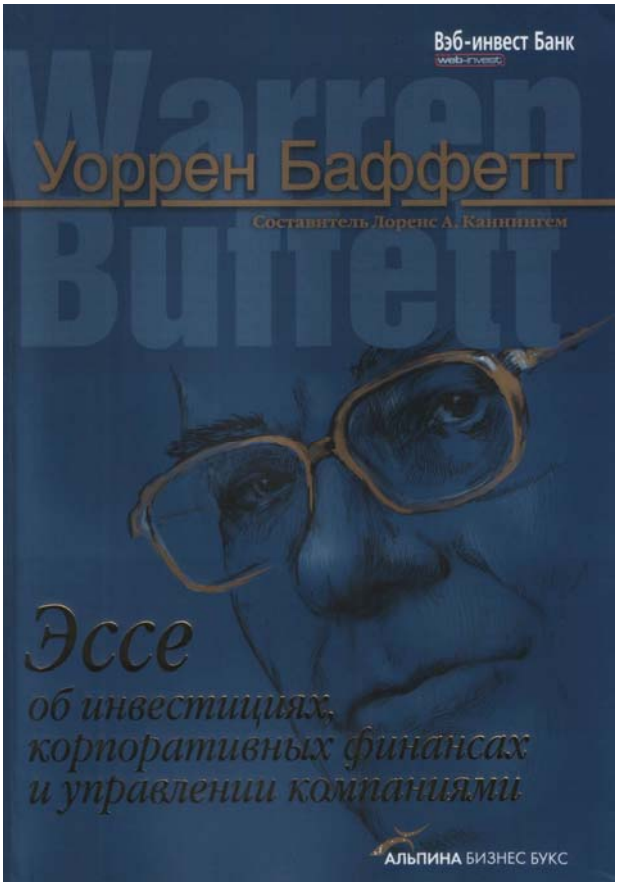

THE ESSAYS OF WARREN BUFFETT

LESSONS FOR CORPORATE AMERICA

Essays by Warren E. Buffett

Selected, Arranged, and Introduced by **Lawrence A. Cunningham**

First Revised Edition

УОРРЕН БАФФЕТТ

ЭССЕ ОБ ИНВЕСТИЦИЯХ, КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСАХ И УПРАВЛЕНИИ КОМПАНИЯМИ

Составитель, автор введения
Лоренс А. Каннингем

Перевод с английского

Москва 2005

УДК 65.011
ББК 65.290-2
Б12

Издано при содействии Вэб-инвест Банка

Перевод Ю. Гальцев, В. Ильина, С. Киянов, О. Никифорова, А. Симиненко

Научный редактор В. Ионов
Редакторы В. Григорьева, И. Цурикова

Баффетт У.

Б12 Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями / Уоррен Баффетт ; сост., авт. предисл. Лоренс Каннингем ; пер. с англ. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. — 268 с.

ISBN 5-9614-0180-4

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

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

УДК 65.011
ББК 65.290-2

Все права защищены. Любая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы тони было форме и какими бы то ни было средствами без письменного разрешения владельца авторских прав.

© Lawrence A. Cunningham, 1997 and 2001. Includes previously copyrighted materials. © Warren E. Buffett, reprinted with permission. All rights reserved.
Published by arrangement with Lawrence Cunningham.
© Альпина Бизнес Букс, перевод, оформление, 2005

ISBN 5-9614-0180-4 (рус.)
ISBN 0-9664461-1-9 (англ.)

СОДЕРЖАНИЕ

ПРЕДИСЛОВИЕ К РУССКОМУ ИЗДАНИЮ 7

ВВЕДЕНИЕ 9

ПРОЛОГ 35

Часть I. Корпоративное управление 39

A. Принципы ориентирования на собственника 40

B. Полное и объективное представление информации 48

C. Совет директоров и руководители 50

D. Опасения, связанные с закрытием предприятий ... 58

E. Ориентация на собственника в благотворительной деятельности корпорации... 62

F. Принципиальный подход к жалованью должностных лиц 69

Часть II. Корпоративное финансирование и инвестирование 77

A. Господин Рынок 78

B. Арбитраж 82

C. Развенчание догм 89

D. Чрезмерность понятия «инвестирование в стоимость» 100

E. Разумное инвестирование 108

F. Сигаретные окурки и институциональный императив 115

Часть III. Альтернатива обыкновенным акциям 119

A. «Мусорные» облигации 119

B. Облигации с нулевым купоном 126

C. Привилегированные акции 133

D. Нетрадиционные обязательства 144

Часть **IV. Обыкновенные акции 147**

A. Бич торговли ценными бумагами — операционные издержки 148

B. Привлечение правильных инвесторов 150
C. Дивидендная политика и выкуп акций..... 152
D. Дробление акций и торговля ценными бумагами 160
E. Стратегии акционеров 162
F. Рекапитализация Berkshire 164

Часть V. Слияния и поглощения 169
A. Низменные побуждения и высокие цены..... 170
B. Продуманный выкуп акций против «зеленого шантажа»..... 180
C. Выкуп с использованием заемных средств..... 181
D. Разумная политика поглощений 184
E. Продавая компанию 188
F. Преимущества поглощений 192

Часть VI. Бухгалтерский учет и оценка 195
A. Сатира на бухгалтерские махинации 195
B. Скрытая прибыль 202
C. Экономический гудвилл против учетного 207
D. Доходы владельца и обманчивость потока денежных средств 217
E. Внутренняя стоимость, балансовая стоимость и рыночная цена 225
F. Эзоп и неэффективная теория журавля в небе ... 229

Часть VII. Учетная политика предприятия и вопросы налогообложения 233
A. Покупка или объединение? 234
B. Фондовые опционы 236
C. Издержки «реструктуризации»..... 240
D. Сегментная отчетность и консолидация..... 244
E. Отложенные налоговые обязательства..... 245
F. Пенсия..... 248
G. Распределение налогового бремени компании... 249
H. Налогообложение и философия инвестирования 255

ЭПИЛОГ..... 258

ПОСЛЕСЛОВИЕ И БЛАГОДАРНОСТИ..... 263

ГЛОССАРИЙ..... 265

Предисловие к русскому изданию

НЕ ПЫТАЙТЕСЬ ПОВТОРИТЬ ЭТО ДОМА...

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

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

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

Сделки, описанные в книге, заняли свое место в пожелтевших годовых отчетах далеких от нас компаний. А мы живем сегодня и живем в России. Мы всего лишь читатели Уоррена Баффетта, но создатели собственных бизнес-стратегий.

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

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

Александр
Винокуров

Председатель
правления

Вэб-инвест Банка

Введение

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

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

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

Многие из уроков Баффетта прямо противоположны тому, что преподавали в школах бизнеса и школах права в последние 30 лет, а так-

же тому, что все это время применяли на Уолл-стрит и во всех корпорациях Америки. Во многом идеи и их практическое воплощение Баффеттом затмили учение Грэхема и Додда. Он стал их учеником, щедро делясь с миром их идеями и непреклонно их отстаивая. Методы защиты простирались от яростного опровержения современной финансовой теории до убедительных доказательств опасных последствий использования фондовых опционов для оплаты труда административно-управленческого состава и обоснованных доводов о том, что выгоды от консолидирующих поглощений и анализа потоков денежных средств сильно преувеличены.

На посту генерального директора Berkshire Hathaway, компании, которая изначально включала группу текстильных предприятий, возникших в начале XIX в., Баффетт применял традиционные принципы ведения бизнеса. Он возглавил Berkshire в 1964 г., когда ее балансовая стоимость составляла 19,46 долл. на акцию, а внутренняя была и того меньше. В начале 2000 г. балансовая стоимость составляла около 40 000 долл., а внутренняя — гораздо больше. За этот период темп роста балансовой стоимости на акцию составил 24%, ежегодно исчисляемых в сложных процентах.

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

Баффетт и вице-президент Berkshire Чарли Мунгер создали корпорацию стоимостью более 70 млрд. долл., инвестируя в компании с отличными экономическими показателями и управляемые прекрасными специалистами. Предпочитая сделки по поглощению компаний на договорной основе по справедливой цене, они применяют «двойной подход»,

покупая на открытом рынке менее 100% акций компании в случае, если могут сделать это за соразмерную цену, которая будет значительно ниже, чем если бы покупались все 100%.

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

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

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

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

Многие спекулируют на действиях или планах корпорации Berkshire и самого Баффетта. Спекуляция может быть удачной или неудачной, но никогда разумной. Гораздо выгоднее не пытаться разведать, какие именно вложения сделала Berkshire, а подумать о том, как, опираясь на инвестиционную философию корпорации, сделать правильный выбор. Это значит, что вместо попыток имитировать структуру портфеля Berkshire таким людям следует вдуматься в очерки Баффетта и учиться по ним.

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

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

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

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

Кроме ориентации на собственника, используемой в принятой Баффеттом практике представления информации, следующим уроком уп-

равления будет *отказ от формул администрирования.* Вопреки всем учебным правилам организационного поведения переносить абстрактную схему подчинения на конкретную компанию, по мнению Баффетта, бессмысленно. Что действительно важно, так это подбор способных, честных, трудолюбивых людей. Иметь первоклассную команду гораздо важнее, чем составлять иерархию и разъяснять, кто, когда и перед кем должен отчитываться и кому подчиняться.

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

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

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

Большинство реформ представляют собой некий черновой вариант, который не учитывает основные различия между типами ситуаций в совете директоров, которые определяет Баффетт. К примеру, власть директора будет намного слабее, если существует держатель контрольного

пакета акций, который к тому же принимает участие в руководстве компанией. Когда между членом совета директоров и административным составом возникают разногласия, члену совета остается лишь возражать или, если обстоятельства серьезны, подать заявление об уходе. Самой сильной власть директора будет в другой крайней точке, когда держатель контрольного пакета акций не участвует в управлении. В случае разногласий директора могут обращаться с вопросами напрямую к держателю контрольного пакета.

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

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

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

Если бы значение имели только краткосрочные результаты, принимать многие управленческие решения было бы намного проще, особенно по отношению к тем компаниям, чьи экономические показатели ухудшились. Представьте себе компромисс временных горизонтов, с которым столкнулся Баффетт, управляя худшим, как он считает, вло-

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

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

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

Проект уравнивания интересов руководства и акционеров путем предоставления руководителям фондовых опционов был не только переоценен, но и слегка прикрыл более глубокое разделение интересов, вызванное этими опционами. Многие корпорации платят своим руководителям фондовыми опционами, стоимость которых растет только за счет сохранения прибыли, но не выгодного распределения капитала. Однако, как объясняет Баффетт, просто удерживая и реинвестируя прибыль, руково-

дители могут сообщать о ежегодном увеличении прибыли, не прикладывая особые усилия для действительного повышения доходов от капитала. Таким образом, фондовые опционы часто обкрадывают акционеров и отдают трофеи руководителям. Более того, после вручения фондовые опционы часто оказываются безотзывными и безоговорочными и приносят руководителям прибыль вне зависимости от эффективности их деятельности.

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

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

КОРПОРАТИВНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ И ИНВЕСТИРОВАНИЕ

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Баффетт отвечает усмешкой и советом. Усмешка означает, что последователи его инвестиционной философии должны, вероятно, пожертвовать профессорскими постами в колледжах и университетах, чтобы гарантировать непрерывное обучение догме эффективного рынка. А совет — пренебречь современной финансовой теорией и другими псевдосовременными взглядами рынка и заняться инвестиционной деятельностью. Лучше всего это сделать с помощью долгосрочных инвестиций в индексные фон-

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

ды либо путем трезвого анализа компаний, которые инвестор в состоянии оценить. При таком мышлении существенным риском будет не бета или волатильность, а возможность потерь.

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

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

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

Мода на бету, по словам Баффетта, страдает от невнимания к «основному принципу: лучше быть почти правым, чем абсолютно ошибаться». Долгосрочный успех инвестиционной деятельности зависит не от изучения беты и сохранения диверсификации портфеля, а от понимания, что

быть инвестором — значит, управлять собственным делом. Перекомпоновка портфеля через покупку и продажу акций, направленная на достижение желаемого показателя бета-риска, делает долгосрочный инвестиционный успех невозможным. Такое «порхание с цветка на цветок» связано с огромными операционными издержками в форме спрэдов, вознаграждений и комиссионных, не говоря уже о налогах. Баффетт шутит, что назвать кого-то, кто активно торгует на рынке, инвестором— «все равно, что назвать кого-то, кто часто заводит случайные связи, романтиком». Инвестиционная деятельность переворачивает народную мудрость современной финансовой теории с ног на голову: вместо призыва «не класть все яйца в одну корзину» мы получаем совет Марка Твена из «Простофили Вильсона»: «Клади все яйца в одну корзину, но... береги корзину!»

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

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

Еще одно разумное наследие Грэхема — принцип запаса прочности. Принцип гласит, что не нужно инвестировать в ценную бумагу, если нет достаточных оснований для уверенности в том, что заплаченная цена намного ниже, чем полученная стоимость. Баффетт самозабвенно следует принципу, обращая внимание на слова Грэхема о том, что, если бы

потребовалось в двух словах изложить суть разумной инвестиционной деятельности, такими словами стали бы «запас прочности». Через 40 лет после того, как он впервые прочел эти слова, Баффетт по-прежнему считает их верными. Пока энтузиасты современной финансовой теории, ссылаясь на эффективность рынка, отрицают разницу между ценой (то, что платишь) и стоимостью (то, что получаешь), Баффетт и Грэхем считают ее самой главной разницей в мире.

Эта разница показывает также, что термин «инвестирование в стоимость» излишен. Настоящее инвестирование должно опираться на оцен-- взаимоотношения между ценой и стоимостью. Стратегии, которые не применяют это сравнение цены и стоимости, вообще не сводятся к инвестированию, скорее, это спекуляция в надежде, что цены вырастут, 1 не убеждение, что заплаченная цена ниже, чем полученная стоимость. Многие специалисты совершают подобную ошибку, отмечает Баффетт, проводя различия между «инвестированием в рост» и «инвестированием в стоимость». Рост и стоимость это не точные понятия, говорит Баффетт. Они абсолютно взаимосвязаны, поскольку рост следует рассматривать как составной элемент стоимости.

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

Другие случаи злоупотребления терминами включают стирание разницы между спекуляцией и арбитражем как методами разумного управления денежными средствами, последний из которых особенно важен для компаний, подобных Berkshire, генерирующих существенный поток денежных средств. Спекуляция и арбитраж служат для того, чтобы использовать избыточные денежные средства, а не хранить их в эквивалентах наличности, например в коммерческих векселях. Спекуляция означает использование денежных средств для игры на изменениях конъюнктуры, вызванных слухами о необъявленных грядущих сделках. Арбитраж в традиционном понимании означает игру на разнице в ценах

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

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

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

АЛЬТЕРНАТИВА ОБЫКНОВЕННЫМ АКЦИЯМ

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

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

Уолл-стрит склоняется к идеям, основанным на возможности создания прибыли, а не на финансовом смысле, — тенденция, которая часто превращает хорошие идеи в плохие. В истории облигаций с нулевым купоном, например, Баффетт показывает их способность обеспечить инвестору ставку дохода в сложных процентах, равную ставке купона, которую стандартная облигация с периодической выплатой процентов обеспечить не может. Таким образом, нулевые купоны на некоторое время позволя***хя*** заемщику занимать больше без необходимости в дополнительных потоках денежных средств на выплату процентов. Трудности возникли, когда нулевые купоны стали выпускать более слабые участники, потоки денежных средств которых не могли обеспечить растущие долговые обязательства. Баффетт жалуется, «как это часто происходит на Уолл-стрит, то, что в начале делается умными людьми, под конец подхватывается глупцами».

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

ОБЫКНОВЕННЫЕ АКЦИИ

Баффетт вспоминает, как в день, когда Berkshire получила листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже в 1988 г., он сказал Джимми Магуайру, специалисту по акциям компании: «Я признаю Ваш безоговорочный успех, если следующая сделка по этим акциям состоится не раньше, чем через два года». Подшучивая над Магуайром («кажется, он был не в восторге»), Баффетт подчеркивает, что, покупая или продавая акции, он обычно думает так: «Если нам не доставляет радости обладание долей

той или иной компании, когда биржа закрыта, не будет радости и тогда, когда биржа будет открыта». Berkshire и Баффетт — инвесторы на всю жизнь, структура капитала компании и ее дивидендная политика это подтверждают.

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

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

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

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

если «удержанный капитал производит дополнительную прибыль, равную или превышающую прибыль, обычно доступную инвесторам».

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

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

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

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

Высокая цена акций Berkshire и ее дивидендная политика привели к двум важным последствиям. Во-первых, необычно высокая цена акций

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

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

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

Акции класса *B* созданы специально для тех инвесторов, которые разделяют философию сфокусированного инвестирования Berkshire. Баффетт и Мунгер подчеркивали, например, что в связи с предложением акций класса *B* акции Berkshire в то время не оказались на рынке недооцененными. Они утверждали, что никто из них не купил бы ни акции класса *A* по их рыночной цене, ни акции класса *B* по запрашиваемой цене. Смысл был прост: не покупайте эти ценные бумаги, если не готовы держать их долгое время. Видимо, попытка привлечь к акциям класса *B* только долгосрочных инвесторов сработала: после предложения объем биржевых сделок с акциями стал намного ниже средних показателей по акциям Нью-Йоркской фондовой биржи.

Кто-то выражал удивление по поводу предостерегающего заявления Баффетта и Мунгера, поскольку большинство управляющих сообщают рынку, что недавно выпущенные акции их компаний предлагаются по

очень хорошей цене. Однако удивляться откровению Баффетта и Мунгера не следует. Компания, продающая акции по цене ниже их стоимости, обкрадывает существующих акционеров. Вполне естественно, что Баффетт считает это преступлением.

СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

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

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

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

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

Управляющим других компаний так же непросто следовать этому правилу, но не настолько, поскольку коллекции их компаний были превосходны. Зато Баффетт отмечает, что продавцы в случае приобретения акций определяют покупную цену рыночной ценой акций покупателя, а не их внутренней стоимостью. Если акции покупателя торгуются по цене, равной, скажем, половине их внутренней стоимости, тогда покупатель, согласный на эту цену, отдает в два раза больше

стоимости компании, нежели получает. Руководитель такой компании, обычно аргументирующий свои действия синергетическим эффектом и размером, ставит трепет или чрезмерный оптимизм выше интересов акционеров.

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

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

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

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

У Berkshire есть дополнительные преимущества при поглощении: высококачественные акции в качестве оплаты и существенная управленческая автономия по завершении сделки — и то и другое редкость для приобретающей компании, говорит Баффетт. У Баффетта слова не расходятся с делом, когда он напоминает предполагаемым продавцам, что многие из своих компаний Berkshire приобрела у семей и других

связанных групп, и предлагает им по каждой предыдущей продаже сравнить первоначальные обещания Berkshire с ее более поздними действиями.

БУХГАЛТЕРСКИЙ УЧЕТ И ОЦЕНКА

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

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

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

Рассмотрим концепцию, которую Баффетт называет «скрытая прибыль». Учет инвестиций по GAAP требует консолидированного учета для контролируемых компаний, что означает полную отчетность по всем

статьям как для инвестируемых компаний, так и для головной компании. При покупке акций от 20 до 50% GAAP требует отчетности о пропорциональной доле прибыли инвестора по объекту инвестиций. Для инвестиций менее 20% GAAP предполагает, что учитываться будут только действительно полученные инвестором дивиденды, а не любая часть прибыли инвестируемой компании. Эти правила бухгалтерского учета скрывают основной фактор экономической эффективности Berkshire: нераспределенная прибыль инвестируемых компаний корпорации составляет огромную часть стоимости Berkshire, но не учитывается в финансовых отчетах, подготовленных с использованием GAAP.

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

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

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

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

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

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

Когда b и c не равны, анализ потоков денежных средств и анализ прибыли акционеров также будут различны. Для большинства компаний c, как правило, превышает b, потому анализ потоков денежных средств обычно переоценивает экономическую реальность. Каждый раз, когда *c* не совпадает с b, расчет прибыли акционеров помогает оценить эффективность более точно, чем при анализе прибылей GAAP или бухгалтерских корректировках потоков денежных средств под влиянием цены покупки. Вот почему Berkshire добавляет к своим отчетам прибыль акционеров от поглощенных компаний, а не полагается полностью на цифры прибылей по GAAP или потоков денежных средств.

Последним примером специализированного инструментария Баффета служит внутренняя стоимость, «дисконтированная стоимость денежных средств, которые можно получить из компании за оставший-

ся срок ее существования». Несмотря на простое изложение, расчет внутренней стоимости не будет ни легким, ни объективным. Она зависит от оценки как будущих потоков денежных средств, так и движений процентной ставки. Однако именно внутренняя стоимость имеет решающее значение для компании. Балансовую стоимость, напротив, легко рассчитать, но применение ее ограниченно. Так же и с рыночной ценой, по крайней мере, для большинства компаний. Различия между внутренней стоимостью, балансовой стоимостью и рыночной ценой не

всегда очевидны. В сторону увеличения или уменьшения, но различия будут всегда.

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

УЧЕТНАЯ ПОЛИТИКА И ВОПРОСЫ НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ

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

Баффетт предлагает решение, способное удовлетворить оба лагеря и соответствующее при этом действительности. Он предлагает зарегистрировать для гудвилла актив, не требующий автоматического его отчисления из будущих прибылей. В этом случае пуристы будут довольны, поскольку счет для гудвилла открыт, а управляющие — потому что отчисления от будущих прибылей потребуются лишь в том случае, если гудвилл упадет. Решение соответствует действительности, потому что практически при

любом слиянии одна сторона покупает, а другая продает, и приобретенный экономический гудвилл в будущем скорее вырастет, а не упадет в стоимости. (Разработчики принципов бухгалтерского учета со временем выбрали видоизмененную версию этого предложения.)

В GAAP достаточно упущений, и все же есть две группы людей, которые их усугубляют: те, кто пытается обойти требования GAAP с помощью большого бухгалтерского воображения, и те, кто обдуманно использует GAAP как средство для финансовых махинаций. С первыми особенно сложно иметь дело, предполагает Баффетт, показывая, как

споры о бухгалтерском учете фондовых опционов отражают ограниченность многих руководителей и бухгалтеров. К примеру, критикуя мнение о том, что в случае предоставления фондовых опционов их не следует считать расходами, Баффетт приводит лаконичный довод: «Если опционы — не форма компенсации, тогда что это? Если компенсация — это не расход, тогда что это? А если расходы не должны идти в расчет прибыли, куда же им идти, в конце концов?» По сей день он не получил ни одного ответа.

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

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

Один из очевидных уроков в рассуждениях Баффетта о финансовой информации гласит, что учет изначально поставлен в рамки, хотя и жизненно необходим. Несмотря на неограниченную свободу управленцев в отчете о прибылях и потенциальное злоупотребление этой свободой, финансовая информация может оказаться для инвесторов чрезвычайно полезной. Баффетт пользуется ею ежедневно и с ее помощью разместил уже миллиарды долларов. Это значит, что принимать решения на основе доступной финансовой информации можно, если подойти к ней с рассудительностью. Такая рассудительность может включать корректи-

ровку для определения скрытой прибыли, прибылей акционеров и внутренней стоимости, а также чтобы показать реальные затраты на фондовые опционы или другие обязательства, указывать которые в финансовой отчетности по GAAP не требуется.

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

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

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

Лоренс А. Каннингем

Пролог*

Наша группа акционеров в некотором роде совершенно необычна, что повлияло на то, каким образом мы перед вами отчитываемся. К примеру, на конец каждого года около 98% акций на руках акционеров принадлежит людям, которые были акционерами и в начале года. Поэтому наш годовой отчет мы строим на том, что рассказали вам в прошлые годы, вместо того, чтобы снова повторять множество данных. Таким образом, вы получаете больше полезных сведений, а мы не скучаем.

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

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

Когда вы все же получаете от нас сообщение, оно приходит от того, кому вы платите за руководство компанией. Ваш председатель твердо убежден, что владельцы имеют право напрямую от генерального директора узнавать о происходящем в компании и о том, как он ее оценивает в данный момент и в перспективе. В частной компании вам пришлось бы требовать этого, в публичной это само собой разумеется. Выходящий

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

раз в год отчет руководства не следует поручать специалисту по административным вопросам или консультанту по связям с общественностью, которые едва ли смогут говорить открыто, с позиции управляющий - владельцу.

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

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

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

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

Доводы управляющих, которые добиваются активной торговли по своим акциям, приводят нас в изумление. На самом деле, такие руководители говорят, что хотели бы, чтобы довольно много их нынешних клиентов постоянно оставляло их ради новых акционеров, потому что

привлечь много новых вкладчиков (с новыми ожиданиями) невозможно без того, чтобы не потерять множество прежних.

Мы предпочитаем владельцев, которым нравится наше обслуживание и меню и которые возвращаются из года в год. Трудно будет найти группу людей, которые будут сидеть в «креслах» акционеров Berkshire Hathaway лучше, чем те, кто их уже занимает. Итак, мы надеемся, что и впредь текучесть среди наших владельцев будет такой же низкой, а становиться ими будут люди, которые понимают наши действия, одобряют нашу политику и разделяют наши убеждения. А мы надеемся эти ожидания оправдать.

Часть I. Корпоративное управление

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

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

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

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

А. *Принципы ориентирования на собственника***

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

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

Факты говорят о том, что большинство акционеров Berkshire уже приняли нашу концепцию долгосрочного сотрудничества. Годовая оборачиваемость акций Berkshire ничтожно мала по сравнению с тем, что наблюдается в других крупных американских корпорациях, даже если не принимать в расчет акции, которыми владею я.

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

* Вступительное эссе, 1984 г.

** Руководство для инвесторов, 1996 г. (первоначально выпущено в 1983 г., ежегодно обновляется с 1988 г.).

значения, кроме тех случаев, которые дают возможность увеличить наше долевое участие по привлекательной цене.

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

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

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

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

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

Это было написано в конце 1983 г., с тех пор наш годовой темп прироста внутренней стоимости (тема, которую я буду обсуждать немного позже)* составлял приблизительно 25%. Этот темп определенно удивил и Чарли, и меня. Тем не менее заявленный принцип остается в силе. Сегодня, совершая операции с большими суммами, мы не можем приблизиться к экономическим показателям, которых однажды добились, оперируя намного меньшим капиталом. Лучший показатель темпа прироста, на который мы можем надеяться, составляет в среднем 15% в год, и не исключено, что мы до него не дотянем. Однако очень немногие

* См. часть VI, раздел Е.

крупные компании могут похвастаться приростом на уровне 15% в течение долгого времени. Так что мы вполне можем достичь заявленной цели — быть выше среднего — даже с приростом значительно меньше 15%.

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

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

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

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

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

5. *Из-за нашего двойного подхода к владению компанией и из-за ограничений традиционного бухгалтерского учета консолидированная объявленная прибыль характеризует далеко не полностью реальные результаты нашей экономической деятельности. Мы с Чарли, и как владельцы,*

и как управляющие, фактически не принимаем во внимание подобные консолидированные показатели. Вместо этого мы представляем вам отчет о прибылях крупнейших компаний, находящихся под нашим контролем, именно эти показатели мы считаем самыми важными. Эти цифры наряду с информацией об отдельных предприятиях, которую мы даем, в целом помогают получить представление о результатах их деятельности.

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

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

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

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

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

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

7. Мы очень осторожно подходим к заимствованиям, а когда к ним прибегаем, то стараемся получать средства под долгосрочный фиксированный процент. Мы скорее отклоним интересные возможности, чем превысим уровень заемного капитала. Такой консерватизм снижает наши результаты, но зато позволяет исправно выполнять фидуциарные обязательства перед держателями страховых полисов, кредиторами и владельцами ценных бумаг, которые передали большие доли своего капитала на наше попечение. (Как сказал один из победителей Индианаполис 500: «Чтобы быть первыми на финише, надо сначала его достичь».)*

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

Кроме того, Berkshire имеет доступ к двум дешевым, нерискованным источникам заемных средств, которые позволяют нам благополучно стать владельцами гораздо большего количества активов, чем наш собственный капитал мог бы позволить. Это отложенные налоговые обязательства и «флоут» — активы других компаний в распоряжении нашего страхового бизнеса, поскольку страховые премии поступают до того, как возникает необходимость в возмещении убытков. Эти

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

источники финансирования быстро растут и в настоящий момент в совокупности составляют приблизительно 12 млрд. долл.

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

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

8. *В «список пожеланий» руководству не будут включаться пункты, наносящие ущерб акционерам. Мы не собираемся диверсифицироваться за счет приобретения компаний без учета долгосрочных экономических последствий для наших акционеров, выкупая их контрольные пакеты. Мы будем делать с вашими деньгами только то, что делали бы со сво ими. Мы сполна учитываем выгоду, которую вы могли бы получить, диверсифицируя свой портфель ценных бумаг путем прямых покупок на фондовом рынке.*

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

9. Мы знаем, что благородные намерения должны время от времени подкрепляться результатами. Мы проверяем эффективность использо вания нераспределенной прибыли по тому, принес или нет акционерам нераспределенный доллар через определенный период времени хотя бы один доллар рыночной стоимости. До настоящего времени мы удовлет воряли этому критерию. Мы и впредь будем использовать этот метод со скользящей пятилетней базой. Чем больше стоимость нашей корпо рации, тем сложнее разумно использовать нераспределенную прибыль.

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

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

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

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

Мы по-прежнему стараемся не играть в подобные игры. Правда, в середине 1980-х нам все же пришлось закрыть текстильное предприятие после 20 лет попыток поднять его, но только потому, что оно неизбежно погрязло бы в операционных убытках. Однако мы никогда не стре-

мились по дешевке сбыть наших аутсайдеров. Наоборот, прилагаются все усилия, чтобы решить проблемы, которые привели эти предприятия ж отставанию.

12. Мы откровенно информируем вас обо всем, подчеркивая преимущества и недостатки, важные для оценки стоимости компании. Наш общий курс — сообщать все сведения о компании, которые мы сами хотели бы знать на вашем месте. Кроме того, как компании, владеющей крупным коммуникационным бизнесом, нам не пристало придерживаться более низких стандартов достоверности и полноты, чем те, которыми руководствуются наши информационные службы, распространяющие отчетность. Мы также полагаем, что откровенность выгодна нам как руководителям: если генеральный директор вводит в заблуждение других, он, скорее всего, нечестен даже с самим собой.

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

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

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

13. Несмотря на политику откровенности, мы раскрываем информацию об операциях с рыночными ценными бумагами только в пределах, требуемых законом. Хорошие инвестиционные идеи редки, ценны и могут быть присвоены конкурентами, так же как идеи создания нового продукта или поглощения компаний. Поэтому обычно мы не обсуждаем свои инвестиционные планы. Это табу распространяется даже на информа-

цию о проданных нами ценных бумагах (потому что мы можем купить их снова) и акциях, которые, если верить недостоверным слухам, мы покупаем. Мы опровергаем такие сообщения, иногда просто говорим «без комментариев», и эти слова расцениваются как подтверждение.

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

ЕЩЕ ОДИН ПРИНЦИП

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

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

B. *Полное и объективное представление информации* *

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

*** 2000.**

тарии по основным моментам, которые необходимы для интерпретации полученных сведений.

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

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

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

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

Позвольте мне, раз уж я затронул мою любимую тему, высказать еще одну мысль: мы с Чарли считаем, что для генеральных директоров прогнозирование темпов роста компании обманчиво и опасно. К этому их

* См. часть VI, раздел D.

зачастую подстрекают как аналитики, так и отделы по связям с инвесторами. Не стоит поддаваться этим нашептываниям, так как прогнозирование часто приводит к неприятностям.

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

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

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

C. *Совет директоров и руководители* *

Результативность деятельности генеральных директоров компаний, которые являются объектами инвестиций, наблюдаемых нами вблизи, резко отличается от результативности многих других, за которыми мы,

1988; 1993; 1986; 1998.

к счастью, наблюдали на безопасном расстоянии. Последние иногда явно не подходят для этой работы, но прочно держатся на своих постах. Как ни странно, генеральному директору, который плохо выполняет свои обязанности, гораздо легче сохранить свой пост, чем его подчиненному в аналогичной ситуации.

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

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

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

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

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

Однако не сочтите все вышесказанное за неодобрение деятельности всех генеральных директоров и советов директоров. Многие из них

способные и трудолюбивые, а некоторые и вовсе выдающиеся личности. Но, видя недостатки руководства, мы с Чарли рады, что имеем дело только с руководителями трех наших постоянных компаний. Им нравится их работа, они думают как собственники, они честны и высококвалифицированны.

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

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

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

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

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

Члены совета директоров должны иметь деловую смекалку, интерес к работе и ориентироваться на интересы собственника. Слишком часто в члены совета директоров выбирают кого-то только потому, что он знаменит или может внести разнообразие. Такая практика ошибочна. Более того, ошибки при выборе директора имеют серьезные последствия, потому что назначение на должность потом нельзя отменить. Так что приятному, но бездеятельному директору никогда не приходится волноваться о возможности потерять работу.

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

Если ничего не меняется, а ситуация очень серьезна, то внешние директора должны оставить свои посты. Их отставка будет выражать

озабоченность управлением компании и подчеркивать тот факт, что ни один из внешних директоров не имеет возможности исправить недостатки деятельности владельца/управляющего.

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

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

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

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

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

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

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

У некоторых из наших ведущих управляющих есть собственные состояния (надеемся, все из них станут состоятельными), но это никак не влияет на их заинтересованность в работе, потому что им нравится то, чем они занимаются, они получают удовольствие от плодотворной деятельности. Они думают как собственники (это высшая похвала, которую

* Вторая задача — распределение капитала. О ней речь пойдет во II и IV частях.

мы можем дать своим менеджерам) и поглощены своей работой во всех ее проявлениях.

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

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

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

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

В Berkshire мы понимаем, что было бы верхом глупости объяснять высококвалифицированным генеральным директорам, например Тони Найсли (из компании GEICO), как им управлять их компаниями. Большинство наших руководящих сотрудников не стали бы работать с нами, если бы им постоянно отводилась роль второй скрипки. (Вообще, им уже нет необходимости работать на кого бы то ни было, так как 75% из

них или даже больше состоятельные люди.) К тому же в деловом мире они подобны Марку Магуайру*, и им не нужны наши советы относительно того, как держать биту или когда замахнуться для удара.

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

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

Я полагаю, что история компании GEICO наглядно демонстрирует достоинства подхода Berkshire. Мы с Чарли ничему не учили Тони и никогда не будем, но мы *создали* такие рабочие условия, которые позволяют ему применять свои таланты только в том, что действительно важно. Ему не приходится тратить время или силы на собрания совета директоров, интервью прессе, презентации, устраиваемые инвестиционными банкирами, или беседы с финансовыми аналитиками. Кроме

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

того, он не потратил ни одной минуты на *раздумья о* финансировании, оценках кредитоспособности или прогнозах Уолл-стрит относительно уровня прибыли на акцию. Благодаря нашей системе собственности он знает, что подобная структурная организация деятельности останется неизменной в течение ближайших десятилетий. В этой атмосфере свободы и Тони, и его компания могут направить свой практически безграничный потенциал на достижение различных задач.

D. *Опасения, связанные с закрытием предприятий* *

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

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

В то время на юге страны мы приобрели текстильные предприятия, которые в большинстве своем не имели профсоюзов, и надеялись, что с этой покупкой мы получим значительное конкурентное преимущество. На севере несколько фабрик уже было закрыто, и многие считали, что и мы поступим также.

Но, несмотря на это, мы посчитали, что управление предприятиями будет гораздо эффективнее осуществляться опытным в этой области сотрудником Кеном Чейсом, которого мы немедленно избрали президентом. В этом мы повели себя на 100% правильно: Кен и его преемник Гарри Моррисон были замечательными руководителями, ни в чем не уступавшими управляющим наших более прибыльных предприятий.

В начале 1967 г. денежные средства от деятельности текстильных фабрик были использованы на вступление нашей корпорации в страховой бизнес путем поглощения National Indemnity Company. Некоторое количество денежных средств было получено за счет прибыли, остальное — за счет сокращения инвестиций в запасы текстильных предприятий, дебиторскую задолженность и основные средства. Это «оттягива-

* 1985.

ние» средств оказалось разумным шагом: текстильный бизнес, хотя и значительно улучшенный стараниями Кена, не стал надежным источником прибыли даже в периоды подъема.

Последовала дальнейшая диверсификация деятельности Berkshire, и постепенно негативное влияние текстильных предприятий на наш общий доход снизилось, так как они становились все меньшей и меньшей частью нашей корпорации. Мы остались в текстильном бизнесе по причинам, изложенным мной в годовом отчете за 1978 г. (и также резюмированным ниже): «(1) наши текстильные предприятия являются важными работодателями в своих районах, (2) руководство открыто докладывало о проблемах и активно пыталось их решить, (3) рабочие действовали сообща и с пониманием относились к проблемам, с которыми нам всем пришлось столкнуться, (4) бизнес должен в среднем приносить умеренную доходность по инвестициям». Далее я заявил: «До тех пор пока остаются эти причины, а мы надеемся, что они останутся, мы намерены оказывать поддержку текстильному направлению нашей деятельности, несмотря на более привлекательные способы использования капитала».

Относительно четвертого пункта я оказался не прав. Хотя 1979 г. был относительно прибыльным, впоследствии на развитие предприятий были израсходованы значительные денежные средства. К середине 1985 г. даже мне стало очевидно, что и в дальнейшем придется тратить большие деньги. Если бы мы смогли найти покупателя, который продолжил бы начатую деятельность, я, конечно, предпочел бы продать предприятие, вместо того, чтобы его ликвидировать, даже если бы это означало для нас меньший доход. Но экономические условия, которые, в конце концов, стали очевидны для меня, были также очевидны для других, и интерес покупателей к нашим текстильным фабрикам был нулевым.

Я не закрою предприятие, имеющее более низкую прибыльность, только для того, чтобы повысить показатель доходности нашей корпорации на долю пункта. Однако я считаю неуместным, даже для исключительно прибыльной компании, финансировать деятельность, которая в перспективе предполагает сплошные убытки. Адам Смит не согласился бы с моим первым суждением, а Карл Маркс — со вторым. Только нечто среднее между этими двумя решениями позволяет мне чувствовать себя комфортно. Я должен еще раз подчеркнуть, что Кен и Гарри были изобретательными, энергичными и нестандартными в своих попытках сделать наши текстильные компании рентабельными. Пытаясь добиться приемлемой прибыльности, они изменили товарную специализацию, конфигурацию оборудования и способы доставки продукции к покупателю. Мы также приобрели в собственность Waumbec Mills в надежде на синергию (этот термин широко используют в бизнесе, чтобы объяснить поглощение, ко-

торое в других обстоятельствах не имеет смысла). Но ничего не помогло, и мне можно ставить в вину то, что я не закрыл это направление бизнеса раньше. С 1980 г. было закрыто 250 текстильных фабрик. Их собственники имели ту же информацию, что и я, просто они реально ее оценили. Я пренебрег советом Комте: «Разум должен быть слугой сердца, но не его рабом» — и верил лишь в то, во что мне хотелось верить.

Отечественная текстильная промышленность функционирует в сфере производства товаров, конкурируя на мировом рынке, где существуют значительные избыточные производственные мощности. Большинство затруднений, которые мы испытывали, прямо или косвенно было вызвано конкуренцией со стороны иностранных государств, где рабочие получают малую часть от минимальной заработной платы гражданина США. Но это совсем не значит, что в закрытии предприятия виноваты наши рабочие. По сути, по сравнению с работниками американской промышленности в целом наши работники получали значительно меньше. Такая ситуация была типична для всей текстильной отрасли. При обсуждении условий договора руководители и члены профсоюза понимали невыгодное для нас положение цен и не требовали нереального увеличения заработной платы или особых условий труда. Наоборот, они не меньше нас старались поддержать нашу конкурентоспособность. Даже в период ликвидации предприятия они вели себя безукоризненно. (Забавно, но с финансовой точки зрения для нас было бы лучше, если бы профсоюз действовал неразумно. Тогда мы сразу осознали бы все проблемы, с которыми нам впоследствии пришлось столкнуться, закрыли предприятие и избежали значительных убытков в будущем.)

Через несколько лет мы хотели сделать крупные капиталовложения в текстильную промышленность, что позволило бы снизить переменные затраты. Каждое из предложений казалось выигрышным. Если оценивать их по стандартным критериям доходности инвестиций, то мы получили бы больше экономической выгоды, чем от сопоставимых затрат на наши весьма прибыльные отрасли — кондитерское производство и газетный бизнес.

Но обещанная прибыль от инвестиций в текстильную промышленность была иллюзорной. Многие наши конкуренты, как в США, так и за рубежом, рассматривали предложения по капиталовложениям подобного рода, и если они соглашались на это, сокращение их затрат приводило к снижению цен во всей отрасли. Каждое отдельное вложение казалось прибыльным и рациональным, но в целом результаты одного капиталовложения нейтрализовали результаты другого (как если каждый из зрителей парада решит встать на цыпочки, чтобы лучше видеть). После каждого цикла инвестиций у игроков становится больше денег в игре, а прибыль остается незначительной.

Таким образом, у нас был небольшой выбор: крупные капиталовложения помогли бы поддержать наши текстильные предприятия на плаву, но оставили бы нас с жалкой прибылью от постоянно увеличивающихся затрат. Более того, даже после инвестиций у заграничных конкурентов оставалось бы существенное преимущество — более дешевая рабочая шла. Отказ от инвестиций привел бы к снижению нашей конкурентоспособности, даже по сравнению с отечественными текстильными предприятиями. Я чувствовал себя героем Вуди Алена в одной из его картин: «Сейчас на пути человечества столько перекрестков, сколько не было за всю историю. Одна дорога ведет к отчаянью и полной безнадежности, другая — к всеобщей гибели. Молитесь о том, чтобы у нас хватило мудрости выбрать верный путь».

Чтобы понять, как решается дилемма, инвестировать или нет в производство товаров, поучительно посмотреть на Burlington Industries, крупнейшую текстильную компанию в США, 21 год назад и сейчас. В 1964 г. уровень продаж Burlington составлял 1,2 млрд. долл. по сравнению с нашими 50 млн. долл. Сильными сторонами этой компании были системы сбыта и производства товаров, уровня которых мы даже не могли надеяться достичь. И конечно, их уровень прибыли во много раз превышал наш. В конце 1964 г. их акции шли по 60, наши — по 13.

Руководство компании Burlington приняло решение оставаться в текстильной отрасли, и в 1985 г. уровень их продаж составил 2,8 млрд. долл. За период с 1964 по 1985 гг. их капиталовложения превышали инвестиции любой другой текстильной компании США и равнялись 3 млрд. долл., прибыль на каждую акцию стоимостью 60 долл. равнялась 200 долл. Я уверен, что большая часть капиталовложений шла на снижение издержек и расширение производства. Учитывая, что Burlington все же режила остаться в отрасли, я бы так же сделал вывод, что все решения компании, связанные с капиталовложениями, были вполне разумны.

Однако сегодня объемы продаж компании в денежном выражении снизились, а доходность продаж и доходность капитала стала намного ниже, чем 20 лет назад. После дробления два к одному в 1965 г. сегодня цена акции составляет 34 долл. — с учетом поправок это ненамного превышает 60 долл., цену 1964 г. Между тем индекс потребительских цен вырос более чем втрое. Поэтому покупательная способность каждой акции сейчас составляет 1/3 покупательной способности акции в 1964 г. Дивиденды выплачивались регулярно, но их покупательная способность значительно снизилась.

Этот разорительный для акционеров итог показывает, что может случиться, когда энергия и большие умственные усилия затрачиваются на осуществление ошибочных предположений. Ситуация заставляет вспомнить высказывание Самюэля Джонсона: «Лошадь, умеющая считать

до десяти, — выдающаяся лошадь, но не выдающийся математик». Подобно этому, текстильная компания, которая блестяще размещает капитал в своей отрасли, — выдающаяся текстильная компания, но не выдающаяся в бизнесе.

Вывод из моего собственного опыта и из долгих наблюдений за опытом других компаний следующий: хорошие организационные показатели (оцениваемые по экономической доходности) в большей степени зависят от того, какую лодку вы выберете, а не от того, насколько старательно вы будете грести (хотя с помощью интеллекта и значительных усилий можно достичь многого в любом деле, перспективном или не очень). Если же вы окажетесь в лодке, которая постоянно дает течь, то лучше сменить ее, чем постоянно заделывать пробоины.

E. *Ориентация на собственника в благотворительной деятельности корпорации* *

Недавнее исследование показало, что адресаты благотворительных взносов более 50% американских компаний совпадают с адресатами, которые определяются членами совета директоров для своих личных пожертвований (иногда соотношение равняется три к одному). Члены совета директоров, которые являются представителями собственников, направляют средства в благотворительные организации, которые выбрали они, и никогда не интересуются мнением собственника по этому поводу. (Интересно, как бы они отнеслись к обратной ситуации: акционеры делали бы благотворительные взносы" в те организации, которые им нравятся, опустошая при этом карманы членов совета директоров.) Когда некто А берет деньги у *B,* чтобы отдать их *C,* и при этом является законодателем, это называется налогообложением. Но когда *A* является должностным лицом или членом совета директоров корпорации, это называется благотворительностью. Мы полагаем, что пожертвования, кроме тех, что приносят компании очевидную прямую выгоду в виде льгот, должны осуществляться согласно пожеланиям собственников, а не должностных лиц и членов совета директоров.

30 сентября 1981 г. Berkshire получила от Министерства финансов США официальное разъяснение по налогообложению, согласно которому компании предоставлялись значительные налоговые льготы за пожертвования в выбранные нами благотворительные организации. Каждый акционер Berkshire может выбрать адресатов благотворительных взно-

1987; 1981 (перепечатано в 1988); 1981; 1990-1993; 1993.

сов нашей компании. При этом его участие будет пропорционально количеству акций, которыми он владеет. Вы называете благотворительную организацию, мы выписываем чек. Согласно полученному нами разъяснению за принятие этих решений лично с наших акционеров не будет взиматься никаких дополнительных сборов. Таким образом, наши собственники могут пользоваться привилегией, которая в основном практикуется корпорациями закрытого типа, хотя ее иногда практикуют руководители компаний с большим числом акционеров.

В компаниях с большим числом акционеров пожертвования на благотворительность устанавливаются руководителями, акционеры не принимают в этом участия. При этом пожертвования можно разделить на две категории:

— пожертвования, которые должны принести прямые льготы корпо рации в размере, равном расходам на благотворительность;

— пожертвования, которые должны принести компании косвенные льготы в виде неподдающейся измерению, неопределенной по времени обратной связи.

Я и другие руководители Berkshire предпочитали и предпочитаем благотворительные взносы, относящиеся к первой категории. Однако общий уровень таких пожертвований был достаточно низким и, наверное, останется низким в будущем, потому что немногие взносы приносят Berkshire прямые льготы, соразмерные затратам.

Благотворительные пожертвования второй категории в компании Berkshire практически равнялись нулю, потому что обычная корпоративная практика меня не устраивает и я не вижу альтернативы ей. Что беспокоит меня в обычной благотворительной деятельности корпораций, это то, что в основном пожертвования осуществляются по принципу «кто попросит» и насколько объективно оценят руководители корпорации деятельность благотворительной организации. Общественные условности зачастую перевешивают здравый смысл.

Обычным стало использование денег акционеров для осуществления филантропических предпочтений руководителя корпорации, на которого оказывается особое давление со стороны общества. Часто проявляется еще одно несоответствие — многие руководители корпораций критикуют действия правительства по распределению денег налогоплательщиков, но при этом сами распоряжаются деньгами акционеров по своему усмотрению.

Для Berkshire приемлема другая модель. Так же как мне бы не хотелось, чтобы вы распоряжались моими деньгами для выплаты благотворительных взносов, я считаю неуместным распоряжаться по своему усмотрению вашим корпоративным «банковским счетом» для благотворительных пожертвований. Ваши предпочтения в сфере благотворительности ничуть

не хуже моих, поскольку и ваши, и мои денежные средства, которые можно направить на благотворительность без обложения налогами, находятся в распоряжении компании, а не в наших руках.

Я считаю, что в этом аспекте деятельность Berkshire должна быть подобна деятельности корпораций закрытого типа, а не крупных публичных компаний. Если бы каждый из нас владел 50% корпорации, было бы легче принимать решения о благотворительных пожертвованиях: при распределении наших благотворительных фондов предпочтение отдавалось бы благотворительной деятельности, имеющей непосредственное отношение к нашему бизнесу. Оставшиеся средства после таких взносов были бы разделены на выплату благотворительных пожертвований по вашему и моему усмотрению согласно доле во владении имуществом. Если бы у руководящего сотрудника нашей компании были свои соображения на этот счет, мы бы его внимательно выслушали, но оставили окончательное решение за собой. Несмотря на то что по форме мы являемся корпорацией, в этом аспекте мы руководствовались бы принципами товарищества.

Осуществимо это или нет, но я верю в возможность перехода к партнерскому образу мышления, хотя объективно мы являемся крупной корпорацией с большим количеством акционеров. Официальное разъяснение, полученное от Министерства финансов, допускает такую форму сотрудничества в области благотворительности.

Я рад, что Berkshire будет делать пожертвования с учетом интересов ее владельцев. Забавно, хотя и вполне понятно, что благотворительная политика все большего числа крупных корпораций согласуется с пожеланиями сотрудников (и, вы просто не поверите, даже членов совета директоров), но, насколько мне известно, ни одна из них не планирует принимать во внимание мнение своих собственников. Я говорю «понятно», потому что большинство акций крупных корпораций находится в собственности организаций, имеющих краткосрочный инвестиционный горизонт, которым не хватает долгосрочной ориентации на собственника, как дверь-вертушка.

Наши акционеры — люди другого сорта. В конце каждого года более 98% наших акций находится в собственности тех, кто был акционером в начале года. Эта долгосрочная приверженность нашему делу отражает мышление собственника, которому как ваш управляющий я намерен выразить свою признательность всеми возможными способами. Описанная выше политика благотворительной деятельности — лишь один из таких способов.

Наша новая программа, позволяющая акционерам самим определить адресатов корпоративных благотворительных взносов, была встречена с

большим энтузиазмом. Из 932 206 акций, имеющих право участвовать в капитале компании (это акции, фактический владелец которых является нашим зарегистрированным акционером), владельцы 95,6% акций приняли эту инициативу. Даже если исключить акции, принадлежащие мне, то все равно количество откликнувшихся акционеров составило более 90%.

К тому же более 3% наших акционеров добровольно составили письма или записки, в которых полностью одобрили программу. Мы никогда прежде не наблюдали такой высокой степени участия и такой ответной реакции со стороны акционеров, даже когда их мнение активно запрашивалось служащими корпорации или профессиональными высокооплачиваемыми уполномоченными организациями. Тогда же необыкновенно большое количество ваших откликов было получено без всяких бесплатных конвертов, которые компания обычно прикладывает к рассылаемым запросам. Такое поведение говорит в пользу нашей программы и наших акционеров.

Несомненно, собственникам нашей корпорации одинаково нравится иметь возможность самим определять назначение пожертвований и использовать эту возможность на практике. Руководители корпораций, управляющих по принципу «папе видней», будут удивлены, узнав, что ни один из наших акционеров никогда не получает уведомление о том, что премудрые служащие Berkshire приняли собственное решение об использовании благотворительных фондов, доступных акционеру согласно его долевому участию. Никто из наших пайщиков просто не может себе представить, что его доля в наших благотворительных пожертвованиях может быть использована должностными лицами корпорации по их усмотрению (хотя это весьма распространенная, но не разглашаемая публично политика многих крупных корпораций).

1 783 655 долл. было распределено между 675 благотворительными организациями, которые выбрали наши акционеры. Berkshire и ее дочерние компании продолжают выплачивать денежные пожертвования в соответствии с решениями наших менеджеров на локальном уровне.

Бывают годы, два или три из десяти, когда благотворительные взносы Berkshire приводят к существенному снижению налогов или полному их устранению. В этот период программа распределения благотворительных взносов акционерами временно приостанавливается. В остальное время, примерно 10 октября каждого года, мы будем информировать вас о сумме на акцию, которую вы можете направить на благотворительные нужды. К бланку ответа будет прилагаться уведомление, и у вас будет три недели, чтобы уведомить нас о своем решении.

Идея распределения благотворительных пожертвований акционерами, как и многие другие идеи, принесшие нам положительные результаты,

была предложена Чарли Мунгером, вице-председателем Berkshire. Не придавая значения титулам, мы с Чарли выступаем партнерами в управлении всеми контролируемыми нами компаниями. Нам просто до неприличия нравится быть управляющими партнерами. И нам нравится, что вы являетесь нашими финансовыми партнерами.

В придачу к пожертвованиям наших акционеров, которые рассылает Berkshire, руководители наших действующих компаний делают пожертвования, в том числе в виде товарной продукции, на общую сумму от 1,5 до 2,5 млн. долл. ежегодно. Эти деньги поддерживают местные благотворительные организации, такие как The United Way, и приносят нашей компании льготы, соизмеримые с затратами.

Однако никто из наших действующих руководителей или сотрудников компании-учредителя не использует фонды Berkshire для взносов в общенациональные программы или благотворительную деятельность, представляющую для них особый личный интерес, разве что в рамках их деятельности как акционеров. Если ваши сотрудники, включая генерального директора, хотят поддержать свою Alma Mater или другие учреждения, к которым у них есть личная привязанность, то, как нам кажется, они должны использовать для этого свои средства, а не ваши.

Позвольте добавить, что наша программа легко управляема. Мы пригласили сотрудника National Indemnity, чтобы он помог нам привести в исполнение указания, поступившие от 7500 владельцев именных акций. Думаю, что обычная корпоративная программа, которая составляется по желанию сотрудников, требует больших административных затрат. Действительно, общие накладные расходы нашей корпорации составляют меньше половины от суммы наших благотворительных пожертвований. (Чарли настаивает на том, чтобы я упомянул, что 1,4 млн. долл. из 4,9 млн. долл. накладных расходов было израсходовано на реактивный самолет, принадлежащий корпорации*.)

Отчет 1986 г. содержит *следующее:*

«Мы приобрели реактивный самолет для корпорации в прошлом году. Все, что вы слышали о таких самолетах, — правда. Они слишком дороги и роскошны для редких путешествий в труднодоступные места. Они дороги не только в эксплуатации, посмотреть на них — и то стоит денег. Издержки на обслуживание и амортизацию нового самолета стоимостью 15 млн. долл. до уплаты налога ежегодно составляют 3 млн. долл. В случае с нашим самолетом, приобретенным за 850 000 долл., сумма таких расходов равняется примерно 200 000 долл. в год.

К сожалению, ваш председатель, знающий об этих цифрах, в прошлом сделал ряд резких замечаний по поводу самолетов корпорации. Таким образом, до нашего при-

Ниже приведен список организаций, в которые наши акционеры направили свои благотворительные пожертвования.

— 569 пожертвований было направлено в 347 церквей и синагог;
— 670 денежных взносов поступило в 238 колледжей и университетов;
— 525 пожертвований в 244 школы (2/3 в обыкновенные и 1/3 в религиозные);
— 447 пожертвований в 288 организаций, работающих в сфере искусства, культуры и гуманитарных наук;
— 411 пожертвований в 180 религиозных организаций системы социального обеспечения (примерно половина из них христианские и половина — еврейские);
— 759 пожертвований получили 445 нерелигиозных организаций системы социального обеспечения (примерно 40% из них связаны с молодежью);

обретения я был вынужден передвигаться согласно закону Галилея о земном притяжении. Я быстро оценил на опыте необходимость использования противоположного открытия, и теперь мои путешествия стали значительно проще и значительно дороже, чем раньше. Окупится ли компании самолет — вопрос спорный, но я буду делать все возможное, чтобы достичь максимальных деловых успехов (неважно, насколько сомнительными они будут) с его помощью. Я боюсь, что Бенджамин Франклин разгадал мои намерения. Он сказал: «Если эта вещь так удобна, она должна быть разумным существом, так как она позволяет найти или придумать основание для всего, что хочется делать».

Отчет 1989 г. содержит следующее:

«Прошлым летом мы продали самолет корпорации, который приобрели три года назад за 850 000 долл., и купили другой подержанный реактивный самолет за 6,7 млн. долл. (Вспоминается замечательный анекдот Карла Сагана о преграде, сдерживающей показательный рост бактерий, на который я еще буду ссылаться в эпилоге.) Некоторые читатели по понятным причинам ударятся в панику: если темпы прироста чистой стоимости нашей компании останутся прежними, а стоимость замены самолетов будет также расти в сложных процентах с нынешней скоростью — 100% ежегодно, то очень скоро весь капитал Berkshire уйдет на самолеты.

Чарли не любит, когда я сравниваю самолет с бактерией: он считает это оскорбительным для бактерии. Его представление о путешествии с шиком подразумевает автобус с кондиционером, правда, эта роскошь доступна ему только тогда, когда действуют выгодные тарифы на проезд. Мое отношение к самолету можно выразить словами молитвы, приписываемой, правда, не согласно канонам, святому Августину, когда он раздумывал, выбрать ли ему мирские удовольствия или путь священника. Ведя поединок между разумом и гландами, он взмолился: "Господи, помоги мне обрести непорочность, но не сейчас"».

Дать имя самолету было не так то легко. Первоначальным вариантом был "Чарли Т. Мунгер". Чарли возражал и предлагал "Помутнение рассудка". Наконец мы остановились на "Нет тебе оправдания"».

В отчете за 1998 г. сообщается, что компания Buffett продала самолет, принадлежащий Berkshire, и теперь совершает все перелеты посредством предприятий Berkshire, осуществляющих авиаперевозки.

— 261 пожертвование получили 153 клиники;

— 320 пожертвований получили организации здравоохранения (например, Американская ассоциация по борьбе с заболеваниями сердца, Американское общество по борьбе с раковыми заболеваниями и т.д.).

В этом списке меня особенно заинтересовали три вещи. Во-первых, в определенной степени он показывает, куда люди предпочитают направлять свои пожертвования, когда они руководствуются лишь собственными соображениями, а не находятся под давлением просителей или эмоциональных воззваний благотворительных организаций. Во-вторых, благотворительная программа государственных или муниципальных организаций практически никогда не направляет пожертвования в церкви или синагоги, хотя именно их хотели бы поддержать многие акционеры. В-третьих, взносы наших акционеров отражают противоречивые мнения: 130 пожертвований было направлено в организации, в которых предположительно женщина может всегда сделать аборт, и 30 пожертвований было направлено в организации (не в церкви), которые не одобряют аборты или выступают за их запрещение.

В прошлом году я говорил вам о том, что, возможно, мы увеличим сумму, которая отводится акционерам Berkshire на благотворительность, и хотел знать ваше мнение по этому поводу. Мы получили несколько убедительных писем, авторы которых выступали против всей программы на том основании, что наша задача — управлять компанией, а не заставлять акционеров делать благотворительные взносы. Однако большинство акционеров отметили, что программа пожертвований приводит к эффективному снижению выплачиваемых нами налогов, и призывали нас увеличить сумму благотворительных взносов. Несколько акционеров, которые передали свои акции детям или внукам, сказали мне, что считают программу хорошим способом еще в раннем возрасте заставить молодых задуматься о благотворительности. Другими словами, эти люди считают нашу программу не только средством благотворительности, но и воспитания. Практическим результатом этого стало увеличение суммы пожертвований в 1993 г. с 8 долларов на акцию до 10*.

* По письмам можно определить примерный процент акций, участвующих в благотворительной программе, суммы пожертвований в долларах и количество получателей. Процент задействованных акций всегда превышает 95%, а иногда достигает 97%. Сумма взносов в долларах постоянно увеличивается: в начале 1980-х она составляла 1-2 млн. долл., в начале 2000 г. — примерно 20 млн. долл. В тот же период количество организаций-адресатов возросло с 1000 до 4000. Общая стоимость пожертвований в начале 2000 г. была примерно равна 200 млн. долл.

F. *Принципиальный подход к жалованью должностных лиц* *

Когда доходность капитала не выше средней, принцип «получать больше, вкладывая больше» не кажется великим административным достижением. Вы лично можете добиться такого же результата, не вставая с кресла-качалки. Просто увеличьте капитал, который вы переводите на депозитный счет, в четыре раза, и ваша прибыль возрастет вчетверо. Но не ждите возгаасов ликования по поводу выполнения конкретных действий. Тем не менее уходящие на пенсию сотрудники часто слагают оды в честь генерального директора, который в период своего правления увеличил вчетверо прибыль своей гипотетической компании. При этом никто не принимает во внимание тот факт, что эта прибыль представляет собой нераспределенную за многие годы прибыль и влияние сложных процентов.

Если в период деятельности генерального директора гипотетическая компания постоянно имеет высокую доходность капитала в течение определенного периода или если используемый капитал увеличился хотя бы в два раза, то этот директор вполне заслуживает похвалы. Но если эта прибыль была незначительной или рост используемого капитала был равен росту прибыли, то с аплодисментами стоит повременить. Депозитный счет, на который были бы размещены проценты, позволил бы иметь такой же прирост прибыли каждый год и при ставке 8% через 18 лет повысить годовую прибыль в четыре раза.

Компании часто игнорируют значение этих несложных математичесжих вычислений в ущерб своим акционерам. Щедрые вознаграждения управляющим за увеличение прибыли выплачиваются исключительно или в значительной степени из нераспределенной прибыли, т.е. из прибыли, скрытой от собственников. Например, десятилетние фондовые опционы по фиксированной цене предоставляются в плановом порядке в тех компаниях, в которых дивиденды составляют лишь небольшой процент от прибыли.

Следующий пример продемонстрирует несправедливые условия, возможные при таких обстоятельствах. Предположим, что на вашем депозитном счете лежит 100 000 долл., которые приносят 8% дохода и «управляются» доверенным лицом, которое каждый год решает, какая часть дохода будет выплачиваться вам наличными деньгами. Доход, который хам не выплачивается, будет «нераспределенной прибылью», которая идет на депозитный счет. И предположим, что ваше доверенное лицо, руководствуясь своей великой мудростью, устанавливает «коэффициент выплаты» 1/4 годовой прибыли.

• 1985; 1994; 1991.

При таких условиях через десять лет на вашем счете будет 179 084 долл. При таком вдохновенном руководстве ваша ежегодная прибыль увеличится на 70% с 8000 долл. до 13 515 долл. И наконец, ваши дивиденды соответственно увеличатся с 2000 долл. в первый год до 3378 долл. через десять лет. Каждый год фирма по связям с общественностью, принадлежащая вашему руководителю, будет готовить для вас отчет, в котором показатели всех графиков будут устремлены исключительно вверх.

Теперь, просто ради шутки, давайте введем в наш сценарий еще одно условие и предоставим вашему доверенному лицу десятилетний фондовый опцион с фиксированной ценой на долю вашего «бизнеса» (вашего депозитного счета), основанный на ее справедливой стоимости в первый год. С таким опционом ваш управляющий получит существенную прибыль за ваш счет, просто удерживая большую часть вашей прибыли. Если он сторонник макиавеллизма и знаком с математикой, он может сократить коэффициент выплаты.

Этот сценарий не так уж надуман, как может показаться. Многие фондовые опционы в корпоративном сообществе работают по тому же принципу. Они выигрывают в стоимости за счет не распределенной управляющими прибыли, а не потому, что так хорошо распоряжаются капиталом, находящимся в их руках.

Часто управляющие применяют двойные стандарты к опционам. Не принимая во внимание варранты (которые приносят корпорации немедленную и существенную компенсацию), я думаю, будет справедливым сказать: в деловом мире десятилетние фондовые опционы с фиксированной ценой не предоставляются аутсайдерам (людям, не работающим в компании). Даже десять месяцев считаются слишком большим сроком. Было бы невероятным, если бы управляющий предоставил долгосрочный опцион на предприятие, капитал которого постоянно растет. Каждый аутсайдер, желающий добиться таких условий опциона, вынужден был бы полностью оплачивать капитал, прибавленный в период опциона.

Однако нежелание управляющих работать на аутсайдеров не предполагает нежелание работать на себя. (Переговоры с самим собой редко приводят к потасовкам в тюремной камере.) Управляющие регулярно устраивают десятилетние опционы с фиксированной ценой для себя и коллег, которые, во-первых, игнорируют тот факт, что нераспределенная прибыль автоматически отражается на стоимости, и, во-вторых, игнорируют затраты на привлечение капитала. В результате они получают такую прибыль, какую могли бы иметь, если бы обладали опционом на депозитный счет, стоимость которого бы автоматически росла.

Конечно, фондовые опционы часто предназначаются для талантливых, приносящих пользу управляющих и иногда приносят им соответствующее

вознаграждение. (В реальности действительно незаурядные управленцы практически всегда получают намного меньше, чем заслуживают.) Но, честно говоря, такие случаи крайне редки. Предоставленный однажды, впоследствии опцион слеп к персональной деятельности. Поскольку его нельзя отменить и ограничить определенными условиями (до тех пор, пока управляющий остается в компании), бездельник получает вознаграждение от своего опциона наравне со звездами. Такой Рип ван Винкль*, готовый десять лет пребывать в дремотном состоянии, не мог бы желать ничего лучше подобной системы поощрений.

Не могу не прокомментировать один долгосрочный опцион, переданный «аутсайдеру» — правительству США — на приобретение акций компании Chrysler в качестве частичной компенсации обязательств правительства по предоставлению нескольких жизненно важных для компании кредитов. Когда правительство неплохо заработало на опционах, Chrysler предприняла попытку скорректировать выплаты, аргументируя свое решение тем, что вознаграждение, которое получило правительство, гораздо выше запланированного и значительно больше по сравнению с правительственными вкладами в восстановление компании. Страдания компании по поводу несоответствия между суммами выплат и полученными экономическими результатами стали основными национальными новостями. Эти страдания уникальны в своем роде: насколько я знаю, никто из управляющих при передаче опционов самим себе или своим коллегам никогда не сталкивался с проблемой необоснованных выплат по ценным бумагам.

Забавно, но в рассуждениях по поводу опционов они часто описываются как желательные, потому что помещают управленцев и собственников в одну финансовую лодку. В реальности же эти лодки очень сильно отличаются друг от друга. Еще ни один собственник не избежал бремени расходов на привлечение капитала, тогда как покупатель опциона по фиксированной цене не несет никаких капитальных затрат. Собственник должен сравнивать потенциал получения прибыли с риском понести убытки в результате снижения цены или курса, покупатель опциона не рискует понести убытки. По сути, деловой проект, в котором вам бы хотелось получить опцион, часто является проектом, из которого вы бы исключили собственника. (Я был бы счастлив получить лотерейный билет в качестве подарка, но сам никогда его не куплю.)

При распределении дивидендов интересы покупателя опциона лучше всего соблюдаются политикой, не принимающей во внимание интересы собственника. Вернемся к примеру с депозитным счетом. Отсутствие

Рип ван Винкль — герой рассказа Ирвинга Вашингтона, проспавший 20 лет. — *Прим. пер.*

дивидендов будет выгодно для доверенного лица, являющегося покупателем опциона. Собственник депозитного счета, наоборот, будет заинтересован в максимально возможной сумме выплачиваемых дивидендов, так как это позволит ему не допустить участия управляющего — покупателя опциона в нераспределенной прибыли со счета*.

Несмотря на свои недостатки, при определенных условиях опционы могут быть вполне уместны. Моя критика направлена на их неразборчивое использование, и в связи с этим мне хотелось бы подчеркнуть три момента. Во-первых, фондовые опционы неизбежно связаны с общими результатами деятельности корпорации. В таком случае логично передавать их только управляющим, обладающим абсолютной ответственностью. Управленцы с ограниченной ответственностью должны поощряться премиями, соразмерными достигнутым ими результатам. Спортсмен, выбивающий 350 очков, надеется получить, и вполне заслуженно, большое вознаграждение за свою игру, даже если он играет за команду, занимающую последнее место в командных соревнованиях. А игрок, выбивающий 150 очков, не должен получать денежного поощрения вообще, даже если он играет за команду, получившую звание чемпиона. Только те, кто несет полную ответственность за команду, должны быть вознаграждены согласно своим достижениям.

Во-вторых, опционы должны быть тщательно структурированы. При отсутствии специальных факторов они должны включать факторы нераспределенной прибыли и текущих затрат. Поскольку эти два фактора одинаково важны, необходимо дать им реалистичную оценку. Когда управляющие рассматривают предложения для своей компании, они безошибочно отмечают, насколько могут быть неадекватны рыночные цены как показатели реальной стоимости. Тогда почему эти самые искусственно заниженные цены должны выступать в качестве оценки стоимости ценной бумаги, по которой руководящие сотрудники продают самим себе доли своего предприятия? (Они могут пойти и дальше: служащие и директора иногда консультируются с налоговым кодексом, чтобы определить *самую* низкую цену, по которой они на самом деле могут продать долю членам своей компании. Для этого они часто голосуют за проекты, которые предполагают *самый* плохой вариант налогообложения для компании.) За исключением редких случаев, собственники не получают выгоды от продажи части своего предприятия по договорной цене, продается она аутсайдеру или инсайдеру. Очевиден следующий вывод: опционы должны оцениваться согласно рыночной стоимости активов.

В-третьих, я хотел бы подчеркнуть, что управляющие, которыми я просто восхищаюсь и результаты деятельности которых намного лучше

См. часть IV, раздел С.

моих, не согласны с моим отношением к опционам с фиксированной ценой. Они построили корпоративную культуру, которая реально работает именно с помощью опционов с фиксированной ценой. Под их руководством, на их примере и при использовании опционов в качестве средства поощрения эти руководители научили своих коллег думать как собственников. Подобная корпоративная культура встречается редко, и если она существует, то лучше в нее не вмешиваться, несмотря на неэффективность и несправедливость программы опционов. Принцип «не лезь, куда не просят» лучше, чем «безупречность любой ценой».

Однако в компании Berkshire мы используем систему поощрительных выплат: вознаграждения получают ключевые сотрудники компании, если они достигли поставленных целей в своей сфере. Если компания See's успешно работает, это не может привести к тому, что поощрительные премии выплачиваются сотрудникам News, и наоборот. Выписывая чеки на премиальные, мы не принимаем в расчет стоимость акций Berkshire. Мы считаем, что результативная работа каждого нашего филиала должна быть вознаграждена, неважно, растут ли, падают ли цены на акции Berkshire или остаются постоянными. Мы также думаем, что посредственная работа не должна поощряться, даже если цены на наши акции стремительно растут. Кроме того, «результативность» можно определить разными способами в зависимости от лежащей в основе компании экономической системы. При одних условиях наши управляющие просто наслаждаются попутным ветром, при других — им приходится бороться с неизбежными встречными потоками.

Согласно нашей системе поощрительных выплат, премии могут быть очень большими. В разных бизнес-единицах топ-менеджеры получают премии, превышающие их базовую зарплату в пять раз, а то и больше. И вполне возможно, что премия одного управляющего в 1986 г. может составить 2 млн. долл. (по крайней мере, я на это надеюсь). Мы не устанавливаем верхний предел премиальных выплат, размер премии не зависит от места в иерархии корпорации. Если результаты работы руководителя сравнительно небольшой единицы корпорации показывают, что он должен получить гораздо больше, чем руководитель более крупной бизнес-единицы, то он получит свое. Мы считаем, что такие факторы, как трудовой стаж и возраст, не должны влиять на поощрительные выплаты (хотя они иногда влияют на размер основной зарплаты). Двадцатилетний игрок, выбивающий 300 очков, так же ценен для нас, как сорокалетний игрок с теми же показателями.

Очевидно, что управляющие Berkshire могут использовать свои премиальные (или другие денежные суммы, включая ссуды) для покупки наших акций на рынке. Многие именно так и поступили, и некоторые из них теперь владеют значительными долями нашей компании. Стал-

киваясь и с риском, и с *текущими* затратами, связанными с окончательной покупкой, эти руководители действительно чувствуют себя собственниками.

В Berkshire при распределении премий мы стараемся быть такими же последовательными, как при распределении капитала. Например, мы вознаграждаем Ральфа Шея на основе показателей компании Scott Fetzer, а не на основе показателей Berkshire. Это наиболее разумный вариант, так как Ральф Шей ответствен за деятельность первой компании, а не второй. Денежная премия или фондовый опцион, связанный с состоянием Berkshire, принесли бы Ральфу крайне непостоянное вознаграждение. Почему он должен быть лишен премии, если его компания демонстрирует неплохие успехи, в то время как мы с Чарли совершаем ошибку за ошибкой? И наоборот, почему Ральф должен наслаждаться доходами с опциона или премиями, если успехи наблюдаются в другом подразделении корпорации Berkshire, а компания Scott Fetzer отстает в своих показателях?

Устанавливая размер премиальных выплат, мы обещаем большой пряник, но мы должны быть уверены, что он достанется тому сотруднику, который его заслужил. При значительных инвестициях в различные операции мы предоставляем управляющим одинаково высокую ставку как на привлекаемый дополнительный капитал, так и на капитал, который они зарабатывают.

Результат такого подхода, когда деньги достаются не просто так, особенно нагляден на примере компании Scott Fetzer. Если Ральф может получить хороший доход с задействованных дополнительных фондов, ему стоит это сделать, так как его премия увеличится, если прибыль с дополнительного капитала превышает определенную ставку доходности. Но наша система начисления премиальных симметрична: если доходность дополнительных инвестиций ниже норматива, дефицит дорого обойдется как Ральфу, так и Berkshire. Результатом этой классификации по двум признакам является то, что Ральфу выгоднее отсылать в Омаху любые деньги, которые он не может с выгодой использовать в своем деле.

В публичных компаниях стало модным представлять каждый план заработной платы в виде способа сделать интересы управляющих и акционеров общими. В нашей книге под термином «согласование действий» подразумевается поддержание партнерских отношений и с теми и с другими постоянно, а не только, когда нам это выгодно. Многие планы «согласования действий» не проходят этой основной проверки, а являются искусно замаскированной формой принципа «орел — я выиграл, решка — ты проиграл».

Обычно несовпадение позиций сторон наблюдается при организации фондовых опционов, которые не предполагают периодическое увеличение цены, чтобы компенсировать тот факт, что благодаря нераспределенной прибыли увеличивается благосостояние компании. Действительно, сочетание десятилетнего опциона с низкими выплатами по дивидендам и сложными процентами принесет обильную прибыль управляющему, который просто толок воду в ступе. Циник мог бы также отметить, что если не платить собственникам, то можно существенно увеличить доходы руководителя, владеющего опционом. Мне еще не приходилось видеть, чтобы где-нибудь в заявление о доверенности был внесен важный пункт, содержащий просьбу к акционерам утвердить план опциона.

Не могу не напомнить, что наше компенсационное соглашение с Ральфом Шеем было составлено за пять минут в момент поглощения нами компании Scott Fetzer и без «помощи» юристов и консультантов по компенсациям. В этом соглашении отражено несколько простых идей, а не специальные излюбленные условия консультантов, которые не пришлют вам большой счет до тех пор, пока не убедятся, что у вас действительно большая проблема, причем такая, которая требует годовой проверки. Наше соглашение с Ральфом никогда не менялось. Оно имело смысл для нас и для него в 1986 г., оно имеет смысл и сейчас. Наша система компенсаций для управляющих всех структурных единиц очень проста, хотя условия каждого соглашения зависят от экономических показателей каждой рассматриваемой компании, например, наличия частичного права собственности и т.д.

Во всех случаях мы преследуем принцип рациональности. Системы, согласно которым выплаты производятся непостоянно, вне зависимости от личных достижений управляющего, могут приветствоваться некоторыми из них. Кто же откажется от бесплатного лотерейного билета? Но подобные системы расточительны для компании и отвлекают руководителя от того, что его непосредственно касается. К тому же нерациональное поведение в контролирующей компании неизменно будет подхвачено дочерними компаниями.

В Berkshire только Чарли и я несем административную ответственность за всю деятельность компании. Следовательно, только мы должны получать вознаграждение за достижения всего нашего предприятия. Но даже в этом случае мы не получим того компенсационного соглашения, которого нам бы хотелось. Мы так спроектировали деятельность компании и свою деятельность, чтобы заниматься тем, что нам нравится, с теми людьми, которые нам нравятся. Мы, равные в своих позициях, вынуждены заниматься скучными или неприятными вещами. Как руководителям компании нам также причитается огромное мно-

жество как материальных, так и психологических льгот. При этих идиллических условиях мы не ждем, что акционеры возьмут на себя груз компенсаций, в которых у нас нет недостатка.

Даже если бы нам совсем не платили, мы с Чарли все равно продолжали бы держаться за свои «теплые местечки». Мы бы подписались под следующим убеждением Рональда Рейгана: «Наверное, действительно еще никто не погиб от тяжелого труда, но, я думаю, зачем вообще рисковать».

В 1991 г. мы сделали одно крупное поглощение — H.H. Brown Shoe Co., ведущий производитель обуви в Северной Америке, который знает, как получить неплохую валовую прибыль с продаж и собственных активов. Обувная отрасль — трудный бизнес: из миллиарда пар обуви, продаваемых ежегодно в США, около 85% составляет импортная продукция, поэтому дела большинства предприятий обувной отрасли идут плохо. Широкий ассортимент стилей и размеров, которые предлагают производители, приводит к увеличению запасов, значительный капитал также увязан с дебиторской задолженностью. Отличительной чертой компании H.H. Brown является одна из самых необычных систем компенсаций, которые я когда-либо встречал, она порадовала мое сердце. Некоторое количество ведущих сотрудников ежегодно получают зарплату 7800 долл., к которой добавляется определенный процент от прибыли компании после того, как из нее будет вычтен налог на используемый капитал. Таким образом, управляющие оказываются в позиции собственника в отличие от других руководителей, которые только говорят, но с места не двигаются, выбирая систему компенсаций с большим пряником и крошечным кнутом (такая система неизменно расценивает собственный капитал, как если бы он был бесплатным). Система компенсаций, существующая в компании Brown, в любом случае приносит пользу как компании, так и ее управляющим, что не удивительно: у руководителей, которые стремятся положиться на свои способности, обычно большие способности.

Часть П. Корпоративное финансирование и инвестирование

В середине 1973 г. мы приобрели долю в компании The Washington Post Company (WPG) по цене, не превышающей 1/4 от тогдашней стоимости компании на акцию. Подсчет соотношения цены и стоимости не требовал особых навыков. Большинство специалистов по ценным бумагам, брокеров, специализирующихся в области СМИ, и руководителей информационных компаний оценивали внутреннюю стоимость WPC на уровне 400-500 млн. долл. Наши подсчеты примерно совпадали. На фондовом рынке компания оценивалась в 100 млн. долл. Сообщения об этом публиковались ежедневно, и каждый мог их видеть. Наше преимущество скорее заключалось в деловом подходе: из трудов Бена Грэхема мы поняли, что ключом к успешной инвестиционной деятельности является покупка акций прибыльных предприятий, когда на рынке эти акции продаются с большим дисконтом к основной стоимости бизнеса.

С другой стороны, в начале 1970-х многие институциональные инвесторы при назначении цены покупки или продажи считали стоимость бизнеса несущественным фактором. Сейчас это вряд ли возможно. Эти организации были просто очарованы инновационной теорией, проповедовавшейся в то время преподавателями престижных деловых школ. Суть этой теории заключалась в том, что фондовый рынок полностью эффективен, поэтому расчет стоимости бизнеса, как и сама стоимость бизнеса, не имеет никакого значения в инвестиционной деятельности. (Мы очень признательны уважаемым преподавателям. Что может быть более выгодным в интеллектуальном соперничестве, будь это бридж, шахматы или выбор акций, чем соперник, которого научили, что мыслительный процесс — это пустая трата сил*.)

* Вводное эссе, 1985.

А. Господин *Рынок* *

Каждый раз, когда мы с Чарли *покупаем* обыкновенные акции для страховых компаний Berkshire (не принимая во внимание арбитражные приобретения, о которых речь пойдет в следующем эссе), мы подходим к сделке как к покупке доли частного предприятия. Мы учитываем экономические перспективы компании, личностные характеристики управляющих и цену, которую нам придется заплатить. Нас не интересует срок или цена продажи. Мы хотим оставаться владельцами акций неограниченное время, до тех пор, пока ожидаем удовлетворительного темпа роста внутренней стоимости компании. При инвестировании мы оцениваем себя в качестве бизнес-аналитиков, а не в качестве аналитиков рынка, специалистов по макроэкономике и даже не в качестве специалистов по ценным бумагам.

Наш подход позволяет использовать активный рынок ценных бумаг, так как он периодически предоставляет такие возможности, от которых просто текут слюнки. Но это отнюдь не определяющий фактор. Затянувшийся перерыв в торговых операциях с ценными бумагами, которыми мы владеем, обеспокоит нас не больше, чем отсутствие ежедневных котировок на World Book или Fechheimer. В конечном счете, наше экономическое положение определяется положением компании, которой мы владеем, не важно, принадлежит она нам полностью или частично.

Бен Грэхем, мой друг и наставник, уже давно описал, как нужно относиться к колебаниям цен на рынке. Я считаю, что именно такой подход в наибольшей степени способствует успеху в инвестиционной деятельности. Представьте себе, что биржевые котировки устанавливаются неким необыкновенно любезным г-ном Рынком, который одновременно является вашим партнером в частном предприятии. Что бы ни случилось, г-н Рынок ежедневно появляется у вас и называет цену, по которой он хотел бы приобрести вашу долю или продать свою.

Даже если ваше совместное предприятие имеет стабильные экономические показатели, г-н Рынок будет назначать цену хуже некуда. Все дело в том, что этот несчастный человек страдает неизлечимыми эмоциональными расстройствами. Иногда он пребывает в полной эйфории и замечает только благоприятные деловые факторы. Тогда он устанавливает очень высокую цену на покупку или продажу, поскольку опасается, что вы уведете у него долю и предстоящую прибыль. В другое время он пребывает в угнетенном состоянии и не видит в будущем ничего, кроме грядущих бед для вашего предприятия и для всего мира.

1987; 1997.

В таком настроении он называет очень низкую цену, так как боится, что вы можете сплавить ему свою долю.

У г-на Рынка есть и другая подкупающая черта характера: он совсем не обижается, когда его игнорируют. Если сегодня его цена вам не интересна, завтра он предложит другую. Сделки заключаются по вашему усмотрению. При таких условиях, чем глубже его депрессия, тем лучше для вас.

Но, как Золушка на балу, вы должны принять к сведению одно предостережение, иначе карета и лакеи превратятся обратно в тыкву и мышей. Запомните — г-н Рынок должен служить вам, а не руководить вами. Вас должен интересовать его бумажник, а не его мудрость. Если в течение нескольких дней он ведет себя безрассудно, то вы можете или просто игнорировать его, или выгодно воспользоваться его неадекватным поведением. Но если хотите избежать катастрофы, не попадайте под его влияние. Если вы не уверены, что понимаете и оцениваете свое предприятие лучше, чем г-н Рынок, вы не должны вступать в игру. Как говорят игроки в покер: «Если вы играете уже 30 минут и до сих пор не выяснили, кто в игре простак, то вы и есть этот простак».

Аллегория с г-н Рынком, предложенная Беном, может показаться устаревшей в сегодняшнем мире инвестиций, когда многочисленные профессионалы и теоретики рассуждают об эффективных рынках, динамическом хеджировании и коэффициентах бета. Их интерес в этих вопросах понятен, такие таинственные методы просто необходимы для инвестиционных советчиков. В конце концов, разве смог бы какой-нибудь колдун добиться известности и богатства, если бы вместо магических снадобий раздавал банальный совет «принимать по две таблетки аспирина»?

Другой вопрос: в чем ценность этого эзотерического рыночного учения для не посвященного в него обычного потребителя? По моему мнению, успеха в инвестиционной деятельности невозможно достичь с помощью тайных формул, компьютерных программ или сообщений о поведении цен на акции и поведении рынков. Успех инвестора скорее зависит от того, может ли он сочетать в своей деятельности анализ авторитетных деловых оценок со способностью не подчинять свои суждения и действия влиянию крайне заразных настроений, витающих на рынке. В моих попытках обособиться от внешних влияний мне очень помог образ г-на Рынка, предложенный Беном. Я всегда держал его в уме.

Следуя учению Бена, мы с Чарли определяем успешность инвестиций на основе результатов операционной деятельности с рыночными акциями, а не на основе ежедневных или даже годовых котировок цен на эти акции. Возможно, некоторое время рынок не будет реагировать на де-

ловой успех компании, но в конце концов обязательно подтвердит его. Как говорил Бен: «В краткосрочной перспективе рынок — это машина для подсчета голосов, в долгосрочной перспективе рынок — это весы». Скорость, с которой рынок отреагирует на успех компании, не так уж и важна, если ее внутренняя стоимость увеличивается в достаточной степени. На поверку запоздалая реакция рынка может быть выгодна, так как в этом случае у вас есть возможность совершить больше полезных поглощений по выгодной цене.

Иногда, конечно, рыночная оценка компании может быть выше, чем та, что основывается на базовых факторах. Если такое случится с принадлежащими нам компаниями, мы их продадим. Иногда мы идем на продажу ценной бумаги за ее чистую или даже заниженную стоимость, если нам нужны средства для совершения покупки по более низкой цене или покупки, которая нам кажется крайне выгодной.

Однако необходимо отметить, что мы не продаем свои акции только потому, что они повысились в цене, или потому, что мы владеем ими уже долгое время. (Из всех принципов Уолл-стрит самый глупый следующий: «Вы не можете разориться, получая прибыль».) Любая ценная бумага останется в нашем владении до тех пор, пока существуют неплохие перспективы относительно доходности собственного капитала основной компании, пока компанией руководят квалифицированные и честные люди и пока рыночная стоимость не завышена.

Наши страховые компании владеют тремя рыночными обыкновенными акциями, которые мы не собираемся продавать, даже если их рыночная цена резко возрастет. Для нас эти капиталовложения равносильны успешному подконтрольному нам предприятию. Другими словами, эти капиталовложения — постоянная часть Berkshire, а не товар, который мы готовы продать, как только г-н Рынок предложит за него достаточно высокую цену. Позвольте добавить еще одно уточнение. Эти акции находятся во владении наших страховых компаний, и при крайней необходимости страхового возмещения чрезвычайных убытков мы скорее продадим некоторые из контролируемых нами компаний. Однако мы планируем свою деятельность таким образом, чтобы в этих продажах не возникло необходимости.

Стремление иметь и владеть, которое разделяем мы с Чарли, предполагает набор личных и финансовых суждений. Некоторым наша позиция кажется в высшей степень эксцентричной. (Мы с Чарли давно следуем совету Дэвида Оджилви: «Проявляй свою эксцентричность в молодости, тогда в старости люди не будут считать, что ты впал в маразм».) Конечно, для финансового мира Уолл-стрит, зацикленного в последние годы на купле-продаже ценных бумаг, наша позиция может показаться странной, так как на этой арене слишком многие компании и фондовые биржи расцениваются лишь как сырье для торговли.

Наша позиция отражает наши личные качества и наши планы на будущее. Черчилль однажды сказал: «Вы создаете свои дома, а потом они создают вас». Мы знаем, какими мы хотим быть. Поэтому мы скорее согласимся на прибыль X%, если при этом будем продолжать работать с людьми, которые нам очень приятны и которыми мы восхищаемся, чем реализовывать 110% X, обменяв эти отношения на неинтересные и неприятные.

Вот вам небольшая задачка: если вы, не будучи заводчиком крупного рогатого скота, собираетесь питаться гамбургерами всю жизнь, какие цены на говядину будут вам выгодны — высокие или низкие? Если вы не производите автомобили, а просто время от времени их покупаете, какие цены на автомобили вас устроят — высокие или низкие? Ответы на эти вопросы очевидны.

А теперь задачка для выпускного экзамена: если в следующие пять лет вы собираетесь копить деньги, на какой уровень рыночных цен вы надеетесь — высокий или низкий? Многие инвесторы дают неверный ответ. Даже если они собираются в ближайшие несколько лет совершать нетто-сделки с акциями, они ликуют, когда рыночные цены растут, и впадают в уныние, когда цены падают. Получается, что они радуются повышению цен на те самые «гамбургеры», которые скоро будут покупать. Неразумная реакция. Радоваться должны те, кто в ближайшем будущем собирается продавать акции. Потенциальные покупатели явно должны предпочитать снижение цены.

Для акционеров Berkshire, не собирающихся продавать акции, выбор еще более очевиден. Начать с того, что наши владельцы автоматически экономят, даже если они тратят каждые лично заработанные 10 центов. Berkshire «откладывает» для них деньги путем удержания всех доходов и их последующего использования для приобретения компаний и ценных бумаг. Очевидно, что чем дешевле мы совершаем эти покупки, тем выгоднее для наших акционеров будет программа косвенных сбережений.

Через Berkshire вы владеете значительными позициями в компаниях, которые постоянно совершают обратные покупки своих акций. Экономический эффект, который мы получаем от этих программ, возрастает при падении цен. При низком уровне цен на акции фонды, которые используются инвестируемой компанией для обратной покупки, увеличивают нашу долю во владении этой компанией больше, чем при высоких ценах. Например, выкуп акций, совершенный в прошлом году компаниями Coca-Cola, The Washington Post Company и Wells Fargo по очень низким ценам, принес компании Berkshire большую прибыль, чем сегодняшний выкуп по высоким ценам.

Поскольку в конце каждого года почти все акции компании Berkshire находятся в руках тех же самых инвесторов, что и в его начале, наши акционеры располагают определенными сбережениями. Поэтому они должны торжествовать, когда на рынке снижаются цены. Это позволяет и нам, и объектам наших инвестиций более выгодно использовать фонды.

Так что улыбайтесь, когда газетные заголовки кричат: «Инвесторы терпят убытки из-за падения цен на рынке». Про себя воспринимайте это так: «Тот, кто изымает капиталовложения, терпит убытки от падения цен на рынке, а тот, кто вкладывает, — извлекает выгоду». Хотя писателю не пристало говорить банальности, я все же напомню, что на каждого покупателя найдется продавец и что одному хорошо, то другому плохо. (Как говорят игроки в гольф: «Каждый удар, загоняющий мяч в лунку, *кого-то* делает счастливым».)

В 1970-1980-е годы мы получили огромную выгоду от низких цен, установившихся на многие акции и компании. Рынок, который в то время был очень враждебен по отношению к временным постояльцам в сфере инвестиций, был необыкновенно дружелюбен к тем, кто имел в ней постоянное место жительства. Последние годы подтвердили разумность нашей деятельности в то десятилетие, но теперь у нас появились новые перспективы. В своей роли корпоративного «эконома» Berkshire постоянно ищет пути разумного использования капитала, но, возможно, поиск интересных для нас возможностей займет какое-то время.

В. *Арбитраж* *

В качестве альтернативы держанию краткосрочных эквивалентов наличности наши дочерние страховые компании занимаются арбитражными операциями. Конечно, мы отдаем предпочтение крупным долгосрочным инвестициям, но зачастую у нас больше денег, чем хороших идей. В такие периоды арбитраж сулит большую прибыль, чем операции с казначейскими векселями, и, что не менее важно, не позволяет нам уступить соблазну и смягчить стандарты для долгосрочных инвестиций. (Реакцией Чарли на наши разговоры об арбитражных операциях было: «Ну что ж, по крайней мере, вы не попадете за решетку».)

В 1988 г. от арбитражных операций мы получили необычно высокую прибыль как в долларовом эквиваленте, так и по ставке доходности. Прибыль до уплаты налога составила около 78 млн. долл. на 147 млн. долл. инвестированных средств.

1988; 1989.

Такой уровень активности вызвал оживленные дискуссии на тему арбитража и нашего соответствующего отношения к нему. Раньше одновременная покупка и продажа ценных бумаг или иностранной валюты осуществлялась на двух различных фондовых рынках. Целью был выигрыш от очень небольшой ценовой разницы, например, между продажей акций Royal Dutch за гульдены в Амстердаме, фунты в Лондоне и доллары в Нью-Йорке. Некоторые назовут такие действия спекуляцией, однако профессионалы предпочитают французский термин «арбитраж».

Со времен Первой мировой войны значение термина «арбитраж» или рисковый арбитраж», как он сегодня называется, несколько расширилось. Теперь под этим также понимается погоня за прибылью в заявленных мероприятиях компании (продажа, слияние, рекапитализация, реорганизация, ликвидация, собственное тендерное предложение на выкуп акций и т.д.). В большинстве случаев арбитражер надеется получить прибыль вне зависимости от поведения фондового рынка. Основной риск, с которым ему приходится иногда сталкиваться, заключается в том, что заявленное мероприятие может и не состояться.

Время от времени для арбитража появляются замечательные возможности. В одной из них я принимал участие. Тогда мне было 24 года, и я работал в Нью-Йорке в компании Graham-Newman Rockwood & Co., не самая прибыльная бруклинская шоколадная компания. Компания приняла на вооружение метод оценки запасов ЛИФО (последним поступил — первым продан) в 1941 г., когда какао-порошок продавался по цене 5 центов за фунт. В 1954 г. временный дефицит какао-порошка привел к повышению цены до 60 центов. Соответственно Rockwood решила продать свои запасы, пока не упали цены. Но если бы компания просто продала свой товар, ей пришлось бы выплачивать в качестве налога 50% от вырученной суммы.

В 1954 г. на помощь пришел налоговый кодекс. В нем содержалось одно скрытое положение, которое устраняло налог на прибыль при использовании метода ЛИФО, если запасы распределялись между акционерами в рамках программы сужения сферы деятельности компании. Компания Rockwood приняла решение закрыть один из своих видов деятельности — продажу какао-масла — и заявила, что для этого будет задействовано 6500 тонн из запасов какао-бобов. Соответственно компания предложила выкупить обратно свои акции в обмен на излишек какао, предлагая 80 фунтов какао-бобов за каждую акцию. В течение нескольких недель я старательно скупал акции, продавал какао-бобы, периодически посещая трастовую компанию Schroeder Trust, чтобы обменять свидетельство на акцию на квитанции на товар. Прибыль вышла неплохой, а единственной статьей расходов были жетоны на метро.

Архитектором реструктуризации Rockwood был неизвестный, но выдающийся житель Чикаго Джей Прицкер. Тогда ему было 32 года. Если вам известна дальнейшая биография Джея, вы не удивитесь тому факту, что описанная выше операция неплохо поработала и на последующих акционеров Rockwood. Незадолго до этой операции и некоторое время после нее цена акции Rockwood выросла с 15 до 100, хотя в это время компания терпела большие операционные убытки. Иногда оценка стоимости ценной бумаги превышает показатель отношения цены к доходу.

В последние годы большинство арбитражных операций были удачной или неудачной вариацией арбитража на поглощение. Арбитражеры весьма преуспели в атмосфере лихорадочных покупок, практически отсутствующих препятствий для монопольной политики, непреодолимого повышения ценовых предложений. Для этого им не нужно было обладать особыми талантами. Все, что им было нужно для выполнения трюка а-ля Питер Селлерс*, — оказаться в этой сфере. На Уолл-стрит была перефразирована одна старая поговорка «Дай человеку рыбу, и ты будешь кормить его целый день» —«Научи его арбитражным операциям, и ты будешь кормить его всю оставшуюся жизнь». (Если же он окончил школу арбитража Ивана Боески**, обеспечивать его будет какое-нибудь государственное учреждение.)

Чтобы оценить арбитражную ситуацию, необходимо ответить на четыре вопроса. Насколько реально обещанное мероприятие? К какому сроку будут привязаны ваши деньги? Каковы шансы на то, что не появятся более выгодные перспективы, например, более выгодное предложение о покупке контрольного пакета акций? Что случится, если мероприятие все-таки не состоится по причине антитрестовских действий, финансовых затруднений и т.д.?

Компания Arcata Corp., один из наших самых удачных опытов арбитража, наглядно демонстрирует непредсказуемость бизнеса. 28 сентября 1981 г. директора компании Arcata одобрили решение продать Arcata компании Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR), которая была и остается компанией, использующей для выкупа заемные средства. Arcata тогда специализировалась в печатном производстве и лесной промышленности и намеревалась развивать еще один вид деятельности: в 1978 г. правительство США решило выкупить у компании право на владение 10 700 акрами леса, преимущественно старых секвой, чтобы расширить территорию Национального парка. За эту площадь правительство несколькими партиями заплатило 97,8 млн. долл. Эту сумму компания посчитала недостаточной. Стороны также не могли прийти к общему

* Питер Селлерс — английский многоплановый комик.

**Иван Боески — скандально известный американский арбитражер.

мнению о процентной ставке, которая будет действовать в период между передачей собственности и окончательной выплатой ее стоимости. Законодатели предлагали ставку 6%, а компания Arcata требовала более высокий сложный процент.

Покупка компании с весьма спекулятивным и высоким иском, предъявляемым во время тяжбы, создает проблемы при переговорах. При этом неважно, подается ли иск компанией или против нее. Чтобы решить эту проблему, руководство KKR предложило 37 долл. за акцию компании Arcata плюс 2/3 любых дополнительных сумм, которые будут выплачены правительством за лесные территории.

Оценивая эту арбитражную возможность, мы спросили себя: сможет ли KKR довести начатую сделку до конца, если, помимо всего прочего, предложение этой компании осуществимо только при условии достижения «удовлетворительного финансирования»? Такое условие всегда несет опасность для продавца, так как предлагает простой выход для другой стороны — просителя руки и сердца, чей пыл заметно угас еще до свадьбы. Однако мы совсем не испытывали беспокойства насчет такой возможности, потому что последние перспективы KKR завершить процесс продажи были хорошими.

Нам пришлось задать себе еще один вопрос: что случится, если сделка KKR не состоится? Но и этот вопрос не вызывал у нас беспокойства, так как руководители и директора компании Arcata не собирались менять своего решения о продаже компании. Если бы KKR отказалась от сделки, Arcata нашла бы другого покупателя, хотя в этом случае цена была бы ниже.

Наконец, мы задали себе еще один вопрос: какова стоимость иска на лесные территории? Ваш председатель, который не может отличить вяз от дуба, хладнокровно решил, что стоимость иска колеблется от нуля до очень высокой цифры.

30 сентября мы начали скупать акции компании Arcata, которые стоили около 33,50 долл. Через восемь недель мы приобрели 400 000 акций, или 5% компании. В первоначальном извещении сообщалось, что в январе 1982 г. за акцию будет предложено 37 долл. Таким образом, если бы все пошло хорошо, мы получили бы годовую норму прибыли 40%, не считая иска по секвойям, которые к тому времени покроются инеем.

Все складывалось очень непросто. В декабре было объявлено, что завершение процесса продажи ненадолго откладывается. Тем не менее окончательное соглашение было подписано 4 января. Вдохновленные этим событием, мы повысили свою ставку в игре. Покупая акции уже по 38 долл., мы увеличили свое участие в капитале компании до 655 000 акций, или 7%. Наша готовность выкладывать деньги, несмотря на отло-

женное завершение процесса продажи, привела к тому, что теперь стоимость иска по секвойям казалась нам скорее очень высокой, чем равной нулю.

25 февраля кредиторы заявили, что собираются «повторно ознакомиться» с финансовыми условиями соглашения «ввиду падения активности в сфере жилищного строительства и его влияния на перспективы компании Arcata». Представитель компании Arcata заявил, что он «не думает, что судьба поглощения подвергается какой-то опасности». Когда арбитражеры услышали это заявление, они вспомнили старое высказывание: «Врет как министр финансов накануне девальвации».

12 марта руководство KKR заявило, что прежние условия сделки их не устраивают. Сначала компания снизила свое предложение до 33,50 долл., затем, два дня спустя, повысило его до 35 долл. Однако 15 марта директора Arcata отвергли это ценовое предложение и приняли предложение от другой компании — 37,50 долл. плюс половина от стоимости иска за секвойи. Акционеры одобрили сделку, и 4 июня было выплачено 37,50 долл. за акцию.

По сравнению со своими издержками на сумму 22,9 млн. долл. мы получили 24,6 млн. долл. Наш средний период владения активом составлял примерно шесть месяцев. Принимая во внимание трудности со сделкой, наша годовая норма прибыли 15%, не считая стоимости иска на лесную территорию, была более чем удовлетворительной.

Но лучшее было еще впереди. Судья, участвующий в рассмотрении дела, назначил две комиссии. Первая должна была оценить стоимость секвой, вторая — рассмотреть вопросы, связанные с процентной ставкой. В январе 1987 г. первая комиссия оценила секвойи в 275,7 млн. долл. Вторая комиссия определила сложную, смешанную ставку доходности — 14%.

В августе 1987 г. судья поддержал выводы комиссий. Это означало, что компании Arcata причитается сумма 600 млн. долл. Правительство подало апелляцию. Однако еще в 1988 г., т.е. до того как была заслушана апелляция, стоимость иска была установлена в размере 519 млн. долл. Соответственно мы получили дополнительные 29,48 долл. на акцию. В целом эта сумма составила примерно 19,3 млн. долл. В 1989 г. мы получили еще 800 000 долл. или около того.

Арбитражная деятельность Berkshire отличается от деятельности многих арбитражеров. Во-первых, каждый год мы принимаем участие в небольшом количестве сделок, обычно крупных. Большинство арбитражеров принимает участие в большом количестве сделок — около 50 в год или даже больше. Это требует пристального внимания, и большинство арбитражеров проводит большую часть своего времени в наблюдении за развитием сделок и поведением акций, относящихся

к этим сделкам. Ни я, ни Чарли не хотели бы так провести свою жизнь. (Какой смысл в богатстве, если ты вынужден проводить весь день перед тикером?)

Оттого, что мы так незначительно диверсифицируем свою деятельность, одна очень выгодная или очень невыгодная сделка повлияет на наш ежегодный арбитражный результат намного сильнее, чем в обычной ситуации с арбитражной сделкой. До сих пор у Berkshire не было негативного опыта. Но он будет, и когда это случится, мы обязательно проинформируем вас о всех чудовищных подробностях.

Второе наше отличие от других арбитражеров состоит в том, что мы участвуем только в тех сделках, которые были объявлены публично. Мы не строим свою торговлю на основе слухов и не пытаемся угадать кандидатов на поглощение. Мы просто читаем газеты, размышляем о нескольких крупных проектах и при оценке вероятностей руководствуемся лишь собственным здравым смыслом.

В конце года наша арбитражная позиция составила только 3 342 000 акций компании RJR Nabisco стоимостью 281,8 млн. долл. и рыночной стоимостью 304,5 млн. долл. В январе мы увеличили свои капиталовложения до приблизительно 4 млн. акций и в феврале закрыли свою позицию. Около 3 млн. акций было акцептовано, когда мы предложили компании KKR, которая к тому времени приобрела RJR, выкупить наше участие в капитале RJR. Прибыльные акции были быстро проданы на рынке. Наш доход до уплаты налога превысил ожидаемый и составил 64 млн. долл.

Ранее заявку на участие в конкурсных торгах RJR подал небезызвестный нам Джей Прицкер, выступавший от лица концерна First Boston group. Его предложение было ориентировано на снижение налогового бремени. Как говорил Йоги Бера: «Это опять было дежавю».

В течение длительного времени наша деятельность по покупке акций RJR была ограничена из-за участия нашей дочерней фирмы Salmon в конкурсных торгах. Обычно мы с Чарли, хотя и являемся директорами Salmon, стараемся не вмешиваться в решения фирмы по слиянию или поглощению компаний. Мы поступали так потому, что подобная деятельность не принесет компании никакой пользы, а вот препятствовать арбитражным операциям Berkshire вполне может.

Однако необычно крупное участие Salmon в сделке по RJR требовало от всех директоров полной информированности и вовлеченности в процесс. Поэтому Berkshire покупала акции RJR только дважды. Первый раз — спустя несколько дней после заявления компании о выставлении на продажу своего контрольного пакета акций. Тогда фирма Salmon еще не приняла решения участвовать в торгах. Второй раз — значительно позже, когда совет директоров RJR принял решение в пользу KKR. Пос-

кольку покупки в другое время были невозможны, наше временное активное директорство в Salmon стоило Berkshire больших денег.

Учитывая хорошие результаты Berkshire за 1988 г., вы можете предположить, что и в 1989 г. мы будем участвовать в арбитражных операциях. Мы же считаем, что лучше постоять в сторонке. Для этого есть приятный повод — сокращение наших наличных сбережений из-за существенного роста нашей позиции по акциям. Как известно постоянным читателям ежегодных докладов, наши новые приобретения основаны не на оценках краткосрочных перспектив развития фондового рынка, а на оценках долгосрочных деловых перспектив отдельных компаний. Наша оценка возможных изменений фондового рынка, процентных ставок или деловой активности не ограничивалась, не ограничивается и никогда не будет ограничиваться временными рамками лишь одного года.

Даже при условии большого количества денежных средств мы вряд ли развернем бурную арбитражную деятельность в 1989 г. В последнее время наблюдается чрезмерная активность, направленная на поглощение компаний. Как сказала Элли: «Тотошка, у меня такое чувство, словно мы уже не в Канзасе».

Мы не знаем, как долго это будет продолжаться. Мы также не знаем, как изменятся настроения в правительстве, в сфере кредиторов и поставщиков, которые обусловливают эту активность. Но мы знаем, что чем менее дальновидна деятельность других, тем более дальновидной должна быть наша деятельность. Мы не собираемся участвовать в арбитражных сделках, которые отражают неукротимый, хотя и безосновательный, оптимизм как кредиторов, так и покупателей. В своей деятельности мы руководствуемся мудростью Герба Штайна: «Если что-то не может существовать вечно, оно обязательно когда-нибудь закончится».

В прошлом году мы сказали вам, что не собираемся заниматься активной арбитражной деятельностью в 1989 г. Все так и вышло. Арбитражные позиции заменяют краткосрочные эквиваленты наличности. В первой половине года уровень денежных средств был относительно низким. Во второй половине года доля активов инвестиционного фонда, вложенных в краткосрочные эквиваленты наличности, была достаточно высокой. Но и тогда мы решили не заниматься арбитражем. Основная причина была в том, что мы не видели для себя никакой экономической выгоды в корпоративных сделках. Поэтому арбитраж в такой ситуации был бы равносилен дурачеству. (Рей де Войе с Уолл-стрит сказал: «Дураки устремляются туда, где даже ангелы не рискуют торговать».) Конечно, время от времени мы будем, и активно, заниматься арбитражными операциями. Но только если шансы на успех будут велики.

С. *Развенчание догм* *

После предыдущих рассуждений об арбитраже уместно затронуть «теорию эффективного рынка» (efficient market theory — EMT), которая в 70-е годы стала крайне популярна в академических кругах, где она приравнивалась к Священному Писанию. Согласно этой теории анализ ценных бумаг бесполезен, так как доступная общественности информация об акциях соответствующим образом отражается на их стоимости. Другими словами, рынок всегда все знает. Сторонники этой теории утверждают, что, руководствуясь лишь фондовой таблицей, вполне возможно собрать пакет ценных бумаг, перспективность которого не будет уступать тому, что был собран самым талантливым и старательным специалистом по ценным бумагам. Удивительно, что EMT была принята не только академиками, но и многими специалистами по инвестициям и руководителями компаний. Верно отметив, что *зачастую* рынок действительно был эффективен, они неверно заключили, что он *всегда* эффективен. Между этими утверждениями разница огромна, как между небом и землей.

Я считаю, что опыт 63 лет арбитражной деятельности Berkshire и других компаний (Graham-Newman Corp., Buffett Partnership) свидетельствует о полной безосновательности EMT. Конечно, существует множество других доказательств. Работая в компании Graham-Newman, я изучил доходы от арбитражной деятельности, полученные за всю историю компании с 1926 по 1956 гг. Доход за вычетом заемных средств в среднем составлял 20% в год. С 1956 г. в своей деятельности я всегда руководствовался арбитражными принципами Бена Грэхема, сначала в Buffett Partnership, потом в компании Berkshire. Хотя я не занимался точными подсчетами, но я достаточно поработал, чтобы быть уверенным в том, что в 1956-1988 гг. средняя прибыль превышала 20%. (Конечно, я находился в более благоприятной обстановке, чем Бен. Ему пришлось изрядно побороться в 1929-1932 гг.)

Для оценки рентабельности портфеля ценных бумаг присутствуют все необходимые условия:

— прежде чем этот показатель был достигнут, три организации за нимались торговлей сотнями различных видов ценных бумаг в течение 63 лет;

— показатели постоянны, а не демонстрируют последствия лишь небольшого количества удачных опытов;

— нам не пришлось рыскать в поисках невразумительных фактов или развивать тонкую интуицию, чтобы разбираться в продукции и

1988; 1988; 1993; 1986; 1991; 1987.

управлении. Мы просто действовали исходя из широко известных событий;

— наши арбитражные позиции всегда представляли собой акций с определенными, а не выбранными наугад характеристиками.

В течение 63 лет основной рынок давал менее 10% годового дохода, включая дивиденды. Это значит, что при реинвестировании всего дохода 1000 долл. выросли бы до 405 000 долл. Однако ставка доходности 20% позволила бы получить 97 млн. долл. Это дает нам любопытную статистически существенную разницу.

Все же сторонников ЕМТ никогда не интересовали доказательства, противоречащие теории. Сегодня они говорят о своем учении намного реже, чем раньше. Но, насколько я знаю, никто из них не признал свою неправоту, хотя из-за этой теории тысячи студентов получили неверные знания. Более того, ЕМТ является неотъемлемой частью учебного плана большинства школ бизнеса. Очевидно, нежелание отрекаться от своей веры и таким образом освободить от неверных знаний служителей культа свойственно не только богословам.

Естественно, вред, нанесенный студентам и доверчивым инвестиционным специалистам, поверившим в теорию, оказался доброй услугой для нас и других последователей Грэхема. В любом виде соперничества — финансовом, физическом или умственном — очень выгодны оппоненты, которых научили, что бесполезно даже пытаться. С этой эгоистической точки зрения сторонники Грэхема должны основать кафедру ЕМТ, чтобы быть полностью уверенными в вечном существовании этого учения.

Ко всему вышесказанному требуется добавить одно предостережение. В последние годы арбитраж представляется делом очень простым. Но он не является формой инвестиционной деятельности, которая гарантирует не только годовую прибыль 20%, но и вообще какую-нибудь прибыль. Как уже было упомянуто, большую часть времени рынок действительно достаточно эффективен. За 63 года на каждую использованную нами возможность арбитражной деятельности приходится гораздо большее число возможностей, от которых мы отказались, потому что должным образом оценили все возможные последствия.

Инвестор не может получить высокую прибыль от ценных бумаг, просто придерживаясь определенных инвестиционных категорий или направления. Он может получить больший доход только путем тщательной оценки фактов и постоянного совершенствования своего опыта. А для инвестиционной деятельности в арбитражных операциях нет лучшей стратегии, чем отбор инвестиционного портфеля по принципу «наобум».

Когда нам принадлежат доли прибыльных компаний, в которых работают выдающиеся специалисты, для нас предпочтительный период владения активом — вечность. Мы противопоставляем себя тем, кто все время спешит продать и учесть прибыль, полученную от компании, чьи дела идут успешно, но кто упорно держится за компании, которые не приносят ничего, кроме разочарований. Питер Линч совершенно точно подметил, что придерживающиеся подобной стратегии подобны тем, кто срезает цветы и поливает сорняки.

Мы по-прежнему думаем, что неразумно с энтузиазмом подходить к участию в компании, которая понятна и длительное время прибыльна, поскольку позже такому энтузиазму будет сложно найти применение.

Интересно, что у руководителей компаний понимание этого вопроса не вызывает трудности, когда они сосредоточены на своем деле. Компания-учредитель, которая владеет филиалом с великолепными долгосрочными перспективами, вряд ли продаст его, какую бы высокую цену за него ни предложили. «Почему, — сказал бы генеральный директор, — я должен расставаться со своей драгоценностью?» Однако когда дело доходит до управления собственным инвестиционным портфелем, этот же самый директор небрежно, даже с видимым желанием, будет перемещаться от одной компании к другой, когда для этого нет никаких оснований, кроме поверхностных аргументов его брокера. Наверное, худший из таких аргументов — «ты не можешь заняться брокерской деятельностью, если получаешь прибыль». Вы можете себе представить генерального директора, использующего этот довод, чтобы убедить совет директоров продать ведущую дочернюю компанию? Нам кажется, то, что имеет значение в бизнесе, имеет значение и в операциях с ценными бумагами. Поэтому инвестор должен также упорно держаться за небольшую долю прибыльной компании, как и тот, кто владеет компанией целиком.

Ранее я уже говорил о финансовых результатах, которых можно было добиться в 1919 г., вкладывая 40 долл. в компанию Coca-Cola*. В 1938 г., через 50 лет после появления напитка, он считался и счита-

В отчете от 1993 г. есть отдельный абзац, в котором говорится следующее:

«Позвольте мне добавить еще один поучительный пример. В 1919 г. компания Coca-Cola стала публичной компанией, выпустив акции по цене 40 долл. за каждую. К концу 1920 г. рынок, не оценивший будущие перспективы компании, снизил стоимость акции более чем на 50%, т.е. до 19,50 долл. Однако в конце 1993 г. стоимость одной акции превышала 2,1 млн. долл. Как говорил Бен Грэхем: «В краткосрочной перспективе рынок — это машина для подсчета голосов, которая при регистрации участников оценивает их только по имеющимся у них деньгам. Но в долгосрочной перспективе рынок действует, как весы».

ется сейчас символом американского образа жизни. В книге «Моя *история успеха»,* написанной руководителем Coca-Cola Co., очень интересно описывается вся история компании. Во втором абзаце автор пишет следующее: «Каждый год солидный и серьезный инвестор неоднократно обращает пристальное внимание, исполненное глубокого уважения, на показатели Coca-Cola, но с сожалением приходит к заключению, что сделал это уже слишком поздно. В прошлом он слишком сильно доверился своим опасениям о возможности полного насыщения рынка и жестокой конкуренции».

Да, конкуренция существовала как в 1938 г., так и в 1993 г. Но она не помешала компании Coca-Cola в 1938 г. продать 207 млн. упаковок безалкогольных напитков (если допустить, что объем каждой упаковки равен примерно 4,5 л, такой объем используется при сегодняшних расчетах), а в 1993 — более 10,7 млрд. упаковок. Другими словами, с 1938 г., когда компания уже доминировала в своей отрасли, физический объем ее продукции вырос в 50 раз. В 1938 г. конкуренция не стала помехой и для инвестора: хотя 40 долл., инвестированных в 1919 г. в одну акцию, обернулись (с реинвестированными дивидендами) 3277 долл. к концу 1938 г., к концу 1993 г. очередные 40 долл., инвестированные в акцию Coca-Cola, выросли до 25 000 долл.

Не могу не процитировать еще одну фразу из статьи в *Fortune* 1938 г.: «Было бы трудно найти компанию, чьи размеры и объемы продаж сравнимы с показателями компании Coca-Cola и чей неизменный продукт вот уже десять лет расходится так же хорошо, как продукты Coca-Cola». Через 55 лет, прошедших с тех пор, предметно-производственная специализация компании несколько расширилась, но описание, данное автором, и сегодня остается в силе.

Мы с Чарли давно решили, что в течение инвестиционного периода слишком сложно принять множество умных решений. Неоспоримость этого суждения подтвердилась, когда капитал Berkshire резко вырос, а инвестиции с одинаковыми характеристиками, которые могли бы существенно повлиять на наши показатели, резко сократились. Поэтому мы решили использовать свои умственные способности лишь время от времени. Сейчас для нас достаточно одной хорошей идеи в год. (Чарли говорит, что теперь моя очередь думать.)

Эта стратегия противоречит следующей догме о нормах диверсификации. Многие ученые мужи сказали бы, что наша стратегия, вероятно, более рискованная, чем стратегия, которой руководствуется большинство традиционных инвесторов. Мы не согласны. Мы уверены, что политика составления портфеля может *снизить* риск, если при этом она повышает два показателя: первый — усилия, затрачиваемые инвестором для оценки компания, второй — уровень экономических показателей ком-

пании, при котором инвестор чувствует себя уверенно и решается на покупку. В этом случае мы определяем риск как «возможность убытка или нанесения ущерба».

Однако теоретики любят давать другое определение понятию инвестиционного риска. Они заявляют, что риск — это относительная неустойчивость ценной бумаги или портфеля, т.е. они неустойчивы относительно рынка ценных бумаг. Используя базу данных и статистические навыки, эти ученые с точностью подсчитывают бета-коэффициент акции (показатель ее относительной неустойчивости в прошлом) и на основе этих вычислений выстраивают таинственные теории инвестирования или распределения капитала. Однако в своем страстном желании оценить риск с помощью одной статистики они забывают фундаментальный принцип: лучше быть частично правым, чем во всем ошибаться.

Собственники компании, а именно так мы смотрим на наших акционеров, считают, что теоретическое определение риска настолько не соответствует действительности, что может привести к полному абсурду. Например, согласно теории коэффициента бета ценная бумага, которая резко упала относительно своей рыночной стоимости (так случилось с акциями The Washington Post, которые мы приобрели в 1973 г.), становится более рискованной по низкой цене, чем была по высокой цене. Скажите, будет ли это описание иметь какое-либо значение для того, кто решит приобрести весь пакет акций компании по чрезвычайно низкой цене?

На самом деле, настоящий инвестор *приветствует* волатильность ценных бумаг. Бен Грэхем объяснил это в восьмой главе своей книги «*Умный инвестор».* В этой же книге он ввел образ господина Рынка, услужливого малого (я уже упоминал его), который каждый день появляется для того, чтобы купить у вас или продать вам все, чего бы вы ни пожелали. Чем хуже настроение этого субъекта, тем выгоднее возможности для инвестора. И это правда, так как сильные колебания на рынке означают, что солидный предприниматель сможет совершать покупки по невероятно низким ценам. Невозможно представить, каким образом наличие таких цен увеличивает риск инвестора, ведь он может или игнорировать рынок, или безрассудно его эксплуатировать.

При оценке риска сторонник бета-теории посчитает ниже своего достоинства изучить, что производит компания, как действуют ее конкуренты, насколько велики заемные средства, используемые компанией. Он может даже не поинтересоваться, как называется компания. Единственное, что будет иметь для него значение, — это история стоимости ее акций. Мы же, наоборот, совершенно не интересуемся историей стоимости ценных бумаг, зато нам будет интересна любая информация,

которая поможет понять деятельность компании. После того как мы приобретем акцию, нас не встревожит остановка в развитии стоимости акций длиной год или два. Нам не нужна ежедневная котировка на наши 100%-ные позиции в компаниях See's или H.H.Brown, чтобы быть уверенными в том, что у нас все в порядке. Зачем нам нужна котировка 7% акций Coca-Cola, которыми мы владеем?

Инвестор должен оценивать действительный риск. Этот риск заключается в том, сможет ли он за инвестиционный период получить совокупный доход после вычета налогов (включая тот, который он получает от продажи), покупательная способность которого хотя бы равна начальной. К этому доходу должен дополнительно приплюсовываться приличный процент на начальную ставку. Хотя этот риск технически невозможно подсчитать безошибочно, но в некоторых случаях его вполне можно оценить с необходимой точностью. Основные факторы, имеющие отношение к такой оценке, следующие:

— достоверность, с которой можно оценить долгосрочные эконо мические показатели компании;
— достоверность, с которой можно оценить деятельность руко водства как по способности реализовывать весь потенциал компании, так и по разумности использования потоков денеж ных средств;
— уверенность в том, что руководство будет направлять результа ты от эффективной деятельности компании не себе в карман, а акционерам;
— цена покупки компании;
— уровни налогообложения и инфляции, которые будут сущест вовать и определять степень отличия покупательной способнос ти доходов инвестора от валового дохода.

Возможно, некоторым аналитикам эти факторы могут показаться слишком неопределенными, поскольку не могут быть извлечены ни из какой статистической базы. Но сложность точного измерения этих факторов не является непреодолимой и не оспаривает их важность. Точно так же судья Стюард, будучи не в силах предъявить доказательства непристойного поведения подсудимого, все же объявлял его виновным со словами: «Я знаю это, поскольку я вижу это». Не совсем тем же методом, но инвесторы могут «увидеть» риск в определенной инвестиционной деятельности и не ссылаться при этом на сложные уравнения или развитие цен.

Неужели действительно так трудно прийти к выводу, что компании Coca-Cola и Gillette подвержены меньшему риску в долгосрочной перспективе, чем, скажем, какая-нибудь компьютерная компания или розничный торговец? По всему миру Coca-Cola продает 44% всех безалко-

гольных напитков. Доля компании Gillette на рынке бритвенных лезвий составляет 60% (по стоимости). Кроме рынка жевательной резинки, на котором доминирует компания Wrigley, я не знаю других сфер деятельности, в которых лидирующая компания так долго наслаждалась бы мировым господством.

Более того, и Coca-Cola, и Gillette в последние годы увеличили свою долю рынка. Сила торговых марок, отличительные качества продукции и мощность систем распределения дают им огромное конкурентное преимущество, возводя оградительный ров вокруг их экономических замков. В отличие от них обычная компания вынуждена вести ежедневные битвы, не имея никаких средств обороны. Как сказал Питер Линч, акции компаний, продающих товары народного потребления, должны выпускаться с предостерегающей этикеткой: «Конкуренция может быть опасна для вашего здоровья».

Конкурентоспособность Coca-Cola или Gillette очевидна даже для случайного наблюдателя в мире бизнеса. Тем не менее коэффициент бета их ценных бумаг сходен с коэффициентом многочисленных заурядных компаний, у которых есть лишь небольшое конкурентное преимущество или его нет вообще. Должны ли мы из этого заключить, что конкурентоспособность Coca-Cola или Gillette не дает им преимущества при оценке делового риска? Или мы должны прийти к выводу, что риск при владении частью компании — акцией — некоторым образом отделен от долгосрочного риска при ее хозяйственных операциях? Мы считаем, что оба этих заключения неверны и неверно рассчитывать риск на основе коэффициента бета.

Теоретик, воспитанный на бета-теории, не способен отличить риск, сопряженный с деятельностью компании по производству одного вида игрушечной продукции, например игрушечных денег или хулахупа, от риска другой компании, выпускающей только настольную игру «Монополия» или куклу Барби. Но для обычных инвесторов несложно определить это отличие если они понимают, какой может быть реакция покупателей на товар и какие факторы способствуют или не способствуют долгосрочной конкурентоспособности. Конечно, каждый инвестор когда-нибудь ошибается. Но, ограничивая свою деятельность не очень большим количеством простых операций, разумный, информированный и настойчивый человек вполне может оценить инвестиционный риск с необходимой точностью.

Конечно, во многих отраслях промышленности мы с Чарли не может отличить игрушечные деньги от Барби. Более того, мы не смогли бы исправить эту ситуацию, если бы долгие годы упорно занимались изучением этих отраслей. Порой причина крылась бы в дефиците наших знаний, а порой в самой сущности промышленности. Например, невоз-

можно дать надежную оценку долгосрочным экономическим перспективам компании, связанной с постоянно развивающимися технологиями. Разве могли мы 30 лет назад предсказать, что произойдет в производстве телевизоров или компьютерной отрасли? Конечно, нет. (Как и большинство инвесторов и руководителей компаний, которые с энтузиазмом вошли в эти отрасли.) Зачем же сегодня нам с Чарли предсказывать будущее быстро развивающихся отраслей? Мы лучше продолжим свою деятельность в более простых сферах. Лучше синица в руках, чем журавль в небе.

Конечно, некоторые инвестиционные стратегии, например наша арбитражная деятельность в течение нескольких лет, требуют широкой диверсификации. Если в одной сделке присутствует значительный риск, совокупный риск можно снизить, если эта покупка является одной из множества других, независимых друг от друга. Таким образом, вы можете сознательно идти на рискованную инвестицию, которая может привести к убытку или ущербу. Но при этом вы должны быть уверены, что ваша возможная прибыль значительно превысит приблизительные убытки, и еще вы должны быть уверены, что сможете использовать несколько аналогичных, но не связанных друг с другом возможностей. Большинство предпринимателей, сознательно идущих на риск, используют эту стратегию. Если вы решите последовать этой методике, вам следует перенять манеру поведения крупье на рулетке: одобрять высокую активность игроков, так как это приносит вам выгоду, но отказываться принимать большие ставки.

Еще одна ситуация, требующая диверсификации, возникает, когда инвестор, не разбирающийся в экономических особенностях специфического предприятия, решается довериться такой компании в надежде стать долгосрочным совладельцем американской промышленности. Такой инвестор должен владеть большим количеством акций и совершать свои приобретения с интервалами. Например, периодически инвестируя в индексный фонд, некомпетентный инвестор вполне может превзойти большинство профессионалов. Парадоксально, но когда инвестор, вложивший деньги «по глупости», чувствует пределы своей возможной деятельности, его вложения перестают быть «глупыми» и начинают работать.

С другой стороны, если вы компетентный инвестор, способный разобраться в экономических нюансах и найти от пяти до десяти компаний с разумными покупными ценами и важными долгосрочными конкурентными преимуществами, у вас нет необходимости в диверсификации. Скорее всего, это лишь негативно отразится на ваших результатах и увеличит риск. Не могу понять, почему инвесторы этого типа для вложения своих средств выбирают компанию, которая занимает лишь 20-е

место в составленном ими рейтинге. Не проще ли вложить эти деньги в лидера рейтингового списка, т.е. в компанию, деятельность которой ему наиболее понятна и представляет не только наименьший риск, но и самый высокий потенциал прибыли. Говоря пророческими словами Мей Вест: «Когда сильно хорошо, это просто замечательно».

Нужно отметить, что мы намерены оставаться постоянными владельцами акций трех основных компаний: Capital Cities/ABC, Inc., GEICO Corporation и The Washington Post*. Даже если цена этих акций резко повысится, мы не будем их продавать. Точно так же мы не собираемся продавать ценные бумаги компаний See's или Buffalo Evening News, даже если нам предложат за них сумму, намного выше той, в которую мы их оцениваем.

Этот подход может показаться старомодным в корпоративном мире, где активная деятельность ежедневно стоит на повестке дня. «Портфель компаний» современного управляющего подвергается постоянной «реструктуризации» под влиянием настроений на Уолл-стрит, условий деятельности или новой корпоративной «концепции». При этом понятие «реструктуризация» используется в узком значении и подразумевает демпинг убыточной компании, а совсем не демпинг служащих или директоров, которые довели эту компанию до такого состояния. «Ненавидеть грех и любить грешника»— этим богословским принципом сегодня руководствуется не только Армия спасения, но и компании, входящие в список *Fortune 500.*

Инвестиционные менеджеры еще более активны: их поведение во время торговой сессии то напоминает танцы «кружащихся дервишей», то поражает своим спокойствием. Термин «институциональный инвестор» в последнее время пополнил список выражений, заключающих в себе внутреннее противоречие. Такие слова называются оксиморонами, т.е. сочетаниями противоположных по значению слов. Например «большая креветка», «дама-борец» или «недорогой юрист».

Несмотря на исступленную деловую активность, охватившую деловые и финансовые круги Америки, мы по-прежнему будем придерживаться своей политики «оставаться частью Америки до самой смерти». Только она внушает нам с Чарли уверенность. Она дает достойные результаты и позволяет нашим руководителям и объектам инвестиций вести свои дела, не отвлекаясь на что-либо еще.

* Акции Capital Cities/ABC, принадлежащие Berkshire, были исключены из категории «основных и постоянных», после того как в 1996 г. компания была поглощена за акции и денежные средства компанией The Walt Disney Company.

Наше остающееся неизменным поведение является следствием того, что мы уже давно считаем рынок ценных бумаг неким центром перераспределения, в котором деньги переходят от активных к упорным. Не могу не сказать следующее: события последних лет показывают, что оклеветанным «праздным богачам» приписывают то, что они не совершали. Эти люди уже сделали состояние или увеличили его, в то время как «энергичные богачи» — агрессивные торговцы недвижимостью, специалисты по поглощениям, нефтяники и пр. — упустили свои возможности.

Мы продолжаем искать крупные предприятия с понятной, устойчивой и привлекательной для нас экономикой, которые управляются способными руководителями, ориентированными на интересы собственника. Этот поиск не всегда приносит успех, так как нам сначала приходится покупать предприятие по разумной цене, а уж потом внедрять в нем принципы деятельности, практикующиеся в компаниях, которые оправдали наши надежды. Все же этот инвестиционный подход (поиск компаний первой величины) дает нам единственный шанс на достижение настоящего успеха. Принимая во внимание огромные суммы, которыми мы оперируем, нашей с Чарли сообразительности просто не хватит на то, чтобы добиться великолепных результатов путем умелых покупок и продаж акций компаний, далеких от идеала. Мы думаем, что и другие не могут добиться долгосрочного инвестиционного успеха, порхая от цветка к цветку. А назвать организации с активной торговой деятельностью «инвесторами» — это то же самое, что назвать «актером» человека, которого время от времени привлекают для разовых выездных спектаклей.

Если бы мои деловые возможности были ограничены, скажем, только частными компаниями в Омахе, я, во-первых, постарался бы оценить долгосрочные экономические показатели каждого предприятия. Во-вторых, оценил бы личности тех, кто управляет каждой компанией. В-третьих, постарался бы войти в долю лучших компаний по разумной цене. Я, конечно, не хотел бы владеть равной частью каждого предприятия в городе. Зачем же тогда компании Berkshire придерживаться другой стратегии при взаимодействии с акционерными компаниями? И если так трудно найти процветающую компанию под руководством выдающихся управленцев, почему мы должны избавляться от проверенных (чуть не сказал «классных») предприятий? Наш девиз — «Если в первый раз ты действительно преуспел, больше не пытайся».

Джон Мейнард Кейнс, который был не только ярким практикующим инвестором, но и ярким мыслителем, 15 августа 1934 г. написал своему деловому партнеру письмо, в котором изложил все то, о чем я говорил выше: «Со временем я все больше и больше убеждаюсь в том, что пра-

вильный инвестиционный метод предполагает вложение довольно крупных денежных сумм в те предприятия, о которых ты что-нибудь знаешь и руководству которых ты полностью доверяешь. Ошибочно полагать, что риск можно снизить путем крупных вложений в разные предприятия, о которых ты знаешь слишком мало и которые совсем не вселяют в тебя уверенность. Но зачастую твои знания и опыт ограничены, и в определенные периоды времени лично я вижу для себя лишь два-три предприятия, в которых могу быть *полностью* уверен».

В течение 1987 г. фондовый рынок пережил много волнений и мало изменений в разнице между ценой покупки и ценой продажи акций. Индекс Доу-Джонса за весь год вырос только на 2,3%. Вы, конечно, знаете, что это незначительное изменение было вызвано так называемыми «американскими горками», большими подъемами и падениями цен акций в течение недели. До самого октября г-н Рынок был подвержен маниакальному неистовству, а затем испытал внезапный сильный припадок.

У нас есть «профессиональные» инвесторы, которые благодаря всей этой суматохе ворочают миллиардами. Вместо того чтобы размышлять о том, чем будут заниматься компании в будущем, многие управляющие денежными средствами заняты тем, что пытаются представить, чего же им ждать от своих коллег. Для них ценные бумаги — не более чем игровые фишки, как, например, в «Монополии».

Лучшим примером того, к чему может привести такое отношение, служит «страхование инвестиционного портфеля» — стратегия управления денежными средствами, которой в 1986-1987 гг. придерживались все ведущие инвестиционные консультанты. Эта стратегия является экзотически переименованной версией слегка спекулятивного стоп-приказа, ограничивающего убытки, диктующего продавать постоянно растущие в цене доли инвестиционного портфеля или их эквиваленты в срочных биржевых сделках после снижения их цен. Стратегия утверждает, что больше ничего не нужно. Биржевая сделка по ценам ниже тех, что были в последней аналогичной сделке, автоматически приводит к увеличению заявок на продажу. Согласно докладу министра финансов США Брейди, в середине октября 1987 г. от 60 до 90 млрд. акций балансировало на этом спусковом крючке, требующем слабого нажатия.

Если раньше вы думали, что инвестиционные консультанты нанимаются для того, чтобы инвестировать, то такая стратегия, вероятно, приведет вас в замешательство. Станет ли разумный собственник после покупки фермы отдавать приказ управляющему имением распродавать доли фермы всякий раз, когда соседские владения расходятся по низкой

цене? Или продали бы вы свой дом по любой цене, предложенной в 9:31, только потому, что в 9:30 похожий дом был продан за цену ниже его вчерашней стоимости?

Однако стратегия страхования инвестиционного портфеля требует именно таких поступков от пенсионного фонда или организаций, если они владеют долями таких предприятий, как Ford или General Electric. Чем ниже оцениваются эти компании, утверждает стратегия, тем быстрее они должны быть проданы. В качестве «логического» заключения стратегия требует от организаций — *я не преувеличиваю* — снова купить акции этих компаний, как только их цены значительно снизятся. Стоит ли удивляться иногда иррациональному поведению рынка, если учесть, какими огромными суммами распоряжаются управляющие, следующие этой стратегии, которая словно взята из книги «Алиса в стране чудес»?

Тем не менее многие комментаторы, наблюдавшие за событиями последних лет, пришли к неверному выводу. Они любят говорить о том, что у мелких инвесторов сегодня нет никаких шансов на рынке, который подчиняется переменчивым настроениям больших мальчиков. Этот вывод совершенно неверен: такие рынки просто идеальны для любого инвестора, крупного или мелкого, до тех пор, пока он придерживается своей инвестиционной стратегии. Волатильность, вызванная действиями управляющих денежными средствами, которые неразумно играют на бирже большими суммами, предоставит настоящему инвестору больше возможностей для разумных инвестиций. Волатильность может ему навредить, только если под финансовым или психологическим давлением он вынужден совершать продажи в не выгодные для себя периоды.

D. *Чрезмерность понятия «инвестирование в стоимость»* *

Лично мы не видим большой разницы между покупкой подконтрольной компании и покупкой рыночных (легко реализуемых) акций. В каждом случае мы стараемся приобрести долю предприятий с хорошими долгосрочными экономическими показателями. Наша цель — приобрести незаурядную компанию по приемлемой цене, а не заурядную компанию по выгодной цене. Мы с Чарли давно для себя выяснили, что получить большой урожай можно, только если вы найдете плодородное поле, если же будете сеять наугад, то ничего у вас не получится.

(Стоит заметить, что вашему председателю, довольно способному человеку, понадобилось всего лишь 20 лет, чтобы понять, насколько

1987; 1992; 1985.

важно покупать только успешные предприятия. Пока я постигал это правило, я искал только «дешевые» компании и, к сожалению, нашел-таки несколько из них. Наказанием для меня стало приобретение печального опыта с предприятиями по производству небольшого ассортимента сельскохозяйственных инструментов, третьесортных универмагов и текстильных фабрик в Новой Англии.)

Конечно, мы с Чарли можем неправильно истолковать основные экономические перспективы какой-нибудь компании. Когда это случится, нам придется решать проблему, будь это полностью контролируемое дочернее предприятие или акции, хотя обычно легче всего решить проблему во втором случае. Показатели компании, и вправду, можно иногда оценить неправильно. Один европейский репортер, побывавший в Америке для того, чтобы написать биографию Дейла Карнеги, телеграфировал своему редактору: «Боже мой, вы просто не можете себе представить, какое количество денег может принести библиотечное дело».

Совершая покупку как подконтрольной компании, так и пакета ценных бумаг компании мы стараемся купить предприятия, не только прибыльные, но которые управляются талантливыми, высококлассными и просто приятными руководителями. Если наше мнение о руководителях оказывается ошибочным, мы сворачиваем свою деятельность в отношении этой компании. Наличие в таком случае контрольного пакета акций предоставляет нам некоторое преимущество, так как мы в силах осуществить изменения. Однако на практике это преимущество оказывается несколько иллюзорным: изменения в руководстве, как и изменения в семейных отношениях, болезненны, непредсказуемы и отнимают много времени. Так или иначе, но что касается компаний, в которых мы имеем долгосрочные интересы и владеем пакетами их акций, то здесь квалификация руководства просто не ставится под сомнение. С такими управленцами, как Том Мерфи и Дэн Бурк из Cap Cities, Билл Снайдер и Луи Симпсон из GEICO, Кей Грэхем и Дик Симмонс из The Washington Post, наша собственность в надежных руках.

Я бы сказал, что контроль над компанией предоставляет два важных преимущества. Во-первых, мы получаем право на распределение капитала, хотя у нас практически не было опыта такого рода деятельности. Это важно, поскольку у руководителей компании нет навыков в распределении капитала.

Эта несостоятельность неудивительна. Большинство боссов достигли управленческих вершин потому, что отличались способностями в таких сферах, как маркетинг, производство, инженерия, управление или, иногда, политика компании. Как только они занимают должность генерального директора, им приходится брать на себя новые обязанности. Теперь им нужно принимать решения относительно распределения капитала.

Скорее всего, до этого им не приходилось выполнять эту важную обязанность, а такими навыками не так-то просто овладеть. Позвольте привести несколько преувеличенное сравнение: такие руководители похожи на одаренного музыканта, чья карьера заканчивается не на сцене Карнеги-Холла, а в кресле председателя Федеральной резервной системы США. Дефицит навыков в распределении капитала — немаловажный фактор: если после 10 лет пребывания на должности генеральный директор добился нераспределенной прибыли, равной 10% собственного капитала компании, это значит, что за все эти годы он должен был распределить более 60% всего оборотного капитала предприятия. Те директора (очень немногие), которые осознают нехватку своих знаний в распределении капитала, зачастую пытаются компенсировать ее, обращаясь к своему персоналу, консультантам по управлению или инвестиционным банкирам. Мы с Чарли часто наблюдали последствия такой «помощи», которая не только не помогает решить проблему распределения капитала, но и усугубляет ее.

В конце концов, в корпоративной Америке принимается множество неразумных решений о распределении капитала. (Вот поэтому вы так часто слышите о «реструктуризации».) Однако компании Berkshire повезло. Наши основные неподконтрольные компании в основном принимали разумные решения о распределении капитала, а некоторые из них были просто блестящими.

Второе преимущество подконтрольной компании перед пакетом ценных бумаг касается налогообложения. Berkshire как владелец пакета акций берет на себя существенные налоговые издержки, когда владеет небольшой долей компании. Этого не происходит, когда нам принадлежит 80% акций или более. Нам долгое время приходилось мириться с такими неблагоприятными налоговыми условиями, а новые изменения в налоговом кодексе, произошедшие в 1986 г., лишь усугубили их. Теперь деятельность компании, 80% и более которой принадлежит нам, приносит Berkshire финансовые результаты на 50% лучше, чем результаты деятельности компании, в которой наша доля меньше.

Недостатки владения пакетом ценных бумаг иногда перевешиваются одним очень важным преимуществом: изредка фондовый рынок дает нам возможность приобрести доли очень прибыльных предприятий по смехотворным ценам, намного ниже тех, что назначаются при договорных сделках о передаче прав собственности. Например, в 1973 г. мы приобрели акции The Washington Post по цене 5,63 долл. за акцию. В 1987 г. операционная прибыль после вычета налогов составила 10,30 долл. на акцию. Подобным образом в 1976, 1979 и 1980 гг. были куплены акции GEICO в среднем за 6,67 долл. за акцию. А в прошлом

году операционная прибыль на акцию равнялась 9,01 долл. В таких ситуациях г-н Рынок показал себя как добрый друг.

Наша стратегия инвестирования в акционерный капитал компаний мало изменилась с 1977г., когда в своем ежегодном отчете мы заявили следующее: «Мы отбираем ценные бумаги по тому же принципу, по которому отбираем компании для полного поглощения. Для этого нужно, чтобы компания: была понятна нам, имела привлекательные для нас долгосрочные перспективы, управлялась честными и компетентными специалистами и имела привлекательную для нас цену покупки». В этом списке мы решили изменить один пункт: из-за изменения условий рынка и наличия у нас увеличившегося числа акций для продажи мы заменили формулировку «привлекательная цена» на «очень привлекательная цена».

Но здесь вы можете спросить: «Как решить, какую цену считать привлекательной?» Отвечая на этот вопрос, большинство аналитиков делают выбор между двумя подходами, которые обычно считаются противоположными друг другу — это «стоимость» и «рост». В действительности же многие специалисты по инвестициям допускают смешение этих двух терминов, что похоже на некую интеллектуальную форму переодевания в одежду противоположного пола.

Такая мысль кажется нам слишком туманной (должен признаться, что и сам увлекался подобными мыслями несколько лет назад). Мы считаем, что эти два подхода лишь косвенно затрагивают друг друга. Показатель роста *всегда* учитывается при вычислении стоимости. Он составляет переменную величину, значение которой может изменяться от незначительного до огромного и влияние которой может быть как позитивным, так и негативным.

К тому же мы считаем термин «инвестирование в стоимость» излишним. Что же тогда «инвестирование», если не поиск компании с показателем дивидендной рентабельности, который, по крайней мере, может оправдать заплаченную сумму? Совершение сознательной покупки акции за цену, превышающую ее расчетную стоимость, в надежде на то, что вскоре ее можно будет продать за более высокую цену, должно быть отнесено к спекулятивной деятельности (которая, однако, не противоречит ни закону, ни морали и не является способом финансовой наживы).

Термин «инвестирование в стоимость» широко используется к месту и не к месту. Обычно он ассоциируется с покупкой акций со следующими отличительными признаками: низкое соотношение цены и балансовой стоимости, низкое соотношение цены и прибыли или высокая дивидендная доходность. К сожалению, такие характеристики, даже если и ветре-

чаются в подобной комбинации, далеко не решающие в отношении того, действительно ли инвестор покупает то, что стоит свою цену, и таким образом действительно руководствуется принципом достижения доходности своих инвестиций. Соответственно обратные характеристики — высокое соотношение цены и балансовой стоимости, высокое соотношение цены и прибыли и низкая дивидендная доходность — совершенно противоположны характеристикам «инвестирования в стоимость».

Таким образом, рост компании, по существу, мало что говорит о ее дивидендной доходности. Действительно, рост часто оказывает положительное влияние на рентабельность, иногда в впечатляющих масштабах. Но подобный эффект не всегда бесспорен. Например, инвесторы регулярно совершают денежные вливания в отечественную компанию по авиаперевозкам, чтобы финансировать бесприбыльный (или даже убыточный) рост. Для этих инвесторов было бы лучше, если бы братья Орвиль не смогли взлететь с аэродрома Кити Хоук. Чем больше рост компании, тем ужаснее катастрофа для инвесторов.

Рост выгоден инвесторам только тогда, когда инвестиции в компанию способны принести растущий и заманчивый доход, другими словами: когда каждый доллар, использованный на финансирование роста компании, приносит больше доллара долгосрочной рыночной стоимости. В случае когда компания с низкой дивидендной доходностью требует увеличения вложений, рост приносит инвесторам только убытки.

В своей работе *«Теория инвестирования в стоимость»,* написанной более 50 лет назад, Джон Берр Уильяме *(The Theory of Investment Value,* by John Burr Williams) вывел уравнение стоимости, которое мы приведем здесь: «В настоящее время стоимость любой акции, облигации или компании определяется притоком или оттоком денежных средств, уменьшенных на соответствующую процентную ставку. И так будет на протяжении всего существования активов». Заметьте, эта формула относится как к акциям, так и к облигациям. Но при этом между двумя видами ценных бумаг существует важное отличие, которое может привести к затруднениям при работе с ними. Облигация имеет купон и срок погашения, которые определяют размер будущих потоков наличности. В случае же с акциями инвестиционному аналитику приходится самому приблизительно подсчитывать будущие «купоны». Более того, качество управления компанией редко сказывается на облигациях, и то лишь когда руководители неквалифицированны или нечестны настолько, что временно приостанавливается выплата процентов. И наоборот, качество управления может очень сильно сказаться на «купонах» акций.

Самой дешевой формой капиталовложений для инвестора являются инвестиции на основе вычисления дисконтированных потоков денежных средств. При этом неважно, растет компания или нет, демонстрирует

неустойчивость или постоянство показателей прибыли, имеет высокую или низкую цену по отношению к текущим доходам или балансовой стоимости. Более того, хотя уравнение стоимости обычно показывает, что акции дешевле облигаций, этот результат непостоянен. И если облигации согласно уравнению являются гораздо более привлекательной формой инвестирования, их и нужно приобретать.

Не принимая во внимание вопрос цены, лучшей компанией для собственника будет та, которая в течение длительного периода может задействовать большие объемы дополнительного капитала при очень высокой ставке доходности. Худшей компанией будет та, которая будет делать *обратное,* т.е. будет задействовать большие объемы капитала при низкой ставке доходности. К сожалению, первый тип компаний встречается редко: большинство компаний с высоким оборотом нуждается в относительно небольшом капитале. Акционеры таких компаний обычно получают большую выгоду, когда компания выплачивает большую часть своих доходов в виде дивидендов или выкупает большие объемы своих ценных бумаг.

Хотя математические вычисления для оценки акций не очень сложны, аналитик, даже опытный и понимающий, может легко ошибиться в расчетах будущих «купонов». В Berkshire мы стараемся решить эту проблему двумя способами. Во-первых, мы ищем компании, деятельность которых нам представляется понятной, т.е. достаточно простой и стабильной. Если деятельность компании представляется нам слишком сложной и носит изменчивый характер, в таком случае у нас не хватит способностей для прогнозирования объемов будущих потоков наличности. Кстати, подобный дефицит наших знаний нас нисколько не тревожит. Для большинства людей в инвестиционной деятельности важен не объем знаний, а скорее реалистичная оценка пробелов в этих знаниях. Для того чтобы избежать больших ошибок, инвестору необходимо знать не так уж много.

Второй, не менее важный по значению, принцип заключается в том, что мы настаиваем на запасе прочности в нашей цене покупки. Если согласно нашим подсчетам стоимость обыкновенной акции лишь немного превышает ее цену, такая покупка нас не заинтересует. Мы считаем, что принцип запаса прочности, значение которого особо подчеркивал Бен Грэхем, является краеугольным камнем успешного инвестирования.

Разумный инвестор скорее заинтересуется операциями с обыкновенными акциями на вторичном рынке, чем покупкой новых ценных бумаг. Причина заключается в особенностях назначения цены в каждом случае. Вторичный рынок, который время от времени подвергается влиянию безрассудного поведения большинства его участников, то и дело уста-

навливает «клиринговую» цену. Неважно, насколько неоправданной может быть такая цена, всегда найдется несколько держателей акций или облигаций, которые согласны продать ценные бумаги за эту цену. Во многих случаях акция стоимостью x продается на рынке за $^1/_2x$ или даже меньше.

Что касается первичного рынка ценных бумаг, то он управляется держателями акций и компаниями, которые могут выбрать подходящий момент времени для выпуска новых ценных бумаг или, если ситуация на рынке неблагоприятна, отказаться от размещения. Понятно, что такие продавцы не собираются предлагать акции по заниженным ценам ни при первичном размещении ценных бумаг, ни при договорных сделках. Здесь вы редко сможете купить акцию за половину ее цены. На первичном рынке ценных бумаг акционеры-продавцы принимают решение о продаже активов только тогда, когда уверены, что за них предложат более высокую цену. (Конечно, такие продавцы никогда не признают, что воздерживаются от продажи, когда рынок предлагает им слишком низкую цену за их активы. Они объяснят свое нежелание как-нибудь иначе.)

В начале нового года компания Berkshire приобрела 3 млн. акций компании Capital Cities/ABC, Inc. по рыночной цене, которая на момент покупки в марте 1985 г. составляла 172,50 долл. за акцию. До решения о приобретении активов этой компании я несколько лет наблюдал за деятельностью ее руководства и пришел к выводу, что Capital Cities является лучшей публичной компанией страны. А ее руководители Том Мерфи и Дэн Бурк не только замечательные профессионалы, они принадлежат к тому типу парней, за которых вы бы с радостью выдали своих дочерей замуж. Работать с ними — не только большая честь, но и большое удовольствие. Те, кто знает этих людей, поймут меня.

Приобретение нами акций компании Capital Cities позволило ей приобрести радиовещательную компанию ABC за 3,5 млрд. долл. Для Capital Cities компания ABC стала основным приобретением, экономические перспективы которого в ближайшие несколько лет будут далеко не блестящими. Но это нас нисколько не волнует, мы очень терпеливы. (Даже если вы очень талантливы и прилагаете большие усилия, для некоторых результатов просто требуется время: вы не получите ребенка через месяц, даже если заставите забеременеть девять женщин.)

В знак подтверждения своего доверия мы заключили необычное соглашение: в течение длительного времени Том как генеральный директор (или Дэн, если он займет эту должность) участвует в принятии решений относительно нашей доли акций в их компании. Эта

договоренность была инициирована не Томом, а мною и Чарли. Мы также ограничили свою деятельность относительно продажи своей доли акций. Цель этого решения — убедить правление Capital Cities в том, что без его согласия наш пакет акций компании не будет продан более крупному держателю. Несколько лет назад мы уже заключили подобные соглашения с руководствами компаний GEICO и The Washington Post.

Поскольку крупные пакеты акций зачастую диктуют цены выше номинала, некоторые могут подумать, что, установив для себя подобные ограничения, мы ущемили финансовые интересы Berkshire. У нас обратное мнение. Мы уверены, что наши соглашения только улучшают долгосрочные экономические перспективы для этих компаний, а значит, для нас самих и для наших акционеров. При таких договоренностях высокопрофессиональные управленцы, к которым мы относим и себя, могут сосредоточить свои усилия только на руководстве компанией и достижении максимально эффективной для собственников деятельности в долгосрочной перспективе. Это намного лучше, чем отвлекать руководство чередой постоянно меняющихся случайных владельцев. (Конечно, некоторые управленцы ставят свои интересы выше интересов компании. В этом случае собственники заслуживают хорошей встряски. Но в своей инвестиционной деятельности мы стараемся избегать таких компаний.)

Сегодняшняя корпоративная нестабильность обусловлена тем, что акции, имеющие право голоса, принадлежат слишком многим. В любое время может появиться основной держатель активов, за обнадеживающими речами которого зачастую будут скрываться совершенно варварские намерения. Ограничивая деятельность относительно своих пакетов акций, как мы часто делаем, мы стремимся способствовать стабильности там, где в противном случае ее может не хватать. Уверенность в стабильности в сочетании с профессиональным руководством и перспективной хозяйственной деятельностью обеспечивают прекрасную почву для богатого финансового урожая. В этом и заключается экономическая цель наших соглашений.

Человеческий фактор не менее важен. Мы не хотим, чтобы наши любимые и уважаемые управленцы, приветствовавшие инициированное нами финансовое обязательство, потеряли всякий сон, представляя себе все возможные последствия нашего большого участия в капитале их компании. Я обещал им, что никаких неприятных сюрпризов не будет, и компания Berkshire подписалась под этими словами. Эта подпись в соглашении также означает, что теперь у руководства есть обязательство самой компании. Поэтому им не придется беспокоиться, даже если мое личное участие в делах Berkshire закончится по возрастным причинам

(под этим я подразумеваю возраст, исчисляемый трехзначными числами).

Акции Capital Cities были приобретены за полную цену, причиной этого стал возросший в последние годы интерес к акциям и собственности компаний, работающих в сфере информации (в некоторых случаях этот интерес принял характер мании). В этой сфере нет низких цен. Однако компания Capital Cities представляет собой удивительное сочетание собственности и человеческих ресурсов, поэтому мы рады, что наши инвестиции предоставляют нам возможность участвовать в ее капитале.

Конечно, некоторым из вас, возможно, непонятно, почему мы сегодня покупаем акции Capital Cities по 172,50 долл. за акцию, хотя в 1978-1980 гг. ваш председатель в характерном для него приступе сообразительности продал принадлежавшие компании Berkshire акции той же компании по 43 долл. за каждую.

Немного терпения, пожалуйста.

E. *Разумное инвестирование* *

Под разумным поведением мы подразумеваем бездействие. Ни мы, ни большинство других руководителей не мечтают о лихорадочной торговле активами высокоприбыльных дочерних предприятий только потому, что ожидается незначительное изменение учетной ставки Федеральной резервной системы, или потому, что некие специалисты с Уолл-стрит изменили свое мнение о рынке. Тогда почему мы должны поступать иначе с неконтрольными пакетами акций перспективных компаний? Искусство успешных капиталовложений в публичные компании немногим отличается от искусства успешного поглощения филиалов. В каждом случае вы просто хотите приобрести предприятие с замечательными экономическими показателями и способным честным руководством за приемлемую цену. Соответственно вам просто нужно учитывать, имеются ли эти характеристики в наличии или нет.

Зачастую умелое осуществление такой инвестиционной стратегии приносит несколько ценных бумаг, которые вполне могут стать важной частью инвестиционного портфеля. Инвестор мог бы добиться подобного результата при покупке определенного процента, скажем 20%, от будущих доходов нескольких выдающихся баскетболистов из команды колледжа. Немногие из них станут ведущими игроками сборной NBA. Тогда барыши от их игры станут для инвестора основной и щедрой компенсацией. Предположение, что этот инвестор распродаст несколько

1996; 1999; 1997.

своих наиболее успешных инвестиций только потому, что они стали преобладающими в его портфеле, равносильно предположению, что баскетбольная команда Chicago Bulls продаст Майкла Джордана потому, что он стал очень важен для команды.

Изучая нашу инвестиционную деятельность в отношении как дочерних компаний, так и обыкновенных акций, вы увидите, что мы предпочитаем компании и отрасли промышленности, которые не подвержены большим изменениям. Причина этого проста: при том или ином типе покупки основным критерием для нас служит высокая конкурентоспособность, которой компания будет обладать через десять лет. Быстро меняющаяся отрасль может принести огромную выгоду, но она не дает той уверенности, которую мы ищем.

Я должен подчеркнуть, что как граждане своей страны мы с Чарли приветствуем перемены: свежие идеи, новая продукция, инновационные процессы и т.п. повышают уровень жизни. Однако как инвесторы мы относимся к бурно развивающимся отраслям так же, как к освоению космоса. Мы восхищаемся этими смелыми попытками, но сами предпочитаем оставаться в стороне.

Разумеется, любая компания претерпевает некоторые изменения. Сегодня компания See's во многом отличается от той, какой она была в 1972 г., когда мы ее приобрели. Она предлагает другой ассортимент кондитерских изделий, использует иные оборудование и каналы сбыта продукции. Но причины, по которым люди продолжают покупать коробки конфет у нас, а не у кого-нибудь другого, практически не изменились с 1920-х годов, когда члены семьи Си основали свой бизнес. Более того, эти причины останутся неизменными еще 20, может, даже 50 лет.

Мы хотим получить такую же предсказуемость и от ценных бумаг. Возьмем компанию Coca-Cola: усердие и фантазия, с которыми компания подходит к вопросу продажи продукции, в наибольшей степени проявились во время правления Роберто Гойзуета, который много сделал для повышения стоимости бизнеса, а значит, и для своих акционеров. При помощи Дона Кеуфа и Дуга Ивестера Роберто пересмотрел и усовершенствовал каждый аспект деятельности компании. Но основы бизнеса — качества, которые обусловливают конкурентное преимущество и ошеломляющие экономические показатели, — остаются неизменными вот уже много лет.

Не так давно я изучал отчет Coca-Cola за 1896 г. (чувствуешь себя при этом так, словно отстал от времени). Тогда Coca-Cola уже 10 лет была лидером на рынке безалкогольных напитков. И уже тогда план развития компании был составлен на 100 лет вперед. Рапортуя о товарообороте, который в тот год составил 148 000 долл., Аза Кендлер,

президент компании, сказал: «Мы не запоздали в своих усилиях представить всему миру наш напиток в качестве неотъемлемой составляющей здоровья и хорошего настроения». Хотя, насчет «здоровья» они, конечно, преувеличили, но я рад, что сегодня компания до сих пор опирается на идеи Кендлера. И это век спустя! Сто лет назад Кендлер говорил: «Никакой другой напиток не удостоился такого массового одобрения». Сегодня Роберто поддерживает эту идею. Кстати, объем продаж сиропа в 1986 г. составлял 116 492 галлона (около 440 340 л), а в 1996г. он равнялся примерно 3,2 млрд. галлонов (12 млрд. л). Не могу не процитировать Кендлера еще раз: «Начав этот деловой год 1 марта, мы наняли 10 коммивояжеров, которые, следуя регулярным указаниям из офиса компании, охватили практически всю территорию страны». Вот такие продавцы по мне!

Компании, подобные Coca-Cola или Gillette, вполне можно назвать «неизменными». Аналитики могут расходиться во мнениях относительно того, какую часть рынка безалкогольных напитков или бритвенных принадлежностей будут занимать эти компании через 10 или 20 лет. Наши размышления о неизменности также ни в малейшей степени не умаляют значения энергичной деятельности, которая должна осуществляться компаниями в отношении производства, системы сбыта, упаковки и создания новых продуктов. Но ни один внимательный наблюдатель, даже если он основной конкурент одной из этих компаний, при условии, что он будет честен, не усомнится в их лидерстве на мировых рынках в течение инвестиционного периода. Скорее всего, лидерство компаний только усилится. За последние десять лет обе компании значительно увеличили свою и без того огромную долю на рынке, и все показатели указывают на то, что эта тенденция сохранится и в течение следующих десяти лет.

Очевидно, что процентные показатели многих компаний, задействованных в сфере новых технологий или эмбрионов, будут расти значительно быстрее, чем показатели «неизменных». Но я предпочитаю уверенность в хорошем результате, чем надежду на замечательный результат.

Конечно, мы с Чарли даже после долгих поисков можем найти лишь несколько «неизменных» компаний. Их лидерство само по себе еще не является залогом стабильности. Вспомните, к примеру, потрясения, произошедшие в компаниях General Motors, IBM и Sears, которые долгое время демонстрировали обманчивую несокрушимость. Хотя некоторые отрасли или сферы бизнеса демонстрируют характеристики, которые наделяют лидирующие предприятия поистине несокрушимыми преимуществами и которые, почти повторяя законы природы, способствуют выживанию самых крупных из них. Но есть и такие отрасли, которые

совершенно не предоставляют подобных преимуществ. Так что на каждую «неизменную» компанию приходится множество «самозванцев» — компаний, которые сейчас находятся на гребне успеха, но не смогут устоять перед первым же натиском конкуренции. Мы с Чарли прекрасно понимаем, что принадлежащие нам акции никогда не входили в список 50 наиболее популярных среди инвесторов акций или даже в список 20 почти популярных акций. Поэтому к активам «неизменных» компаний, находящимся в нашем портфеле, мы прибавляем активы «многообещающих» компаний.

Конечно, всегда есть вероятность, что за акции даже самой прибыльной компании вы заплатите слишком высокую цену. Нам кажется, что риск переплаты, с которым время от времени приходится сталкиваться инвестору, сейчас особенно высок при покупке любых ценных бумаг, в том числе акций «неизменных» компаний. Инвестор, совершающий покупки на «перегретом» рынке, должен понимать, что реальная деловая ценность даже процветающей компании сможет приблизиться к уровню цены, которую вы заплатили за ее акции, лишь через достаточно долгий промежуток времени.

Гораздо более серьезная проблема возникает, когда руководство крупной компании занимает крайне невыгодную позицию и, пренебрегая своим отлаженным основным видом деятельности, совершает покупки более слабых или совсем плохих предприятий. Когда такое происходит, мучения инвестора бесконечны. К сожалению, несколько лет назад именно это случилось с компаниями Coca-Cola и Gillette. (Можете себе представить, что несколько десятилетий назад Coca-Cola занималась разведением креветок, а Gillette разведкой нефтяных месторождений?) Сбой в ориентации деятельности компании — вот чего мы с Чарли опасаемся больше всего, когда собираемся инвестировать в предприятия, которые на первый взгляд кажутся вполне прибыльными. Слишком часто мы наблюдали, как ресурсы компании оставались незадействованными из-за постоянно меняющихся ориентиров руководства, полного надменной важности или изнывающего от скуки.

Позвольте мне поделиться еще несколькими мыслями относительно нашей инвестиционной стратегии. Большинство инвесторов, как институциональных, так и индивидуальных, решив приобрести обыкновенные акции, наверняка предпочтут воспользоваться услугами индексного фонда, который назначает минимальные комиссионные. После вычета комиссионных и издержек «чистая» прибыль тех, кто воспользуется этим способом, непременно превысит показатели, которых могло бы добиться большинство профессиональных инвесторов.

Но если вы задумаетесь о создании своего инвестиционного портфеля, вам вряд ли придут в голову стоящие идеи. Принципы разумного инвестирования не так уж сложны, хотя их и не назовешь очень простыми. Что нужно инвестору, так это способность правильно оценивать деятельность компаний, акции которых он решил включить в свой портфель. Для этого вам не нужно быть специалистом по деятельности каждой компании, даже нескольких компаний. Вам просто нужно уметь оценить компании в рамках своей компетенции. Неважно, насколько они широки, однако знание пределов имеет существенное значение.

Чтобы успешно заниматься инвестиционной деятельностью, вам нет необходимости разбираться в понятиях «коэффициент бета», «эффективный рынок», «современная портфельная теория», «опционное ценообразование» или «развивающиеся рынки». Скорее всего, незнание всех этих терминов принесет вам только пользу. Конечно, такому подходу не обучают в большинстве школ бизнеса. Наоборот, все вышеперечисленное занимает важное место в учебных планах по предмету «финансы». Нам же кажется, что будущим инвесторам необходимо тщательно изучить лишь два курса — «как правильно оценить деятельность компании» и «как относиться к рыночным ценам».

Ваша задача как инвестора заключается в том, чтобы по разумной цене приобрести долю компании, чья экономическая деятельность вам вполне понятна и чьи доходы будут существенно увеличиваться через 5, 10 и 20 лет. Спустя некоторое время вам удастся найти лишь несколько компаний, отвечающих этим стандартам. Поэтому когда вы увидите одну из них, лучше сразу приобрести значительное количество активов. И не поддавайтесь искушению отступиться от своих принципов. Если вы не собираетесь оставаться владельцем акций в течение десяти лет, нет смысла приобретать ее даже на десять минут. Если в своем инвестиционном портфеле вы соберете активы компаний, чей совокупный доход будет неизменно расти в течение нескольких лет, то соответственно будет расти и рыночная стоимость вашего портфеля.

Именно этот подход принес прибыль акционерам Berkshire, хотя редко кто отдает себе в этом отчет. За несколько лет наша прибыль выросла в разы и соответственно повысилась цена акций. Если бы не было увеличения прибыли, то стоимость компании Berkshire мало бы изменилась.

Несколько компаний, в которые мы инвестировали значительные средства, в прошлом году показали неутешительные результаты. Тем не менее мы верим, что их конкурентные преимущества со временем восстановятся. Мы с Чарли не всегда можем точно установить, присущ

ли компании этот отличительный признак, необходимый для гарантированно хороших долгосрочных результатов инвестиционной деятельности. Но чаще всего нам все-таки удается это сделать с высокой степенью уверенности. Кстати, это объясняет, почему мы не приобретаем акции высокотехнологичных компаний, хотя мы разделяем мнение о том, что наше общество преобразится под влиянием их продукции и услуг. Наша проблема заключается в том, что мы не можем определить, какое предприятие из сферы высоких технологий обладает *долговременными* конкурентными преимуществами. В этом случае нам не поможет даже тщательное изучение особенностей отрасли.

Правда, нужно добавить, что подобное невежество в сфере высоких технологий нас нисколько не тревожит. В конце концов, есть много сфер бизнеса, в которых у нас с Чарли нет никакого опыта распределения капитала. Например, мы ничего не смыслим в области патентной оценки, технологических процессов или геологической разведки. Поэтому относительно них мы не принимаем никаких решений.

Если наша компания добивается определенных результатов, то потому, что мы действуем только в рамках своей компетенции и не пытаемся выйти за них. Прогнозирование долгосрочных результатов деятельности компаний, занятых в быстро меняющихся отраслях, как раз и находится за пределами нашей компетенции. Если другие заявляют о своей способности предсказывать развитие этих отраслей и их заявления подтверждаются поведением фондового рынка, мы не завидуем им и не собираемся им подражать. Мы просто продолжаем заниматься тем, в чем разбираемся. Если же мы отклонимся от своей стратегии, то лишь непреднамеренно, а не потому, что в своей неугомонности решили сменить тактику рациональности на тактику надежды. К счастью, и в пределах нашей компетенции для компании Berkshire найдутся неплохие возможности.

В данный момент цены акций прибыльных предприятий, которые принадлежат нам, не так уж привлекательны. Другими словами, нас больше удовлетворяет деятельность этих компаний, чем цены их акций. Поэтому в последнее время у нас не было дополнительных приобретений. Тем не менее мы еще не занимались существенным сокращением своего инвестиционного портфеля: если предстоит выбор между сомнительной компанией по приемлемой цене и стоящей компанией по сомнительной цене, мы предпочтем последнее. Однако больше всего нас привлекает стоящая компания по приемлемой цене.

Замечания по поводу цен на принадлежащие нам ценные бумаги относятся и к общему уровню цен на акции. Мы никогда не пытались предсказать поведение рынка в следующем месяце или следующем году. Мы не пытаемся делать это и сейчас. Но сейчас (в конце 1999 г.) инвес-

торы, покупающие акции, кажется, настроены очень оптимистично относительно будущей прибыли.

Сейчас наблюдается рост доходов компаний, связанных с внутренним валовым продуктом, который вырос на 3%. По нашим расчетам, уровень инфляции составит 2%, однако мы с Чарли не совсем в этом уверены. Так или иначе, но таков рынок: доходность казначейских ценных бумаг, защищенных от инфляции, была примерно на два процентных пункта ниже, чем доходность стандартных казначейских облигаций. Если вы уверены в том, что уровень инфляции будет расти, то вы можете выиграть при покупке защищенных от инфляции казначейских ценных бумаг и игре на понижение государственных бумаг.

Если рост прибыли, сопровождаемый ростом ВВП, действительно составляет 5%, то оценка капиталовложений в американскую промышленность вряд ли превысит этот показатель. Добавьте к этому размер дивидендов, и вы получите доходность акций существенно ниже той, что имели большинство инвесторов в прошлом, или той, что они ожидают получить в будущем. Если ожидания инвесторов приобретут более реалистичный характер, а это обязательно случится, возможная корректировка рынка будет очень жесткой, особенно в тех секторах, где наиболее распространена спекуляция.

Мы уверены, что когда-нибудь компания Berkshire получит возможность использовать основные суммы денежных средств на рынках ценных бумаг. Но, как поется в одной песне: «Кто знает, где и когда это случится?» А пока, если кто-нибудь начинает объяснять вам, что происходит в безумных секторах этого «заколдованного рынка», вспомните строчку еще одной песни: «Дураки объясняют причины, мудрецы никогда этого не делают».

В периоды, когда цены высоки как на компании, так и на акции, мы стараемся действовать по методу Теда Вильямса. В своей книге *«Искусство удара» (The Science of Hitting,* by Ted Williams) Тед объясняет, что он разделяет зону удара на 77 участков, каждый из которых равен размеру бейсбольного мяча. Он знает, что, когда мяч ложится на «лучший» участок, это принесет ему 400 очков. Когда мяч попадает в «худший» участок, низкий внешний угол зоны удара, это принесет 230 очков. Другими словами, удары по «лучшим» площадкам приведут спортсмена в «зал славы», а удары без разбора принесут билет в низшую лигу.

Если представить рынок в виде зоны удара, то деловые «площадки», которые мы сейчас видим, — это худшие участки. Если мы на них замахнемся, то уменьшим свою прибыль. Но если мы пропустим все сегодняшние мячи, то нет никакой гарантии, что следующие придутся нам

больше по вкусу. Возможно, привлекательные цены, оставшиеся в прошлом, были лишь временным явлением, и не стоит надеяться, что они вернутся. В отличие от Теда нас не вызовут со скамейки запасных, если наши удары будут попадать точно в три лучшие площадки зоны удара. И все-таки, перспектива день за днем стоять на поле, держа на плече биту, не очень мне нравится.

F. *Сигаретные окурки и институциональный императив* *

Позвольте процитировать Роберта Бенчли: «Если у мальчика есть собака, то он становится преданным, настойчивым и каждый раз, прежде чем лечь, поворачивается три раза вокруг себя». Такие недостатки несет в себе приобретение нового опыта. Тем не менее мне кажется уместным просмотреть все свои прошлые ошибки, перед тем как совершить новые. Давайте оглянемся на прошедшие 25 лет.

• Конечно, моей первой ошибкой стала покупка контрольного пакета акций Berkshire. Я знал, что текстильное производство было малообещающей отраслью, но все же соблазнился дешевизной покупки. Ранее приобретение подобных акций оказывалось достаточно стоящим предприятием. Хотя к 1965 г., когда я решил приобрести активы Berkshire, я стал догадываться, что такая стратегия далеко не идеальна.

Когда вы покупаете акцию какой-нибудь компании по достаточно низкой цене, обычно в деятельности этого предприятия возникают некоторые сложности. Даже если долгосрочные перспективы компании удручающие, при снижении цен вы можете продать активы и получить при этом порядочную прибыль. Такой подход к инвестированию я назвал «стратегией сигаретных окурков». Окурка сигареты, найденного на улице, хватит лишь на одну затяжку, но дешевая покупка может обернуться неплохой прибылью.

Такой подход к покупке неразумен, если только вы не ликвидатор. Во-первых, исходная «дешевая» цена не всегда гарантирует выгодную покупку. В проблемных компаниях сложности возникают одна за другой. Это напоминает борьбу с тараканами: не успеваете вы убить одного, как тут же появляется другой. Во-вторых, ваше первоначальное преимущество вскоре будет ослабляться невысокими доходами компании. Например, если вы за 8 млн. долл. приобретаете дело, которое в скором времени может быть продано или ликвидировано за 10 млн. долл., и вы быстро воспользуетесь одним из этих вариантов, вы можете получить высокую прибыль. Но инвестиции могут не оправдать

* 1989.

ожиданий, если компания будет продана за 10 млн. долл. лишь через 10 лет и в течение этого периода компания ежегодно будет получать и выплачивать в виде дивидендов прибыль в размере нескольких процентов от стоимости. Время выступает в роли соратника для перспективной компании и врага для заурядного предприятия.

Вы можете решить, что этот принцип очевиден, но лишь спустя долгое время я с трудом постиг его. Сразу после покупки контрольного пакета акций Berkshire я приобрел универмаг Hochshild Kohn в Балтиморе с помощью компании Diversified Retailing, которая позже слилась с компанией Berkshire. Магазин был приобретен с большим дисконтом к балансовой стоимости его активов, люди, которые работали в компании, были первоклассными специалистами. К тому же сделка предоставляла несколько дополнительных преимуществ — незарегистрированная стоимость недвижимого имущества, значительный резерв прочности. Как я мог упустить такую возможность? А через три года мне очень повезло, что я смог продать дело примерно за ту же сумму, что я за него заплатил. После завершения нашего союза с Hochschild Kohn у меня остались воспоминания, которые лучше всего описать строчкой из песенки: «Моя жена сбежала с моим другом, и я до сих пор сильно по нему скучаю».

• Вышесказанное позволяет вынести следующий урок: хорошие жокеи побеждают на хороших лошадях, а не на измученных клячах. Во главе текстильных предприятий Berkshire и универмага Hochschild Kohn стояли талантливые и честные люди. Если бы они работали в компаниях с хорошими экономическими показателями, они бы достигли потрясающих успехов. Но они не могли ничего добиться, управляя зыбучими песками*.

Я неоднократно повторял, что, когда руководство с высокой профессиональной репутацией берется за компанию с плохой экономической репутацией, неизменной остается лишь репутация компании. Жаль, что я так усердствовал в создании примеров, подтверждающих этот принцип. Мое поведение можно описать словами Мей Вест: «Я была Белоснежкой, но меня занесло снегом».

• Еще один урок: тише едешь, дальше будешь. После 25 лет покупок и наблюдений за большим количеством разных компаний мы с Чарли так и *не* научились решать сложные экономические проблемы. Чему мы научились, так это избегать их. Наш успех скорее обусловлен тем, что мы старались брать доступную нам высоту, а не наращивали способность прыгать выше.

Этот принцип может показаться нечестным, но в экономической и инвестиционной деятельности гораздо выгоднее придерживаться чего-то

* См. часть I, раздел D.

простого и очевидного, а не разбираться с трудностями. Иногда с трудностями *необходимо* разбираться, как, например, в нашей ситуации с началом издания газеты *Sunday в* Буффало. В других случаях хорошая инвестиционная перспектива возникает, когда процветающая компания неожиданно сталкивается со сложной, но разрешимой единовременной проблемой. Такое случилось несколько лет назад с компаниями American Express и GEICO. Однако в целом наши дела идут лучше, когда мы не сражаемся с драконами, а избегаем встречи с ними.

• Мое самое неожиданное открытие: в экономической деятельности огромное значение имеет незримая сила, которую можно назвать инс титуциональным императивом. В школе бизнеса мне даже не намекну ли на его существование, а интуиция ничего не сказала мне, когда я только вошел в деловой мир. Тогда я считал, что порядочный, разумный и опытный управленец автоматически будет принимать разумные дело вые решения. Но через какое-то время я понял, что это не так. Разумность часто слабеет под натиском институционального императива.

Например:

1) словно подчиняясь первому закону Ньютона, организация про тивится любому изменению направления своей текущей де ятельности;
2) так же как работа растягивается, чтобы заполнить полезное время, корпоративные проекты или поглощения осуществляют ся, чтобы поглощать свободные фонды;
3) любое начинание, необходимое лидеру, насколько неразумным бы оно ни было, вскоре будет поддержано детальным анализом нор мы прибыли и стратегии, подготовленным его подчиненными;
4) одинаковые компании будут бездумно копировать образ дейс твий друг друга, неважно, будут ли эти действия связаны с расширением, совершением поглощений, назначением жалова ния руководящим работникам или чем-нибудь еще.

Организационные движущие силы, не коррумпированность и не глупость, устанавливают в компании подобные направления развития, которые зачастую неправильны. Сначала я игнорировал силу институционального императива, и это привело к ошибкам, которые очень дорого мне стоили. После этого я попытался так организовать деятельность компании Berkshire и так управлять ею, чтобы свести это влияние к минимуму. Более того, мы с Чарли постарались инвестировать в компании, которые также настороженно относились к этой проблеме.

• Были и другие ошибки. В конце концов, я пришел к выводу, что должен работать лишь с теми людьми, которые мне нравятся, которым доверяю и которыми восхищаюсь. Как я уже отмечал, эта политика сама по себе не гарантирует успех: неудачи второсортных текстильных пред-

приятии или универмага нельзя объяснить лишь тем, что их управляющие не те люди, которых ты бы хотел видеть в качестве своих зятьев. Но если владелец или инвестор компании с неплохими экономическими показателями объединит свои усилия с усилиями первоклассных специалистов, они могут добиться потрясающих результатов. И наоборот, не стоит связываться с управленцами, которым не хватает положительных качеств, какими привлекательными ни казались бы перспективы компании. Лично нам никогда не удавалось добиться хороших результатов с плохими людьми.

- Некоторые из моих самых больших ошибок не были заметны со стороны. Так, например, я не совершил несколько выгодных покупок акций или компаний, хотя прекрасно осознавал их преимущества. Если даже самые прекрасные возможности выходят за рамки компетенции, то не грех и упустить их. Но я пропустил парочку действительно крупных поглощений, которые преподносились мне на блюдечке с голубой кае мочкой и которые были совершенно для меня понятны. Для акционеров Berkshire, включая меня самого, цена этого неразумного поведения бы ла огромной.
- Наша последовательно консервативная финансовая политика могла оказаться ошибочной, но я так не считаю. При взгляде на про шлый опыт понимаешь, что при более высоком (хотя все равно тради ционном) соотношении собственных и заемных средств компании Berkshire увеличился бы показатель доходности акций. Она была бы значительно выше наших обычных 23,8%. Уже в 1965 г. мы могли бы сказать с уверенностью на 99%, что более высокое соотношение собс твенных и заемных средств не принесло бы компании ничего, кроме выгоды. Соответственно был лишь один процент возможности того, что некий шоковый фактор (внешний или внутренний) может привес ти к временным затруднениям или полному невыполнению денежных обязательств.

Соотношение 99:1 нас не устроило и не будет устраивать никогда. Мы считаем, что высокая вероятность хороших результатов не может быть компенсирована даже небольшой возможностью кризисной или дискредитирующей нас ситуации. Мы с Чарли никогда не спешили: нам гораздо больше нравится процесс, чем сам доход, хотя и он не помешает.

Часть III. Альтернатива обыкновенным акциям

Наряду с долгосрочным участием в капитале трех компаний в собственности наших страховых компаний находится большое количество рыночных ценных бумаг. Мы можем выбирать из пяти основных категорий бумаг: долгосрочные инвестиции в обыкновенные акции; среднесрочные ценные бумаги с фиксированной доходностью; долгосрочные ценные бумаги с фиксированной доходностью; краткосрочные эквиваленты наличности; краткосрочные арбитражные обязательства (см. часть II, раздел B).

У нас нет особых предпочтений, когда речь заходит о выборе среди этих категорий. Мы просто постоянно ищем самый высокий доход после вычета налогов, который измеряется с помощью метода «математического ожидания»; при этом мы выбираем среди инвестиционных инструментов те, которые кажутся нам понятными. Наши критерии не имеют ничего общего с максимизацией сиюминутных прибылей. Наша цель скорее состоит в максимизации чистой стоимости*.

A. *«Мусорные» облигации* **

Ключевым моментом нашего инвестиционного стиля остается некая заторможенность, граничащая с ленью: за этот год мы не купили и не продали ни одной акции из наших основных шести пакетов акций. Исключение составили акции Wells Fargo. Это была прекрасно проведенная

* Вводное эссе, 1987; повторено без первого предложения в 1988 и 1989 гг.

** 1990; 1990 письмо акционерам компании Wesco Financial Corporation Чарльза Т. Мунгера. Перепечатано с разрешения автора.

и весьма прибыльная банковская операция, благодаря которой мы увеличили наше участие в капитале компании почти до 10%, т.е. допустимого предела для формирования портфеля без согласия Федерального резервного управления. Примерно шестая часть нашей позиции была приобретена в 1989 г., а остальное куплено в 1990 г.

Банковское дело никогда не было нашей любимой сферой деятельности. Когда активы в 20 раз превышают собственный капитал (а это обычное соотношение для банковской деятельности), то ошибки в управлении даже небольшой частью активов могут нанести серьезный ущерб собственному капиталу. Говоря о крупных банках, ошибки в их деятельности стали скорее правилом, чем исключением. Большая часть этих ошибок проистекает из административных промахов, описанных нами в прошлом году, когда обсуждался институциональный императив: стремление многих руководителей банков имитировать поведение людей своего круга, как бы глупо это ни казалось. В области предоставления займов они руководствуются принципом «следуй за лидером» и проявляют рвение и поведение, свойственное леммингам, и, естественно, их потом ожидает судьба леммингов.

Именно левередж 20:1 усиливает слабые и сильные стороны управления, а потому покупка акций банка с плохим управлением по «низкой» цене нас не привлекает. Напротив, мы заинтересованы в покупке акций хорошо управляемого банка по справедливой цене.

Что касается Wells Fargo, то, видимо, нам достались лучшие управленцы в этой области — Карл Рейчард и Пол Хазен. Во многом этот союз Карла и Пола напоминает мне другую парочку — Тома Мерфи и Дэна Бурка из Capital Cities/ABC. Во-первых, любой из этих тандемов сильнее, чем сумма его составляющих, поскольку каждый партнер понимает, доверяет своему партнеру и ценит его. Во-вторых, обе команды управленцев платят способным сотрудникам достойную заработную плату, но никогда не набирают больше «голов», чем необходимо. В-третьих, они всегда яростно сражаются за снижение расходов, даже когда компания имеет рекордную прибыль, а не только под давлением рынка. И кроме того, ставя перед собой цели, они предпочитают реалистично исходить из собственных знаний и умений, а не из самолюбия. (Томас Дж. Уотсон-старший из IBM следовал этому же правилу: «Я не гений, — говорил он. — Я компетентен в некоторых областях, в этих областях я и работаю».)

В 1990 г. хаотичный рынок акций, выпущенных банками, весьма способствовал покупке Wells Fargo. Это смятение было нам на руку: каждый месяц становились известны не совсем продуманные решения о займах, которые принимались руководством банков с некогда хорошей репутацией. И по мере того, как информация об огромных потерях то

одного, то другого банка предавалась гласности — часто сразу вслед за уверениями руководства, что все идет хорошо, — многие инвесторы склонялись к мнению, что финансовым отчетам банков нельзя больше доверять. Благодаря бегству инвесторов с этого рынка мы смогли купить заветные 10% акций Wells Fargo за 290 млн. долл., что в пять раз меньше прибыли после уплаты налогов и в три раза меньше прибыли до уплаты налогов.

Wells Fargo — крупный банк (его активы составляют 56 млрд. долл.), его прибыль относительно собственного капитала составила более 20%, а относительно активов — 1,25%. Покупка десятой части такого банка может приравниваться к покупке 100% банка, активы которого насчитывают 5 млрд. долл., со схожими финансовыми характеристиками. Но чтобы провести такую сделку, потребовалось бы уплатить цену вдвое больше тех 290 млн. долл., которые были уплачены за акции Wells Fargo. Даже если бы мы купили банк с активами 5 млрд. долл. по настоящей цене, то возникла бы другая проблема: где бы мы нашли другого Карла Рейчарда для управления этим банком? За последние годы руководство Wells Fargo получало больше всего приглашений перейти на другую работу, чем их коллеги из сферы банковского дела, но ни у кого не получилось сманить к себе главу команды.

Конечно, владение банком всегда сопряжено с риском, что верно для любого вида коммерческой деятельности. Что касается банков в Калифорнии, то у них был особый риск, связанный с угрозой сильного землетрясения: такой природный катаклизм способен причинить большой урон заемщикам банка, и эти займы могли быть потеряны для него. Второй вид риска, более общий, — возможное сокращение деловой активности или финансовая паника, которая может представлять угрозу даже самым старым и испытанным финансовым учреждениям, независимо от мудрости их управляющих. Кроме того, рынок опасается момента, когда цена на недвижимость на Западном побережье упадет из-за строительного бума, что повлечет огромные потери для банков, которые финансировали рынок недвижимости. И банк Wells Fargo в такой ситуации кажется уязвимым, поскольку он является одним из ведущих в ипотечном кредитовании.

Заранее нельзя было исключить ни одну из этих возможностей. Однако вероятность двух первых неблагоприятных событий мала, а для финансовых учреждений с хорошим управлением даже заметное падение цены на недвижимость не должно создавать серьезных проблем. Обратимся к математике: годовая прибыль Wells Fargo сейчас свыше 1 млрд. долл. до уплаты налогов, учитывая потерянные займы на сумму 300 млн. долл. Даже если 10% всех, не только ипотечных, кредитных средств банка (48 млрд. долл.) было бы под угрозой потери в 1991 г., то все эти

потери (учитывая заранее известные проценты) могли бы составить в среднем 30% от основной суммы, но даже в этом случае компания могла бы закончить год без убытков.

И даже год, в котором произошли маловероятные события, не смог бы разочаровать нас. На самом деле, Berkshire часто поглощает компанию или инвестирует в программы капиталовложений, которые не дают прибыли в течение года, но зато такие программы могут дать 20%-ный рост стоимости капитала. И все же опасения возможного катастрофического падения цен на калифорнийскую недвижимость (которое могло быть повторением того, что произошло в Новой Англии) сыграли свою роль в падении цены на акции Wells Fargo почти на 50% за несколько месяцев 1990 г. Хотя часть акций была куплена до этого падения, нам понравилась эта тенденция, поскольку тогда можно было скупить акции по новой «панической» цене.

Мы по-прежнему будем приобретать различные виды предприятий (или малые их доли, называемые акциями) из года в год, пока я жив (или даже дольше, если директора Berkshire согласятся в будущем посещать спиритические сеансы с участием моего духа). Поэтому падение цен на предприятия нам на руку, а рост цен нам вредит.

Самая распространенная причина низких цен на акции — пессимизм, иногда всепроникающий, иногда относящийся к какой-то отдельной компании или отрасли. Мы работаем в таких условиях, но не потому, что пессимизм нам по душе, нам просто нравятся цены, которые устанавливаются после него. Именно оптимизм становится врагом разумного покупателя.

Конечно, это не означает, что покупка предприятия или акций разумна, только если предмет покупок становится непопулярен, — подобный подход также глуп, как и стратегия следования за толпой. Здесь требуется тщательное размышление, а не опрос общественного мнения. К сожалению, одно из замечаний Бертрана Расселла о жизни с необычной правотой применимо и к миру финансов: «Для многих людей легче умереть, нежели призадуматься. Иные так и умирают, храня это предпочтение».

За прошлый год произошли изменения в нашем портфеле ценных бумаг: крупная дополнительная покупка облигаций RJR Nabisco, которые мы начали покупать в конце 1989 г. А в конце 1990 г. уже 440 млн. долл. было вложено в эти ценные бумаги, причем сумма инвестиций была близка к курсовой стоимости. (Когда я пишу эти строки, их рыночная стоимость возросла более чем на 150 млн. долл.)

Обычно мы не покупаем акции банков, а также облигации невысокого качества. Но далеко не всегда появляется такая интересная и мае-

штабная возможность резко повлиять на финансовые результаты Berkshire, как это было в данном случае. Потому мы готовы рассмотреть любую категорию инвестиций, если при этом есть понимание самой области деятельности компании, а также присутствует уверенность, что цена и стоимость могут существенно различаться. (Вуди Ален, в другом контексте, говорил о преимуществах широты взглядов: «Не могу понять, почему большинство людей не стали бисексуалами — ведь это удваивает шансы на успешное свидание субботним вечерком».)

Ранее мы уже успешно покупали облигации невысокого качества; но все же эти облигации принадлежали к категории «падших ангелов», которые первоначально имели высокую доходность, а когда у эмитента настали плохие времена, доходность снизилась.

Незаконнорожденное дитя финансового мира ворвалось в сферу инвестиций в 1980-е годы — «мусорные» облигации, которые уже при выпуске были невысокого качества. За прошедшее десятилетие качество их снизилось, и наступила предсказуемая развязка: «мусорные» облигации оправдали свое название. «Мыльный пузырь» лопнул в 1990 г. — даже до начала кризиса, и финансовые небеса потемнели от тел падших корпораций.

Эксперты по долговым обязательствам уверяли нас, что такого падения не должно произойти: нам объясняли, что огромный долг должен заставить исполнительных директоров быть предельно внимательными к своим действиям, так же как кинжал, прикрепленный к рулю автомобиля, якобы призван заставить водителя продвигаться по дороге с особой осторожностью. Мы согласны с тем, что подобный побудитель внимания сделает из любого человека сверхосторожного водителя. Но при такой постановке вопроса иной вариант развития тоже вполне возможен — смертельный и ненужный, поскольку любая выбоина или полоска льда на пути автомобиля неизбежно приведет к беде. Но дороги в деловом мире всегда усеяны выбоинами, и план действий, требующий избегать их, — это всегда план, который ведет к катастрофе.

В заключительной главе своей книги *«Умный инвестор»* Бен Грэхем полностью отвергает подобный подход: «Когда возникла необходимость изложить в двух словах секрет надежных инвестиций, мы провозгласили лозунг: "Запас прочности"». И спустя 42 года после прочтения этих слов я по-прежнему считаю их верными. Невнимание инвесторов к этому ясному посланию обернулось для них огромными потерями в начале 1990-х.

Во времена этого безумства с заемными средствами многие корпорации создавали такую структуру капитала, которая просто гарантировала крушение их предприятий: в некоторых случаях было выпущено так много долговых обязательств, что даже самая прибыльная компания не

смогла бы выручить достаточные суммы для обслуживания такого крупного долга. Один особенно вопиющий случай, произошедший несколько лет назад, состоял в покупке телевизионной станции в г. Тампа; предприятие было куплено с такими долгами, что даже проценты по долгу превышали валовой доход телекомпании. Даже если предположить, что абсолютно все можно было получить бесплатно: персонал, программы и все услуги, все равно в структуре капитала необходимо было повысить уровень прибыли — иначе банкротство было неизбежно. (Для финансирования этой покупки было продано большое количество облигаций ссудно-сберегательным ассоциациям, которые сейчас прекратили существование; и вы как налогоплательщик оплачиваете счета за эту глупость.)

Сегодня все это кажется уже невозможным. Когда вершились подобные непотребства, дельцы из инвестиционных банков указывали на «умные» исследования университетских профессоров, согласно которым более высокая процентная ставка по облигациям невысокого качества намного превысит потери от более высокой вероятности дефолта. Таким образом, уверяли эти приветливые продавцы, диверсифицированный портфель «мусорных» облигаций даст больший чистый доход, нежели портфель облигаций с высоким рейтингом. (В финансовых делах я бы советовал избегать «доказательств», полученных задним числом: ведь если бы книги по истории были ключом к богатству, тогда в списках мы увидели бы исключительно библиотекарей.)

В логике таких продавцов был пробел, ясный даже студенту-первокурснику, который изучал статистику. За этой логикой стоит предположение, что группа недавно выпущенных «мусорных» облигаций идентична группе «падших ангелов» невысокого качества, а потому статистика по дефолту последней группы вполне применима для предсказания вероятности дефолта по новым выпускам облигаций.

Конечно же, эти ценные бумаги по многим существенным параметрам различались. Для начала руководители компаний «падших ангелов» жаждали реванша и хотели поднять их рейтинг. Спекулянты «мусорными» облигациями — совершенно иное дело. Подобно наркоману «на игле», они тратили свою энергию не на то, чтобы найти лекарство от причин этой зависимости, а только на поиск очередной «дозы». Кроме того, руководству «падших ангелов» более свойственна финансовая щепетильность (хотя не всегда), нежели «кредитоголику», выбрасывающему на рынок все новые порции своих «мусорных» облигаций.

Но финансисты с Уолл-стрит не придавали значения этим различиям. Как обычно, их энтузиазм был связан с возможной прибылью, а не с идеей как таковой. Горы «мусорных» облигаций были проданы теми,

кому наплевать на людей, а покупателями выступали люди, не дающие себе труда задуматься, — таких у нас всегда предостаточно.

«Мусорные» облигации и сегодня остаются минным полем, даже если их стоимость составляет лишь малую часть от выпускной цены. И как мы объявили в прошлом году, мы никогда не покупали ни одной новой эмиссии бросовых облигаций (покупать следует лишь в дни недели, в названии которых нет «у»*). Однако мы готовы посмотреть, как обстоят дела на этом минном поле.

В случае с RJR Nabisco оказалось, что ситуация с кредитом компании значительно лучше, чем казалась некоторое время, и что прибыль, как и возможность прироста капитала, компенсируют тот риск, которому мы подвергаемся (этот риск далеко не нулевой). Компания RJR Nabisco сумела продать активы по удачной цене, существенно прирастила собственный капитал, а управление компанией было в целом весьма умелым.

Но исследование этой сферы показало, что большинство облигаций невысокого качества выглядят по-прежнему непривлекательно. Эти продукты деятельности Уолл-стрит 1980-х годов оказались хуже, чем мы думали: большинство крупных предприятий было при смерти. Но мы будем отслеживать варианты по мере того, как обстановка на рынке «мусорных» облигаций будет улучшаться.

Довольно интересно сравнить подход Wesco (намеренное отсутствие диверсификации инвестиций в попытке отточить мастерство заключения сделок лишь в определенном виде деятельности) с тем подходом, апологетом которого на протяжении многих лет был Майкл Милкен и который помогал сбывать эти «мусорные» облигации. Он придерживался теорий многих профессоров по финансовым дисциплинам: 1) рыночные цены эффективны в мире, где инвесторы получают дополнительную прибыль за умение противостоять волатильности (большой разброс в результатах); 2) следовательно, цены, по которым новые выпуски «мусорных» облигаций выходят на рынок, были справедливыми в вероятностном смысле (это означает, что обещанные высокие процентные ставки по облигациям компенсируют повышенную вероятность потерь), и такие цены также обеспечивают некоторую премию, которая компенсирует действие волатильности; 3) следовательно, если ссудно-сберегательная ассоциация или какое-либо другое финансовое учреждение затеет диверсификацию, покупая без особого изучения большую часть новой эмиссии «мусорных» облигаций, то такая ассоциация уподобится владельцу игорного дома,

* Игра слов: в названии всех дней недели в английском языке есть «у».

который всегда имеет возможность обеспечить себе «результат выше среднего выигрыша». Такого типа теории принесли опустошение тем финансовым учреждениям, которые поверили в них и купили «облигации» Милкена.

Вопреки теории покупка таких «облигаций» с широкой диверсификацией дала удручающий результат. Можно понять, почему Милкен вел себя так, а также верил в то, во что должен был верить, дабы поддержать доброе представление о себе самом. Но как объяснить то, что многие поверили, будто Милкен согласен платить еще 5% комиссионных, чтобы поставить покупателя «облигаций» на место владельца игорного дома в Лас-Вегасе? Возможно такое объяснение: многие глупые покупатели, как и их консультанты, прошли обучение у профессоров финансовых дисциплин, которые слишком увлеклись продвижением своих излюбленных моделей (теория эффективного рынка и современная портфельная теория) и забыли о других моделях, которые служили предупреждением об опасности. Это типичный случай ошибок «эксперта».

B. *Облигации с нулевым купоном* *

Berkshire выпустила конвертируемые субординированные долговые обязательства с нулевым купоном на сумму 902,6 млн. долл., сейчас они имеют листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже. Брокерская компания Salomon Brothers провела андеррайтинг на высочайшем уровне, и мы благодарны им за ценные советы и безукоризненное исполнение дела.

По большинству облигаций эмитент должен выплачивать проценты (обычно дважды в год). Облигации с нулевым купоном не требуют выплаты процентов; вместо этого инвесторы получают свой доход, покупая ценную бумагу со значительным дисконтом от цены погашения. Фактическая процентная ставка определяется выпускной ценой, ценой погашения и сроком от эмиссии до погашения.

В нашем случае стоимость облигаций при выпуске составляла 44,314% от цены погашения, срок погашения равнялся 15 годам. Для инвесторов, покупающих облигации, это было эквивалентно 5,5% годовых, с выплатой сложных процентов каждые полгода. Поскольку мы получили только 44,31 цента на доллар, то наша выручка составила 400 млн. долл. (при расходах на размещение около 9,5 млн. долл.).

Эти облигации были выпущены номиналом 10 000 долл., каждая облигация может быть конвертирована в 0,4515 акции Berkshire Hathaway. Поскольку 10 000-долларовая облигация стоила 4431 долл., цена

* 1989.

конвертированной акции Berkshire была 9815 долл., что давало 15%-ную премию к существующей рыночной цене. Berkshire имеет право погасить эти облигации в любое время после 28 сентября 1992 г. по аккумулированной стоимости (исходная цена плюс 5,5% годовых, исчисленных в сложных процентах, при выплате раз в полгода); а в два особых дня, 28 сентября 1994 г. и 1999 г., держатели облигаций могут потребовать от Berkshire выкупить их бумаги по аккумулированной стоимости.

По налоговым соображениям Berkshire имеет право ежегодно вычитать 5,5% с приращением каждый год, хотя мы не осуществляем реальных платежей держателям облигаций. Вследствие такого суммарного воздействия, наша компания имела положительный поток наличности. А это серьезное преимущество. Некоторые неизвестные переменные не позволяли нам точно вычислить фактическую процентную ставку, но в любом случае она была ниже 5,5%. Это хорошая иллюстрация к «симметрии» налогового законодательства: любой налогооблагаемый держатель акций каждый год должен платить налог с этих 5,5%, даже если денег он не получает.

Ни наши облигации, ни облигации многих других компаний, которые были выпущены за прошлый год (особенно Loews и Motorola), не идут ни в какое сравнение с целой горой облигаций с нулевым купоном, что были выпущены за последние годы. Мы с Чарли были и остаемся открытыми критиками такой практики. Как я далее собираюсь объяснить, такие облигации часто использовались обманным образом и нанесли серьезный ущерб инвесторам. Но прежде чем перейти к этой теме, вернемся к временам, когда яблоко с древа в Эдеме еще не было надкушено.

Если вам столько же лет, сколько мне, вы могли приобрести первые облигации с нулевым купоном в годы Второй мировой войны. Это были известные сберегательные облигации США серии Е; причем эта серия была самой широко разошедшейся эмиссией в истории США. (После войны эти облигации имела каждая вторая американская семья.) Конечно, никто не называл серию Е облигацией с нулевым купоном — сам термин еще не был изобретен, но именно этим по существу и были облигации серии Е.

Эти облигации имели номинал 18,75 долл. За эти деньги можно было купить долговые обязательства правительства США стоимостью 25 долл., срок погашения которых наступит через 10 лет, этот срок позволит покупателю получить 2,9% годового дохода в сложных процентах. В те времена это было щедрым предложением: процент был больше, чем обычно предполагали правительственные облигации, причем держатели были избавлены от риска колебания цен на рынке, поскольку всегда можно было обналичить облигации с минимальной потерей по процентам.

В следующем десятилетии была осуществлена вторая эмиссия облигаций американского казначейства с нулевым купоном; этот выпуск был также качественным и полезным. Существует одна проблема со стандартными облигациями: даже если выплачивается определенный процент (скажем, 10%), владелец облигаций не может быть уверен, что 10%-ная доходность в сложных процентах будет реализована. Чтобы реализовать этот уровень доходности, каждый полугодовой купон должен быть реинвестирован под 10% при получении. Если текущая процентная ставка только 6% или 7% к моменту погашения купона, то владелец облигации не сможет получить свой доход в сложных процентах по заявленной ставке за срок действия облигации. Для пенсионных фондов и других инвесторов с долгосрочными обязательствами «риск реинвестиций» становится серьезной проблемой. Сберегательные облигации могли бы стать решением проблемы, но они продаются только населению и обычно имеют небольшой номинал. Крупным покупателям нужны были «эквиваленты сберегательных облигаций» в огромных количествах.

На сцену вышли изобретательные и весьма эффективные инвестиционные банкиры (с удовольствием отмечу, что лидером среди них был Salomon Brothers). И они создали желаемый финансовый инструмент путем «стриппования» полугодовых купонов стандартного правительственного выпуска. Каждый купон становится по своей природе как бы сберегательной облигацией, поскольку он представляет фиксированную сумму в будущем. К примеру, если вы «отстригли» 40 полугодовых купонов от правительственной облигации со сроком погашения в 2010 г., то получаете 40 облигаций с нулевым купоном со сроком погашения от шести месяцев до 20 лет, каждый из которых можно объединить с купонами одинакового срока погашения и продавать на фондовом рынке. Если, к примеру, текущая процентная ставка для всех сроков погашения — 10%, то шестимесячный выпуск будет продаваться по цене 95,24% от стоимости на дату погашения, а выпуск, погашаемый через 20 лет, — 14,20% от стоимости на дату погашения. Покупатель облигаций с определенным сроком погашения гарантированно получает 10% в сложных процентах за весь период владения облигацией. Стрижка купонов от государственных облигаций приняла большие масштабы в последние годы, поскольку долгосрочные инвесторы (среди них и пенсионные фонды, и индивидуальные пенсионные счета) поняли, что эти высоконадежные выпуски с нулевыми купонами хорошо подходят для их целей.

Но как это часто случается на Уолл-стрит, то, что в начале процесса делается умными людьми, под конец подхватывается глупцами. За последние годы в огромных количествах были выпущены различные облигации с нулевым купоном (или их функциональный эквивалент — об-

лигации, предполагающие погашение «натурой» (PIK), по которым вместо денег по процентам выплачивают раз в полгода дополнительные облигации PIK). И все это размножилось в неимоверных количествах, становясь все более бросовым. Для эмитентов облигаций с нулевым купоном (PIK) это дает весьма ценное преимущество: невозможно не выполнить обязательство без определенных обещаний об оплате. В самом деле, если бы в 1970-е годы правительства развивающихся стран не брали на себя никаких долговых обязательств, кроме как долгосрочных обязательств с нулевым купоном, то сегодня они выглядели бы как безупречные заемщики.

И специалисты по созданию имиджа, и инвестиционные банкиры по-прежнему прибегают к этому способу — можно долго не объявлять о своей несостоятельности, если вы вполне официально обещали ничего не платить в течение большого срока. Этот опыт был принят кредиторами: когда несколько лет назад безумство выкупа с использованием заемных средств только начиналось, покупатели могли получать заем только на вполне солидной основе, когда консервативно оцененный поток денежных средств — операционная прибыль плюс амортизация минус нормированные капиталовложения — был способен покрыть проценты и умеренное сокращение основной суммы долга.

Но позже, когда адреналин ударил в голову финансовым дельцам, предприятия стали покупаться по таким высоким ценам, что весь поток денежных средств неизбежно уходил только на выплату процентов, и ничего не оставалось на выплату самого долга. Получилось так, что фраза Скарлет (О'Хара «Я подумаю об этом завтра» была подхвачена заемщиками как лозунг для работы с основной суммой долга и принята как неизбежное кредиторами, покупателями первоначального выпуска «мусорных» облигаций. И тогда долговые обязательства превратились в нечто, что можно рефинансировать, но не обязательно выплачивать. Эта перемена в настроениях напоминает мне карикатуру из New Yorker, на которой благодарный заемщик жмет руку работнику кредитного отдела банка и с чувством говорит ему: «Уж и не знаю, как смогу вам отплатить за это».

Но вскоре заемщики пришли к мнению, что даже новая пониженная планка стандартов для них слишком высока. Чтобы заемщики могли финансировать их глупейшие сделки, они ввели омерзительный параметр оценки финансового положения — прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации (EBDIT) как тест на способность компании платить проценты. Используя этот беззубый критерий, заемщики игнорировали амортизацию, руководствуясь тем теоретическим положением, что эта статья баланса не означает выплату денежных средств вне компании.

Но такой подход явно ошибочен. Для 95% предприятий Америки капиталовложения при большом сроке рассмотрения примерно равны

амортизации, и они являются такой же необходимостью и реальностью, как оплата счетов за коммунальные услуги или выплата зарплаты. Даже отчисленный ученик средней школы имеет понятие о том, что для финансирования автомобиля ему необходимо выплачивать не только проценты и текущие расходы, но и реалистично оцененную амортизацию. И если он начнет говорить об оценке дела по EBDIT, в любом банке его поднимут на смех.

Конечно, капитальные затраты можно иногда опустить, как человек может не есть день или даже неделю. Но если такие пропуски становятся обычным делом и при этом без всякой компенсации, его тело слабеет и в итоге он умирает. Кроме того, режим нерегулярного питания, применимо к человеку или корпорации, явно меньше способствует хорошему состоянию здоровья, нежели регулярная диета. Хотелось бы нам с Чарли иметь в качестве конкурентов тех, кто не способен регулярно финансировать свои капиталовложения.

Вам может показаться, что игнорирование крупных расходов вроде амортизации в надежде придать привлекательный вид невыгодной для вас сделке — это верх изобретательности дельцов с Уолл-стрит. Если это так, то вы невнимательно следили за событиями в последние годы. Специалисты по созданию имиджа ищут пути оправдать все более дорогие поглощения. Иначе они рискуют (не дай боже!) потерять сделку в пользу своих конкурентов, у которых более развито «воображение».

И вот, оказавшись в Зазеркалье, специалисты по созданию имиджа и инвестиционные банкиры заявляют, что параметр EBDIT теперь следует сравнивать только с процентами, выплачиваемыми денежными средствами: это означает, что проценты, накапливающиеся по облигациям с нулевым купоном или облигациям PIK, можно не учитывать, когда речь заходит об оценке финансовой осуществимости сделки. Смешно, но подобный подход не только позволяет полностью закрыть глаза на амортизационные расходы, но подобным образом обойтись с большой частью расходов на выплату процентов. Многие профессиональные инвестиционные менеджеры, к их стыду, готовы признать разумной эту бессмыслицу. Хотя они обычно достаточно осмотрительны, чтобы не проводить такие операции на собственные деньги, — они предпочитают рисковать деньгами клиентов. (Пожалуй, называть таких людей «профессионалами» — слишком большая честь для них, потому что они не на стороне клиента.)

При таких стандартах предприятие с прибылью, скажем, 100 млн. долл. до вычета налогов, имеющее долг, по которому 90 млн. долл. должно быть выплачено в этом году, сможет осуществить еще одну эмиссию облигаций с нулевым купоном или облигаций PIK. Это повлечет за собой еще 60 млн. долл. годовых процентов, которые будут накашш-

ваться в сложных процентах, но срок оплаты наступит только через несколько лет. Проценты по таким эмиссиям обычно высокие, так что на второй год ситуация сложится так, что на компании будет 90 млн. долл. долга по процентам плюс 69 млн. долл. по начисленным процентам, и так далее по закону сложных процентов. Такие схемы повторных займов, которые несколько лет назад были исключением, сейчас становятся моделью финансирования почти всех крупных инвестиционных банков.

Когда возникают подобные предложения, у инвестиционных банкиров появляется чувство юмора: они раздают вам прогнозируемые отчеты о прибыли и балансовый отчет компании на пять (или более) лет; причем об этой компании они вряд ли слышали всего несколько месяцев назад. Если вам начнут показывать подобные расчеты, можете развить далее эту шутку: попросите банкира показать годовые бюджеты, которые были подготовлены его фирмой хотя бы за один прошедший финансовый год, и сравните с тем, что на самом деле произошло.

Много лет назад Кен Гэлбрейт в своей мудрой и проницательной книге *«Великий крах»* (Ken Galbraith) весьма остроумно предложил рассматривать явление скрытого от инвесторов «расхищения» через придание судебному термину «хищение» нового экономического смысла. Эта финансовая диковина обладает интересной особенностью — «хищники» становятся богаче на сумму «хищений», но их жертвы не чувствуют себя беднее (временно, конечно).

Согласно оригинальному замечанию профессора Гэлбрейта, эту сумму следовало бы добавить в стандартный индикатор «Национальное богатство», чтобы нам стал известен уровень «паранормального национального богатства». Вполне логично, что общество, желающее выглядеть процветающим, будет сквозь пальцы смотреть на практику «расхищения» и постарается не замечать того, что, по сути, является преступлением. Таким образом, подобное «богатство» будет «мыльным пузырем», за которым нет реального труда.

Но на фоне махинаций с облигациями с нулевыми купонами эта концепция «хищений» просто бледнеет. При сделке с такими облигациями одна сторона должна ощутить «доход», а противоположная сторона не обязана почувствовать боль финансовых расходов. В вышеприведенном примере компания с ежегодными доходами 100 млн. долл. (способная выплачивать проценты по займам не выше этой суммы) с помощью финансовой магии создает «доходы» для держателей облигаций на сумму 150 млн. долл.

И пока инвесторы готовы добровольно прицеплять крылышки Питера Пена и восклицать «Я верю!», нет никакого предела тому, какой

«доход» будет придуман другой стороной с использованием такого интересного инструмента, как облигации с нулевым купоном.

Уолл-стрит приветствовал появление подобного инструмента с таким энтузиазмом, с которым, наверное, непросвещенные люди радовались изобретению колеса или плуга. Наконец-то в их руках оказался инструмент, который позволит им осуществлять сделки по ценам, не ограниченным действительной доходностью. В результате у них получается больше сделок: а глупые цены всегда будут привлекать покупателей. Как мог бы высказаться по этому поводу Джесси Унру, сделка есть материнское молоко для финансов.

Есть еще одна черта, столь привлекательная в облигациях с нулевым купоном или облигациях PIK для специалистов по созданию имиджа и инвестиционных банкиров: можно растянуть время между безрассудным поступком и провалом. И это немалое преимущество. Если время выплат по затратам можно оттянуть, то учредители могут создать цепочку глупых сделок и сделать на этом неплохие деньги, пока инвесторы не спохватились.

Но любая алхимия, металлургическая или финансовая, заканчивается провалом. Основное производство заурядной компании не может быть превращено в золотодобычу посредством бухучета или структуры капитала. Человек, знающий трюки финансовой алхимии, может стать богатым. Но источником его богатства будут не деловые достижения, а легковерность инвесторов.

Следует отметить, что, несмотря на некоторые слабые стороны этого инструмента, платежи по многим облигациям с нулевым купоном или облигациям PIK все же состоятся. На самом деле, мы уже купили такие облигации и готовы купить еще, если рынок их будет недооценивать. Но мы даже не рассматриваем возможность покупки нового выпуска ненадежных облигаций. Сам по себе ни один финансовый инструмент не является порочным, просто некоторые варианты могут с большей вероятностью привести к убытку, нежели остальные.

И пальму первенства в таких делах можно присудить эмитентам облигаций с нулевым купоном, которые не могут выплатить проценты на текущей основе. Наш совет: всякий раз, когда инвестиционный банкир начинает говорить о EBDIT, или кто-то создает структуру капитала, которая не предполагает, что оплата процентов (обычных или накопляемых) покрывается из чистого потока наличности капиталовложений, прячьте подальше свой бумажник. А можно и ошарашить этих специалистов по созданию имиджа вместе со свитой высокооплачиваемых советников предложением принять нулевые купоны в качестве оплаты их работы, с отсрочкой оплаты, пока сами облигации с нулевыми купонами не будут полностью погашены. Вы сами увидите, как у них сразу пропадет интерес к этой сделке.

Наши комментарии по поводу инвестиционных банкиров могут показаться излишне суровыми. Но мы с Чарли считаем (пусть наша позиция выглядит безнадежно старомодной), что их роль — это роль вратаря, который должен защищать ворота инвесторов от излишне самонадеянных специалистов по имиджу на рынке ценных бумаг. Последние всегда славились тем, что могут потреблять так много денег, как алкоголики спиртного. Как минимум поведение банкира должно быть подобно поведению ответственного бармена, который откажется от дополнительной прибыли за лишний стаканчик спиртного, чтобы избежать поездки клиента в пьяном виде за рулем. К сожалению, в последние годы многие ведущие инвестиционные компании сочли, что моральный кодекс бармена является непозволительным ограничением для их деятельности.

Одно печальное замечание: порочная политика, связанная с облигациями с нулевыми купонами, легла бременем не только на прямых участников сделок. Многие ссудно-сберегательные ассоциации купили большое количество таких облигаций, используя деньги с депозитов, застрахованных Федеральной корпорацией страхования сбережений и ссуд (FSLIC). Желая показать хорошую прибыль, эти покупатели записали (но пока не получили) сверхвысокие проценты по этим бумагам. У многих ассоциаций сейчас проблемы. Если бы эти ненадежные займы обернулись, владельцы ассоциаций смогли бы получить приличную прибыль. Но во многих случаях, когда кредиты не вернутся, именно налогоплательщики оплатят эти счета. Перефразируя Джеки Мэйсона: во всех этих ассоциациях были управляющие, которые, похоже, ходили в лыжных масках.

С. *Привилегированные акции* *

Мы всегда хотим иметь дело с людьми, которыми восхищаемся и кому доверяем. Этому критерию полностью удовлетворяют Джон Гатфройнд из Salomon, Колман Моклер-младший из Gillette, Эд Колдни из USAir и Энди Сиглер, возглавляющий компанию Champion.

В свою очередь, они доверяют нам, причем они настаивают, чтобы наши привилегированные акции имели неограниченное право голоса, как и обыкновенные акции корпорации. Такого типа договоренности нечасто встречаются в мире финансов. На самом деле, они считают нас вдумчивыми акционерами, которые скорее думают о завтрашнем дне, нежели о дне сегодняшнем. И мы доверяем им как умным управленцам, которые думают о завтрашнем дне, как о дне сегодняшнем.

1989; 1994; 1996; 1990; 1995; 1997.

Структуры привилегированных акций, о которых мы вели переговоры, принесут средний доход, если состояние экономики в данной отрасли осложнит хозяйственную деятельность предприятий, но они принесут весьма привлекательные результаты, если предприятия получат прибыль, сравнимую со средним уровнем всей американской промышленности. Мы уверены, что под руководством Колмана компания Gillette превзойдет средние показатели, и считаем, что Джон, Эд и Энди тоже достигнут этого уровня, если условия в их отрасли не будут необычно тяжелыми.

В любом случае, привилегированные акции способны вернуть нам вложенные деньги плюс дивиденды. Но если это все, что мы получим, это не оправдает наши надежды. Это означало бы, что мы потеряли гибкость и упустили те возможности, которые просто не могут не появиться в ближайшее десятилетие. По такому сценарию событий мы бы получили только доход от привилегированных акций в период, когда типичные привилегированные акции нам не интересны. Единственный способ для Berkshire получить необходимую прибыль от четырех эмиссий привилегированных акций заключается в том, чтобы и обыкновенные акции инвестируемой компании также хорошо выросли в цене.

Для этого нужно хорошее управление и терпимые условия в отрасли. Но мы также полагаем, что инвестиции Berkshire поспособствуют успеху предприятий и что другие держатели акций нашего объекта инвестиций со временем окажутся в выигрыше от покупки пакета привилегированных акций нашей группой. Эта уверенность основывается на том факте, что теперь в каждой компании есть крупный стабильный и заинтересованный акционер, а именно председатель и зампредседателя, которые через инвестиции Berkshire опосредованно вложили изрядную сумму собственных средств в эти предприятия. В делах с объектами наших инвестиций мы с Чарли не собираемся терять наш дружеский аналитический и объективный подход. Мы понимаем, что работаем с опытными директорами, которые хорошо знают свою отрасль, но каждый из них в определенные моменты охотно воспользовался бы случаем проверить свои умозаключения на собеседнике, который не связан напрямую с этой отраслью и не обременен грузом прошлых решений.

В целом эти конвертируемые привилегированные акции не смогут дать прибыль, которую мы обычно получаем при инвестициях в какое-нибудь предприятие с отличными экономическими перспективами (недооцененное рынком). И эта прибыльность также не сравнится с нашей любимой формой размещения капитала, когда мы приобретает 80% или более отличного предприятия с отличным руководством. Но такие возможности встречаются редко, особенно в размерах, сопоставимых с нашими нынешними или будущими ресурсами.

Мы с Чарли полагаем, что в результате наши инвестиции в привилегированные акции дадут прибыль несколько выше, чем это доступно через портфельные инвестиции с фиксированной доходностью, а также что наши конструктивные советы могут быть весьма полезны управлению компаний, в которые мы инвестируем деньги.

Ошибки совершаются, только когда принимаются решения. Однако мы все способны делать только по одной ошибке в день, если глупость уже принятого нами решения стала очевидной. В этом смысле год 1994-й был урожайным, и за призовое место развернулась жестокая борьба. Здесь мне бы хотелось сказать, что описанные ошибки начались с Чарли. Но как бы я ни пытался трактовать эти события, за всем видны и мои уши.

И Оскар присуждается...

В конце 1993 г. я продал 10 млн. акций Cap Cities за 63 долл., а к концу 1994 г. их цена повысилась до 85,25 долл. (Чтобы сохранить вам душевное здоровье во время таких вычислений, я сразу подскажу, что разница составляет 222,5 млн. долл.) А когда мы покупали эти акции в 1986 г., они обошлись нам по 17,25 долл. Я уже писал, что ранее я продал пакет акций Cap Cities по 4,30 долл. (1978-1980 гг.), тогда я не смог объяснить причины моего ошибочного поведения*. Похоже, я становлюсь рецидивистом. Может быть, ко мне пора приставить надзирателя.

Несмотря на серьезность случая, это решение по поводу Cap Cities заслуживает только серебряной медали. Решение, которое заслужило наивысший приз, уходит корнями к ошибке, которую я сделал пятью годами ранее, но полностью она созрела только к 1994 г.: тогда мы купили пакет привилегированных акций компании USAir на сумму 358 млн. долл., дивиденды по ним в сентябре не выплачивались. Это была «невынужденная ошибка», т.е. никто меня не подталкивал к этим инвестициям, никто не вводил в заблуждение. Скорее это было результатом неточного анализа. Эта ошибка могла быть вызвана и тем, что мы покупали бумаги «старшего» выпуска, или же причиной была моя самоуверенность. Однако что бы ни послужило причиной, цена ошибки оказалась высока.

Перед этой покупкой я упустил из виду те трудности для авиаперевозчиков, которые возникают из-за существующих высоких издержек (которые трудно снизить). В прежние годы эти болезненные для баланса издержки вызывали мало проблем. Но тогда авиалинии были защи-

См. часть II, раздел D. Данные на акцию в двух эссе различны из-за дробления акций.

щены правительственным регулированием от конкуренции, и перевозчики могли переварить высокие издержки, поскольку всегда можно было переложить их на тарифы, которые тоже были высоки.

Но эпоха регулирования завершилась, и это не сразу изменило картину в отрасли: возможности авиаперевозчиков, имевших низкие издержки, были несопоставимы с возможностями крупных компаний, которые обычно могли удерживать существующую структуру тарифов на перевозки. Эти хронические болезни оставались внешне невидимыми в течение этого периода, но продолжали давать метастазы. Расходы, которые казались неприемлемыми, оказались неотделимыми от структуры и работы компании.

По мере роста числа пассажирских мест у недорогих операторов низкие тарифы вынудили прежние дорогостоящие авиакомпании снизить свои тарифы. Срок расплаты для этих компаний мог быть отложен на некоторое время благодаря вливанию капитала (как, например, нашего капитала в USAir), но со временем в действие вступает фундаментальное правило экономики: компания, работающая на нерегулируемом потребительском рынке, обязана сокращать свои издержки до конкурентного уровня или же она покидает рынок. Этот принцип должен быть известен председателю вашей компании, но я его упустил из виду.

Сиф Шофильд, тогдашний генеральный директор USAir, продолжал старательно работать над исторически высокими издержками компании, но не смог сократить их вовремя. Частично это было вызвано тем, что ему приходилось охотиться за «движущейся мишенью». Дело в том, что некоторые авиаперевозчики имели обременительные договоренности с профсоюзами, а другие перевозчики после процедур банкротства начинали с «чистого листа». (По этому поводу хорошо высказался Герберт Келлехер, генеральный директор Southwest Airlines: «Суд по делу о банкротстве для авиакомпаний оказался оздоровительным курортом».) Ни для кого не секрет, что работники авиалиний, которые получают жалованье выше рыночного уровня, будут до конца сопротивляться снижению заработной платы, пока получаемые работниками чеки принимаются к оплате в банке.

Несмотря на трудную ситуацию, компания USAir еще может попытаться достичь нужного сокращения издержек, чтобы сохранить свою жизнеспособность. Но пока мы далеки от уверенности, что это произойдет.

В результате мы потеряли на наших инвестициях в USAir 89,5 млн. долл., что составляет около 25 центов на доллар к концу 1994 г. Этот расчет отражает две возможности: стоимость наших привилегированных акций может восстановиться полностью или же, напротив, она упадет до нуля. Каким бы ни был итог развития событий, мы следуем первей-

шему правилу инвестирования: нельзя отыграться там, где мы уже потеряли.

Последствия снижения стоимости акций USAir для баланса были непростыми. В бухгалтерском балансе акции проводятся по их расчетной рыночной стоимости. Поэтому в конце третьего квартала прошлого года мы провели наши привилегированные акции USAir по 89,5 млн. долл., что составляет 25% их стоимости. Другими словами, наша чистая стоимость отражала стоимость акций USAir, которая была гораздо ниже наших расходов (358 млн. долл.).

Но к четвертому кварталу мы решили, что это снижение, на языке бухгалтерского учета, «не носит временный характер», и это решение требовало от нас провести списание 268,5 млн. долл. в нашем отчете о прибылях и убытках. Эта сумма уже не повлияла на баланс за четвертый квартал. Иначе говоря, это не уменьшало нашу чистую стоимость, поскольку сокращение стоимости уже было отражено в балансе.

Мы с Чарли не будем переизбираться в совет директоров компании USAir на следующем ежегодном собрании. Но если Сиф захочет проконсультироваться с нами по какому-либо вопросу, мы будем рады оказать ему посильную помощь.

Когда Ричарда Брэнсона, богатого владельца Virgin Atlantic Airways, спросили, как можно стать миллионером, он сказал: «В этом нет ничего трудного. Станьте миллиардером и потом купите себе авиакомпанию». Не желая принимать его слова на веру, ваш председатель решил проверить их правоту и инвестировал 358 млн. долл. в привилегированные акции USAir с доходностью 9,25%.

Меня восхищали методы работы Эда Колодни, который тогда возглавлял эту компанию. Но мой анализ компании USAir оказался поверхностным и ошибочным. Меня ввела в заблуждение долгая история работы компании с хорошей прибылью, потому я проглядел самое важное: выручка в USAir явно может снизиться из-за жесткой конкуренции нерегулируемого рынка, а структура затрат не изменилась со времен, когда правительство гарантировало прибыльность авиаотрасли. Все это предвещало беду, какими бы радужными ни были балансовые отчеты авиакомпании за прошлые годы.

Чтобы оптимизировать статьи расходов, в компании USAir необходимо было пересмотреть трудовые соглашения — большинству компаний это давалось с трудом, если только не грозить профсоюзам возможностью банкротства (или же осуществить эту угрозу). И компания USAir не была исключением. Вскоре после покупки пакета привилегированных акций разница между доходами и расходами в компании стала стреми-

тельно увеличиваться. За 1990-1994 гг. компания USAir потеряла 2,4 млрд. долл., и с такими финансовыми результатами балансовая стоимость обыкновенных акций устремилась к нулю.

В течение этого периода компания умудрялась выплачивать дивиденды по привилегированным акциям, но в 1994 г. выплаты были приостановлены. Несколько позже, когда ситуация казалась особенно безнадежной, мы списали наши инвестиции на 75%, до 89,5 млн. долл. После этого в течение 1995 г. я предложил продать эти акции за 50% номинальной стоимости. К счастью, мне это не удалось.

И хотя я сделал много ошибок с акциями USAir, но в одном я был прав: когда мы оформляли инвестиции, мы записали в контракт о покупке привилегированных акций довольно необычный пункт о «штрафных дивидендах» (они превышали на 5 пунктов основную ставку), которые начисляются за любые задержки. Это означало, что, если наши дивиденды (9,25%) не выплачивались в течение двух лет, невыплаченная сумма возрастала до ставки в пределах 13,25-14%.

Из-за статьи о штрафах в контракте у компании USAir был стимул выплачивать задолженность как можно быстрее. И во второй половине 1996 г., когда USAir оказалась рентабельной, компания начала платить, перечислив нам 47,9 млн. долл. Мы должны сказать спасибо генеральному директору компании Стивену Вульфу за то, что он нашел возможности исполнить контракт и осуществить эту выплату. Кроме того, успехам компании USAir помогло общее улучшение конъюнктуры в отрасли, видимо, циклической по своей природе. Но у компании сохраняются серьезные проблемы с исходной стоимостью, которые должны найти свое решение.

В любом случае уровень цен на публично торгуемые ценные бумаги компании USAir подсказывает нам, что цена нашего пакета привилегированных акций сейчас близка к номинальной стоимости 358 млн. долл. — чуть больше или чуть меньше. Кроме того, за эти годы мы получили дивидендов на общую сумму 240,5 млн. долл. (включая 30 млн. долл. в 1997 г.).

Ранее, в 1996 г., еще до выплаты накопленных дивидендов, я снова попытался избавиться от этого пакета акций — на этот раз за 335 млн. долл. Вам повезло, что, несмотря на все мои старания, мне снова не удалось сделать этого.

По другому похожему случаю один мой приятель спросил меня: «Если ты такой богатый, то почему ты не умный?» Когда я рассказал вам о своих попытках работать с акциями USAir, вам должно было стать понятно, что он имел в виду. После объединения с Piedmont у компании начались трудности, и мне следовало знать, что при слиянии авиакомпаний всегда возрастает неуправляемость.

Вскоре Эд Колодни и Сиф Шофильд решили вторую проблему: их авиакомпания достигла отличного уровня сервиса. Но трудности для отрасли в целом становились все более серьезными. С момента приобретения этого пакета акций кризисные явления в отрасли нарастали с пугающей быстротой, и этот процесс подстегивался самоубийственной ценовой политикой некоторых авиаперевозчиков. Эта политика создавала трудности не только для них самих, но и для всех авиаперевозчиков, что служит иллюстрацией важной истины: на рынке потребительских товаров трудно быть намного хитрее и успешнее своего самого тупого конкурента.

И хотя не все в этой отрасли выживут в ближайшие несколько лет, но наши инвестиции в USAir должны сработать нужным образом. Эд и Сиф решительно преодолели рыночную неопределенность с помощью необходимых перемен в компании. Но даже сейчас наши инвестиции находятся в менее безопасном положении, нежели это было в момент их осуществления.

Наши конвертируемые привилегированные акции — довольно простые бумаги. Но все же вам могут попасться на глаза какие-то неточные или обманчивые публикации на этот счет. К примеру, в прошлом году кто-то из журналистов на основе своих вычислений объявил, что цена этих привилегированных акций равна цене обыкновенных акций, в которые они могут конвертироваться. В соответствии с этим наши привилегированные акции компании Salomon (конвертируемые в обыкновенные по 38 долл.) составят только 60% номинальной стоимости, если обыкновенные акции Salomon продаются на рынке по 22,80 долл. Но в такой линии рассуждений есть явный недостаток: из этого можно заключить, что вся ценность привилегированных акций заключается в привилегии конвертации в обыкновенные; но тогда ценность неконвертируемых привилегированных акций Salomon вообще была бы равна нулю, независимо от процентных выплат или сроков погашения.

Дело в том (и об этом следует помнить), что большая часть цены наших конвертируемых привилегированных акций построена на их параметрах фиксированного дохода. Это означает, что ценные бумаги не могут стоить меньше, чем неконвертируемые привилегированные акции, но могут стоить и больше — благодаря возможности конвертации.

Принимая решение об инвестициях в USAir, ваш председатель выбрал исключительно «удобное» время: я влез в эту отрасль именно тогда, когда там начались трудности. (И никто не подталкивал меня к этому; на языке тенниса, я совершил «невынужденную ошибку».) Трудности компании вызваны и проблемами в отрасли, и тем, что Berkshire сдела-

ла пять частных приобретений конвертируемых привилегированных акций в 1987-1991 гг., и сейчас настало время обсудить их статус. В любом случае мы имеем возможность оставить эти привилегированные акции как бумаги с фиксированной доходностью или же конвертировать их в обыкновенные акции. Сначала их ценность для нас заключалась в фиксированном доходе, который они обеспечивают. Конвертируемость была неким довеском.

Наше недавнее приобретение — привилегированные кумулятивные облигации American Express, погашаемые акциями (PERCS) на сумму 300 млн. долл. Они являются модифицированной формой обыкновенных акций, и параметры фиксированного дохода по ним мало что добавляют к начальной стоимости акций. Через три года после покупки акции типа PERCS автоматически превращались в обыкновенные акции. Напротив, конвертируемые привилегированные акции других компаний, которые мы имеем сейчас, могут стать обыкновенными акциями лишь когда мы пожелаем — а это существенная разница.

Уже когда мы покупали эти конвертируемые ценные бумаги, я говорил вам, что мы ожидаем только «умеренного» выигрыша по прибыли после вычета налогов по сравнению со среднесрочными ценными бумагами с фиксированной доходностью, которые они были призваны заменить. Результат превзошел наши ожидания, но лишь благодаря доходности одного пакета ценных бумаг. Я говорил, что эта группа ценных бумаг «не обеспечит нам тех доходов, которых можно достичь, если найти хорошее предприятие с прекрасными экономическими перспективами». К сожалению, этот прогноз полностью оправдался. Кроме того, я говорил, что «почти никогда нам не следует ожидать, что по привилегированным акциям мы получим обратно вложенные деньги плюс дивиденды». Пожалуй, мне следует взять обратно свои слова. В таких случаях Уинстон Черчилль говорил: «Если я съем свои собственные слова, то вряд ли это испортит мне пищеварение». Но мое утверждение, что для нас почти невозможно потерять деньги на приобретении привилегированных акций, обернулось для меня вполне заслуженной «изжогой».

Я с самого начала утверждал, что покупка пакета акций компании Gillette является покупкой доли в отличном предприятии. Ирония состоит в том, что на этой покупке я совершил и крупнейшую ошибку, которую, впрочем, нельзя обнаружить в финансовых отчетах.

В 1989 г. мы заплатили 600 млн. долл. за привилегированные акции компании Gillette, которые могли конвертироваться в 48 млн. обыкновенных акций (с поправкой на дробление акций). При другом подходе к использованию тех же 600 млн. долл. можно было бы купить 60 млн. обыкновенных акций той же компании. Рыночная цена обыкновенных

акций тогда была 10,50 долл., и при таких обстоятельствах это было бы огромным частным приобретением акций, которое налагает серьезные ограничения, возможно, я смог бы купить эти акции со скидкой по меньшей мере 5%. Не могу быть полностью уверенным, но тогда руководство компании Gillette вполне было бы радо продать нам опционы на свои обыкновенные акции.

Но для меня это было бы слишком просто. Вместо этого (за срок менее двух лет) мы смогли получить дополнительный доход по дивидендам (разницу между доходностью привилегированных акций и обыкновенных), и в этот момент компания (вполне разумно) отозвала акции этого выпуска, причем постаралась провести это как можно быстрее. Если бы я договаривался о покупке обыкновенных акций вместо привилегированных, то к концу 1995 г. мы имели бы доход больше на 625 млн. долл. минус «избыточные» дивиденды на сумму 70 млн. долл.

Что касается акций компании Champion, то ее возможности отозвать наши привилегированные акции по цене 115% от наших затрат подвигли нас (хотя и с запозданием) предпринять нужные меры в августе прошлого года. В данном случае мы успели конвертировать свой пакет акций в обыкновенные совсем незадолго до текущего отзыва акций и позже предложили их компании с умеренной скидкой.

У нас с Чарли никогда не было своего взгляда на бумажную промышленность. На самом деле, за 54 года моей инвестиционной деятельности я не могу припомнить, чтобы я приобретал обыкновенные акции предприятия этой отрасли. И в августе прошлого года у меня был выбор — продать акции на рынке или же самой компании. Капитальная прибыль Champion была умеренной (приблизительно 19% за вычетом налогов, рассчитанные на сумму шестилетних инвестиций), но привилегированные акции этой компании давали нам хороший дивидендный доход после уплаты налогов за весь период владения пакетом. (К слову, оценки в прессе по поводу рентабельности после уплаты налогов для страховых компаний, занимающихся собственностью и возмещением ущерба, оказались несколько завышенными. Пресса забыла учесть изменения в налоговом законодательстве, которые действуют с 1987 г., а они существенно уменьшают дивиденды страховых компаний.)

Привилегированные акции банка First Empire должны быть отозваны 31 марта 1996 г., причем эта самая ранняя дата. Нам нравится иметь акции банков, которые славятся хорошим управлением, поэтому мы конвертируем имеющиеся акции и не будем продавать обыкновенные акции банка First Empire. Глава компании Боб Вилмерз — замечательный банкир, и нам нравится иметь с ним дело.

Два других пакета привилегированных акций принесли разочарование, хотя привилегированные акции Salomon несколько превысили по-

казатели ценных бумаг с фиксированной доходностью, вместо которых мы купили акции Salomon. Однако на этот пакет было потрачено так много рабочего времени (моего и Чарли), что совершенно несопоставимо с его экономической значимостью для Berkshire. Конечно, я и не воображал, что в 60 лет мне придется взяться за новую работу — в качестве временного председателя совета директоров в фирме Salomon (и все из-за покупки этих бумаг с фиксированной доходностью).

После того как в 1987 г. мы приобрели пакет привилегированных акций компании Salomon, я записал, что у меня «нет особых идей в отношении направленности и будущей прибыльности инвестиционного банкинга». Даже самый снисходительный комментатор согласится с тем, что я с тех пор подтвердил это мнение.

На сегодня выбор конвертации в обыкновенные акции Salomon не доказал свою ценность. Более того, индекс Dow Industrials увеличился вдвое с того времени, когда я решился купить эти привилегированные акции, такой же результат дала эта брокерская группа. Это означает, что мое решение выбрать акции Salomon из-за того, что я видел некоторую ценность в возможности конвертации, было незрелым. Но зато (при определенных оговорках) эти акции продолжали работать как ценные бумаги с фиксированной доходностью, и дивиденды в размере 9% продолжают оставаться весьма привлекательными для нас.

Если конвертация акций не производилась, то по условиям договора полагается погашение 20% выпуска акций 31 октября каждого года, в 1995-1999 гг., и потому 140 млн. долл. из наших первоначальных 700 млн. долл. пакета было погашено согласно графику в прошлом году. (Кое-где в прессе это было названо «продажей», но «старшие» ценные бумаги «погашаются», а не «продаются».) И хотя мы в прошлом году не решились конвертировать подлежащие погашению акции, но дольки от этого конвертируемого яблока будут отрезаться поэтапно, на протяжении четырех лет, и потому вполне возможно, что мы найдем ценность в праве конвертировать акции.

Вместе с отличными финансовыми результатами компаний Gillette и First Empire вырос курс их обыкновенных акций (Berkshire успела конвертировать их). К концу года 600 млн. долл., которые мы вложили в акции Gillette в 1989 г., превратились в 4,8 млрд. долл., а 40 млн. долл., инвестированные в First Empire в 1991 г., выросли до 236 млн. долл.

Между тем два наших увальня (USAir и Salomon), наконец, ожили. Недавно Salomon произвел слияние с Travelers Group, что вознаградило терпение страдающих акционеров. Все акционеры Berkshire (и лично я) должны быть благодарны Дерику Могану и Бобу Денаму за две вещи:

во-первых, за спасение Salomon после скандала 1991 г. и, во-вторых, за оздоровление компании, сделавшее ее привлекательной для покупателей из Travelers. Я часто повторял, что мне нравится работать с руководителями компаний, которыми я восхищаюсь и которым могу доверять. И вряд ли найдется кто-нибудь, кроме Дерика и Боба, кто лучше подходит под это описание.

Сейчас трудно подсчитать результативность наших инвестиций в компанию Salomon, но с уверенностью можно сказать, что она выше, чем я оценивал пару лет назад. Бросая взгляд в прошлое, я могу сказать, что мой опыт работы в компании Salomon был захватывающим и поучительным, но тогда, в 1991-1992 гг. (когда я исполнял обязанности председателя), я мог бы описать эту ситуацию словами одного театрального критика: «Я смог бы получить удовольствие от пьесы, если бы не неудачное расположение моего места в зале. Место было обращено прямо к сцене».

Реанимация компании US Airways граничит с чудом. Те, кто наблюдал за моими действиями по поводу этих инвестиций, знают, что я составил безупречный доклад на эту тему. Я ошибся, когда пошел на покупку этих акций, и я был вновь не прав, когда безуспешно пытался избавиться от этого приобретения по цене 50 центов с каждого уплаченного доллара.

Эта замечательная перемена совпала с другими переменами в компании: мы с Чарли покинули ее совет директоров, Стивен Вульф стал генеральным директором. К счастью для нашей самооценки, главным было второе событие: достижения Стивена Вульфа в авиакомпании были феноменальны.

В компании US Airways все еще много незавершенных дел, но выживание компании уже снято с повестки дня. Компания смогла выплатить задолженность по дивидендам за 1997 г., и при этом за задержку была выставлена дополнительная компенсация. Более того, цена на обыкновенные акции компании выросла с самого низкого уровня 4 долл. до высокого уровня 73 долл.

Наши привилегированные акции были отозваны для погашения 15 марта. Но сейчас рост цены акций придал особую ценность праву конверсии, которое до этого считалось бесполезным. Можно быть почти уверенным, что наши акции US Airways смогут дать приличную прибыль (конечно, из нее придется вычесть стоимость «Маалокса», который я вынужден был принимать) — и выигрыш будет неприлично высоким!

Когда в следующий раз я приму какое-нибудь глупое решение, акционеры Berkshire уже будут знать, что надо делать: *позвонить г-ну Вульфу.*

В дополнение к конвертируемым привилегированным акциям в 1991 г. мы приобрели привилегированные кумулятивные облигации American Express, погашаемые акциями, на сумму 300 млн. долл. Фактически, эти

ценные бумаги являются обыкновенными акциями, по которым возможен некий выбор в течение первых трех лет: мы получали не только дополнительные выплаты по дивидендам, но и прирост стоимости акций. Это вложение оказалось крайне прибыльным благодаря действиям вашего председателя, в которых сочетались удача и мастерство: 110% удачи, а остальное — умение.

Эти ценные бумаги можно было конвертировать в обыкновенные акции в августе 1994 г., и за месяц до этого срока я обдумывал, стоит ли продавать их после конвертации. Личность выдающегося генерального директора American Express Харви Голуба была весомой причиной для раздумий о судьбе этих акций. Он был способен максимально реализовать весь потенциал компании (это мнение полностью оправдалось). Но масштаб этого потенциала был под вопросом: American Express столкнулась с жесткой конкуренцией со стороны многочисленных эмитентов карточек, и, прежде всего, с эмитентами карточек Visa. Взвесив все аргументы, я был склонен продать эти акции.

И здесь мне опять повезло. В течение того месяца, когда я обдумывал свое решение, мне случилось поиграть в гольф в местечке Праутс Нек (штат Мэн) с Фрэнком Олсоном, генеральным директором компании Hertz. Фрэнк — превосходный управленец и отлично знает нюансы работы с карточками. Поэтому с самого начала игры я начал расспрашивать его об этой сфере. И когда мы достигли второй площадки, Фрэнк уже убедил меня, что корпоративные карточки Amex — очень удачный франчайзинг, и я решил не продавать акции. К девятой лунке я превратился из продавца в покупателя, и через несколько месяцев Berkshire владела уже 10% этой компании.

На сегодня наши доходы по акциям Amex составили 3 млрд. долл., и я очень благодарен Фрэнку. Но наш общий друг Джордж Гиллиспай сказал мне, что я не совсем точен в выборе адреса этой благодарности — ведь именно он устроил эту игру и определил меня с Фрэнком в одну четверку для игры в гольф.

D. *Нетрадиционные обязательства* *

Когда не удается найти наш любимый объект для инвестиций — хорошо управляемое предприятие по разумной цене и с хорошими экономическими показателями, то обычно деньги вкладываются в краткосрочные денежные инструменты самого высокого качества. Но иногда мы пытаемся рискнуть. Конечно, мы считаем, что альтернативные вложения скорее прибыльны, чем убыточны. Мы также должны принять тот факт, что

* 1997.

такие вложения не гарантируют стабильную прибыль, что свойственно хорошим предприятиям, продаваемым по привлекательной цене. Когда мы находим такую возможность, мы *знаем,* что заработаем на этом — вопрос только когда. Но с другими инвестиционными инструментами мы *полагаем,* что получим прибыль. При этом мы понимаем, что это может закончиться для нас убытками, возможно, весьма существенными.

К концу этого года у нас были три нетрадиционные позиции. Первая — производные контракты на 14,0 млн. баррелей нефти, а также то, что осталось от позиции на 45,7 млн. баррелей, контракты на которые были заключены в 1994-1995 гг. В 1995-1997 гг. мы заключили контракты на 31,7 млн. баррелей, и это дало нам прибыль до уплаты налогов в размере 61,9 млн. долл. Наши остальные контракты имеют сроки истечения в 1998 и 1999 гг. Таким образом, к концу этого года мы имеем нереализованную прибыль в размере 11,6 млн. долл. Правила бухгалтерии требуют, чтобы товарные позиции были оценены по рыночной цене. Поэтому наши годовые и квартальные финансовые отчеты содержат строку «нереализованная прибыль (убытки) по этим контрактам». Когда мы заключали контракты, нефть под будущие поставки казалась слегка недооцененной. И сегодня мы убеждены в привлекательности этих контрактов.

Второй нетрадиционный объект инвестирования — серебро. В прошлом году мы приобрели 111,2 млн. унций. По рыночным ценам эта позиция дала нам прибыль до уплаты налогов в размере 97,4 млн. долл. в 1997 г. В каком-то смысле для меня это возврат в прошлое: 30 лет назад, предвидя демонетизацию этого металла правительством США, я покупал партии серебра. С тех пор я следовал основным правилам владения металлом, но не покупал его как таковой. За последние годы запасы слитков в мире сократились, и потому мы с Чарли пришли к выводу, что для установления рыночного равновесия спроса и предложения на этот металл цена вырастет. Хочу отметить, что инфляционные ожидания не играли никакой роли в наших подсчетах цен на серебро.

Третья наша крупная нетрадиционная позиция на сумму 4,6 млрд. долл. с учетом амортизированной стоимости на конец года — долгосрочные облигации с нулевым купоном Министерства финансов США. По этим ценным бумагам не выплачиваются проценты. По ним владелец получает доход благодаря скидке при их покупке, и эта характеристика сильно меняет их рыночную цену при изменении процентной ставки. Если процентная ставка поднимается, то потери владельца облигаций с нулевым купоном будут ощутимыми, но если она падает, то прибыль может быть огромной. Поскольку процентная ставка падала в 1997 г., нереализованная прибыль до уплаты налогов по этим облигациям с нулевым купоном составила 598,8 млн. долл. Поскольку мы проводим

ценные бумаги по рыночной стоимости, прибыль отражается в балансовой стоимости на конец года. И когда мы вместо эквивалентов наличности покупаем облигации с нулевым купоном, мы рискуем выглядеть глупо: инвестиции макроэкономического плана вроде этих никогда не дают 100%-ной вероятности успеха. Однако мы с Чарли получаем жалованье за то, чтобы максимально использовать свой ум, а не за то, чтобы избегать затруднительных ситуаций. Иногда мы принимаем необычные меры, когда считаем, что преимущество на нашей стороне. Постарайтесь быть терпимыми, когда случается проигрывать. Подобно президенту Клинтону, мы готовы разделить вашу боль утрат: в Berkshire вложено более 90% собственного капитала семьи Мунгер и более 99% — семьи Баффетт.

Часть IV.
Обыкновенные акции

Случайные вспышки этих двух исключительно заразных болезней — страха и жадности — всегда будут происходить в инвестиционном сообществе. Время этих эпидемий непредсказуемо. И рыночные отклонения, производимые ими, в равной степени непредсказуемы как по величине, так и по продолжительности. Поэтому мы не собираемся предугадывать появление или отступление этих болезней. У нас более скромная цель: мы просто стараемся быть осторожными, когда других обуревает жадность, и жадными, когда другие боятся.

Во время работы над этой книгой на Уолл-стрит не было сильного страха. Напротив, преобладала эйфория. И действительно, почему бы и нет? Что может бодрить больше, чем участие в бычьем рынке, который вознаграждает владельцев бизнеса без увязки с финансовыми результатами самих компаний? Как бы то ни было, акции не могут бесконечно долго превосходить саму компанию.

Более того, в силу значительности затрат на операции и управление инвестициями держатели акций в целом и в долгосрочной перспективе должны неизбежно получать более низкую прибыль, чем компании, которыми они владеют. Если американские предприятия в совокупности зарабатывают на акционерном капитале около 12% ежегодно, то инвесторы, в конечном счете, должны зарабатывать значительно меньше. Бычьи рынки могут затенять математические законы, но ни в коем случае не отменять их*.

Вводное эссе, 1986.

А. Бич *торговли ценными бумагами — , * операционные издержки*

Возможно, через несколько месяцев акции Berkshire будут торговаться на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE). Это станет возможным благодаря появлению новых правил листинга, которые Совет управляющих биржи направил на рассмотрение и утверждение в Комиссию по ценным бумагам и биржам. Если эти правила будут одобрены, то мы рассчитываем подать заявку на листинг, которая, надеемся, будет удовлетворена.

До сих пор условием получения листинга было наличие как минимум 2000 инвесторов, каждый из которых владеет не менее 100 акциями. Цель данного правила — обеспечить широкий круг инвесторов для листинговых компаний Нью-Йоркской фондовой биржи и таким образом сформировать для них упорядоченный рынок. Пакет 100 акций соответствует единице сделки («стандартный лот») для большинства обыкновенных акций, которые сейчас включены в листинг биржи.

Поскольку в 1988 г. Berkshire имела сравнительно немного акций в обращении (1 146 642), у нее не было требуемого биржей количества акционеров, владеющих 100 акциями или более. Тем не менее держатель пакета 10 акций Berkshire обеспечивает весьма существенную долю инвестиций. Фактически 10 акций Berkshire имеют большую стоимость, чем 100 акций любой листинговой компании на Нью-Йоркской бирже. Поэтому биржа заинтересована в продаже акций Berkshire лотами по *десять штук.* В правиле, предложенном биржей, минимум 2000 инвесторов остался, но фигурируют теперь не держатели 100 или более акций, а держатели стандартных лотов. Berkshire вполне удовлетворяет новому критерию.

Чарли Мунгер, вице-председатель Berkshire, и я радуемся перспективе листинга, так как верим, что это принесет выгоду нашим акционерам. Мы используем два критерия, по которым судим о том, какой рынок будет наилучшим для акций Berkshire. Во-первых, мы надеемся, что акции постоянно будут продаваться по цене, адекватно отражающей внутреннюю стоимость компании. Если так случится, то инвестиционный результат, достигнутый каждым держателем акций, будет приблизительно равен результату хозяйственной деятельности Berkshire в период его участия в капитале компании.

Такой итог получается далеко не автоматически. Многие акции либо сильно недооцениваются, либо переоцениваются. Когда такое случается,

Письмо от 5 августа 1988 г., направленное акционерам Berkshire и переизданное в 1988.

владельцы либо вознаграждаются, либо наказываются без всякой увязки с тем, как действовала компания в период владения акциями. Мы хотим избежать подобного. Наша цель в том, чтобы акционеры-партнеры получали прибыль в зависимости от достижений компании, а не от неразумного поведения других совладельцев.

Стабильно разумные цены формируются разумными владельцами, как существующими, так и потенциальными. Наша политика и информационная открытость направлены на привлечение долгосрочных акционеров, ориентированных на бизнес, и на отсеивание покупателей, ориентированных на рынок и кратковременные результаты. Вплоть до сегодняшнего дня нам это удавалось, и акции Berkshire колебались в очень узком диапазоне вокруг внутренней стоимости бизнеса. Мы не думаем, что листинг NYSE улучшит или разрушит перспективы Berkshire относительно постоянных продаж по надлежащей цене. Качество наших акционеров даст хороший результат независимо от рынка. Но мы уверены, что листинг сократит операционные издержки для держателей акций Berkshire, а это немаловажно. Помимо того, что мы хотим привлечь акционеров, которые останутся с нами на долгое время, мы стремимся минимизировать издержки, которые несут акционеры при входе и выходе из компании. В долгосрочной перспективе совокупный чистый доход наших акционеров равен приросту стоимости компании за вычетом обусловленных рынком операционных издержек — это комиссионные сборы брокеров плюс реализованные спрэды маркет-мейкеров. В общем, мы верим, что эти издержки значительно сократятся благодаря листингу NYSE.

Операционные издержки очень велики для активных акций и часто достигают 10% и более от доходов публичной компании. В сущности, эти расходы ложатся на владельцев как обременительный налог, хотя и связаны с индивидуальными решениями «поменять стулья» и платятся финансовому сообществу, а не государству. Наша политика и ваше отношение к инвестициям сократили этот «налог» для владельцев Berkshire до уровня, который, мы уверены, наименьший среди крупных публичных компаний. Листинг NYSE должен еще больше сократить эти затраты для владельцев Berkshire за счет сужения спрэда маркет-мейкеров.

По правилам NYSE, мы должны иметь, по крайней мере, двух независимых директоров. В совете директоров, который был выбран в мае, лишь Малькольм Чейс удовлетворяет критерию независимости. Но из этого недостатка получился хороший результат. Мы с Чарли рады сообщить вам, что Вальтер Скотт-младший, генеральный директор Peter Kiewit Sons', Inc. вошел в совет директоров Berkshire. PKS — один из китов делового сообщества нашего времени. Компания, которой владеют ее служащие, имеет столь хорошие долговременные финансовые результаты, что я не собира-

юсь их цитировать из-за боязни вызвать смятение среди наших акционеров. Всю свою жизнь Пит Кайвит, основатель компании, культивировал стиль жесткой меритократии*, и не случайно он выбрал именно Вальтера своим преемником. Вальтер мыслит как владелец на уровне инстинкта, и он будет чувствовать себя как дома в совете директоров Berkshire.

Один заключительный комментарий: *Вам необходимо четко понимать, что листинг NYSE нужен вовсе не ради повышения стоимости акций Berkshire. Акции Berkshire должны и, мы надеемся, будут продаваться на NYSE по ценам, схожим с ценами внебиржевого рынка при равных экономических условиях.* Листинг NYSE не должен подталкивать вас к покупке или продаже, он просто несколько уменьшит ваши издержки, если вы вдруг решите это сделать.

B. *Привлечение правильных инвесторов* **

Акции Berkshire вошли в листинг NYSE 29 ноября 1988 г. Позвольте мне объяснить один момент, не обсуждавшийся в письме (приведенном выше): хотя наш стандартный лот для торговых операций на NYSE — 10 акций, любое количество акций, одна и более, может быть куплено или продано.

Henderson Brothers, Inc. (HBI), специализирующаяся на наших акциях, — старейшая фирма, действующая на NYSE. Ее основатель, Вильям Томас Хендерсон, купил свое место за 500 долл. 8 сентября 1861 г. (В настоящее время место стоит около 625 000 долл.) Среди 54 фирм, действующих как фондовые специалисты, HBI занимает второе место по числу договоров о передаче акций — 83. Мы были рады, когда Berkshire была передана HBI, и восхищены результативностью компании. Джим Магуайр, председатель HBI, лично руководит торговлей ценными бумагами Berkshire, а лучшего и представить нельзя.

В двух аспектах наши цели несколько отличаются от целей большинства листинговых компаний. Во-первых, мы не хотим максимизировать цену, по которой продаются акции Berkshire. Напротив, мы хотим, чтобы они продавались по цене, отражающей внутреннюю стоимость бизнеса (которая, мы надеемся, увеличивается в пропорциональной, или даже лучше непропорциональной, степени). Мы с Чарли столь же беспокоимся о значительной переоценке, как и о значительной недооценке. И то и другое плохо для большинства держателей акций, так как их результаты будут резко отличаться от результатов хозяйственной деятельности Berkshire. Если, напротив, цена акций будет

* Система, при которой положение человека определяется его способностями и заслугами. — *Прим. пер.*

**1988.

последовательно отражать внутреннюю стоимость бизнеса, каждый из наших акционеров получит инвестиционный результат, который примерно соответствует результатам хозяйственной деятельности Berkshire в период его владения акциями.

Во-вторых, мы хотим, чтобы торговая активность была незначительной. Если бы мы управляли частной компанией с несколькими пассивными партнерами, мы были бы недовольны частой сменой их партнеров. В отношении управления публичной компанией справедливо то же самое.

Наша цель состоит в привлечении долгосрочных владельцев, которые на период покупки не имеют графика и планируемых цен продажи и собираются остаться с нами на неограниченный срок. Мы не понимаем генеральных директоров, которые стремятся к большой активности акций, ведь это достижимо, только когда большая часть владельцев компании постоянно меняется. В каких других организациях — школах, клубах, церквях и т.д. — руководители радуются, когда их члены уходят? (Тем не менее, если бы там был брокер, чей заработок зависел от текучести членов организации, можете быть уверены, что нашелся бы, по крайней мере, один сторонник активности, который сказал бы: «В последнее время в христианстве мало что происходит, может, на следующей недели нам стать буддистами».)

Конечно, у некоторых владельцев Berkshire время от времени возникает необходимость или желание продать свою долю, и мы надеемся, что им на смену придут хорошие акционеры, которые заплатят справедливую цену. Поэтому мы пытаемся через нашу политику, результаты деятельности и информационную активность привлекать новых акционеров, которые понимают наши действия, разделяют наш временной горизонт и оценивают нас так же, как мы сами. Если мы будем продолжать привлекать таких акционеров и, что не менее важно, будем продолжать быть неинтересными для тех, кто имеет краткосрочные или нереалистичные ожидания, акции Berkshire всегда будут продаваться по цене, адекватно отражающей внутреннюю стоимость бизнеса*.

Из письма 1989 г.:

«Больше чем через год торговли акциями Berkshire на Нью-Йоркской фондовой бирже наш специалист Джим Магуайр (HBI) по-прежнему демонстрирует прекрасные результаты. До листинга дилерские спрэды часто составляли 3% или более от рыночной стоимости. Джим держал спрэд не выше 50 пунктов, что по текущим ценам составляет менее 1%. Акционеры, которые продают или покупают, получают значительную выгоду от такого сокращения операционных издержек.

Поскольку мы очень довольны нашим сотрудничеством с Джимом, HBI и NYSE, я много написал об этом в серии рекламных статей, опубликованных NYSE. Обычно я избегаю рекомендаций, но в данном случае я был так доволен, что решил публично сделать комплимент бирже».

С. *Дивидендная политика и выкуп акций**

Акционерам обычно сообщают о дивидендной политике, но редко разъясняют ее. Обычно компании говорят: «Наша цель выплатить 40-50% от прибыли и увеличить дивиденды, по крайней мере, пропорционально росту индекса потребительских цен». Это все. Никакого анализа, почему именно данная политика будет наилучшей для владельцев компании, хотя распределение капитала играет решающую роль в управлении компанией и инвестициями. Именно поэтому мы считаем, что менеджеры и владельцы должны хорошо подумать, при каких обстоятельствах стоит удерживать прибыль, а при каких — распределять.

Первый момент, который необходимо понять, — прибыль получают разными способами. Во многих случаях — особенно если соотношение активы/прибыль высоко, — часть или вся объявленная прибыль из-за инфляции становится фиктивной. Часть фиктивной прибыли (назовем ее «ограниченной» прибылью) не может распределяться в виде дивидендов, если компания собирается сохранить свое экономическое положение. Если бы эта прибыль выплачивалась, компания потеряла бы либо способность сохранять удельный объем продаж, либо свою долгосрочную конкурентную позицию, либо финансовую стабильность, либо все вместе. Независимо от того, насколько постоянна доля доходов, выплачиваемая в виде дивидендов, компания, которая постоянно распределяет ограниченную прибыль, обречена на забвение, за исключением тех случаев, когда акционерный капитал пополняется иным способом.

Ограниченная прибыль редко не представляет ценности для владельцев, но она часто в значительной степени занижается. На самом деле, она мобилизуется компанией, независимо от того, насколько слаб ее экономический потенциал. (О ситуации с удержанием, независимо от того, как непривлекателен доход, подспудно сообщалось с иронией в рекламных слоганах компании Consolidated Edison лет десять назад. В то время штрафные санкции были основным фактором, определяющим столь низкую стоимость акций компании — 1/4 балансовой стоимости. Иными словами, каждый раз, когда доллар доходов удерживался для реинвестирования в компанию, он превращался всего в 25 центов рыночной стоимости. Но вопреки этому процессу превращения золота в свинец все-таки большая часть прибыли реинвестировалась, а не выплачивалась владельцам. Между тем на стройплощадках и в местах проведения ремонтных работ и технического обслуживания по всему Нью-Йорку вывески гордо провозглашали слоган компании: «Копать должны мы».)

* 1984; 1984; 1999.

Далее при обсуждении дивидендов мы не будем говорить об ограниченной прибыли. Давайте обратимся к значительно более ценному неограниченному множеству. Эта прибыль может с равным успехом удерживаться или распределяться. По нашему мнению, управленцы должны выбирать, что больше подходит владельцам компании.

Этот принцип принимают не все. По ряду причин менеджеры предпочитают не выплачивать акционерам неограниченную, доступную для распределения прибыль, чтобы расширить корпоративную империю, которой они руководят, чтобы вести деятельность в условиях особого финансового комфорта и т.д. Но мы убеждены, что существует лишь одна правомерная причина для сдерживания выплат. Неограниченная прибыль должна удерживаться, только если есть разумная перспектива, имеющая исторические прецеденты или обусловленная глубоким анализом будущего, — когда *каждый доллар, удержанный корпорацией, создаст для владельцев, по меньшей мере, один доллар рыночной стоимости.* Это произойдет, если только нераспределенные средства принесут прибыль не меньше той, что обычно доступна инвесторам.

Чтобы проиллюстрировать это, допустим, что инвестор владеет безрисковой 10%-ной бессрочной облигацией с одним очень необычным свойством: каждый год инвестор может выбирать — либо обналичить свой 10%-ный купон, либо реинвестировать его в еще одну 10%-ную облигацию, имеющую такие же свойства, т.е. бессрочность и купоны, позволяющие получать денежные средства или реинвестировать доход. Если в любой данный год преобладающая процентная ставка на долгосрочные безрисковые облигации составляет 5%, будет глупо обналичивать купон, так как 10%-ные облигации, в которые вместо этого можно инвестировать доход, будут стоить значительно больше, чем 100 центов на доллар. При данных обстоятельствах инвестору, который хочет получить деньги, следует получить по своим купонам новые облигации, а затем продать их. Действуя таким образом, он получит больше, чем если бы сразу взял вместо своих купонов деньги. Предположительно облигации держат рациональные инвесторы, следовательно, никто не выберет деньги в период процентной ставки в размере 5%, даже те держатели облигаций, которым нужны денежные средства.

Но если бы процентная ставка была 15%, никакой рациональный инвестор не хотел бы, чтобы его деньги инвестировались как 10%. Напротив, инвестор предпочел бы обналичить купон, даже если бы у него отсутствовала насущная необходимость в денежных средствах. Противоположное (реинвестирование купона) даст инвестору дополнительные облигации, рыночная стоимость которых будет намного меньше, чем сумма, которую он может получить. Если он хочет вложить доход в 10%-ные облигации, ему просто нужно получить деньги и ку-

пить эти облигации на рынке, где они были бы доступны с большой скидкой.

Анализ, схожий с тем, который проводил наш гипотетический держатель облигаций, справедлив и в случае, когда владельцы обдумывают, должна выплачиваться или удерживаться неограниченная прибыль компании. Конечно, в этом случае анализ намного сложнее и подвержен ошибкам, так как часть средств, заработанная на реинвестировании прибыли, является не установленной величиной, как в нашем случае с облигациями, а скорее флуктуирующей. Владельцам приходится ориентироваться лишь на оценку ее среднего значения в среднесрочной перспективе. Тем не менее, когда сделано предположение на основе имеющейся информации, остальной анализ довольно прост: следует стремиться реинвестировать прибыль, если ожидается, что это принесет хороший доход, или получить ее в виде выплат, если доход от реинвестирования ожидается низкий.

Многие менеджеры корпораций рассуждают именно так, определяя, должны ли дочерние компании передавать прибыль контролирующей компании. На таком уровне менеджеры без особых проблем рассуждают как умные и проницательные владельцы. Но решения о выплате на уровне головной компании — это уже другая история. Здесь административный состав зачастую испытывает проблемы с тем, чтобы почувствовать себя на месте акционеров-владельцев.

С таким шизоидным подходом генеральный директор компании со множеством подразделений проинструктирует дочернюю компанию *A,* чья прибыль на приростной капитал ожидается в районе 5%, распределить всю возможную прибыль, чтобы она могла инвестироваться в дочернюю компанию *B,* чья прибыль на приростной капитал, как ожидается, составит 15%. «Присяга» генерального директора свято следовать заповедям школы бизнеса не позволит ему действовать по-другому. Но если его собственные долгосрочные результаты роста капитала — 5%, а рыночная процентная ставка — 10%, то он, вероятно, навяжет акционерам головной компании дивидендную стратегию, которая следует некоторым исторически сложившимся или используемым в отрасли моделям выплат. Более того, он потребует подробного отчета от директоров дочерних компаний, почему необходимо удерживать прибыль в их организациях, вместо того, чтобы передать ее контролирующей компании, однако со своей стороны вряд ли приведет аналогичные доводы владельцам компании. Оценивая, должны ли менеджеры удерживать прибыль, акционерам не следует просто сравнивать совокупный рост прибыли в текущие годы с совокупным ростом капитала, так как это соотношение может быть искажено тем, что происходит в основном виде деятельности компании. В период инфляции компании с видом деятельности, ха-

растеризующимся экстраординарными экономическими показателями, могут использовать в небольшой степени приростной капитал в этой деятельности с очень высокой ставкой дохода (что обсуждалось в последней прошлогодней части «гудвилл»)*. Но если не наблюдается значительного роста бизнес-единиц, выдающиеся компании по определению генерируют значительный избыток денежных средств. Если компания вкладывает большую часть этих денег в другие сферы деятельности, приносящие низкий доход, совокупный доход компании от удержанного капитала может выглядеть отлично из-за чрезмерных доходов, заработанных за счет части прибыли, дополнительно инвестированной в основной вид деятельности. Данная ситуация аналогична профессионально-любительским соревнованиям по гольфу: даже если все любители безнадежные недотепы, результат команды будет приличным, благодаря доминированию навыков профессионалов.

Многие корпорации, постоянно демонстрирующие высокую доходность капитала и общий рост капитала, размещали большую часть нераспределенной прибыли на экономически непривлекательных, даже пагубных условиях. Их великолепному основному виду деятельности, доходы по которому растут год от года, приходится прикрывать частые неудачные попытки вложить капитал куда-то еще (что обычно приводит к дорогостоящему поглощению предприятий с заурядными экономическими показателями). Виновный управленческий состав периодически рапортует об уроках, которые они извлекли из последнего разочарования. После этого они обычно ищут новые уроки. (Неудача, по всей видимости, поражает их разум.)

В таких случаях акционеры становились бы богаче, если бы прибыль удерживалась только для расширения сферы деятельности компании, которая приносит высокий доход, а баланс выплачивался бы в виде дивидендов или использовался для выкупа акций (действие, которое увеличивает процент владельцев успешной компании, избавляя их от участия в компании-неудачнике). Менеджеры высокодоходных предприятий, постоянно использующие основную часть полученных денежных средств на развитие низкодоходных предприятий, должны нести ответственность за решения о распределении средств, независимо от того, насколько прибыльна хозяйственная деятельность всей группы компаний.

Данная дискуссия не говорит в пользу дивидендов, размер которых скачет из квартала в квартал в зависимости от малейшего изменения размера прибыли или инвестиционных возможностей. Акционеры публичных компаний, ясное дело, предпочитают, чтобы дивиденды были

* См. часть VI, раздел С.

постоянными и предсказуемыми. Выплаты должны отражать долгосрочные ожидания как по прибыли, так и по доходности приростного капитала. Поскольку долгосрочные корпоративные приоритеты меняются исключительно редко, дивидендная модель должна меняться с такой же частотой. Но в долгосрочной перспективе прибыль, которая не была выплачена по решению руководства, должна отработать временное удержание. Если прибыль удерживалась неразумно, вероятно, неразумно удерживать на работе и руководителей.

Компании, в которые мы вложили больше всего средств, в свое время занимались выкупом акций в значительном объеме, когда имели место существенные расхождения между их ценой и стоимостью. Как акционеры мы поощряем это и считаем полезным по двум причинам: одна очевидна, другая трудно уловима, и ее не всегда легко понять. Очевидная исходит из простой арифметики: выкуп акций в большом объеме по ценам, значительно более низким, чем внутренняя стоимость на акцию, сразу корректирует эту стоимость в нужном направлении. Когда компания покупает собственные акции, она часто обнаруживает, что легко получить 2 долл. текущей стоимости за 1 долл. Программы поглощения компаний почти никогда не предусматривают подобного и в удручающем большинстве случаев не позволяют получить даже 1 долл. стоимости на один потраченный доллар.

Другое преимущество выкупа трудно измерить так же точно, но оно вполне может стать со временем столь же важным. Осуществляя обратную покупку, когда рыночная стоимость компании значительно ниже стоимости бизнеса, руководство недвусмысленно демонстрирует, что оно склонно скорее к действиям, которые увеличивают состояние акционеров, нежели к действиям, которые расширяют управленческие полномочия, но ничего не делают для акционеров (даже не вредят). Видя это, акционеры и потенциальные акционеры ожидают больший доход в будущем от деятельности компании. Этот пересмотр в сторону повышения, в свою очередь, делает рыночные цены соизмеримыми с внутренней стоимостью компании. Эти цены полностью обоснованны. Инвесторы должны платить больше за предприятие, которое находится в руках управленца, продемонстрировавшего склонность занимать сторону акционеров, чем за находящееся в руках заинтересованных лишь в собственной выгоде директоров, марширующих под другой барабан. (Вопрос, чтобы продемонстрировать крайний случай: как много вы готовы заплатить, чтобы стать акционером, не имеющим контрольного пакета акций, в компании, контролируемой Робертом Веско?)

Ключевым словом является «демонстрировать». Менеджер, который постоянно поворачивается спиной к обратной покупке акций, когда очевидно, что это в интересах владельцев, показывает свою мотивацию. Не важно, как часто или как красноречиво он произносит укрепляющие взаимоотношения фразы, например, «максимизировать богатство акционера» (наиболее популярная в этом сезоне форма), рынок безошибочно уменьшит вверенные ему активы. Его сердце не слушает его слова и в скором времени не услышит и рынок.

Некоторые акционеры советовали Berkshire выкупить свои акции. Обычно запросы были рационально обоснованы, но некоторые опирались на кажущуюся логику.

Существует всего одна комбинация факторов, когда компании целесообразно выкупать свои акции. Во-первых, компания имеет доступные денежные средства плюс значительные заемные средства сверх своих краткосрочных потребностей, во-вторых, ее акции продаются на рынке ниже консервативно посчитанной внутренней стоимости. К этому мы добавим предостережение: акционерам следует предоставить всю информацию, необходимую им для оценки этой стоимости. В противном случае инсайдеры могут воспользоваться неосведомленностью партнеров и выкупить их долю за часть действительной стоимости. Мы иногда наблюдали подобное. Хотя, конечно, уловки используются для увеличения цены акций, а не для уменьшения.

«Потребности» компании, о которых я говорю, бывают двух видов. Во-первых — расходы, на которые идет компания, чтобы поддерживать свою конкурентоспособность (например, модернизация магазинов Helzberg); во-вторых — необязательные затраты, направляемые на рост предприятия, от которых руководство ожидает, что они дадут более 1 долл. стоимости на каждый вложенный доллар (расширение R. C. Willey в Айдахо).

Когда имеющиеся фонды превышают потребности такого рода, компания, имеющая ориентированных на рост акционеров, может приобрести новые фирмы или выкупить свои акции. Если акции компании продаются по цене намного ниже внутренней стоимости, выкуп наиболее целесообразен. В середине 1970-х ситуация побуждала руководителей к подобным шагам, но немногие пошли на это. В большинстве случаев те, кто поступал подобным образом, сделали акционеров более богатыми, чем если бы выбрали альтернативный путь. Действительно, в 1970-х (и в дальнейшем с перерывами на несколько лет) мы искали компании, которые в больших объемах выкупали собственные акции. Чаще всего это было исключением, когда компания одновременно

недооценивалась и управлялась директором, ориентированным на акционера.

Те дни прошли. Теперь выкуп очень популярен, но слишком часто так поступают по иной, малозначимой причине: повысить или поддержать цену акций. Акционер, который выбирает сиюминутные продажи, выигрывает при любом покупателе, независимо от его причин и мотивов. *Постоянного* держателя акций наказывают при обратной покупке акций по цене выше внутренней стоимости. Покупать долларовые купюры за 1,10 долл. — не лучший вариант для тех, кто выбирает постоянство.

Мы с Чарли признаем, что чувствуем уверенность при определении внутренней стоимости только части торгуемых акций и только в том случае, когда мы используем конкретные значения, а не приблизительные цифры. Тем не менее нам кажется, что многие компании, которые сейчас выкупают акции, переплачивают уходящим акционерам за счет остающихся. В защиту этих компаний я скажу, что для генерального директора естественно быть оптимистично настроенным относительно собственного предприятия. Кроме того, он знает о нем намного больше, чем я. Я не могу помочь, но чувствую, что зачастую выкуп акций сегодня продиктован желанием директоров «показать уверенность» или следовать модным тенденциям, нежели стремлением увеличить стоимость акций.

Иногда компании выкупают акции, чтобы компенсировать акции, выпущенные в период продажи по гораздо более низким ценам. Стратегия «покупать, когда цены высокие, продавать, когда они низкие» использовалась многими неудачливыми инвесторами — но всегда ненамеренно! Кажется, тем не менее, что руководители охотно следуют этому неправильному принципу.

Конечно, и предоставление опционов, и выкуп акций могут иметь смысл, но если это так, то не потому, что оба действия логически связаны. Действительно, решение компании выкупать акции или выпускать их должно иметь основания. Акции выпущены, чтобы удовлетворить опцион или по любой другой причине, это не означает, что они должны выкупаться по цене выше внутренней стоимости. Соответственно акции, которые продаются по цене значительно ниже внутренней стоимости, должны выкупаться независимо от того, выпускались ли до этого акции или нет (или могут быть выпущены из-за непогашенных опционов).

Вам стоит знать, что ранее я допускал ошибки, *не* выкупая акции. Моя оценка стоимости Berkshire была тогда слишком консервативной или же я слишком восторгался альтернативным использованием фондов. Мы упустили некоторые возможности, хотя объем торговли ценными бумагами Berkshire в те моменты был слишком незначительным, чтобы мы могли выкупить значительный объем акций. Это означает, что при-

быль в расчете на акцию была бы минимальной. (Выкуп, скажем, 2% акций компании при 25%-ном дисконте от внутренней стоимости на акцию дает максимум 0,5% дохода — даже меньше, чем если бы средства могли быть использованы в операциях, увеличивающих стоимость.)

Некоторые из писем, которые мы получали, ясно показывают, что их авторы не заботятся о том, чтобы учитывать внутреннюю стоимость, но, напротив, хотят заставить нас трубить о желании выкупить, с тем чтобы акции росли в цене (или останавливались на низком уровне). Если автор письма хочет продавать завтра, его рассуждения имеют смысл — для него! Но если он намерен оставаться владельцем, ему следует, наоборот, надеяться, что акции упадут в цене и будут продаваться в достаточном объеме, чтобы мы могли скупить их значительное количество. Это единственный способ, при котором программа выкупа может приносить реальную выгоду постоянному акционеру.

Мы не будем выкупать акции до тех пор, пока не поймем, что акции Berkshire продаются по цене значительно ниже консервативно посчитанной внутренней стоимости. Так же мы не будем пытаться расхваливать или умалять достоинство акций. (Ни публично, ни в частной беседе я никому никогда не советовал покупать или продавать акции Berkshire.) Вместо этого мы предоставим всем акционерам, в том числе потенциальным, одинаковую информацию относительно оценки, которую мы хотели бы иметь, если бы мы были на их месте.

Недавно, когда акции класса *A* упали ниже 45 000 долл., мы обдумывали возможность выкупа, но решили тем не менее отложить это, чтобы акционеры имели шанс просмотреть данный отчет. Если мы обнаружим, что обратная покупка имеет смысл, мы будем изредка помещать заявки на NYSE. Мы будем отвечать на предложения, сделанные непосредственно нам по цене, указанной в заявке NYSE или ниже. Если вы хотите разместить акции, пусть ваш брокер позвонит Марку Милларду по телефону 402-346-1400. При осуществлении сделки брокер может провести ее либо через «третий рынок», либо через NYSE. Мы предпочтем выкупить акции класса *B,* если они продаются с дисконтом более 2% относительно акций класса А. Мы не будем осуществлять операции менее чем с 10 акциями класса *A или* 50 акциями класса *B.*

Пожалуйста, будьте уверены: мы *никогда* не будем выкупать акции с намерением задержать падение цены Berkshire. Скорее всего, мы пойдем на этот шаг, когда будем уверены, что это неплохое использование средств компании. В лучшем случае выкуп окажет незначительное влияние на будущий уровень прироста внутренней стоимости акций нашей компании.

D. *Дробление акций и торговля ценными бумагами* *

Нас часто спрашивают, почему Berkshire не дробит свои акции. Основанием для этого вопроса обычно, по-видимому, оказывается то, что дробление направлено на благо акционеров. Мы не согласны. Позвольте сказать, почему.

Одна из наших целей — сделать так, чтобы акции Berkshire Hathaway продавались по цене, отражающей внутреннюю стоимость бизнеса. (Заметьте, «отражающей», но не «равной»: если уважаемые компании обычно продают на рынке с большим дисконтом от стоимости, Berkshire вполне может быть оценена аналогичным образом.) Ключом к разумной цене акций являются разумные акционеры, как существующие, так и потенциальные.

Если держатели акций компании и/или привлекаемые потенциальные покупатели склонны к принятию иррациональных или основанных на эмоциях решений, периодически будут появляться довольно «глупые» цены на акции. Маниакально-депрессивные личности имеют маниакально-депрессивные суждения. Подобные отклонения могут помочь нам купить и продать акции других компаний. Но мы считаем, что и в наших, и в ваших интересах минимизировать их появление на рынке для Berkshire.

Невозможно иметь только «правильных» акционеров. Г-жа Астор может выбрать 400, но остальные может купить кто угодно. Нельзя отбирать членов «клуба» акционеров по интеллектуальным способностям, эмоциональной уравновешенности, моральным принципам или приличной одежде. Стремление улучшить качество акционеров таким образом может оказаться безнадежным предприятием.

Тем не менее мы считаем, что «высококачественных» владельцев можно привлечь и удержать, если последовательно представлять нашу философию ведения дел и владения — *без каких-либо противоречащих сообщений,* а затем позволить им следовать своему курсу самостоятельного выбора. Например, самостоятельный выбор обусловливает присутствие разных категорий людей на музыкальных мероприятиях, прорекламированных как опера и рок-концерт, хотя любой может купить билет и туда, и туда.

Через нашу политику и информационную открытость — нашу «рекламу» — мы пытаемся привлечь инвесторов, которые поймут наши действия, позицию и ожидания. (И что не менее важно, мы пытаемся отговорить тех, кто не сможет этого сделать.) Мы предпочитаем тех, кто думает о себе как о владельце компании и инвестирует в компанию с

1983.

«намерением остаться на длительный период времени. Мы хотим сотрудничать с теми, для кого более приоритетны результаты деятельности, а ее рыночная цена.

Инвесторов, обладающих этими качествами, очень мало, но в нашей компании таких большинство. Я думаю, более 90%, возможно, даже более 95% наших акций в руках тех, кто является держателем акций Berkshire или «голубых фишек» уже более пяти лет. И я полагаю, что более 95% наших акций держат инвесторы, для которых этот вклад, по крайней мере, в несколько раз превосходит следующий по величине. Среди компаний, число акционеров которых минимум несколько тысяч и рыночная стоимость которых более 1 млрд. долл., мы едва ли не лидеры в том отношении, что наши акционеры думают и поступают как собственники. Увеличение доли акционеров, которые обладают такими характеристиками, непростое дело.

Если бы мы дробили акции или предпринимали другие действия, фокусируя внимание на цене акций, а не на стоимости бизнеса, мы привлекли бы худших покупателей, чем выходящие из компании продавцы. При цене 1300 долл. многие могут позволить себе купить акции Berkshire. Будет ли потенциальный покупатель одной акции богаче, если мы раздробим 1 акцию на 100, чтобы он смог купить 100 акций? Те, кто так думает и кто будет покупать акции из-за дробления или в ожидании того, что это произойдет, обязательно понизят качество нынешней группы наших акционеров. (Можем ли мы действительно улучшить нашу группу акционеров посредством замены нынешних здравомыслящих членов на впечатлительных новичков, которые предпочитают бумагу стоимости и чувствуют себя богаче, имея 99 купюр по 1 доллару, а не одну 100-долларовую?) Люди, которые покупают не из соображений стоимости, скорее всего, и продавать будут не из соображений стоимости. Их присутствие обострит неустойчивые ценовые колебания, не связанные с развитием основного вида деятельности компании.

Мы постараемся избегать политики, которая привлекала бы покупателей с краткосрочными целями, и попытаемся предпринимать действия, которые привлекают информированных долгосрочных инвесторов, для которых главное — стоимость бизнеса. Купив акции Berkshire на рынке, где преобладают рациональные информированные инвесторы, вы заслуживаете шанс продать — если вам, конечно, этого захочется — на таком же рынке. Мы будем работать, чтобы поддержать его существование.

Одно из заблуждений фондового рынка — акцент на активности. Брокеры, используя такие термины, как «товарность» и «ликвидность», осыпают похвалами компании с высокой оборачиваемостью акций (тот, кто не может наполнить ваши карманы, наверняка навешает вам лапшу на уши). Но инвесторы должны понимать: то, что хорошо для крупье,

не хорошо для клиента. Гиперактивный фондовый рынок — карманный вор предприятия.

Возьмем типичную компанию, зарабатывающую, скажем, 12% на акционерном капитале. Предположим, оборачиваемость акций очень высока —100% в год. Если покупка и продажа акций идет по балансовой стоимости, владельцы нашей гипотетической компании будут ежегодно платить в совокупности 2% от чистой стоимости предприятия за право передачи владения. Эти действия никак не способствуют прибыльности компании и означают, что 1/6 этой прибыли теряется для владельцев посредством «фрикционных» издержек на передачу. (И эти подсчеты не учитывают продажи опционов, которые еще больше увеличивают фрикционные издержки.)

Все это напоминает дорогую игру в «музыкальные стулья»*. Можете ли вы себе представить, какой неистовый крик поднимется, если правительство введет новый налог на прибыль корпораций и инвесторов ($16^2/_3$%)? Посредством рыночной активности инвесторы могут сами на себя наложить аналог такого налога.

(Мы слышали аргумент «расширяющийся пирог», согласно которому такие действия делают процесс распределения капитала более рациональным. Мы считаем этот аргумент поверхностным и что в конечном счете гиперактивные фондовые рынки разрушают рациональное распределение капитала и воздействуют на «пирог» подобно прессу. Адам Смит считал, что все неумышленные действия на свободном рынке направляются невидимой рукой, которая ведет экономику к максимальной эффективности. По нашему мнению, рынки типа казино и взрывоопасное управление инвестициями действуют как невидимая нога, которая спотыкается и замедляет развитие экономики.)

Е. *Стратегии акционеров* **

В конце прошлого года цена акций Berkshire перешагнула рубеж 10 000 долл. Некоторые акционеры отмечали, что высокая цена — это иногда источник проблем. Они хотели бы передавать акции каждый год, но этому препятствует налоговое законодательство, согласно которому различают ежегодные дарения в размере до 10 000 долл. на одно лицо и от 10 000 долл. Дары в размере до 10 000 долл. полностью освобождены от налогов. При размере дара 10 000 долл. и более дарителю при-

* Детская игра — под музыку дети ходят вокруг стульев, поставленных в круг, когда музыка прекращается, участники игры должны занять стулья, которых на один меньше, чем играющих. — *Прим. пер.*

**1992.

дется лишиться части его льготы по налогу на дарение и наследование или, если этой льготы недостаточно, уплатить налог на дарение из собственного кармана.

Я могу предложить три пути решения этой проблемы. Первый подойдет женатому акционеру, который может давать до 20 000 долл. ежегодно одному получателю, при условии, что даритель предоставляет налоговую декларацию на дарение, содержащую его письменное согласие или письменное согласие его супруги на подарки в течение года.

Второй — акционер, семейный или нет, может выгодно продать акции. Представьте, что акция Berkshire продается за 12 000 долл., а кто-то хочет сделать подарок в размере 10 000 долл.; в этом случае можно продать акцию тому, кому вы хотите ее подарить, *за* 2000 долл. (Предостережение: если таковое будет иметь место, облагаться налогом будет сумма, на которую цена продажи превысит вашу базу налогообложения.)

Третий — вы можете учредить товарищество с людьми, которым передаете акции в дар, вложить в него акции Berkshire и просто каждый год дарить паи в товариществе. Пай может быть любого размера на ваше усмотрение. Если размер дара 10 000 долл. и меньше, то эта сумма не будет облагаться налогами.

Как обычно, рекомендуем посоветоваться с вашим консультантом по налогообложению, прежде чем реализовывать какие-либо другие, более завуалированные способы дарения.

Наш взгляд на дробление акций приведен выше (в предыдущем эссе). В общем, мы верим, что наша политика относительно владельцев компании, включая политику недробления, помогла сформировать костяк акционеров, лучший среди американских корпораций с большим числом владельцев. Наши акционеры думают и действуют как разумные долгосрочные владельцы и смотрят на компанию во многом так же, как мы с Чарли. Как следствие, наши акции постоянно продаются по цене, в значительной мере отражающей внутреннюю стоимость компании.

Кроме того, мы считаем, что оборачиваемость наших акций ничтожно мала по сравнению с акциями многих других компаний с большим числом акционеров. Фрикционных издержек торговли ценными бумагами, основного «налога» на владельцев компании, в Berkshire практически нет. (Сохранять эти издержки на низком уровне помогают навыки маркет-мейкера Джимми Магуайра, нашего специалиста на Нью-Йоркской фондовой бирже.) Очевидно, что дробление кардинально не изменит эту ситуацию. Как бы то ни было, мы никогда не будем качественно усиливать группу наших акционеров за счет дробления. Напротив, мы считаем, что это может привести к некоторой деградации.

F. *Рекапитализация Berkshire* *

На ежегодном собрании будет представлен план рекапитализации Berkshire, предполагающий создание двух классов акций. Если план будет принят, наши существующие обыкновенные акции будут обозначены как обыкновенные акции класса Л и появятся обыкновенные акции нового класса *B*.

Каждая акция класса *B* будет иметь права 1/30 акции класса А со следующими исключениями. Во-первых, акция класса *B* будет иметь 1/200 голоса акции класса *A* (а не 1/30). Во-вторых, акция класса *B* не будет давать возможность участвовать в осуществляемых акционерами Berkshire благотворительных программах пожертвований.

Когда произойдет изменение структуры, каждая акция класса Л станет конвертируемой, по желанию держателя и в любое время ее можно будет обменять на 30 акций класса *B*. Эта привилегия не действует в обратном направлении, т.е. держатель акций класса *B* не будет иметь возможности конвертировать их в акции класса *A*.

Мы планируем внести акции класса *B* в перечень Нью-Йоркской фондовой биржи, где они будут торговаться наряду с акциями класса *A*. Чтобы создать акционерную базу, необходимую для листинга (и обеспечения ликвидного рынка для акций класса В), Berkshire планирует публичное размещение новых акций класса *B* на сумму не менее 100 млн. долл. Размещение будет сделано посредством эмиссионного проспекта.

Цену акций класса *B* определит рынок. Их цена тем не менее должна быть близкой к 1/30 цены акций класса А.

Для держателей акций класса *A,* желающих произвести дарение, возможно, будет удобно конвертировать одну или две акции в акции класса В. Кроме того, связанные с арбитражем конверсии будут иметь место, если вследствие большого спроса на акции класса *B* их цена превысит 1/30 цены акции класса *A*.

Тем не менее, поскольку акции класса А предоставляют своим владельцам полное право голоса и доступ к программам пожертвований Berkshire, эти акции будут цениться выше, чем акции класса *B,* и мы будем ожидать от большинства акционеров, что они останутся владельцами акций класса *A* — именно это планируют делать семьи Баффетт и Мунгер. Исключение составляют те случаи, когда мы сами решим конвертировать несколько акций, чтобы облегчить акт дарения. Перспектива сохранения большинством акционеров акций класса *A* предполагает, что у них будет в некоторой степени более ликвидный рынок, чем у акций класса В.

* 1995; 1996.

Есть целый ряд причин, которые подвигли Berkshire на рекапитализацию, однако они не связаны ни с поступлениями от размещения акций (мы знаем, как распорядиться этими деньгами с пользой), ни с ценой, по которой продаются акции класса *B*.

Когда я пишу эти строки, цена акции Berkshire составляет 36 000 долл., мы с Чарли не считаем, что она занижена. Поэтому размещение новых акций не уменьшит внутреннюю стоимость на акцию. Позвольте мне прямо высказаться относительно оценки: Berkshire продается по цене, за которую мы с Чарли не стали бы обсуждать ее покупку.

Что несет для Berkshire выпуск акций класса *B?* Дополнительные издержки, которые обусловлены в том числе необходимостью обслуживать большее число акционеров. С другой стороны, акции должны быть удобны для людей, желающих передавать их в дар. И те из вас, кто надеялся на дробление, теперь могут сами его осуществить.

Мы делаем этот шаг по другой причине — из-за появления отягощенных расходами доверительных паевых фондов, претендующих стать недорогими «клонами» Berkshire, которые наверняка будут вести себя агрессивно на рынке. Идея данного механизма не нова: в последние годы многие люди говорили мне о своем желании создать «всеберкширский» инвестиционный фонд, который продавался бы по низкой цене. Но до сих пор сторонники подобных инвестиций принимали мои возражения и отступали.

Я не разочаровывал этих людей, так как предпочитаю крупных инвесторов мелким. Если бы это было возможно, мы с Чарли превратили бы 1000 долл. в 3000 долл. для всех тех, кто считал бы, что эта прибыль решит их насущные проблемы.

Тем не менее для того, чтобы быстро утроить небольшие ставки, нам пришлось бы столь же быстро превратить нашу текущую рыночную капитализацию в размере 43 млрд. долл. в 129 млрд. долл. (грубо говоря, в рыночную капитализацию General Electric, одной из самых высоко оцениваемых американских компаний). Мы *даже не допускаем такой мысли.* Лучшее, на что мы надеемся, — в среднем удваивать внутреннюю стоимость на акцию Berkshire каждые пять лет.

В конце концов, нам с Чарли все равно, владеют наши акционеры большими или маленькими пакетами акций Berkshire. Все, что мы хотим, — чтобы акционеры любого масштаба были осведомлены о наших действиях, разделяли наши цели и долгосрочные перспективы, были в курсе наших недостатков, в частности, тех, которые обусловливаются большой капитальной базой.

Паевые фонды, которые появились недавно, противодействуют этим целям. Их паи продаются брокерами, работающими за большие комиссионные. Их издержки перекладываются на акционеров. Эти фонды

ориентируются на неискушенных покупателей, плененных нашими результатами в прошлом и привлеченных известностью, которую Berkshire и я приобрели в последние годы. В результате множество инвесторов обречено на разочарование.

Посредством создания акций класса *B* (продукта, имеющего низкую ценность, превосходящего только трасты Berkshire) мы надеемся сделать так, чтобы продажи «клонов» были неэффективными на рынке.

Но и нынешние, и будущие акционеры Berkshire должны обратить особое внимание на один момент. Хотя внутренняя стоимость на акцию росла хорошими темпами в течение последних пяти лет, рыночная цена росла еще быстрее. Другими словами, акции превзошли компанию.

Такое рыночное превосходство не может продолжаться вечно ни для акций Berkshire, ни для любых других ценных бумаг. *Неизбежны периоды, когда доходность акций будет ниже рыночной.* Волатильность цены, возникающая в результате этого, хотя и ограничена публичными рынками, но нам определенно не нравится. Мы предпочли бы, чтобы рыночная цена Berkshire приблизительно соответствовала внутренней стоимости. Если бы акции вели себя именно так, каждый акционер получил бы прибыль за период своего владения, пропорциональную результатам деятельности самой Berkshire в тот же период.

Очевидно, поведение акций Berkshire на рынке никогда не будет соответствовать этому идеалу. Но мы подойдем ближе к этой цели, если наши настоящие и потенциальные акционеры при реализации своих инвестиционных решений будут информированы, сориентированы на компанию и не склонны к сделкам с высокими комиссионными. Мы будем богаче, если сможем сдержать торговую активность трастов. Именно поэтому мы создаем акции класса B.

Мы сделали два хороших размещения через Salomon (в 1996 г.), оба интересные. Первым была продажа в мае 517 500 акций класса B, чистая прибыль от которой составила 565 млн. долл. Как я уже говорил ранее, это было сделано в ответ на угрозу создания трастов, которые действовали на рынке как близнецы Berkshire. В своей деятельности они использовали наши выдающиеся результаты в прошлом, чтобы соблазнить наивных мелких инвесторов, и наверняка они потребовали бы от них большие комиссионные.

Я думаю, таким трастам было бы довольно просто продавать ценные бумаги на миллиарды долларов, и считаю, что ранний успех на рынке первых привел бы к появлению многих других. (На рынке ценных бумаг все, что может быть продано, будет продано.) Трасты тем временем все

без исключения начали бы вкладывать поступления от размещения своих ценных бумаг в акции Berkshire, количество которых зафиксировано и ограничено. Вероятный результат — спекулятивное раздувание цены на наши акции. По крайней мере, однажды скачок цены легализовался бы сам собой и привлек бы новые потоки наивных и впечатлительных инвесторов в трасты, что вызвало бы еще большее число продаж акций Berkshire.

Некоторые из акционеров Berkshire, желающие выйти из компании, нашли бы такой исход идеальным, так как они могли бы нажиться на покупателях, входящих в компанию с ложными надеждами. Постоянные акционеры тем не менее пострадали бы, как только проявилась реальная ситуация, так как в тот момент Berkshire была бы обременена сотнями тысяч несчастных косвенных владельцев (держателей трастов) и испорченной репутацией.

Выпуск акций класса *B* не только приостановил продажу трастов, но стал для инвесторов низко затратным способом инвестирования в Berkshire, если у них еще осталось такое желание после того, как они услышали все наши предупреждения. Чтобы поубавить энтузиазм, свойственный брокерам при продвижении новых идей там, где есть деньги, — мы договорились, чтобы наши ценные бумаги при продаже облагались комиссионными 1,5%, самым маленьким платежом, который мы когда-либо видели при андеррайтинге обыкновенных акций. Кроме того, мы сделали объем размещения «открытым», тем самым отталкивая типичных скупщиков первичного публичного размещения, ожидающих краткосрочного роста цены, возникающего в результате комбинации активной рекламы и дефицита.

В общем, мы старались позаботиться о том, чтобы акции класса B покупали только долгосрочные инвесторы. Эти усилия в основном были успешными: объем торговли акциями класса B вскоре после размещения ценных бумаг (приближен к показателю «оборачиваемости») был намного ниже нормы для нового выпуска. В конце концов, мы приобрели около 40 000 акционеров, большинство из которых, мы верим, понимают, чем владеют, и разделяют наши временные горизонты.

Salomon не могла бы действовать лучше при осуществлении этой необычной операции. Ее инвестиционные банкиры прекрасно поняли, чего мы пытались добиться, и продумали все аспекты размещения, чтобы достичь этих целей. Фирма выручила бы намного больше денег — возможно, в десять раз больше, если бы наши акции были размещены на стандартных условиях. Но привлеченные инвестиционные банкиры не пытались подправлять детали и делать его стандартным. Вместо этого они предложили идеи, которые противоречили финансовым интересам Salomon, но гарантировали достижение целей Berkshire. Возглавлял эти

действия Терри Фицжеральд, и мы благодарим его за проделанную работу.

Учитывая это, не удивительно, что мы снова обратились к Терри, когда в конце года решили продать выпуск ценных бумаг, которые можно обменять на часть акций Salomon, которой мы владеем. В данном случае все снова было сделано первоклассно: Salomon продала основную сумму пятилетних векселей, которая составляла 500 млн. долл., за 447,1 млн. долл. Каждый вексель стоимостью 1000 долл. обменивается на 17,65 акции и может быть отозван в течение трех лет по теоретической цене, по которой он мог бы продаваться, если бы процентные ставки на рынке оставались на прежнем уровне. Учитывая первичную эмиссионную скидку и 1%-ный купон, ценные бумаги будут иметь доходность к сроку платежа 3% для держателей, которые не обменяют их на акции Salomon. Но вероятность, что векселя будут обмениваться до срока погашения, довольно велика. Если это случится, наши затраты на выплату процентов будут около 1,1% за период, предшествовавший обмену.

В последние годы пишут, что мы с Чарли несчастливы из-за всех инвестиционно-банковских комиссионных. Это в принципе неверно. Мы выплатили очень много за последние 30 лет — начиная с чека, который был выписан Чарли Хайдеру, когда мы купили National Indemnity в 1967 г., — и нам доставляет удовольствие осуществлять выплаты, которые соразмерны с результатами хозяйственной деятельности. Операции Salomon Brothers в 1996 г. позволили получить нам больше, чем просто деньги.

Часть V. Слияния и поглощения

Из всей нашей деятельности в Berkshire наиболее захватывающим для нас с Чарли является процесс поглощения компании с отличными экономическими показателями и с таким руководством во главе, которое нам действительно по душе, кому мы доверяем и кем восхищаемся. Возможность такого поглощения выпадает нечасто, но мы постоянно ищем варианты. Наши изыскания в чем-то напоминают поиски супруги: мы активны, внимательны и восприимчивы к новому, но в то же время — никакой спешки.

В своей практике я не раз видел охочих до поглощений руководителей, казавшихся загипнотизированными сказкой о лягушке, которую надо всего-то поцеловать, чтобы превратить в принцессу. В надежде на подобное чудо они дорого платят за право целовать корпоративных жаб. Сначала неутешительные результаты поцелуев лишь подогревают их желание насобирать новых жаб. («Фанатизм, — как говорил Сантаяна, — это когда вы удваиваете прилагаемые усилия, уже забыв о цели, которой добивались».) Но, в конечном счете, даже самому оптимистично настроенному руководителю приходится смотреть правде в глаза. Стоя по колено в жабах, не ответивших на ласки, он тут же объявляет о непомерных издержках «реструктурирования». Это своего рода корпоративная программа дошкольного обучения, по которой занимается генеральный директор, а обучение оплачивают акционеры.

На заре своей управленческой карьеры я тоже несколько раз назначал свидания жабам. Хотя эти свидания обошлись не так дорого (я не слишком-то увлекался), итог был тем же, что и у тех, кто ухаживал за более дорогостоящими жабами: я их целовал, а они продолжали квакать.

После нескольких подобных неудач я вспомнил хороший совет, который мне однажды дал один профи по игре в гольф (подобно всем профи, кто имеет хоть какое-то отношение к моей игре, он пожелал остаться

анонимным): «Тренировка не приводит к идеальным результатам, она приводит к стабильным результатам». После этого я пересмотрел свою стратегию и начал приобретать хорошие предприятия по средним ценам, а не средненькие предприятия по хорошим ценам*.

А. *Низменные побуждения и высокие цены* **

Как показывает история нашей компании, мы одинаково хорошо работаем как с полностью принадлежащими нам предприятиями, так и с обращающимися акциями, представляющими лишь небольшую долю собственности в компаниях. Мы непрерывно ищем возможности осуществления крупных инвестиций во всех сферах. (Незначительных капиталовложений мы стараемся избегать: «Если чем-то не стоит заниматься вообще, то не стоит и пытаться сделать это хорошо».) Ведь, действительно, требования к показателям ликвидности наших страховых компаний обязывают нас делать крупные вложения в рыночные ценные бумаги.

Наши решения о поглощениях направлены на максимизацию реальных экономических выгод, а не на расширение подконтрольной сферы или отчетных показателей. (В долгосрочной перспективе руководители, которых показатели отчетности волнуют больше, нежели реальное экономическое содержание, как правило, не достигают ни того, ни другого.)

Независимо от того, какое мгновенное воздействие на объявленную прибыль это окажет, мы скорее купим 10% перспективной компании «Ц» по *x* за акцию, чем 100%-ный пакет ее акций по *2x*. Большинство руководителей компаний делают наоборот и при этом не испытывают недостатка в доводах для обоснования подобного выбора.

Мы считаем, что существуют лишь три побудительные причины, о которых, как правило, не говорят, но которые, вместе или по отдельности, реально приводят к большинству крупных поглощений.

— Лидеры коммерческой, да и любой другой организации, очень редко страдают от недостатка сил и энергии и часто просто наслаждаются кипучей деятельностью и брошенным вызовом. В Berkshire, например, корпоративный пульс всегда бьется учащенно в предчувствии поглощения.

— Большинство организаций, независимо от их характера, оценивают себя и других, устанавливают вознаграждение исходя именно из размера, а не какого-либо другого критерия. (Спро-

* Вводное эссе, 1992. **1981; 1982; 1997; 1994.

сите управленца любой компании из *Fortune* 500 о позиции его организации в этом знаменитом списке и в ответ неизменно услышите, что она на таком-то месте по объему продаж; вполне может статься, что он даже не знает, где находится его корпорация в списке *Fortune* по показателям прибыльности.) — Без сомнения, на многих руководителей в пору их детства оказала большое впечатление сказка о поцелуе прекрасного принца, превращающем жабу в принцессу. Разумеется, они уверены, что их управленческий поцелуй сотворит чудеса с прибыльностью компании «Ц» (Цель).

Корни подобного оптимизма крепки, ибо как еще можно объяснить причины, по которым акционеры компании «П» (Приобретатель) желают иметь долю в «Ц» по цене поглощения *2x,* а не по рыночной цене *x,* которую они заплатили бы, если бы без посредников осуществили выкуп? Иными словами, инвесторы всегда могут покупать жаб по действующей цене. Если инвесторы вместо этого снабжают деньгами принцев, которые желают заплатить по двойному тарифу за право целовать жабу, то такие поцелуи должны быть просто «динамитной» мощности. Мы видели много поцелуев, но очень мало чудес. Однако многие принцы-руководители по-прежнему искренне уверены в мощи своих поцелуев даже в случае, если на «заднем дворе» их компаний полно нереагирующих жаб.

Однако надо честно признать, что некоторые поглощения можно назвать просто *великолепными.* Их можно разделить на две основные категории.

Первая включает компании, которые намеренно или случайно купили предприятия, исключительным образом приспособленные к инфляции. Столь процветающее предприятие должно обладать двумя характеристиками: 1) способностью без особого труда увеличивать цены на продукцию (даже если спрос на нее слаб, а производственные мощности задействованы не полностью) без опасения значительных потерь, как доли рынка, так и удельного объема на единицу продукции; 2) способностью разместить значительные объемы денежных поступлений (которые зачастую вызваны инфляцией, а не реальным ростом) в условиях незначительных дополнительных инвестиций в капитал. В последние десятилетия недальновидные руководители, сосредоточиваясь на возможности поглощения компаний, отвечающих исключительно этим требованиям, достигли превосходных результатов. Однако компаний, обладающих обеими характеристиками, не так уж много, в то время как конкуренция при покупке таких предприятий становится жесткой и даже пагубной.

Ко второй категории относятся компании, управляемые суперзвездами — людьми, которые в состоянии признать, что принцесса, замаскированная под жабу, явление редкое, но их управленческие способности

позволяют сорвать эту маску. Мы восхищаемся такими менеджерами, как Бен Хайнеман из Northwest Industries, Генри Синглетон из Teledyne, Эрвин Забан из National Service Industries и особенно Том Мерфи из Capital Cities Communications (настоящий мастер управления, чьи усилия по поглощению были главным образом сосредоточены на Категории 1 и чьи таланты управляющего делают его лидером Категории 2). Основываясь на своем опыте и опыте других, нельзя не признать трудность и редкость достижений этих руководителей. (Они тоже признают редкостность такого явления: за последние годы эти чемпионы заключили очень мало сделок и часто считали выкуп собственных акций самым разумным использованием корпоративного капитала.)

К сожалению, ваш председатель не попадает в Категорию 2. И несмотря на достаточно хорошее понимание экономических факторов, способствующих формированию Категории 1, наша фактическая деятельность по поглощению в этой категории была малоэффективной и носила случайный характер. Наставления были лучше, чем результаты. (Мы пренебрегли принципом Ноя: предсказание дождя не в счет, а вот построение ковчегов — это да!)

Время от времени мы пробовали покупать жаб по цене покупки, результаты этого отражены в прошлых отчетах. Разумеется, наши поцелуи пошли прахом. Мы хорошо сработали лишь с несколькими принцессами, которые, впрочем, стали принцессами только после покупки. По крайней мере, наши поцелуи не превращали их в жаб. И наконец, нам иногда удавалось преуспеть в покупке части «легко узнаваемой принцессы» по цене жабы.

В 1983 г. Berkshire и Blue Chip рассматривают возможность слияния. Если такое случится, должен быть произведен обмен акциями, основанный на идентичном методе оценки стоимости обеих компаний. Еще одной причиной значительного объема выпуска акций самой Berkshire либо ее дочерними компаниями в течение срока пребывания ныне действующего правления было слияние в 1978 г. компании Berkshire с Diversified Retailing Company.

При выпуске акций мы исходим из простого основного правила: мы будем выпускать акции только при условии, что получим такую же внутреннюю стоимость на акцию, какую определим сами. Конечно, это кажется очевидным. Какой смысл, спросите вы, кому-то выпускать долларовые банкноты в обмен на 50-центовые монеты? К сожалению, немало управляющих компаниями готово пойти на это.

Первое, что эти руководители могут сделать при поглощении, — использовать денежные фонды или заемные средства. Но часто желания генерального директора значительно превосходят ресурсы денежных фондов и кредитов (у меня это всегда так). Кроме того, это зачастую случается, когда его собственная компания продается по цене значитель-

но ниже своей внутренней стоимости. В подобной ситуации возникает момент истины. В этот момент, как говорил Йоги Берра, «вы можете узреть многое, просто наблюдая». Акционерам тогда станет ясна цель, которую преследует руководство компании, — расширение подконтрольной сферы или поддержка благосостояния собственников.

Необходимость выбирать между этими целями вызвана следующей причиной: на фондовом рынке компании часто продаются ниже своей внутренней стоимости. И когда компанию желают полностью продать, то во время переговоров об условиях сделки оговаривается, в какой валюте будет получена полная стоимость бизнеса. Если оплата производится деньгами, расчет получаемой продавцом стоимости довольно прост. Если валютой являются акции покупателя, то и в этом случае расчеты продавца не слишком сложны: достаточно подсчитать в денежном эквиваленте рыночную стоимость того, что должно быть получено в акциях.

Между тем у покупателя, который в качестве валюты для покупки хочет использовать собственные акции, не будет никаких проблем, если акции продаются на рынке по полной внутренней стоимости. Но предположим, что их цена соответствует только половине внутренней стоимости. В этом случае покупатель сталкивается с не очень приятной перспективой использования существенно недооцененной валюты для осуществления покупки.

Ирония в том, что, будь покупатель продавцом *всего* своего предприятия, он также вполне мог бы вести переговоры о получении полной внутренней стоимости компании и получить ее в конечном итоге. Но когда компания-покупатель осуществляет частичную продажу самой себя — *чему и равняется объем выпускаемых акций для осуществления поглощения,* — то получит стоимость своих акций не выше той, что обусловлена рынком.

Приобретатель, однако, идет до конца, и все заканчивается тем, что он использует недооцененную валюту (т.е. рыночную стоимость), чтобы заплатить за оцененную в полную стоимость собственность (т.е. по договорной стоимости). В результате покупатель должен заплатить 2 долл., чтобы в итоге получить 1 долл. В таких обстоятельствах отличное предприятие, купленное по справедливой цене продажи, становится очень невыгодным приобретением. Так, золото, оцененное как золото, не может быть никакими хитрыми комбинациями приобретено по цене свинца.

Как бы то ни было, жажда размера и действий достаточно сильна, и потому руководство компании-приобретателя обязательно предоставит широчайший ассортимент разумных доводов в пользу выпуска акций, пагубного, на самом деле, для стоимости. А доброжелательные инвестиционные банкиры снова убедят их в обоснованности действий (не спрашивайте парикмахера, нужна ли вам стрижка).

Несколько излюбленных разумных доводов, используемых руководителями при выпуске акций.

— «Компания, которую мы покупаем, будет стоить гораздо больше в будущем». (Возможно, то же самое произойдет и с долей в старом бизнесе, которая предлагается в уплату; перспективы, безусловно, влияют на оценку бизнеса. Но если *2x* предлагают за *x,* то дисп ропорция сохранится и при удвоении стоимости обеих частей.)
— «Мы должны расти». (Кто, спрашивается, эти «мы»? Что каса ется акционеров, реальность такова, что при выпуске акций стоимость компании уменьшается. Случись завтра компании Berkshire выпустить акции для осуществления какого-либо пог лощения, она имела бы в собственности все, что имеет в насто ящее время, плюс новое предприятие, однако *ваше* (акционеров) долевое участие в таких трудно совместимых компаниях, как See's Candy Shops (производство кондитерских изделий), National Indemnity (страхование) и др., автоматически сократилось бы. Если ваша семья имеет в собственности ферму площадью 120 акров и вы приглашаете соседа с 60 акрами сопоставимой по качеству земли для слияния в равное товарищество (управлять которым будете вы), ваша подконтрольная сфера увеличится до 180 акров, но при этом доля площадей и зерновых вашей семьи сократится на 25%. Управляющим, которые хотят расширить подконтрольную сферу за счет владельцев, следовало бы поду мать о карьере государственного служащего.)
— «Наши акции недооцениваются, и мы минимизировали их ис пользование в этой сделке, но нам нужно выплатить акционерам, которые продают, 51% акциями и 49% денежными средствами, для того чтобы некоторые из них смогли осуществить желаемый не облагаемый налогом обмен». (Этот аргумент говорит лишь о том, что удержание на низком уровне количества выпускаемых акций выгодно покупателю — и это нам нравится. Но если для прежних владельцев чревато использование 100% акций, то весьма вероятно, что то же самое коснется 51%. В конце концов, человек ведь в любом случае не придет в восторг, если лужайку у его дома испортит спаниель, а не, допустим, сенбернар. Поже лания продавцов не могут быть определяющим фактором инте ресов покупателя, ведь что случилось бы (не дай бог, конечно), если бы продавец стал настаивать на том, чтобы слияние про изошло при условии отставки генерального директора?)

У прежних владельцев есть три способа избежать снижения стоимости, когда акции выпущены для поглощения. Один из них — слияние по принципу «внутренняя стоимость за внутреннюю стоимость», что

и намереваются сделать компании Berkshire и Blue Chip. Такое слияние — попытка быть справедливыми по отношению к акционерам *обеих* сторон, когда доля каждого определяется исходя из внутренней стоимости компании. Слияние компаний Dart Industries-Kraft и Nabisco-Standard Brands, казалось, проходит по этому пути, между тем оно лишь исключение из правил. Дело не в том, что приобретатели хотели бы избежать подобных сделок. Дело в том, что подобные сделки очень трудно осуществить.

Второй способ применяется, когда акции покупателя продаются по внутренней стоимости или выше. В этом случае использование акций как валюты действительно может увеличить благосостояние владельцев компании-приобретателя. Слияние многих компаний осуществлялось таким путем в 1965-1969 гг. Но уже с 1970 г. в большинстве случаев результаты были обратными: акционеры *поглощенной* компании получали обесцененные деньги (зачастую вследствие сомнительного бухгалтерского учета и рекламных кампаний), естественно, подобные сделки приводили к потерям. В течение последних лет второй метод был доступен узкому кругу крупных компаний. Исключением, прежде всего, были компании модной или рекламной индустрии, которые рынок временно оценивает на уровне внутренней стоимости или выше.

Третье решение для покупателя — не останавливаться на поглощении и впоследствии выкупить количество акций, равное выпущенному при слиянии. Таким образом, то, что первоначально было слиянием по принципу «акции за акции», может быть эффективно преобразовано в слияние по принципу «денежные средства за акции». Выкуп является компенсацией за ущерб. Внимательные читатели правильно предположат, что мы скорее предпочтем выкуп, который непосредственным образом увеличивает состояние собственников, нежели покупки, которые просто компенсируют ранее нанесенный ущерб. И это естественно, ведь забивать мяч — занятие гораздо более веселое, чем отыгрывать его. Но когда «мяч отыгран», мы настоятельно рекомендуем компенсирующий выкуп, который превращает скучную сделку с акциями в справедливую сделку с денежными средствами.

Создается впечатление, что использование терминологии, употребляемой при слияниях компаний, намеренно все запутывает и способствует иррациональным действиям руководства. Например, разводнение, т.е. снижение дохода на акцию или балансовой стоимости акции в результате увеличения количества акций в обращении, обычно тщательно рассчитывается на предварительной основе как для балансовой стоимости, так и для текущего дохода на акцию. Особый акцент делается на более позднюю статью. Когда с точки зрения компании-приобретателя доход отрицательный (разводненный), объяснения в свое оправдание (про себя, конечно,

если вообще будут какие-либо оправдания) — со временем все обойдется и дебет с кредитом сойдется. (В то время как на практике дела часто идут из рук вон плохо, в планах они всегда просто великолепны, поэтому, если генеральный директор явно неровно дышит к возможности поглощения, подчиненные и консультанты снабдят эти планы всем необходимым, чтобы дать рациональное объяснение любой цене.) А если расчеты дают немедленные положительные результаты для покупателя (иными словами, неразводненный доход), то тут любые комментарии излишни.

Внимание, уделяемое этой форме разводнения, чрезмерно: текущая прибыль на акцию (или даже прибыль на акцию в следующие несколько лет) — важная переменная в большинстве случаев оценки стоимости компании, но отнюдь не «всесильная».

Было множество слияний, неразводненных в узком смысле, которые оказались пагубными для стоимости компании-покупателя. В то же время другие слияния, которые разводнили текущий и краткосрочный доход на акцию, фактически увеличили стоимость. Что действительно важно, является слияние разводненным или неразводненным в отношении внутренней стоимости компании (уравнение со многими переменными). Мы считаем, что с этой точки зрения расчет разводнения крайне важен (но его слишком редко делают).

Вторая проблема с терминологией касается уравнения обмена. Если компания *А* объявляет, что выпустит акции, чтобы произвести слияние с компанией *Б,* об этом говорят обычно так: «Компания *А* поглощает компанию Б» или: «Б продается Л». Более неуклюжая, но более точная формулировка в данном случае: «Часть *А* продана для поглощения Б» или: «Владельцы Б получают часть *А* в обмен на свою собственность». В торговле то, что вы даете, столь же важно, как и то, что вы получаете, даже когда окончательное согласие еще не получено. Последующие продажи обыкновенных акций или выпуск конвертируемых ценных бумаг, как с целью финансирования сделки, так и с целью укрепления баланса, должны быть полностью учтены при оценке первоначального поглощения. (Если корпоративному спариванию суждено завершиться корпоративной беременностью, это нужно осознать до экстаза.)

Менеджеры и члены совета директоров могли бы усилить остроту мышления, задав себе вопрос: продадут ли они 100% своего предприятия на тех же самых условиях, на которых их просят продать лишь часть его? И если не совсем умно продавать все на таких условиях, то они должны спросить себя, умно ли продавать часть. Комки накапливающихся мелких управленческих глупостей приведут к лавине глупости, но уж никоим образом — к великому триумфу. (Лас-Вегас построили на целых состояниях, которые проигрывались лишь потому, что люди участвовали в незначительных на первый взгляд невыгодных капитальных операциях.)

Соотношение «отдать/получить» легче всего можно рассчитать на примере зарегистрированных инвестиционных компаний. Предположим, инвестиционная компания *X,* продаваемая по цене 50% номинальной стоимости активов, хочет осуществить слияние с инвестиционной компанией У. Предположим также, что компания *X* в связи с этим решает выпустить акции по рыночной стоимости 100% номинальной стоимости активов компании У. В результате такого обмена акций *X* обменяла бы 2 долл. своей бывшей внутренней стоимости на 1 долл. действительной внутренней стоимости У. Протесты не замедлили бы посыпаться как от акционеров *X,* так и от Комиссии по ценным бумагам и биржам, которая следит за законностью слияний зарегистрированных инвестиционных компаний. Заключение такой сделки просто не допустили бы.

В случае производственных компаний, компаний сферы обслуживания, финансовых компаний и т.д. стоимость, как правило, не так точно высчитывается, как в случае с инвестиционными компаниями. Тем не менее мы были очевидцами, как слияния в этих отраслях наносили значительный ущерб стоимости компаний-приобретателей, подобно описанному выше гипотетическому примеру. Этого ущерба можно избежать при условии, что руководители и члены совета директоров будут оценивать законность любой сделки, используя один критерий для обеих компаний — приобретателя и продавца.

Наконец, следует сказать несколько слов об эффекте «двойного удара», который наносит владельцам компании-приобретателя разводнение стоимости акций. Первый удар — потеря внутренней стоимости компании, это происходит непосредственно во время слияния. Второй удар — корректировка в сторону понижения, что вполне естественно при рыночной оценке уже разводненной стоимости бизнеса. Поскольку настоящие и будущие владельцы не станут, конечно, платить столько же за активы, находящиеся в распоряжении руководства, которое просто разрушает эти самые активы вследствие непродуманного выпуска акций, сколько они заплатят за активы, управляемые грамотными и талантливыми специалистами. Если, конечно, они не питают явной неприязни к самим себе. Когда руководство компании глухо к интересам владельцев, акционеры понесут убытки из-за того, что соотношение цены и стоимости будет не в пользу их акций (относительно других), и не важно, уверяет ли руководство, что их действия, приведшие к разводнению, были случаем единичным и больше не повторятся.

Эти уверения воспринимаются рынком как заверения официанта, что таракан в салат попал случайно и что это случилось в первый и последний раз. Такие объяснения, даже из уст другого официанта, не могут остановить снижение спроса (следовательно, и рыночной стоимости) на салаты как со стороны возмущенного клиента, так и его соседей, обдумывающих заказ.

При прочих равных условиях, самый высокий курс акций на фондовом рынке относительно внутренней стоимости — у компаний, руководители которых демонстрировали явное нежелание выпускать в любой момент акции на условиях, не выгодных владельцам этих компаний.

Я упоминал, что при поглощениях мы предпочитаем использовать денежные средства, а не акции Berkshire. Причины станут понятны после изучения отчета: если объединить все наши слияния компаний с использованием только акций (исключая проведенные с двумя дочерними компаниями - Diversified Retailing и Blue Chip Stamps), обнаружится, что ущерб нашим акционерам нанесен несколько больший, чем если бы я вообще не проводил эти сделки. Хотя мне больно это говорить, но, выпустив акции, я потратил ваши деньги. Вам следует знать одно: это случилось не потому, что мы были каким-то образом введены продавцами в заблуждение, и не потому, что они были не способны после слияния квалифицированно управлять компанией. Напротив, при переговорах о сделке продавцы были абсолютно беспристрастны и честны, а после — энергичны и эффективны.

Проблема же состоит в том, что мы владеем действительно изумительной группой предприятий, а это означает, что обмен части их на что-то новое почти никогда не имеет смысла. Выпуская при слиянии акции, мы тем самым уменьшаем вашу долю участия во всех компаниях, акциями которых мы владеем (Coca-Cola, Gillette и American Express), а также во всех наших замечательных фирмах-производителях. Пример из области спорта поможет понять трудности, с которыми мы сталкиваемся: для бейсбольной команды приобретение игрока, который, как ожидается, способен выбить 350 очков, почти всегда замечательная сделка, конечно, если ей не приходится по условию договора отдать игрока, способного выбить 380 очков. Поскольку в нашем списке игроки, выбивающие 380 очков, мы попытались заплатить за поглощения наличностью, что значительно улучшило наши результаты. Начиная с National Indemnity в 1967 г. и продолжая See's, Buffalo News, Scott Fetzer и GEICO, мы приобрели за деньги немало крупных предприятий, деятельность которых, с тех пор как мы купили их, стала невероятно успешной. Эти поглощения добавили Berkshire огромную стоимость — гораздо большую, если честно, чем я ожидал при покупке.

Мы считаем для себя почти неприемлемым «сбывать подороже» наши нынешние компании и их административный состав. В отличие от племянника короля Артура Мордреда, о котором Гиневра сказала: «Все, что я могу сказать о нем, это то, что ему суждено удачно жениться. Любая женщина выше его», для Berkshire удачно жениться — дело весьма непростое.

При изучении слияний и поглощений компаний многие управленцы, как правило, сразу обращают внимание на то, является ли сделка разводняющей или не разводняющей доход на акцию (или, как говорят в финансовых учреждениях, балансовую стоимость в расчете на акцию). Подобное внимание представляет немалую опасность. Представьте только, что 25-летний студент первого курса делового администрирования MBA подумывает о слиянии своих будущих экономических интересов с интересами 25-летнего поденщика. Студент MBA, не получающий зарплату, обнаружит, что в результате слияния его как актива с активами поденщика по принципу «акции за акции» доход его в ближайшее время вырастет (и очень неплохо!). Но что может быть для студента глупее, чем подобная сделка?

В корпоративных сделках для потенциального покупателя также глупо концентрироваться на текущем доходе, когда у предполагаемого объекта поглощения другие перспективы, другое сочетание операционных и неоперационных активов либо другая структура капитала. Berkshire отказалась от многих слияний и поглощений, которые значительно повысили бы текущий и краткосрочный доход, но уменьшили бы внутреннюю стоимость на акцию. Мы последовали совету хоккеиста Уэйна Гретски: «Двигайтесь туда, где будет шайба, а не туда, где она есть». В результате наши акционеры теперь на много миллиардов долларов богаче, чем если бы мы использовали стандартный механизм.

Печально, но факт — самые крупные поглощения демонстрируют просто вопиющее нарушение баланса: с одной стороны, они являются золотым дном для акционеров компании-приобретателя, они увеличивают доход и статус руководства компании, они просто «горшочек меда» для инвестиционных банкиров и других профессионалов с обеих сторон. Однако, с другой стороны, они, увы, обычно уменьшают состояние акционеров компании-покупателя и зачастую — значительно. Это происходит потому, что для покупателя вполне типичная ситуация — отдавать большую внутреннюю стоимость, чем получать. «Сделайте это в достаточном количестве, — говорит Джон Медлин, бывший глава Wachovia Corp., — и считайте, что запустили "письмо счастья" в обратном направлении».

В долгосрочной перспективе квалификация руководства компании в вопросах распределения капитала оказывает огромное влияние на внутреннюю стоимость компании. Почти по определению действительно хорошее предприятие приносит гораздо больше денег (по крайней мере, спустя несколько лет после основания), чем оно может использовать для внутренних нужд. Компания могла бы, разумеется, распределить деньги среди акционеров в виде дивидендов или потратить на выкуп акций. Но часто вместо этого генеральный директор просто спрашивает отдел стратегического планирования, консультантов или инвестиционных банкиров, имеет ли смысл, с их точки зрения, предпринять одно-два

поглощения. Это все равно, что спросить дизайнера интерьера, нужен ли вам ковер за 50 000 долл.

Проблема поглощения часто рассматривается с биологической точки зрения: многие генеральные директора достигают своего положения отчасти благодаря избытку жизненных сил и самомнению. Ведь если руководящий работник изначально наделен этими качествами в достатке, что, надо признать, иногда весьма полезно, то они никуда не исчезнут и после того, как он получит высокий пост. И вот когда такого генерального директора консультанты поощряют к заключению сделок, его реакция будет такой же, как у подростка, которому отец дает добро на нормальную сексуальную жизнь. В таком деле, только скажи — уговаривать не надо.

Несколько лет назад один мой друг, генеральный директор, неумышленно описал (в шутку, сразу оговорюсь) всю патологию многих крупных сделок. Друг управлял компанией, которая занималась страхованием собственности от несчастных случаев. Он объяснял своим директорам, почему хотел приобрести некую компанию, занимавшуюся страхованием жизни. После довольно неубедительного бурчания об экономической и стратегической подоплеке своего стремления он внезапно отступил от сценария и с озорным видом просто сказал: «Да ладно вам, ребята, у всех уже такая есть».

А в Berkshire наши руководители по-прежнему получают незаурядные доходы от заурядных на первый взгляд предприятий. В качестве первого шага эти руководители будут искать способы оптимальным образом использовать прибыль своих компаний, а то, что останется неиспользованным, они отдадут нам с Чарли. Мы, в свою очередь, попытаемся использовать эти средства таким образом, чтобы увеличить внутреннюю стоимость на акцию. Наша цель будет состоять в том, чтобы поглотить часть предприятия или все предприятие, в деятельности которого, как нам кажется, мы разбираемся, имеющего хорошие устойчивые экономические показатели и возглавляемое симпатичными нам руководителями, кем мы восхищаемся и кому доверяем.

B. *Продуманный выкуп акций против «зеленого шантажа *»* **

Тот факт, что мы одобряем практику выкупа акций, основанную на взаимосвязи цена/стоимость, не означает, что мы каким-то образом поддерживаем «зеленый шантаж» — практику, которую считаем отврати-

**Ситуация, при которой большой пакет акций держит недружелюбно настроенная компания, что вынуждает «целевую» компанию выкупать акции со значительней премией, чтобы избежать поглощения. — *Прим. пер.*

**1984.

тельной. В таких сделках обе стороны преследуют собственные цели, используя ничего не подозревающую доверчивую третью сторону. Игроки:

1) «акционер-вымогатель», который еще до того, как высохнут чернила на его свидетельстве на акции, передает послание «кошелек или жизнь» руководству компании;
2) инсайдеры компании, которые ищут мира любой ценой, если, конечно, платят за это не они;
3) акционеры, деньги которых используют игроки 2, чтобы про гнать игроков 1. Когда «пыль осядет», мимолетный акционер-вымогатель заявит о «свободном предпринимательстве», руко водство-соучастник произнесет речь об «интересах компании», а невинный акционер, молчаливо стоящий в стороне, оплатит эту комбинацию.

С. Выкуп *с использованием заемных средств* *

Если успешное поглощение настолько трудно осуществить, как в таком случае объяснить недавний повсеместный успех большинства сделок по выкупу с использованием заемных средств? Ответ в значительной мере кроется в эффекте налога на прибыль и других таких же простых вещах. Когда в типовом выкупе с использованием заемных средств нормальный акционерный капитал компании замещается на 90% заимствованиями и на 10% новыми обыкновенными акциями:

1) совокупная рыночная стоимость всех новых обыкновенных акций вместе с новыми заимствованиями становится намного выше прежней рыночной стоимости всех прежде выпущенных обык новенных акций, потому что существующий поток прибыли до налогообложения больше не приходится делить с налоговыми инспекторами, которым ранее зачастую доставалось больше денег в год, чем получали акционеры;
2) даже после перераспределения выигрыша от снижения налога на прибыль в пользу бывших акционеров путем выплаты им сверх высокой отступной цены оставшаяся часть выигрыша приводит к тому, что стоимость новых обыкновенных акций (которые теперь во многом стали спекулятивным варрантом с хорошими услови ями) оказывается значительно более высокой, чем когда были подписаны все документы на поглощение;

1989 г., письмо Чарльза Т. Мунгера акционерам компании Wesco Financial Corporation. Перепечатано с разрешения автора.

3) новые «владельцы» тогда прибегли к стратегиям, которые труд но не только разработать, но и осуществить:
   — они отказались от многих расходов, которых можно без ущер ба избежать (в значительной степени, это расходы на персонал), и от неприбыльных секторов, которые в определенном сочета нии накладывают на преуспевающие корпорации (включая нашу) «колдовские чары лености» и бездумья, «творят мило сердие» к людям и через данную жертву и благоприятные дол госрочные перспективы оправдывают жертву принесенную;
   — они распродали несколько предприятий по сверхвысоким ценам, демонстрируя порой самую незатейливую микроэко номическую проницательность, продав их прямому конку ренту, а иногда неконкурирующей компании-покупателю (которую довольно легко, удивительное дело, найти), не находящейся в собственности руководства, которая желает заплатить почти столь же высокую цену, что и компания-конкурент;
4) новые «владельцы» тогда должным образом извлекали пользу не только из налогового эффекта и других простых действий по реорганизации, описанных выше, но также из волшебного эффекта надбавки на стоимость компании при крайне высоком финансовом левередже во время длительного делового бума, сопровождаемого подъемом фондового рынка.

Нужно ли стране, чтобы многие (или даже все) крупные компании всегда, а не только в исключительных ситуациях, имели очень высокую долю заемных средств в капитале, — интересный социальный вопрос. Разве в капиталистической системе не очевидно, что социальная функция компаний состоит в том, чтобы быть финансово состоятельными, что позволит им действовать в качестве амортизаторов во время кризисов, защищая тем самым зависимых от них работников, поставщиков и потребителей, хотя бы отчасти, от резких изменений? Прав был Бенджамин Франклин, когда выразил народную мудрость в *Альманахе бедного Ричарда:* «Пустому мешку трудно стоять прямо». Не является ли слабая компания, под завязку набитая долгами, социальной аллегорией моста с недостаточным резервом конструкционной прочности? Учитывая тот факт, что выкуп с использованием заемных средств имеет определенное благотворное воздействие (в той же мере, как и наоборот) на финансовые результаты в долгосрочной перспективе, сколько тысяч дееспособных людей мы желаем вовлечь в показушную реструктуризацию компании, которая 1) уменьшает налог на прибыль, 2) часто испытывает на грани фола прочность антимонопольных законов и 3) сосредоточивает внимание деловых кругов на краткосрочном потоке денежных средств для

инвестирования, чтобы с помощью этих денежных средств снизить гнетущий уровень задолженности? И наконец, как говорит (не ручаюсь за дословную трактовку) профессор школы права Колумбийского университета Лу Левенштайн: «Мы действительно хотим, чтобы все коммерческие предприятия, будучи важными социальными учреждениями, непрерывно продавались, как контракты на часть свиной туши, идущей на производство бекона?»

Итак, ответив на социальные вопросы, мы лучше понимаем три аспекта данной ситуации. Во-первых, влияние налогового эффекта настольжо существенно в операциях по выкупу с использованием заемных средств, что успех сделок вовсе не означает, что все будет легко и при обычных поглощениях компаний. Во-вторых, орды спекулянтов в такого рода сделках теперь вместе с нами увеличивают общий уровень цен на поглощения в ущерб другим потенциальным покупателям, включая компанию Wesco, которая не желает максимизировать налоговые выгоды через максимизированное заимствование. И в-третьих, эти спекулянты не исчезнут до тех пор, пока существуют нынешние законы, разрешающие заключать подобные сделки. Согласно этим законам у таких игроков в наличии не просто фиговый листок, а реальные преимущества, которые и способствуют их деятельности. Даже при том, что позор и неудачи уменьшат их число, а цены при сделках по выкупу упадут, капитализированная стоимость, сокращающая налог на прибыль, попрежнему сохранится. Следовательно, для сделок останется достаточно вполне обоснованного стимула. Конечно, немало превратностей ожидает «джинна» сделок выкупа за долги, но в бутылку он не вернется до тех пор, пока ему не прикажут новые законы.

Надо сказать, что причины, по которым спекулянты предлагают высокие цены, не ограничиваются теми преимуществами, которые они получают благодаря налоговому закону и готовности реорганизовать компании быстро и без особой щепетильности. Еще ряд причин кроется в самой структуре, типичной для главных партнеров с неограниченной имущественной ответственностью товариществ по выкупу с привлечением заемных средств, — они практически не рискуют собственными средствами (принимая во внимание и денежный взнос), в то время как возможная прибыль весьма значительна. Все это сильно напоминает деляг, добывающих и продающих сведения о лошадях перед скачками на ипподроме. А кто-нибудь видел, чтобы эти ребята мешали клиенту делать как можно больше ставок?

Компании Wesco чужды правила выкупа с использованием заемных средств, для нее стоящее поглощение всегда было жесткой игрой. А за последние годы эта игра стала напоминать ловлю форели на озере Лич в штате Миннесота, где один из первых моих деловых партнеров Эд

Хоскинс разговаривал со своим индейским проводником. Беседа была примерно такого содержания:

— В этом озере хоть одну форель поймали?

— Ни в каком другом озере во всем штате Миннесота не поймали форели больше, чем здесь. Это озеро славится своей форелью.

— Как долго ты рыбачишь здесь?

— 19 лет.

— И сколько форели поймал?

— Ни одной.

Когда руководство принимает нашу точку зрения, можно благополучно избежать всех «подводных камней» в сделках по поглощению компаний. Будь то по той причине, что для других, как нам хочется думать, игра слишком жесткая, или же потому, что игра слишком жесткая для нас. Как бы то ни было, результат для акционеров Wesco одинаков: меньше вразумительных действий, чем нам всем хотелось бы. Одно утешает: крупные непоправимые, когда уже действительно ничего нельзя сделать, беды при поглощениях редко происходят из-за людей, которые считают, что игра в поглощение — нечто вроде ловли рыбы в озере Лич.

D. *Разумная политика поглощений* *

Может показаться странным, что мы так радовались в тот год, когда заключили три сделки по поглощению, учитывая, что на этих страницах подвергали сомнению действия по поглощению большинства руководителей. Отдохнув от хлопот по поглощению, мы с Чарли, однако, не утратили скептицизма: мы полагаем, что большинство сделок действительно наносят ущерб акционерам компании-приобретателя. Слишком часто оказываются справедливыми слова из известной оперы *«HMS Pinafore»:* «Вещи редко являются тем, чем они кажутся, — и молочная пенка выдает себя за сливки». Иными словами, продавцы и их представители неизменно представляют финансовые проекты, носящие скорее развлекательный характер, нежели просветительский. В умении представить все в розовом свете Уолл-стрит может потягаться даже с Вашингтоном.

И все-таки причины, заставляющие потенциальных покупателей лишь смотреть на эти проекты продавцов, остаются непонятными для меня. Мы с Чарли не удостаиваем их даже взгляда, всегда помня историю человека, у которого была хромая лошадь. Он пошел к ветеринару и

* 1995; 1991 (последний — с похожими версиями, начинающимися в 1982 г. и позднее).

спросил: «Вы можете помочь мне? Лошадь у меня то резво скачет, то хромать начинает». На что ветеринар ему ответил: «Конечно, помогу — когда лошадь будет резво скакать, продай ее». В мире слияний и поглощений такими «лошадьми» торгуют в розницу, выдавая их за великолепных рысаков.

У Berkshire такие же трудности в восприятии будущего, как и у склонных к поглощению компаний. Как и они, мы тоже сталкиваемся с типичной проблемой, которую продавец компании отлично осознает в отличие от покупателя, чем пользуется при выборе времени продажи — он всегда знает, когда компания будет «резво скакать».

Но даже в этом случае у нас есть несколько преимуществ, самое большое из которых состоит в том, что у нас *нет* стратегического плана. А значит, нам не нужно придерживаться какого-либо определенного курса (который почти всегда приводит к глупой цене покупки), но вместо этого мы можем просто решить, что действительно выгодно для собственников компании. При принятии решения мы всегда в уме сравниваем любые планируемые шаги, учитывая десятки возможных вариантов, включая покупку на фондовом рынке небольших долей лучших в мире предприятий. Наша система сравнения (поглощение либо пассивные инвестиции) редко используется руководителями, которые зациклены только на расширении.

В интервью журналу *Time* несколько лет назад Питер Друкер очень точно выразился по этому поводу: «Раскрою вам секрет: заключать сделки — лучше, чем просто работать. Заключать сделки забавно и приятно, а работа — дело пыльное. Руководить чем-либо — прежде всего, делать много тяжелой и кропотливой работы... заключать сделки — это романтично, сексуально. Именно поэтому заключается столько совершенно бессмысленных сделок».

Еще одно наше преимущество при поглощениях: в качестве оплаты мы можем предложить продавцам акции, за которыми стоит невероятное количество выдающихся компаний. Например, человек или семья, желающие избавиться от одного замечательного предприятия, но одновременно желающие отсрочить выплату подоходного налога на неопределеннее время, охотно склонятся к мнению, что акции Berkshire представляют собой чрезвычайно удобный вид владения. На самом деле, я считаю, что именно эти соображения сыграли важную роль в двух поглощениях в 1995 г., за которые мы заплатили акциями.

Продавцы нередко беспокоятся о том, что станет с их компаниями в корпорации: обеспечат ли достойные условия для продуктивной работы их менеджерам. И снова Berkshire предлагает нечто особенное. Нашим менеджерам свойственна необычайная самостоятельность в действиях. Кроме того, наша структура собственности позволяет продавцам быть

уверенными: если я говорю, что мы покупаем не для перепродажи, то это действительно так, а не иначе. Со своей стороны, мне нравится иметь дело с владельцами, которых волнует, что случится с их компаниями и людьми. Но, скорее всего, покупателю меньше всего хочется иметь дело с таким щепетильным продавцом, ведь простая продажа компании с аукциона доставляет меньше хлопот.

В дополнение ко всему прочему еще одним штрихом к нашему стилю поглощений является, конечно, интерес к не слишком маленьким сделкам. Если вы владеете или работаете на компанию, зарабатывающую 50 млн. долл. или больше до вычета налогов, и она при этом соответствует критериям, сформулированным ниже, позвоните мне. Обещаю, наш разговор останется в тайне. Если вы все еще не заинтересовались, занесите наше предложение в архивы своей памяти — пригодится, ведь вряд ли мы когда-либо потеряем интерес к компаниям с хорошими финансовыми результатами и грамотным руководством.

В заключение этого небольшого трактата о поглощениях я не могу не повторить занимательную историю, рассказанную мне в прошлом году руководителем одной компании. Предприятие, на котором он делал карьеру, было просто замечательным, неизменным лидером в своей отрасли. Одна беда — основная продукция этого предприятия была катастрофически внешне непривлекательна. Поэтому несколько десятилетий назад компания наняла консультанта по вопросам управления, который (разумеется!) посоветовал прибегнуть к диверсификации, тогдашней модной причуде (фокус тогда еще был не в моде). Вскоре компания приобрела множество компаний, в каждом случае после того, как консалтинговая фирма провела долгое (и дорогое) исследование в области поглощений. «И что в итоге? — печально произнес руководитель. — Когда мы только начинали, компания получала 100% прибыли от своей первоначальной деятельности. Десять лет спустя мы получаем 150%».

Это обескураживает, но является фактом. В четырех случаях, когда мы приобретали крупные компании, интересы которых представляли известные инвестиционные банки, лишь в одной из сделок инвестиционный банк сам вышел на нас. В остальных случаях непосредственно я или мой друг были инициаторами сделки уже после того, как банк начинал работать по собственному списку потенциальных приобретателей. Мы бы очень хотели, чтобы посредник зарабатывал свои комиссионные, думая о нас, а посему еще раз повторюсь, что мы ищем:

— крупные приобретения (по крайней мере, 50 млн. долл. до вычета налогов);

— очевидную стабильную доходность (будущие проекты для нас не представляют интереса, как и ситуации типа «благоприятный поворот»);
— предприятия с хорошей доходностью капитала при незначитель ном использовании заемных средств или вообще без их при влечения;
— компетентное руководство (мы это обеспечить не можем);
— несложная специализация компании (если в компании исполь зуется множество технологий, мы просто не разберемся в них);
— запрашиваемая цена (мы не хотим тратить впустую свое время и время продавца, ведя переговоры, даже предварительные, о сделке, цена которой неизвестна).

Кроме того, мы не ввязываемся во враждебные поглощения. При выполнении этих условий мы обещаем полную конфиденциальность и очень быстрый ответ (обычно в течение пяти минут) относительно того, интересует нас предложение или нет (в случае с H.H. Brown это заняло даже меньше пяти минут). Мы предпочитаем платить за покупку денежными средствами, но готовы рассмотреть и вариант выпуска акций при условии, что получим по внутренней стоимости компании столько же, сколько отдадим.

Наш любимый вид приобретения: руководство компании, одновременно являющееся и ее собственником, желает получить значительные денежные средства, иногда для себя, но чаще — для своих семей или пассивных акционеров. В то же время эти руководители хотят сохранить значительную долю собственников компании, чтобы и дальше управлять ею, как прежде. Со своей стороны мы предлагаем исключительно выгодные условия для таких собственников. Можете спросить тех, кто уже имел с нами дело, чтобы убедиться в этом.

Нам с Чарли часто предлагали сделки по поглощению, которые даже отдаленно не соответствовали нашим требованиям. Забавно, но мы вдруг обнаружили: если вы даете объявления о покупке колли, вам обязательно позвонят и попытаются продать кокер-спаниелей. Строка из песни в стиле кантри как нельзя лучше выражает наши ощущения по поводу новых венчурных предприятий, благоприятных поворотов или продаж по типу аукциона: «Когда не звонит телефон, ты знай — это я»*.

Помимо заинтересованности в поглощении компаний, описанных выше, мы также проявляем интерес к договорным покупкам крупных, но не контрольных пакетов акций, сопоставимых с теми, какими мы

В 1988 и 1989 гг. последняя фраза *была* такой: «Наш интерес в новых венчурных предприятиях, благоприятных исходах или продажах по типу аукциона может лучше всего быть выражен голдвинизмом: «Пожалуйста, включите меня мимо списка».

владеем в Capital Cities, Salomon, Gillette, USAir, Champion и American Express. Однако нас не привлекают предложения о приобретениях, которые мы могли бы сами найти на фондовом рынке*.

E. *Продавая компанию* **

Большинство владельцев компаний тратят лучшую часть своей жизни на создание компании. Путем бесконечных повторений они оттачивают свои умения и навыки в мерчендайзинге, поглощениях, подборе персонала и т.д. Все это — процесс обучения, и ошибка, совершенная в процессе, впоследствии зачастую становится залогом профессионализма и успеха.

Собственники-управляющие, напротив, продают свое дело только однажды — и нередко в эмоционально тягостной обстановке, под давлением со всех сторон. Нередко это давление оказывают в основном брокеры, комиссионные которых зависят от доведения сделки по продаже до конца, независимо от ее последствий как для покупателя, так и для продавца. Тот факт, что решение важно для владельца и с финансовой, и с личной точки зрения, значительно увеличивает подверженность ошибкам во время сделки. И эти ошибки, допущенные в процессе продажи («что случается только один раз в жизни») компании, очень часто оказываются непоправимыми.

Цена — очень важный, но не всегда решающий аспект продажи. Вы и ваша семья владеете уникальным, единственным в своем роде предприятием, и любой покупатель признает это. Это также вид коммерческой деятельности, который с годами будет становиться все более прибыльным. Поэтому если вы решите не продавать сейчас, то со временем ваши шансы больше заработать на этом увеличатся. Осознав это, можно не спешить с продажей и выбрать покупателя, который вам нравится.

Если же вы все-таки решили продавать, то, как мне кажется, Berkshire Hathaway является подходящим вариантом, предлагая ряд преимуществ, которых нет у большинства других покупателей. Этих покупателей можно отнести к следующим категориям.

— Компания находится в другом регионе, но работает в вашей или аналогичной сфере деятельности. У такого покупателя, независимо от данных обещаний, обязательно найдутся управленцы, которые уверены, что знают, как на самом деле надо руководить

* В более поздних письмах есть фраза: «Чем больше компания, тем больше наш интерес. Мы хотели бы осуществить поглощение где-то в пределах 5-20 млрд. долл.».

** Приложение *B* 1990 г. — форма письма, разосланного потенциальным продавцам компаний; 1999.

вашей компанией, и рано или поздно захотят оказать посильную практическую «помощь» в этом. Если компания-приобретатель крупнее, то у нее, как правило, в распоряжении находится целый взвод управленцев, завербованных за годы работы, которых заманили, в том числе и обещаниями, что их назначат руководить приобретенными компаниями. У них свой взгляд на вещи, и, даже если вы добиваетесь несомненно лучших финансовых результатов, в какой-то момент человеческая природа возьмет свое, заставив их поверить, что их методы работы гораздо эффективнее. Скорее всего, у вас есть друзья или знакомые, которые имели опыт продажи фирмы крупным компаниям, и я подозреваю, что на их опыте подтверждается склонность контролирующей компании брать бразды правления дочерними компаниями в свои руки, особенно если знакома специфика отрасли или, по крайней мере, кажется знакомой. — Финансовый комбинатор, всегда оперирующий большими суммами заемных средств. В его планах — перепродажа публичной либо другой компании в благоприятный момент. Очень часто самое большое, что он удосужится сделать, — сменить методы бухгалтерского учета компании только для того, чтобы показатели прибыльности были представлены в наиболее выгодном свете, прежде чем ему удастся благополучно избавиться от нее. Подобные сделки становятся все более частым явлением из-за подъема фондового рынка и огромных финансовых ресурсов, доступных для таких сделок.

Если все, что хотят владельцы (а таковых большинство), это обменять акции на деньги, а участь компании для них не имеет значения, такой тип покупателей вполне пригоден. Но если для владельцев компания представляет собой плод творческой работы целой жизни и является неотъемлемой частью их личности и смыслом жизни, то лучше поискать других покупателей. Berkshire в этом смысле — не совсем типичный «покупатель». Мы покупаем предприятие с намерением оставить его, и в головной организации у нас нет (в том нет и нужды) ответственных за управление поглощенными компаниями. Все компании, которыми мы владеем, имеют очень высокую степень автономности. В большинстве случаев руководство крупных предприятий, находившихся в нашей собственности в течение многих лет, не бывало в Омахе и даже не встречалось друг с другом. После того как мы покупаем фирму, за продавцами сохраняется право руководить ею — скорее мы приспосабливаемся к их методам, чем наоборот.

И у нас нет никого (подобно, например, семьям, недавно нанявшим специалистов со степенью MBA и т.д.), кому мы обещали бы в перепек-

тиве руководство фирмой, которую выкупили у собственников-управляющих. И не будет.

Вы знаете о некоторых наших прошлых приобретениях. Я прилагаю список всех, у кого мы когда-либо покупали компанию, и вы можете осведомиться у них, насколько сказанное мной совпадает с действительностью. Особенно поинтересуйтесь у тех немногих, чью деятельность нельзя было назвать успешной, чтобы понять, как мы вели себя в неблагоприятных условиях.

Любой покупатель скажет вам, что он нуждается в вас лично, и если он действительно деловой человек, то он, весьма вероятно, действительно нуждается в вас. Однако у очень многих покупателей по причинам, о которых уже говорилось выше, слова расходятся с делом. Мы же будем поступать так, как и обещали, не только чтобы сдержать обещание, но и из практических соображений — для достижения наилучших результатов деятельности.

Именно этим практическим соображением объясняется, почему мы хотели бы, чтобы члены семьи, осуществляющие управление компанией, сохранили долю в ней в размере 20%. Нам нужно 80%, чтобы консолидировать прибыль в целях налогообложения, — немаловажный для нас шаг. Нам важно, чтобы собственники, одновременно руководящие компанией, оставались ими. Объясняется это просто — мы не спешим с покупкой, если не уверены, что ключевые члены существующего правления не будут нашими партнерами. Поскольку договоры о найме не могут долго гарантировать заинтересованность в успешности деятельности, мы будет полагаться на слова.

Моя сфера деятельности — размещение капитала, отбор и вознаграждение главных лиц компании, в компетенции которых уже все остальные кадровые решения, стратегии хозяйственной деятельности и т.д. Ряд руководящих сотрудников Berkshire обсуждают со мной некоторые из своих решений, другие же не делают этого. Это зависит от них лично и в какой-то мере от сложившихся между нами отношений.

Если вы решаете, иметь ли дело с Berkshire, имейте в виду, что мы платим деньгами и что ваша компания ни в коем случае не будет использоваться Berkshire как дополнительное обеспечение для ссуды. Мы не привлекаем брокеров.

Кроме того, никогда не случится, что после объявления о сделке покупатель пойдет на попятную или начнет предлагать внести различные поправки в договор (с извинениями, конечно, и с объяснением, что винить-то следует банки, адвокатов, совет директоров и т.д.). И наконец, вы будете точно знать, с кем имеете дело. Не произойдет и такого, что переговоры о сделке вел один руководящий сотрудник, а несколько лет спустя должность займет совсем другой. Или что президент компании с

печалью в голосе скажет вам, что та или иная перестановка произошла по требованию совета директоров (возможно, что по их же требованию произойдет продажа вашей компании для финансирования каких-то новых проектов контролирующей компании).

Было бы честно сказать, что, продав свое дело, богаче, чем сейчас, вы не станете. Имея в собственности компанию, вы уже грамотно инвестируете капитал и обеспечиваете себя. Продажа изменит структуру вашего состояния, но его сумму она не изменит. Продавая, вы обмениваете 100%-ное владение ценными активами, в которых вы разбираетесь, на другие ценные активы — деньги, последние, скорее всего, будут вложены небольшими долями в акции предприятий, в которых вы понимаете меньше. Зачастую всегда есть разумное обоснование для продажи, однако если сделка честная, то обоснование это явно не в том, чтобы сделать продавца состоятельнее.

Я не буду утомлять вас, поэтому если у вас есть хоть какая-то заинтересованность в продаже, то всегда рад вашему звонку. Для Berkshire будет честью владеть вместе с руководящими членами вашей семьи компанией ____. Что касается финансовой стороны вопроса, то, уверяю вас, мы все устроим наилучшим образом. Я уверен, что вы с удовольствием будете управлять компанией в течение следующих 20 лет, как уже имели удовольствие управлять ею в предыдущие 20 лет.

Искренне Ваш
Уоррен Е. Баффетт

Наши поглощения развиваются согласно направлениям, заданным руководителями, которые продали нам компании. В других компаниях руководящий состав вполне может посвятить себя изысканию возможностей поглощения совместно с инвестиционными банкирами через процедуру аукциона, что уже стало обычной практикой. Надо сказать, что для этого банкиры готовят «бухгалтерскую книгу», которая напоминает мне комиксы о супермене времен моей молодости. По версии Уолл-стрит, в недавнем времени тихая и скромная компания после действий инвестиционного банкира способна опередить одним прыжком конкурентов и получить прибыль, которая увеличивается со скоростью выстрела. Взбудораженные и потрясенные приведенными в книге показателями впечатляющей мощи выставленной на продажу компании, жадные до поглощений генеральные директора (которые в душе все — Лоис Лэйнс, несмотря на крутой внешний вид) падают в обморок от переполняющих их эмоций.

Что особенно забавно в этих бухгалтерских книгах, так это точность, с которой прибыль планируется на много лет вперед. Если вы спросите

банкира о доходах, которые его фирма получит *в следующем месяце,* то он мгновенно примет защитную позу и начнет говорить, что коммерческая деятельность и рынок вещи — весьма непредсказуемые, чтобы делать какие-то прогнозы.

Вот история, которую не могу не рассказать в связи с этим. В 1985 г. крупный инвестиционный банкирский дом взялся продавать компанию Scott Fetzer, размещая ее акции везде, где только возможно, но без особого успеха. Прочитав их предложение, я написал Ральфу Шею, бессменному генеральному директору Scott Fetzer, проявляя интерес к покупке компании. Я никогда прежде не встречал Ральфа, но уже на следующей неделе мы заключили с ним сделку. К сожалению, сумма комиссионных согласно письму о договоренности между Scott Fetzer и банком составляла 2,5 млн. долл. после продажи, даже если банк не имел никакого отношения к нахождению покупателя. Предполагаю, что глава банка почувствовал, что все-таки следует каким-то образом отработать свое вознаграждение, поэтому он соблаговолил предложить нам копию бухгалтерской книги компании Scott Fetzer, которую подготовила его фирма. Со своей обычной тактичностью Чарли ответил на это: «Я лучше заплачу 2,5 млн. долл., только чтобы *не читать* это».

В Berkshire наша тщательно разработанная стратегия поглощений состоит в том, чтобы просто ждать телефонного звонка. К счастью, звонок раздается обычно потому, что руководитель, который уже участвовал в продаже нам компании, рекомендовал нас своему другу.

F. *Преимущества поглощений* *

По-видимому, усилению активности в сфере поглощений, имевшему место в прошлом году, способствовало два экономических фактора. Во-первых, многие управленцы и владельцы предвидели предстоящий в скором времени спад деловой активности. И действительно, мы купили несколько компаний, прибыль которых почти наверняка упадет в этом году с максимумов, которых она достигла в 1999 или 2000 гг. Учитывая тот факт, что все наши компании время от времени претерпевают взлеты и падения, эти падения не имеют никакого значения для нас. (Только когда инвестиционные банки представляют компании перспективному покупателю, показатель доходности всегда двигается вверх.) Нас не заботят ни удары, ни потрясения. Что действительно для нас важно — это конечный результат. Однако на решения других людей иногда влияет ближайшая перспектива, которая может как подстегнуть продавцов, так

* 2000.

и умерить пыл покупателя, который, возможно, мог бы составить нам конкуренцию.

Во-вторых (это помогло нам в 2000 г.), рынок «мусорных» облигаций за год истощился. За два предыдущих года покупатели этих бумаг ослабили свои требования, покупая обязательства всегда более слабых эмитентов по заниженным ценам. Последствия этой слабости проявились в прошлом году в стремительно увеличивающемся количестве неисполненных обязательств. В этой атмосфере «финансовые» компании (те, кто хочет использовать при покупке лишь незначительную часть собственных средств) оказались не в состоянии пользоваться заемными средствами в необходимом им объеме. А те средства, что еще были им доступны, являлись очень дорогими. Следовательно, когда в прошлом году предприятия выставлялись на продажу, те, кто осуществлял выкуп с использованием заемных средств, стали менее агрессивными в предложении цены. Поскольку мы анализируем закупки исходя из собственного капитала компании, наши оценки не претерпели изменений, а это означает, что мы стали значительно более конкурентоспособными.

Помимо экономических факторов, которые сыграли в нашу пользу, у нас появилось главное и постоянно усиливающееся преимущество при осуществлении поглощений — все чаще продавец сам выбирает нас в качестве покупателя. Этот факт, конечно, не гарантирует сделку как таковую, ведь продавцам должна понравиться предложенная цена, а нам — их предприятие и управленческий состав. Однако это действительно помогает.

Для нас немаловажно, если продавца действительно *волнует,* кому он продает компанию. Нам нравится иметь дело с людьми, любящими свою компанию, а не только деньги, которые они получат после продажи (хотя, конечно, вполне естественно, что они любят деньги). Когда есть подобный эмоциональный подтекст, это означает, что, скорее всего, компания будет обладать такими важными качествами, как честный бухгалтерский учет, гордость за выпускаемый продукт, уважение к клиентам, и у нее будет лояльная группа партнеров, имеющих чувство направления. Хотя может случиться и обратное. Когда владельцы продают свое предприятие с аукциона, демонстрируя тем самым полное отсутствие интереса к дальнейшей судьбе компании, существует большая вероятность обнаружить, что компанию эту «подретушировали» специально для продажи, особенно это верно, когда продавец — «финансовый владелец». И если владельцы ведут себя безразлично к компании и ее сотрудникам, подобное поведение будет далеко не лучшим образом сказываться на отношениях внутри компании и методах ее работы.

Когда компания — плод трудов всей жизни или даже жизни нескольких поколений, когда она выпестована с огромной заботой и выдаю-

щимся талантом, для владельца должно иметь значение, кому доверено вершить дальнейшую судьбу фирмы. Мы с Чарли считаем, что в этом отношении Berkshire является просто уникальной гаванью. Мы берем обязательства перед людьми, которые очень серьезно относились к компании, а структура собственности Berkshire гарантирует, что мы в состоянии выполнять наши обещания. Когда мы говорим Джону Джастину, что штаб-квартира его компания (Justin Industries) останется в Форт-Уэрте, или когда уверяем семью Бридж, что деятельность их компании Ben Bridge Jeweler останется независимой от других ювелирных фирм, для продавцов эти обещания — как гарантия банка.

Нет сомнений в преимуществе для предпринимателей-«художников», с мастерством Рембрандта создающих фирму, когда они лично выбирают постоянную гавань, не полагаясь на работника траст-отдела банка или безразличных наследников, продающих компанию с аукциона. В течение ряда лет мы накопили большой опыт общения с предпринимателями, которые признают это преимущество и используют его при продаже своих «питомцев». А аукционы оставим для других.

Часть VI.
Бухгалтерский учет и оценка

Я заранее прошу прощения за свой трактат у тех, кому неинтересен бухгалтерский учет. Я понимаю, что многие из вас не погружаются с головой в приводимые вычисления, а вместо этого являются держателями акций корпорации Berkshire, главным образом, по следующим причинам:

— у нас с Чарли там порядочная сумма денег;
— мы намерены вести дела таким образом, чтобы ваши прибыли или убытки находились в прямой зависимости от наших;
— пока результаты деятельности удовлетворительны.

Нет ничего плохого в этом подходе к инвестированию, «основанном на вере». Тем не менее другие акционеры предпочитают «анализ», и мы хотим предоставить необходимую им информацию. В собственной практике инвестирования мы пытаемся найти такие обстоятельства, когда оба эти подхода дадут одинаковый результат*.

А. *Сатира на бухгалтерские махинации* **

U.S. STEEL CORPORATION ОБЪЯВЛЯЕТ О НАЧАЛЕ ПОЛНОМАСШТАБНОЙ ПРОГРАММЫ МОДЕРНИЗАЦИИ***

Сегодня Майрон С. Тейлор, председатель U.S. Steel Corporation, объявил о начале долгожданного проекта полной модернизации самой крупной

* Вводное эссе, 1988. **

Приложение А, 1990.

*** Неизданная сатира Бена Грэхема, написанная в 1936 г. и подаренная автором Уоррену Баффетту в 1954 г.

в мире промышленной компании. Вопреки ожиданиям он не предусматривает никаких изменений в области производственной и сбытовой политики. Вместо этого полной реконструкции должна подвергнуться система бухгалтерского учета. Применение и усовершенствование некоторых современных учетных и финансовых приемов кардинально меняют способность компании получать прибыль. По оценкам, даже в экстремальных условиях 1935 г. благодаря новой методологии учета размер объявленной прибыли на обыкновенную акцию составит почти 50 долл. Данная программа усовершенствований стала результатом всестороннего исследования, проведенного Прайсом, Бейконом, Гутри и Колпиттсом. Она включает следующие пункты:

1. Уменьшение остатка по счету основных средств до *минус* 1 000 000 000 долл.;
2. Снижение номинальной стоимости обыкновенной акции до 1 цента;
3. Выплату всей заработной платы опционными варрантами;
4. Стоимость запасов — 1 долл.;
5. Замену привилегированных акций беспроцентными облигаци ями, выкупаемыми с дисконтом 50%;
6. Создание резерва на покрытие чрезвычайных расходов в раз мере 1 000 000 000 долл.

Ниже полностью приведено официальное заявление, сделанное по поводу этого замечательного проекта модернизации.

Совет директоров U.S. Steel Corporation с удовольствием сообщает о том, что после глубокого анализа проблем, возникающих в связи с постоянно меняющимися условиями в отрасли, он утвердил всесторонний план усовершенствования методологии корпоративного бухгалтерского учета. В ходе исследования, проведенного специальным комитетом при поддержке и участии Прайса, Бейкона, Гутри и Колпиттса, было выявлено, что наша компания немного отстает от других американских предприятий в плане использования некоторых новейших методов учета, посредством которых можно заметно повысить способность компании получать прибыль без каких-либо дополнительных денежных вложений и без изменения условий производства и сбыта. Было решено не только внедрить эти новейшие методы, но и совершенствовать их. Изменения, вводимые советом директоров, можно охарактеризовать шестью основными идеями.

1. Снизить стоимость основных средств до *минус* 1 000 000 000 долл.

Многие компании избавились от всех расходов на амортизацию, снизив стоимость своего оборудования до 1 долл. Как считает Специальный комитет, если их основные средства стоят всего 1 долл., то основные

средства U.S. Steel Corporation стоят намного меньше данной суммы. В настоящее время общепризнано, что многие объекты основных средств в реальности являются скорее пассивом, чем активом, так как с ними связаны не только амортизационные отчисления, но также налоговые выплаты, расходы на содержание и другие затраты. Соответственно совет директоров постановил продолжить политику списания, объявленную в отчете 1935 г., и снизить стоимость основных средств с 1 338 522 858,96 долл. до *минус 1 000 000 000 долл.*

Преимущества подобного шага очевидны. По мере износа основных средств соответственно уменьшаются обязательства. Поэтому вместо амортизационных отчислений, которые на данный момент составляют 47 000 000 долл. в год, появится ежегодный прирост стоимости активов в размере 5%, или 50 000 000 долл. Это приведет к увеличению прибыли не менее чем на 97 000 000 долл. в год.

2. Снизить номинальную стоимость обыкновенной акции до 1 цента.

3. Выплачивать заработную плату опционными варрантами.

Многим компаниям удалось значительно снизить свои накладные расходы, выплачивая большую часть зарплаты управленцам в форме опционов на покупку акций, которые не относятся на прибыль. Очевидно, все преимущества подобного подхода еще не осознаны полностью. Совет директоров принял его в немного усовершенствованном виде: весь персонал компании будет получать вознаграждение за труд в форме права на покупку обыкновенных акций по цене 50 долл. за акцию на каждые 50 долл. заработной платы на момент ее получения. Номинальная стоимость обыкновенной акции при этом снижается до 1 цента.

Невероятные преимущества этого нового метода вытекают из следующего.

A. Выплата заработной платы в денежной форме полностью пре кращается, экономия составит 250 000 000 долл. в год по состо янию на 1935 г.
B. В то же время фактические выплаты нашим работникам воз растают в несколько раз. Ввиду значительного роста показате ля прибыли на акцию в связи с введением новых методов не остается сомнений в том, что рыночная цена акций будет на много выше стоимости опциона, равной 50 долл., значительно увеличивая стоимость опционных варрантов по сравнению с текущей заработной платой в денежной форме, которую они заменят.
C. Варранты будут ежегодно приносить корпорации значительную дополнительную прибыль. Поскольку номинальная стоимость

обыкновенной акции фиксируется на уровне 1 цента, прибыль от каждой приобретенной акции составит 49,9 долл. Тем не менее в целях соблюдения принципа консерватизма в учете данная прибыль не будет относиться на счет прибылей, а будет отражаться отдельной строкой как дополнительный капитал. D. Значительно увеличится наличная позиция корпорации. Вместо ежегодного *оттока* денежных средств на выплату заработной платы в размере 250 000 000 долл. (по состоянию на 1935 г.) появится ежегодный *приток* денежных средств в размере 250 000 000 долл. ввиду использования опционных варрантов на 5 000 000 обыкновенных акций. Высокая прибыль компании и сильная наличная позиция позволят выплачивать высокие дивиденды, благодаря которым опционы будут использоваться сразу после выпуска, что вызовет приток денежных средств и позволит далее укреплять наличную позицию и выплачивать еще более высокие дивиденды, — и так до бесконечности.

4. Стоимость запасов — 1 долл.

Во время депрессии сильные потери были вызваны необходимостью регулировать стоимость запасов в соответствии с рынком. Различные предприятия, особенно металлургической и хлопково-текстильной промышленности, успешно справлялись с этой проблемой, проводя все запасы или какую-то их часть по чрезвычайно низкой цене за единицу. U.S. Steel пошла дальше — совет директоров постановил свести стоимость всех запасов корпорации к 1 долл. за счет частичного списания со счетов в конце каждого года, а сумма вышеназванного списания должна была относиться на счет «Резерв на покрытие чрезвычайных потерь».

Выгода, полученная от использования этого метода, огромна. Это не только позволит избежать амортизации запасов, но и значительно повысит годовую прибыль корпорации. Имеющиеся на начало года запасы, оцененные в 1 долл., будут проданы в течение года с большой прибылью. Подсчитано, что посредством этого метода наш доход увеличится как минимум до 150 000 000 долл. в год, и эта сумма по случайному совпадению будет приблизительно равняться сумме ежегодного списания, проводимой по счету «Резерв на покрытие чрезвычайных потерь».

Некоторые члены Специального комитета в своем докладе посоветовали в интересах единства подходов списать до 1 долл. статьи «Дебиторская задолженность» и «Денежные средства», с тем чтобы получить дополнительные преимущества, подобные описанным выше. Но от этого предложения пока отказались ввиду того, что наши аудиторы до сих пор требуют, чтобы дебиторская задолженность и денежные средства, списанные таким образом, относились на нераспределенную прибыль, а не на

годовой доход. Тем не менее ожидается, что это аудиторское правило, которое напоминает об эпохе извозчиков, скоро изменят и приведут в соответствие с современными тенденциями. Если это произойдет, то заявление меньшинства будет рассматриваться более благосклонно.

5. Замена привилегированных акций беспроцентными облигациями, выкупаемыми с дисконтом 50%.

Во время недавнего кризиса многим компаниям удалось компенсировать свои операционные убытки, включив в поступления доход, полученный от выкупа собственных облигаций с большим дисконтом по отношению к номиналу. К сожалению, задолженность U.S. Steel Corporation всегда была настолько велика, что она до сих пор не могла воспользоваться этим верным источником прибыли. Но Программа модернизации позволит исправить это положение.

Предлагается обменять каждую привилегированную акцию на беспроцентные краткосрочные векселя с фондом погашения номинальной стоимостью 300 долл., выкупаемые партиями по цене 50% от номинала десятью равными ежегодными взносами. Для этого потребуется выпустить новые краткосрочные векселя на сумму 1 080 000 000 долл., каждый год из этой суммы будут изыматься векселя на 108 000 000 долл., что обойдется корпорации лишь в 54 000 000 долл., таким образом, она будет получать годовую прибыль в таком же размере.

Как и в случае с проектом о заработной плате, описанным в пункте 3, данное предложение будет выгодно как корпорации, так и владельцам ее привилегированных акций. Последние получат верную прибыль за свои акции в размере 150% от их номинальной стоимости за средний период пять лет. Поскольку краткосрочные ценные бумаги в настоящее время практически не приносят никакого дохода, тот факт, что они беспроцентные, не имеет особого значения. Корпорация превратит свои ежегодные *издержки* по выплате дивидендов по привилегированным акциям, составляющие 25 000 000 долл., в *прибыль,* равную 54 000 000 долл. в год, — совокупный годовой доход составит 79 000 000 долл.

6. Создание резерва на покрытие чрезвычайных расходов в размере 1 000 000 000 долл.

Члены совета директоров уверены, что благодаря нововведениям, описанным выше, способность корпорации получать прибыль в будущем независимо от обстоятельств упрочится. Современная методология бухучета позволит компании избавиться от риска потерь, которые могут быть вызваны неблагоприятными действиями, так как их можно предупредить путем создания резерва на покрытие чрезвычайных расходов.

Специальный комитет рекомендует создать довольно большой резерв в размере 1 000 000 000 долл. Как уже упоминалось, средства от ежегодного уменьшения запасов до 1 долл. будут поступать на счет «Резерв на покрытие чрезвычайных расходов». Более того, в целях предотвращения возможного истощения резерва было решено пополнять его каждый год путем переноса соответствующей суммы со счета «Дополнительный капитал». Поскольку ожидается, что последний будет ежегодно увеличиваться не менее чем на 250 000 000 долл. благодаря использованию опционных варрантов (см. пункт 3), это без труда возместит все утечки из резерва.

При осуществлении этого плана совет директоров вынужден признать, что компании пока не удалось улучшить методы, применяемые крупными корпорациями, по переносу значительных сумм между счетами «Уставный капитал», «Дополнительный капитал», «Резерв на покрытие чрезвычайных расходов» и другими счетами баланса предприятия. Действительно, нужно признать, что наши проводки будут просты и лишены крайней запутанности, обычно свойственной самым передовым операциям в данной области. Как бы то ни было, совет директоров настаивал на простоте и ясности формулировок положений Программы модернизации, даже если это не позволит улучшить способность компании получать прибыль.

Чтобы продемонстрировать, как в совокупности повлияло внедрение новых предложений на способность корпорации получать прибыль, приведем краткий отчет о прибылях и убытках компании за 1935 г.

	А. По факту, долл.	**В. Прогнозируемые** изменения после применения предложенных изменений, долл.
Валовая прибыль от всех источников (включая межкорпоративные)	765 000 000	765 000 000
Оклады и заработная плата работников	251 000 000	
Прочие операционные расходы и налоги	461 000 000	311 000 000
Амортизация	47 000 000	(50 000 000)
Проценты на капитал	5 000 000	5 000 000
Дисконт по погашенным облигациям		(54 000 000)
Дивиденды по привилегированным акциям	25 000 000	
Сальдо по обыкновенным акциям	(24 000 000)	553 000 000
В среднем выпущено акций	8 703 252	11 203 252
Прибыль на акцию	(2,76)	49,80

В соответствии с немного устаревшей практикой к данному документу приложен краткий формальный бухгалтерский баланс U.S. Steel Corporation на 31 декабря 1935 г. после внедрения предложенных изменений в счета активов и пассивов.

АКТИВЫ

	Долл.
Основные средства, за вычетом обязательств	(1 000 000 000)
Денежные средства	142 000 000
Дебиторская задолженность	56 000 000
Запасы	1
Прочие активы	27 000 000
Итого	(774 999 999)

ПАССИВЫ

	Долл.
Обыкновенная акция номиналом 1 цент (Номинальная стоимость 87 032,52 долл.)	
Объявленная стоимость*	(3 500 000 000)
Облигации и акции дочерних компаний	113 000 000
Новые векселя с фондом погашения	1 080 000 000
Текущие обязательства	69 000 000
Резерв на покрытие чрезвычайных расходов	1 000 000 000
Прочие резервы	74 000 000
Нераспределенная прибыль	389 000 001
Итого	(774 999 999)

* Согласно законам штата Виргиния, если объявленная стоимость акционерного капитала отличается от номинальной стоимости, компанию необходимо зарегистрировать повторно.

Наверное, нет необходимости обращать внимание наших акционеров на тот факт, что современная методология бухгалтерского учета вызвала появление новой формы бухгалтерского баланса, немного отличающейся своим внешним видом от баланса предыдущего периода. Ввиду развитой способности компании получать прибыль, которая обеспечивается данными изменениями в бухгалтерском балансе корпорации, нет необходимости уделять внимание деталям структуры активов и пассивов. В заключение совет директоров хотел бы отметить, что использование

комбинированной процедуры, в соответствии с которой стоимость основных средств снижается до отрицательной величины, исчезает фонд заработной платы, а уровень запасов на балансе становится практически нулевым, обеспечит U.S. Steel Corporation огромное конкурентное преимущество в отрасли. Мы сможем реализовывать нашу продукцию по очень низкой цене и, несмотря на это, иметь высокий коэффициент доходности. Совет директоров пришел к выводу, что после осуществления Программы модернизации нам удастся реализовать продукцию по самым низким ценам по сравнению со всеми конкурентами. Единственным препятствием на пути к 100%-ному господству в отрасли станет антитрестовское законодательство.

Делая подобное заявление, совет директоров не исключает возможности, что некоторые конкурирующие предприятия предпримут попытки нейтрализовать полученные нами преимущества, проведя сходные преобразования в бухгалтерском учете. Но мы уверены, что U.S. Steel сохранит своих старых и приобретет новых клиентов благодаря уникальному престижу корпорации как основателя и первопроходца в новых областях предоставления услуг потребителям стали. Более того, мы убеждены, что в случае необходимости нам удастся сохранить преимущество, применив еще более передовые бухгалтерские методы, которые разрабатываются в нашей лаборатории экспериментального бухгалтерского учета.

B. *Скрытая прибыль* *

Когда одна компания владеет частью другой компании, необходимо выбрать соответствующие бухгалтерские процедуры одной из трех основных категорий в зависимости от процента владения. Доля акций, дающих держателю право голоса, в значительной мере определяет, какой категории принципов бухгалтерского учета следует придерживаться.

Согласно общепринятым принципам бухгалтерского учета необходима (не без исключений, конечно...) полная консолидация продаж, расходов, налогов и прибылей предприятия компанией, владеющей более 50% акций. Компания Blue Chip Stamps, 60% акций которой принадлежит Berkshire Hathaway Inc., подпадает под данную категорию. Поэтому все статьи доходов и расходов полностью включены в консолидированный отчет о прибылях и убытках Berkshire Hathaway Inc. Доля участия других компаний (40%) в чистой прибыли Blue Chip отражена в отчете как вычет на «долю участия меньшинства».

* 1980; 1990; 1982; 1991; 1979.

Полностью обычно консолидируется прибыль контролируемых компаний другой категории, доля владения которыми составляет от 20% до 50% (чаще всего их называют «объекты инвестиций»). Доход от таких предприятий, например, от Wesco Financial, 48% акций которой принадлежит Berkshire, включается в отчет о прибылях и убытках компании-владельца одной строкой. В отличие от предыдущей категории опускаются все статьи доходов и расходов, включается только пропорциональная доля чистой прибыли. Таким образом, если корпорация *A* владеет 1/3 корпорации *B,* то третья часть полученной *B* прибыли, независимо от того, распределит ее корпорация *B или* нет, уходит в прибыль корпорации *A*. Предусматриваются некоторые изменения и в этой категории, и в категории предприятий с долей участия более 50%, имеющие отношение к межкорпоративному налогообложению и корректировке цен покупки. Однако эти объяснения мы отложим на другой раз. (Знаем, что вам не терпится все поскорее узнать.)

И наконец, рассмотрим компании, владеющие менее 20% голосующих акций другой компании. В этом случае согласно правилам бухгалтерского учета компания-владелец включает в свою прибыль только дивиденды, полученные от предприятия, в капитале которого она участвует. Нераспределенная прибыль не учитывается. Таким образом, если мы владеем 10% корпорации *X,* прибыль которой в 1980 г. составила 10 млн. долл., в своем отчете (не принимая во внимание относительно невысокие налоги на межкорпоративные дивиденды) мы укажем прибыль либо 1 млн. долл., если *X* объявила о выплате в виде дивидендов всех 10 млн. долл.; либо 500 000 долл., если *X* выплатила только 50%, или 5 млн. долл. в виде дивидендов; либо 0, если *X* решила реинвестировать всю полученную прибыль.

Мы предлагаем вам этот короткий и значительно упрощенный курс бухгалтерского учета ввиду того, что концентрация ресурсов Berkshire в области страхования обусловила сосредоточение ее активов в компаниях, относящихся к третьей категории (доля участия менее 20%). Многие из этих компаний выплачивают лишь небольшую часть своей прибыли в дивидендах. Это означает, что на настоящий момент в операционную прибыль, указанную в нашем отчете, в весьма незначительной степени входит доля их текущих прибылей. Однако в отличие от объявленной операционной прибыли, отражающей только полученные от этих компаний дивиденды, наше экономическое благосостояние определяется их прибылью, а не выплачиваемыми дивидендами.

Количество пакетов акций компаний, относящихся к третьей категории, значительно возросло за последние годы, так как наши страховые компании процветали, а рынок ценных бумаг открывал заманчивые перспективы для сделок с обыкновенными акциями. Стремительный

рост участия в других компаниях и увеличение прибылей этих компаний дали необычный результат: часть «нашей» прибыли, которую эти компании удержали в прошлом году (часть, не выплаченная нам в виде дивидендов), превысила общую сумму объявленной годовой операционной прибыли Berkshire Hathaway. Таким образом, традиционный бухгалтерский учет позволяет увидеть лишь верхушку «айсберга» наших прибылей. В корпоративной практике такой результат — большая редкость, в нашем же случае, вероятнее всего, он повторится еще не раз.

Наш собственный анализ реального размера прибылей немного отличается от Общепринятых принципов бухгалтерского учета (GAAP), особенно в части, когда эти принципы должны применяться в условиях высокой и непредсказуемой инфляции. (Но гораздо легче подвергнуть критике эти бухгалтерские правила, нежели попытаться их улучшить, так как связанные с ними проблемы просто колоссальны.) Мы владели на 100% предприятиями, объявленная прибыль которых была ниже 100 центов на доллар. В плане бухгалтерского учета они находились под нашим полным контролем. («Контроль» был чисто теоретическим: если бы мы не реинвестировали всю прибыль, произошло бы массовое снижение стоимости существующих активов. Однако прибыль, полученная от этих реинвестированных средств, не могла даже приблизительно сравниться с рыночной доходностью капитала.) Мы также владели небольшими частями предприятий с превосходными возможностями для реинвестирования, и нераспределенная прибыль, приносимая ими, намного превышала 100 центов на доллар.

Стоимость нераспределенной прибыли для Berkshire Hathaway зависит не от того, владеем ли мы 100%, 50%, 20% либо 1% компании, в которой она остается. Скорее стоимость этой нераспределенной прибыли определяется способом ее использования и прибылью, которую это приносит. Это действительно так, независимо от того, выбираем этот способ мы сами или это делают руководители, которых мы не нанимали непосредственно, но в выборе на должность которых мы участвовали. (Важно само действие, а не действующий субъект.) И стоимость никоим образом не зависит от факта включения либо невключения этой нераспределенной прибыли в нашу объявленную операционную прибыль. Если мы владеем какой-либо частью дерева, произрастающего в лесу, но не отражаем его рост в нашей финансовой отчетности, часть дерева все равно принадлежит нам.

Предупреждаем вас, что наша точка зрения нетрадиционна. Но лучше мы реинвестируем прибыль, которую не можем отразить в балансе, в компанию, принадлежащую нам на 10%, и ее руководство, не нанятое нами непосредственно, найдет хорошее применение этим средствам, нежели мы вложим прибыль, показанную в отчете как «наша» прибыль,

в более сомнительные проекты, осуществляемые другим руководством, даже если это руководство — мы сами.

Термин «прибыль» необычайно точен. И когда сумма прибыли подкрепляется положительным заключением аудитора, наивный читатель может решить, что эта цифра так же верна, как число , вычисленное до десятого знака после запятой.

Но на самом деле прибыль может стать податливой, как пластилин, когда учитывается нечистым на руку руководителем компании. В конце концов, тайное станет явным, но к тому времени крупные суммы денег перейдут из одних рук в другие. В самом деле, значительные состояния в Америке порой делались путем превращения в деньги бухгалтерских миражей...

Объявленная прибыль Berkshire также может ввести в заблуждение, но совсем в ином смысле. Мы вложили огромные средства в компании («объекты инвестиций»), чья прибыль намного превышает выплачиваемые ими дивиденды, и по отношению к ним мы учитываем нашу прибыль только в размере получаемых нами дивидендов. Ярким примером служит Capital Cities/ABC Inc., где наши 17% участия в прибылях компании в прошлом году составили 83 млн. долл. Однако лишь около 530 000 долл. (600 000 долл. за вычетом примерно 70 000 долл. налога на дивиденды) включается в прибыль Berkshire в соответствии с GAAP. Остаток 82 млн. долл. сохраняется за Capital Cities в качестве нераспределенной прибыли, которая работает на нас, но не учитывается в балансе.

Мы придерживаемся следующего мнения по поводу такой «забытой, но не исчезнувшей» прибыли: совершенно неважно, каким образом она учитывается, самое главное — это владеть и распоряжаться ею в дальнейшем. Нас не заботит, если вдруг аудиторы услышат звук падающего дерева в лесу. Нас интересует, кому принадлежит это дерево и что с ним будет сделано впоследствии.

Когда компания Coca-Cola использует нераспределенную прибыль для обратной покупки своих акций, она увеличивает наш процент участия в самой, по моему убеждению, выгодной торговой марке в мире. (Конечно, компания использует нераспределенную прибыль и на другие цели, направленные на увеличение стоимости.) Вместо того чтобы выкупать свои акции, Coca-Cola могла выплатить эти средства нам в качестве дивидендов, чтобы мы затем приобрели больше ее акций. Но этот метод менее эффективен, так как налог, который нам пришлось бы заплатить за прибыль по дивидендам, не позволил бы нам увеличить долю нашего участия до такой степени, как это может сделать Coke, действуя вместо нас. Если бы все-таки компания пошла по этому менее рациональному пути, то Berkshire показала бы в своем отчете гораздо более высокую «прибыль».

Я считаю, что лучший способ вычисления нашей прибыли — определение «скрытой» прибыли следующим образом. Возьмем 250 млн. долл. — наша операционная прибыль (по грубым подсчетам) в 1990 г. от участия в объектах инвестиций, которые эту прибыль удержали. Вычтем 30 млн. долл. на дополнительные налоги, которые нам нужно было бы заплатить, если бы эти 250 млн. долл. были выплачены нам в виде дивидендов, и прибавим оставшиеся 220 млн. долл. к нашей объявленной операционной прибыли, равной 371 млн. долл. Таким образом, наша «скрытая прибыль» за 1990 г. составила около 590 млн. долл.

По нашему мнению, стоимость нераспределенной прибыли предприятия для всех ее владельцев определяется эффективностью использования этих средств, а не долей чьего-либо участия в этом предприятии. Если бы вам в последние десять лет принадлежала сотая доля 1% Berkshire, вы бы получили полную экономическую выгоду от своей доли нераспределенной прибыли, независимо от того, какую систему бухгалтерского учета используете. Вы бы также получили прибыль как владелец 20% компании. Но если бы вам принадлежало 100% множества капиталоемких предприятий в течение этих десяти лет, то нераспределенная прибыль, полностью и со всей тщательностью учитываемая вами в соответствии со стандартной методологией бухучета, принесла бы вам ничтожно малую экономическую выгоду либо вообще никакой. Мы не подвергаем критике бухгалтерские процедуры и не собираемся заниматься созданием лучшей системы. Мы просто хотим обратить внимание менеджеров и инвесторов на следующее: бухгалтерские данные — это первый, а не последний этап процесса оценки предприятия.

В большинстве корпораций практически не уделяют внимания компаниям, доля владения которыми составляет менее 20% (возможно, потому, что они не дают максимизировать заветную объявленную прибыль), и различия между бухгалтерскими и экономическими результатами, о которых мы только что говорили, несущественны. Но для нас эти компании имеют существенное и все большее значение. Их значимость, по нашему мнению, в том, что размер объявленной операционной прибыли становится для нас менее важной величиной.

На огромном игровом поле (где представлена вся совокупность крупнейших американских корпораций) наша задача заключается в отборе таких предприятий, экономические характеристики которых позволяют превратить каждый доллар нераспределенной прибыли не менее чем в один доллар рыночной стоимости. Несмотря на все промахи, нам пока удавалось добиться поставленной цели, и в этом нам помогала покро-

вительница всех экономистов согласно Артуру Окуну — Св. Компенсация. Иногда нераспределенная прибыль, принадлежащая нам как владельцам, давала незначительный либо даже отрицательный эффект относительно рыночной стоимости, в то время как в большинстве позиций один доллар, удержанный объектом инвестиций, превращался в два и более доллара рыночной стоимости. На настоящий момент наши лучшие компании более чем компенсируют отставание других компаний. Если мы сохраним подобный результат, он послужит обоснованием наших попыток максимизировать «экономическую» прибыль независимо от оказываемого воздействия на «бухгалтерскую» прибыль.

Мы также убеждены, что возможность получить выгоду имеют и инвесторы, которые могут сконцентрировать внимание на скрытой прибыли. Для расчета необходимо вычислить базовую прибыль, относимую на акции, по каждой позиции портфеля и суммировать все значения. В задачу каждого инвестора должно входить создание такого портфеля (в сущности, «компании»), который обеспечил бы инвестору самую высокую скрытую прибыль в следующие десять лет.

Такой подход заставит инвестора отдавать предпочтение долгосрочным перспективам компании, а не краткосрочным перспективам фондового рынка, что со временем принесет свои плоды. Конечно, никто не станет спорить, что индикатором для инвестиций все-таки служит рыночная цена. Но цены формируют именно прибыли будущих периодов. В инвестиционной деятельности, как в бейсболе, чтобы заработать очко за прогон, нужно наблюдать за игровой площадкой, а не за табло.

Главный показатель эффективности работы административно-управленческого персонала компании — достижение высокого уровня прибыли с собственного капитала (без неоправданного использования кредита для каких-либо финансовых сделок, бухгалтерских уловок и т.д.), а не последовательное увеличение прибыли на акцию. Мы считаем, что деятельность многих корпораций стала бы более понятна как акционерам, так и общественности, если бы руководители и финансовые аналитики меньше уделяли внимания прибыли на акцию и ежегодному изменению этого показателя.

C. *Экономический гудвилл против учетного* *

Внутренняя стоимость нашей компании намного превышает ее балансовую стоимость. Это объясняется двумя основными причинами.

* 1983; приложение 1983; Руководство для собственника 1996.

— По стандартным принципам бухгалтерского учета мы должны заносить на баланс обыкновенные акции подконтрольных нам страховых компаний по рыночной цене, *а* все другие принадлежащие нам акции — по наименьшей из двух: совокупной либо рыночной стоимости. В конце 1983 г. рыночная стоимость этой группы превысила балансовую стоимость на 70 млн. долл. до выплаты налогов, или примерно 50 млн. долл. после удержания налогов. Это превышение учитывается при оценке внутренней стоимости компании, но не включается в расчет балансовой стоимости.
— Еще более важно то, что мы владеем несколькими предприятиями, экономический гудвилл* которых (должным образом включаемый во внутреннюю стоимость компании) намного выше учетного гудвилла, отраженного в нашем балансе и включаемого в балансовую стоимость.

Можно прожить полноценную жизнь, нисколько не задумываясь о гудвилле и его амортизации. Но студенты, специализирующиеся на инвестициях и управлении, должны понимать все нюансы, касающиеся этого дела. Мой собственный образ мышления радикально изменился с тех пор, как 35 лет назад я стал сторонником материальных активов и научился остерегаться предприятий, чья стоимость в большей степени зависела от экономического гудвилла. Из-за этого моего предубеждения я допустил много значительных упущений, хотя вместе с тем — сравнительно немного грубых ошибок.

Кейнс определил, в чем заключается моя проблема: «Трудность не в том, чтобы принять новые идеи, а в том, чтобы отбросить старые». Я не торопился избавляться от старых идей, возможно, потому, что большая часть того, чему научил меня тот же самый преподаватель, представляла (и продолжает представлять) для меня большую ценность. В конечном итоге благодаря собственному опыту и опыту других теперь я отдаю предпочтение компаниям, обладающим высоким и стабильным гудвиллом и использующим минимум материальных активов.

Рекомендую следующий отрывок тем, кому хорошо знакома бухгалтерская терминология и кто интересуется и понимает экономическую сущность гудвилла. Независимо от того, осилите вы этот материал или нет, мне следует вам сообщить, что мы с Чарли убеждены: Berkshire обладает значительным гудвиллом, намного превышающим его балансовую стоимость.

* От англ. «goodwill» — престиж, репутация компании. — *Прим. пер.*

В дальнейшем, говоря о гудвилле, будем иметь в виду только экономический и учетный гудвилл компании. Например, большинству клиентов может нравиться какая-либо компания, они даже могут ее любить, но это не значит, что компания имеет хотя бы какой-нибудь экономический гудвилл. (О компании AT&T до ее кризиса все были в основном высокого мнения, но ее экономический гудвилл не стоил и 10 центов.) И, как это ни печально, бывают случаи, когда предприятие с хорошим гудвиллом, имеющим тенденцию к росту, не пользуется популярностью у клиентов. Поэтому забудем ненадолго об эмоциях и сконцентрируемся только на экономике и бухгалтерском учете.

Согласно принципам бухгалтерского учета при приобретении компании цена, по которой ее приобрели, должна соответствовать стоимости приобретаемых активов, поддающихся учету. Зачастую действительная стоимость активов (после вычета пассивов) оказывается меньше цены покупки компании. В этом случае разница учитывается как актив, называемый «превышение первоначальной стоимости покупки над справедливой стоимостью приобретенных активов». Чтобы не повторять постоянно это громоздкое определение, заменим его на «гудвилл».

С учетным гудвиллом компаний, приобретенных до ноября 1970 г., дело обстоит немного иначе. За исключением редких случаев, он может остаться активом в бухгалтерском балансе до тех пор, пока компания будет владеть этим предприятием. Это означает отсутствие необходимости амортизационных расходов, изымаемых из прибыли, на постепенное погашение этого актива.

Однако с ноября 1970 г. приобретение компаний осуществляется по-другому. Гудвилл (если таковой имеется) компания должна амортизировать в течение не более 40 лет посредством отчислений (равными суммами каждый год) со счета прибылей. Поскольку 40 лет является максимальным периодом, обычно его и выбирают руководители (и мы в том числе).

Таково положение с учетным гудвиллом. Чтобы проследить его отличие от экономической реальности, рассмотрим следующий пример. Мы округлим некоторые данные и постараемся их как можно больше упростить для ясности. Также мы дадим некоторые советы инвесторам и руководителям.

Компания Blue Chip Stamps приобрела See's в начале 1972 г. за 25 млн. долл., из которых около 8 млн. составляли материальные активы See's. (В рамках данного анализа дебиторская задолженность будет рассматриваться как материальный актив, так как это определение подходит для экономического анализа.) Такой уровень материальных активов позволял осуществлять хозяйственную деятельность, не прибегая к заимствованию денежных средств, исключая лишь небольшие периоды

сезонности. В то время доход See's составлял около 2 млн. долл. после уплаты налогов, и эта прибыль, похоже, могла служить консервативной оценкой будущей прибыльности в долларах по курсу 1972 г.

Итак, наш первый урок: логически следует, что стоимость компании намного выше стоимости ее материальных активов, когда ожидаемая прибыль по этим активам значительно превышает рыночную норму прибыли. Капитализированная стоимость данной разницы дохода и составляет экономический гудвилл предприятия.

В 1972 г. (как и сейчас) относительно немногие компании могли систематически приносить прибыль по материальным активам в размере 25% после уплаты налогов, как это удавалось компании See's, которая к тому же достигла этого при консервативной системе бухгалтерского учета и отсутствии финансового левереджа. Вовсе не честная рыночная стоимость запасов, дебиторской задолженности или основных средств позволили достичь такого высокого уровня прибыли. Скорее это стало совокупным результатом использования материальных активов, в частности, хорошей репутации компании у клиентов, основанной на положительном опыте работы как с продуктом, так с и персоналом.

Такая репутация создает потребительские предпочтения, которые делают стоимость продукта для покупателя, а не затраты на производство определяющим фактором при формировании отпускной цены. Потребительские предпочтения — это основной источник экономического гудвилла компании. Другим таким источником являются предоставляемые государственные лицензии на осуществление особых видов деятельности, прибыль от которых не подлежит регулированию. К таким видам относятся: владение телевизионными станциями, занятие позиции производителя с самыми низкими издержками в отрасли.

Вернемся к бухгалтерскому учету на примере компании See's. В связи с приобретением корпорацией Blue Chip компании See's за цену на 17 млн. долл. больше стоимости материальных активов последней, необходимо было добавить данную сумму как гудвилл See's в активы компании Blue Chip и проводить ежегодные отчисления в размере 425 000 долл. от ее прибыли на протяжении 40 лет, чтобы амортизировать этот актив. К 1983 г. спустя 11 лет таких отчислений величина этого актива снизилась с 17 млн. долл. до приблизительно 12,5 млн. долл. В то время Berkshire принадлежало 60% Blue Chip и соответственно 60% See's. Следовательно, в бухгалтерском балансе Berkshire отражалось 60% стоимости гудвилла компании See's, что составляло примерно 7,5 млн. долл.

В 1983 г. Berkshire выкупила оставшуюся долю компании Blue Chip в ходе слияния, которое должно было проводиться методом покупки, а не методом объединения интересов. Согласно правилам бухгалтерского

учета при покупке компании «справедливую стоимость» акций, которые мы передали (или «заплатили») владельцам Blue Chip, требовалось распределить по чистым активам, полученным от Blue Chip. Эту «справедливую стоимость» вычислили, как обычно, когда публичные компании используют для поглощения свои акции, исходя из рыночной цены переданных акций.

«Купленные» активы составляли 40% всей собственности Blue Chip (как упоминалось ранее, остальные 60% уже принадлежали Berkshire). Цена, которую «заплатила» Berkshire, была выше стоимости полученных, поддающихся учету активов на 51,7 млн. долл., и эту разницу разделили на две части соответственно гудвиллу компании: 28,4 млн. долл. для See's и 23,3 млн. долл. — Buffalo Evening News.

Таким образом, после слияния гудвилл See's для компании Berkshire состоял из двух частей: 7,5 млн. долл., оставшихся после сделки в 1971 г., и 28,4 млн. долл., созданных «приобретенными» 40% в 1983 г. Амортизационные расходы составят приблизительно 1 млн. долл. на следующие 28 лет и 7 млн. долл. на следующие 12 лет (с 2002 по 2013 г.).

Другими словами, разные даты и размеры приобретений стали причиной разной стоимости и соответственно размеров амортизационных отчислений для двух частей одного и того же актива. (Повторяем, что мы не можем предложить более совершенную систему учета. Проблемы, которые необходимо решить, чрезвычайно сложны и требуют независимого решения.)

Но каковы экономические реалии? Во-первых, амортизационные отчисления, которые вычитались как расходы в отчетах о прибылях и убытках каждый год с момента поглощения See's, не являются действительными вмененными расходами. Нам это известно потому, что прибыль компании See's после вычета налогов составила 13 млн. долл. за 20 млн. долл. материальных активов — финансовые результаты, свидетельствующие о существовании экономического гудвилла, имеющего большую стоимость, чем совокупная первоначальная стоимость нашего учетного гудвилла. Другими словами, в то время как учетный гудвилл последовательно уменьшается с момента приобретения предприятия, экономический гудвилл неравномерно, но неуклонно растет.

Во-вторых, ежегодные амортизационные отчисления в будущем не будут соответствовать вмененным издержкам. Конечно, не исключено, что экономический гудвилл See's исчезнет. Но он никогда не уменьшится, даже вследствие кризисов или чего-то отдаленно их напоминающих. Более вероятно, что по причине инфляции гудвилл увеличится в текущих ценах или даже ценах базового периода.

Такая возможность существует ввиду того, что при инфляции истинный экономический гудвилл имеет тенденцию роста номинальной

стоимости пропорционально темпам роста инфляции. Проиллюстрировать этот механизм можно, сравнив компанию типа See's с обычным предприятием. Напомним, что, когда в 1972 г. мы приобрели See's, она получала прибыль в размере 2 млн. долл. на чистые материальные активы стоимостью 8 млн. долл. Предположим, прибыль нашего гипотетического обыкновенного предприятия в то время также составляла 2 млн. долл., но ему было необходимо 18 млн. долл. материальных активов для нормального функционирования. Получая доход в размере 11% на требуемые материальные активы, это обыкновенное предприятие обладало бы ничтожным экономическим гудвиллом или он бы вообще отсутствовал.

Поэтому такую компанию можно было бы продать по цене, равной стоимости ее материальных активов, или за 18 млн. долл. В отличие от этого мы заплатили 25 млн. долл. за See's, несмотря на то, что доход ее был не больше, а «честных» активов вполовину меньше. Может ли малое стать большим, как это видно из стоимости покупки? Ответ будет положительным, *даже если ожидалось, что у обоих предприятий будет одинаковая производительность на единицу оборудования,* если вы ожидали, как в 1972 г. ожидали мы, длительный период высокой инфляции.

Чтобы понять причины, представьте, как отразится увеличение цен в два раза на деятельности каждой из двух компаний. Им обеим потребуется увеличить номинальную прибыль до 4 млн. долл., чтобы не отставать от инфляции. Кажется, достигнуть этого несложно: нужно продавать то же количество продукции, увеличив в два раза отпускную цену за единицу, и если размер прибыли не изменится, то эта прибыль тоже должна удвоиться.

Но чтобы это осуществить, обеим компаниям придется в два раза повысить уровень своих номинальных инвестиций в материальные активы. Такова экономическая необходимость, обычно вызываемая инфляцией, для всех без исключения предприятий. Удвоение объема продаж соответственно подразумевает немедленное увеличение на счетах «Дебиторская задолженность» и «Запасы». На основные средства инфляция повлияет не так скоро, но это тоже наверняка произойдет Все эти дополнительные инвестиции, вызванные инфляцией, нисколько не повысят норму прибыли. Задачей данных инвестиций было предотвратить крах компании, а не принести дополнительную прибыль его владельцу.

Тем не менее вспомните, что у компании See's было всего 8 млн. доля материальных активов. Поэтому ей пришлось бы дополнительно привлечь 8 млн. долл. в ответ на нехватку капитала, возникшую в результате инфляции. В то же время обыкновенному предприятию понадобилось бы более чем вдвое больше: 18 млн. долл. дополнительного капитала.

После того как все утряслось, стоимость обыкновенного предприятия, имеющего теперь 4 млн. долл. прибыли, возможно, все еще была бы равна стоимости его материальных активов, или 36 млн. долл. Следовательно, его владельцы получили бы только доллар от номинальной стоимости каждого вложенного доллара. (Тот же результат, доллар на доллар, получился, если внести деньги на сберегательный счет.)

В свою очередь, компания See's, прибыль которой также составляет 4 млн. долл., могла бы стоить 50 млн. долл., если оценивать ее, следуя тому же принципу (как это по логике и должно быть сделано), которого мы придерживались на момент покупки. Ее номинальная стоимость составляла бы 25 млн. долл., в то время как владельцы вложили всего 8 млн. долл. в дополнительный капитал. Другими словами, доходность составила бы более 3 долл. номинальной стоимости на каждый вложенный доллар.

Напомним, что при этом владельцы компании наподобие See's ввиду инфляции были вынуждены инвестировать дополнительно 8 млн. долл., чтобы сохранить уровень реальной прибыли. Инфляция наносит ущерб любой компании с низкой долей заемных средств в пассивах, которой необходимы чистые материальные активы для осуществления хозяйственной деятельности (а требуются они практически всем). Компаниям, испытывающим небольшую потребность в материальных активах, инфляция вредит меньше всего.

Без сомнения, многим людям трудно осознать этот факт. На протяжении многих лет в соответствии с традиционной мудростью (где больше традиции, чем мудрости) считалось, что лучшим средством защиты компании от инфляции является наличие природных ресурсов, основных средств и оборудования либо других материальных активов («В Имущество веруем»)*. Но не все так. Предприятия, отягощенные активами, обычно имеют настолько низкий уровень прибыльности, что его едва хватает на покрытие нехватки капитала, вызванной инфляцией, а на реальный рост, распределение доходов владельцам либо поглощение новой компании просто ничего не остается.

В отличие от них многие крупные состояния создавались в периоды высокой инфляции владельцами компаний, сочетающих нематериальные активы с устойчивой стоимостью с использованием относительно небольшой доли материальных активов. В таких случаях прибыли в номинальных долларах должны неизбежно расти, и этих долларов с избытком хватало для приобретения новых предприятий. Этот феномен особенно

«In Goods We Trust» *(с англ.)* — «Мы веруем в Имущество». *Пародия на фразу, написанную на американских денежных знаках:* «In God We Trust» — В Господа веруем. — *Прим. пер.*

ярко проявился в области телекоммуникаций. Компаниям этой сферы требовалось не так много материальных вложений, и все же их торговые марки выдержали испытание временем. В период инфляции гудвилл представляет собой неисчерпаемый дар.

Но это утверждение естественным образом верно для истинного экономического гудвилла. С фиктивным учетным гудвиллом (компаний, грешащих этим, множество) все обстоит совсем по-другому. Когда руководство второпях приобретает предприятие по смехотворной цене, имеет место та же самая бухгалтерская скрупулезность, описанная выше. Поскольку глупость никуда не уходит, она показывается в счете «Гудвилл». Принимая во внимание недостаточную компетентность руководящего состава, гудвилл в этом случае лучше назвать «Негудвилл»*. Какой бы термин мы ни применили, 40-летний ритуал исполнен, а адреналин, полученный при приобретении, заносится на баланс как «актив», словно это поглощение осязаемо.

Если вы придерживаетесь мнения, что обработка бухгалтерских счетов гудвиллом — лучший способ оценки экономической действительности, предлагаю рассмотреть последний вопрос.

Представьте компанию, у которой чистая прибыль на акцию составляет 20 долл. и которая полностью состоит из материальных активов. Далее предположим, что компания пользуется огромной популярностью у потребителей либо ей посчастливилось приобрести несколько крупных телевизионных станций по разрешению Федеральной комиссии по средствам связи. Поэтому она получает огромную прибыль на материальных активах, скажем, 5 долл. на акцию, или 25%. Исходя из такого положения дел, она может продавать свои акции по 100 долл. или даже дороже, а также повысить цену в ходе переговоров по продаже всей компании.

Допустим, инвестор приобретает акции по цене 100 долл. за акцию, причем 80 долл. от этой суммы в действительности приходится на гудвилл (то же самое и в случае приобретения всей компании корпоративным покупателем). Нужно ли инвестору ежегодно отчислять по 2 долл. с акции на амортизацию (80 долл. разделить на 40 лет), чтобы подсчитать «действительную» прибыль на акцию? И если так, то может ли он пересмотреть покупную стоимость акций по данной цене, если «действительная» прибыль на акцию составит 3 долл.?

По нашему убеждению, руководителям, как и инвесторам, следует рассматривать нематериальные активы с двух позиций.

1. При анализе результатов хозяйственной деятельности, т.е. при оценке основных показателей бизнес-единицы, амортизационные отчисления учитывать не следует. Лучшим способом оцен-

«No-Will» *(дословно с англ.)* — отсутствие гудвилла. — *Прим. пер.*

ки экономической привлекательности предприятия будет анализ величины ожидаемой прибыли от материальных активов без привлечения заемных средств, за вычетом расходов, относимых на прибыль за амортизацию гудвилла. Это также лучший индикатор текущей стоимости операционного экономического гудвилла.

2. При оценке целесообразности поглощения амортизационные расходы также не следует принимать во внимание. Их не нужно вычитать ни из прибыли, ни из стоимости компании. Это означает, что приобретенный гудвилл нужно всегда учитывать по его полной стоимости до какой-либо амортизации. Более того, в стоимость надо включать полную внутреннюю стоимость компании, а не ее балансовую стоимость, независимо от рыночных цен на ценные бумаги на момент слияния и независимо от того, была ли разрешена процедура объединения интересов. Например, сумма, которую мы в действительности заплатили при слиянии с Blue Chip за 40% гудвилла компаний See's и News, значительно превышала 51,7 млн. долл., включенные в баланс. Существующее расхождение обусловлено тем, что при слиянии рыночная стоимость уступленных акций Berkshire была ниже их внутренней стоимости, которая и определила наши действительные расходы.

Те операции, которые кажутся выигрышными с позиции 1, могут потерять ценность, если рассмотреть их с позиции *2.* Хорошее предприятие не всегда выгодное приобретение, хотя выгодные приобретения лучше искать среди хороших предприятий.

Когда Berkshire покупает предприятие по цене, превышающей чистую стоимость приобретаемого предприятия, рассчитанную согласно GAAP (что обычно и происходит, так как компании, которые мы желаем приобрести, не продаются со скидкой), то величина переплаты должна быть показана в активах бухгалтерского баланса. Существует несчетное множество правил, регулирующих процедуру учета суммы переплаты. Но в целях облегчения понимания сконцентрируемся на гудвиллле — активе, к которому были отнесены практически все переплаты корпорации по приобретенным компаниям. Например, когда мы недавно осуществили поглощение половины компании GEICO, владельцами которой мы ранее не были, учтенный гудвилл составил около 1,6 млрд. долл.

Согласно GAAP, гудвилл необходимо амортизировать, т.е. погашать, в течение периода не больше 40 лет. Поэтому чтобы погасить гудвилл

компании GEICO в размере 1,6 млрд. долл., мы будем делать ежегодные отчисления в размере примерно 40 млн. долл. с прибыли.

Соответственно в отношении бухгалтерского учета гудвилл компании GEICO постепенно и равномерно исчезает. Но одно я могу гарантировать — *экономический* гудвилл, приобретенный нами вместе с GEICO, не исчезнет таким способом. Более того, я глубоко убежден, что экономический гудвилл GEICO совсем не уменьшится, а наоборот, возрастет, и, возможно, весьма существенно.

Я делал подобное заявление в годовом отчете за 1983 г. относительно гудвилла See's Candy, когда использовал эту компанию в качестве примера при обсуждении бухгалтерских аспектов гудвилла. В то время в нашем бухгалтерском балансе стояло около 36 млн. долл. гудвилла компании See's. С тех пор мы проводили ежегодные отчисления с прибыли в размере примерно 1 млн. долл. для амортизации этого актива. В настоящее время гудвилл компании See's в нашем бухгалтерском балансе снизился приблизительно до 23 млн. долл. Другими словами, с точки зрения бухгалтерского учета получается, что See's потеряла значительную часть своего гудвилла по сравнению с 1983 г.

Но экономические факты говорят об обратном. В 1983 г. прибыли компании See's составляли примерно 27 млн. долл. до вычета налогов на 11 млн. долл. текущих оборотных активов. В 1995 г. она получила прибыль в размере 50 млн. долл. всего на 5 млн. долл. текущих оборотных активов. Очевидно, что экономический гудвилл See's существенно увеличился за этот период, а не уменьшился. Также ясно, что компания See's стоит на несколько сотен миллионов долларов больше по сравнению с объявленной балансовой стоимостью.

Конечно, есть вероятность, что мы ошибаемся, но мы ожидаем, что снижение учетного гудвилла компании GEICO будет сопровождаться увеличением ее экономической стоимости. Естественно, так происходило с большинством подконтрольных нам компаний, а не только с See's. Поэтому мы регулярно представляем данные об операционной прибыли таким образом, чтобы вы могли не обращать внимания на любые корректировки, связанные с учетом приобретения по методу покупки.

В будущем мы намереваемся придерживаться подобной политики в отношении скрытой прибыли, перейдя на форму представления, которая избавит эту прибыль от значительных корректировок, связанных с учетом приобретения объектов инвестиций по методу покупки. Мы не станем применять данную политику по отношению к компаниям, балансовая стоимость гудвилла которых невелика, например Coca-Cola или Gillette. Но мы распространим его на компании Wells Fargo и Disney, которые недавно осуществили огромные поглощения и соответственно имеют дело с исключительно большими расходами на гудвилл.

Прежде чем завершить обсуждение данной темы, мы не можем не сделать одно важное предупреждение. Зачастую инвесторов сбивают с пути генеральные директора и аналитики Уолл-стрит, которые приравнивают отчисления за износ к амортизационным отчислениям, только что рассмотренным нами. Но это вовсе не одно и то же. За редким исключением износ представляет собой вмененные издержки, такие же реальные, как расходы на заработную плату, сырье или налоги. Это, несомненно, также верно применительно к Berkshire и практически ко всем другим компаниям, которые мы изучали. Более того, мы не согласны с мнением, что показатель EBITDA (прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации) является достоверным индикатором успешности деятельности компании. Те руководители, которые не считают важным износ и больше внимания уделяют движению денежных средств или EBITDA, склонны принимать неверные решения. Это следует помнить при принятии решения относительно инвестиций.

D. *Доходы владельца и обманчивость потока денежных средств* *

При поглощении предприятий зачастую требуются значительные корректировки, связанные с учетом приобретения по методу покупки, как предписано GAAP. Конечно, данные, полученные в соответствии с этими принципами, используются в нашей консолидированной финансовой отчетности, но мы убеждены, что такие данные необязательно будут полезны для инвесторов или руководителей. Следовательно, данные, рассчитанные для определенных операционных единиц, представляют собой прибыль до корректировки, связанной с учетом приобретения по методу покупки. В действительности это та прибыль, которая была бы объявленной, если бы мы не приобрели предприятие.

Причины, по которым мы отдаем предпочтение данному способу представления, следующие. Они никогда не заменят любовный роман, и они определенно не подлежат обязательному прочтению. Тем не менее мне известно, что среди 6000 наших акционеров найдутся те, кого глубоко волнуют мои эссе по бухгалтерскому учету, и надеюсь, что они понравятся и вам.

Для начала, небольшой тест: ниже в сокращенном виде представлены отчеты о прибылях и убытках двух компаний за 1986 г. Какое предприятие имеет более высокую стоимость?

1986; Приложение 1986.

				Тыс. долл.
		Компания О		**Компания N**
Выручка		677 240		677 240
Себестоимость реализованных товаров	341 170		341 170	
Первоначальная себестоимость за вычетом износа				
Себестоимость специальных неналичных инструментов			4979(1)	
Износ основных средств и оборудования	8301		1(2)	
Валовая прибыль	260 286	327 769	260 286	359 504 317 736
Коммерческие и управленческие расходы				
Амортизация гудвилла			595(3)	260 881 56855
Операционные доходы		260 286		4135
Прочие чистые доходы		6748 3		60990
Прибыль до налогообложения		413 5		
• Соответствующий налог на прибыль:	31 387	7161 8	3138 7	
Первоначальные отложенные и текущие налоговые обязательства			998(4)	32385
Неналичные промежуточные отчисления				
Чистая прибыль		31387 40231		

(Пункты, отмеченные цифрами 1—4, будут рассмотрены в данном разделе.)

Как вы, вероятно, догадались, компании О и *N* являются одним и тем же предприятием — компанией Scott Fetzer. В колонке О (Old — старый.— *Прим.* пер.) мы продемонстрировали, каковы были бы доходы компании на 1986 г. по GAAP, если бы мы не приобрели ее, а в колонке *N* (New — новый. — *Прим. пер.)* мы показали прибыль компании Scott Fetzer по GAAP так, как она была представлена в отчете Berkshire.

Следует подчеркнуть, что обе колонки отражают одну и ту же хозяйственную деятельность, т.е. тот же уровень продаж, заработной платы.

налогов и т.д. И «обе компании» производят одинаковый объем денежных средств для владельцев. Отличается только бухгалтерский учет.

Итак, друзья-философы, какая из колонок отражает истинное положение вещей? На какие данные должны обращать внимание руководители и инвесторы?

Прежде чем дать ответы на эти вопросы, давайте проследим, в чем причина различий данных O и N. Мы кое-где немного упростим наше рассуждение, но такое упрощение не должно повлечь за собой никаких неточностей в анализе или выводах.

Неравенство между *O и N* возникает потому, что мы уплатили за компанию Scott Fetzer сумму, превышающую ее объявленную чистую стоимость. Согласно GAAP такие различия (переплату или дисконт) необходимо учитывать через «корректировку, связанную с учетом приобретения по методу покупки». В случае с компанией Scott Fetzer мы заплатили 315 млн. долл. за чистые активы, балансовая стоимость которых была 172,4 млн. долл. Таким образом, наша переплата составила 142,6 млн. долл.

Первый шаг в бухгалтерском учете по отношению к любому превышению цены — это выравнивание балансовой стоимости оборотных средств с их текущей стоимостью. На практике это требование обычно не влияет на величину дебиторской задолженности, которая, как правило, всегда выражена в текущей стоимости, но часто влияет на стоимость запасов. Благодаря запасам в сумме 22,9 млн. долл. по методу оценки «последним поступил — первым продан» (Last in first out — LIFO) и другим бухгалтерским сложностям* стоимость запасов компании Scott Fetzer была оценена с дисконтом 37,3 млн. долл., поэтому первым делом мы использовали 37,3 млн. долл. из нашей переплаты (142,6 млн. долл.) на увеличение балансовой стоимости запасов.

Допустим, осталась какая-то часть переплаченной суммы после корректировки оборотных средств, следующим шагом будет выравнивание стоимости основных фондов с их текущей стоимостью. В нашем случае для этого необходимо было совершить несколько бухгалтерских трюков с отложенными налоговыми обязательствами. Поскольку мы решили упростить наше рассуждение, то я опущу подробности и выдам конечный результат: к основным фондам мы добавили 68 млн. долл. и погасили 13 млн. долл. задолженности по отложенным налоговым обязательствам. После корректировки на 81 млн. долл. для распределения у нас оставалось еще 24,3 млн. долл. от суммы переплаты.

Запасы, учтенные по методу «последним поступил — первым продан», представляют собой разницу между текущей стоимостью замены запасов и стоимостью этих запасов по бухгалтерскому балансу. Эта разница может значительно возрастать, особенно в периоды инфляции.

Если бы они вдруг нам понадобились, нужно было бы предпринять следующие шаги: привести нематериальные активы, помимо гудвилла, к текущей справедливой стоимости и переложить пассивы в текущую справедливую стоимость. Выполнение этой рекомендации обычно влияет на долгосрочную задолженность и текущие обязательства по пенсионным выплатам. В случае с компанией Scott Fetzer ни в том, ни в другом необходимости не возникло.

Наконец, последней корректировкой в учете после приведения активов и пассивов к их текущей справедливой стоимости было списание оставшейся суммы переплаты на счет «гудвилл» (формально известный как «превышение стоимости покупки над справедливой стоимостью

		Тыс.
Активы	**Компания O** долл. **N**	**Компания**
Денежные средства и эквиваленты наличности		
Чистая дебиторская задолженность		
Запасы		3593
Прочие активы	3593	
Всего текущих активов		
Собственность, основные средства	90919	90919
и оборудование за вычетом	77489	114 764
обязательств	5954	5954
Вложения в неконсолидированные	177 955	215 230
дочерние компании и совместные предприятия	80967	148 960
Прочие активы, включая гудвилл	93589	93589
	9836	34210
Пассивы		
Векселя выданные и текущая часть	4650	4650
долгосрочной кредиторской задолженности		
Кредиторская	39003	39003
задолженность Начисленные	84939	84939
обязательства Всего	128 592	128 592
краткосрочных обязательств	34669	34669
Долгосрочная задолженность и	17052	4075
капитализированная	9657	9657
аренда	189 970	176 993
Отложенный налог на		
прибыль Прочие		
отложенные кредиты Всего		
пассивов Акционерный		
капитал		
	362 347	491 989

приобретенных активов»). Этот остаток составил 24,3 млн. долл. Таким образом, бухгалтерский баланс компании Scott Fetzer непосредственно до ее поглощения нами, резюмированный в колонке O, трансформировался после покупки в баланс, представленный в колонке N. В действительности, в обоих бухгалтерских балансах отражены те же активы и пассивы, однако, как можно заметить, некоторые данные существенно различаются.

В представленном выше бухгалтерском балансе цифры в колонке *N,* отражающие уровень прибыли, меньше, чем в представленном ранее отчете о прибылях и убытках. Это — результат увеличения балансовой стоимости активов и того, что активы, стоимость которых повысили, необходимо амортизировать. Чем выше стоимость активов, тем выше необходимые ежегодные амортизационные отчисления, относимые на прибыль. Расходы, которые перетекли в отчет о прибылях и убытках ввиду повышения стоимости в бухгалтерском балансе, были перечислены в приведенном ранее отчете о прибылях и убытках.

1. 4 979 000 долл. — расходы на неналичные инструменты, возникшие в результате уменьшения запасов Scott Fetzer в 1986 г. Подобные расходы в будущие периоды обычно невелики или равны нулю.
2. 5 054 000 долл. — дополнительные отчисления на износ оборудования вследствие повышения стоимости основных средств. Отчисления в таких объемах, скорее всего, будут осуществляться ежегодно на протяжении следующих 12 лет.
3. 595 000 долл. — амортизация гудвилла. Эти отчисления будут делаться ежегодно на протяжении следующих 39 лет в немного большем объеме, так как мы приобрели предприятие 6 января, поэтому данные за 1986 г. покрывают только 98% года.
4. 998 000 долл. — акробатические трюки с отложенными налоговыми обязательствами, которые я не в состоянии объяснить в двух словах (или, возможно, даже в деталях). Отчисления для погашения этой суммы, вероятно, будут осуществляться ежегодно на протяжении следующих 12 лет.

К концу 1986 г. разницу между чистой стоимостью «старой» и «новой» компании Scott Fetzer удалось снизить с 142,6 млн. долл. до 131 млн. долл. посредством дополнительных отчислений в размере 11,6 млн. долл., относимых на прибыль нового предприятия. По прошествии нескольких лет благодаря подобным отчислениям, относимым на прибыль, большая часть переплаты будет погашена и бухгалтерские балансы станут одинаковыми. Несмотря на это, более высокая стоимость земли и еще более высокая стоимость большей части запасов, показанная в новом бухгал-

терском балансе, сохранятся, если только землю не продадут или не сократят еще больше уровень запасов.

Что это значит для собственника? Приобрели акционеры Berkshire предприятие, принесшее 40,2 млн. долл. прибыли в 1986 г., или предприятие, прибыль которого составила 28,6 млн. долл.? Стали ли выплаты 11,6 млн. долл. реальными вмененными издержками? Следует ли инвесторам платить больше за акции компании O, чем за акции компании N? И если стоимость предприятия равна какой-либо определенной сумме дохода, стоила ли компания Scott Fetzer значительно больше за день до того, как мы ее приобрели, чем на следующий день?

Разобрав эти вопросы, нам удастся немного понять суть того, что можно назвать «прибылями владельца». Они представляют собой: *«a)* объявленную прибыль плюс b*)* износ, истощение, амортизацию и некоторые другие неналичные расходы, обозначенные цифрами (1) и (4) *баланса* компании *N,* минус *c)* средняя ежегодная сумма капитализированных расходов на основные средства, оборудование и др., которые необходимы предприятию для поддержания конкурентоспособности и производительности на единицу оборудования». (Если предприятию требуются дополнительные оборотные средства для поддержания конкурентоспособности и производительности на единицу оборудования, эта величина также должна быть добавлена в пункт c. Хотя тем предприятиям, которые используют метод «последним поступил — первым продан» для учета запасов, обычно не нужны дополнительные оборотные средства, если производительность на единицу оборудования не изменяется.)

Наше уравнение для определения прибыли владельца не дает обманчиво точный ответ, предоставляемый в соответствии с общепринятыми принципами бухгалтерского учета, так как величину *c* нужно угадать, а иногда это сделать довольно сложно. Но, несмотря на это затруднение, мы полагаем, что показатель прибыли владельца, а не показатель, полученный согласно общепринятым принципам бухгалтерского учета, является существенной деталью для оценки стоимости как для инвесторов при покупке акций, так и для руководителей компаний при приобретении всего предприятия.

Согласно рассмотренному нами подходу «прибыль владельца» компании O и компании *N* одинакова, что подразумевает, что их стоимость также идентична, как и должно быть по логике вещей. Такой результат был достигнут, так как суммы a и b в обеих колонках O и N одни и те же, а *c* обязательно одинаково в обоих случаях.

Какова же, по нашему с Чарли мнению, истинная сумма прибыли владельца компании Scott Fetzer? В сложившихся обстоятельствах мы

убеждены, что *c* очень близко к показателю b «старой» компании, равному 8,3 млн. долл., и намного ниже показателя b «новой» компании, составляющего 19,9 млн. долл. Поэтому мы считаем, что лучшее представление о прибыли владельца дает объявленная прибыль колонки O, нежели соответствующий показатель колонки *N*. Иными словами, мы полагаем, что прибыль владельца компании Scott Fetzer значительно выше прибыли, которую мы указали и которая была подсчитана в соответствии с общепринятыми принципами бухгалтерского учета.

Положение просто превосходное. Но обычно подобного рода вычисления не дают положительных результатов. Большинство руководителей согласятся с тем, что им требуется потратить немного больше, чем b, чтобы их предприятие просто удерживало свои позиции как по объему производства, так и по конкурентоспособности. Когда существует такая необходимость, т.е. если c превышает b, то прибыль, вычисленная по общепринятым принципам бухгалтерского учета, превышает прибыль владельца. Зачастую это превышение весьма существенно. Ярким примером этого явления может служить ситуация в нефтяной промышленности в последние годы. Если бы большинство крупных нефтяных компаний ежегодно тратили только b, им бы незамедлительно пришлось сократить производство.

Все это указывает на абсурдность показателя «поток наличности», который часто приводится в финансовых отчетах Уолл-стрит. Эти цифры включают суммы a и b, но c не вычитается. Многие проспекты инвестиционных банкиров по продаже содержат такую обманчивую информацию. Это означает, что выставленные на продажу предприятия являются коммерческими двойниками египетских пирамид: они всегда современны, не требуют замены, улучшений, реконструкции. В самом деле, если бы акции всех корпораций США вдруг стали одновременно размещаться через наших ведущих инвестиционных банкиров, и если бы проспектам по продаже можно было верить, то государственные программы по расходам на основные средства и оборудование пришлось бы сократить на 90%.

Данные о «потоке наличности» могут быть полезны при анализе определенных компаний, специализирующихся на недвижимости, или других предприятий, затраты которых в начале огромны, а впоследствии невелики. Примером здесь может быть компания, которая имеет в собственности только мост или богатое месторождение газа. Но показатели «потока наличности» не имеют значения для производственных компаний, предприятий розничной торговли, добывающих компаний и предприятий, оказывающих коммунальные услуги, так как для них *c* всегда существенно. Такие предприятия способны отложить капитальные затраты в какой-то определенный год, но в после-

дующие пять-десять лет им необходимо сделать вложение, иначе бизнес прогорит.

В чем же причина популярности показателей «потока наличности» в настоящее время? Наш ответ на этот вопрос, возможно, прозвучит немного грубо: эти показатели часто применяют продавцы предприятий и ценных бумаг в попытках оправдать то, что оправдать невозможно (и соответственно продать то, что не может быть продано). Когда *a,* т.е. прибыли, подсчитанной в соответствии с общепринятыми принципами бухгалтерского учета, не хватает на покрытие задолженности по «мусорной» облигации или для оправдания завышенной стоимости акций, продавцу удобно переключить внимание на *a* плюс b. Но нельзя прибавлять b*,* не вычитая *c,* хотя дантисты правильно отмечают, что если вы не будете следить за своими зубами, вы их потеряете, с *c* такого не случится. Те компании или инвесторы, которые думают, что способность предприятия погашать задолженность или стоимость его акционерного капитала можно измерить путем сложения a и b, не принимая во внимание *c,* несомненно, ждут неприятности.

Подведем итоги. В случае с компанией Scott Fetzer и другими нашими предприятиями мы считаем, что b на основе первоначальной стоимости, т.е. включая амортизацию нематериальных активов и другие операции по корректировке стоимости приобретения, очень близко по величине к *c.* (Конечно, эти два показателя не равны. Например, наши ежегодные капитализированные затраты по компании See's превышают амортизационные отчисления на 500 000-1 000 000 долл.; и это только, чтобы сохранить конкурентоспособность.) Поэтому мы показываем амортизацию и другие операции по корректировке цены покупки отдельной строкой,.. а также принимаем за прибыль предприятия... показатели, наиболее приближенные к прибыли владельца, а не к данным, полученным по общепринятым принципам бухгалтерского учета.

Некоторым может показаться оскорбительным тот факт, что мы подвергаем сомнению данные, полученные в соответствии с общепринятыми принципами бухгалтерского учета: зачем, в конце концов, платить жалованье бухгалтерам, если они не говорят «правду» о нашей компании. Но задача бухгалтеров — вести учет, а не производить оценку. Последнее — дело инвесторов и руководителей.

Бухгалтерские данные, несомненно, являются языком бизнеса и в этом качестве оказывают неоценимую помощь всем, кто занимается оценкой стоимости предприятия и анализирует результаты его деятельности. Без этих чисел мы с Чарли пропали бы, так как они неизменно служат нам отправной точкой при оценке стоимости как наших пред-

приятии, так и других компаний. И все-таки руководителям и владельцам не следует забывать, что бухгалтерский учет — лишь дополнение к деловому мышлению, а никак не его замена.

E. *Внутренняя стоимость, балансовая стоимость и рыночная цена* *

Внутренняя стоимость — чрезвычайно важное понятие, которое открывает единственно целесообразный подход к проведению оценки относительной привлекательности инвестиций и компаний. Можно дать простое определение внутренней стоимости: дисконтированная стоимость денежных средств, которые можно получить от предприятия за оставшееся время его существования.

Однако вычислить внутреннюю стоимость не так просто. По нашему определению внутренняя стоимость является скорее оценкой, чем конкретной цифрой, более того, эта оценка должна быть пересчитана при изменении ставки процента. Два человека, анализируя одни и те же факты, это также относится к нам с Чарли, почти всегда придут к немного разным результатам по внутренней стоимости. По этой причине мы никогда не приводим наши подсчеты внутренней стоимости. Хотя наши ежегодные отчеты содержат сведения, которые мы сами применяем при вычислении внутренней стоимости.

Тем временем мы регулярно сообщаем балансовую стоимость на одну акцию. Это значение легко вычислить, но его использование ограничено. Это ограничение вызвано не тем обстоятельством, что мы владеем рыночными ценными бумагами, балансовая стоимость которых соответствует их текущей цене. Скорее неадекватность связана с подконтрольными нам компаниями, чья стоимость, отраженная в нашем балансе, значительно отличается от их внутренней стоимости.

Диспропорция может быть в любом направлении. Например, в 1964 г. мы могли уверенно заявить, что балансовая стоимость на акцию компании Berkshire составляла 19,46 долл. Как бы то ни было, эта цифра значительно завысила внутреннюю стоимость компании, так как все ее ресурсы были вложены в малоприбыльные текстильные предприятия. Ни стоимость наших активов в данной сфере, определенная исходя из допущения о непрерывности деятельности, ни их ликвидационная стоимость не соответствовали балансовой стоимости. В настоящее время наблюдается обратная ситуация: наша балансовая стоимость, равная 15 180 долл. на 31 марта 1996 г., *намного* занижает внутреннюю стоимость Berkshire. Это утверждение верно ввиду того, что стоимость мно-

* 1988 Руководство пользователя; 1987; 1985; 1988.

гих наших подконтрольных предприятий значительно выше балансовой стоимости.

Хотя данные бухгалтерского учета Berkshire не могут показать полноты картины, мы приводим их, потому что в настоящее время они служат приблизительным и одновременно весьма недооцененным способом выявления внутренней стоимости Berkshire. Другими словами, относительное изменение балансовой стоимости за отдельный год, вероятно, лучше всего отражает изменение внутренней стоимости за тот же год.

Чтобы лучше уяснить различие между балансовой стоимостью и внутренней стоимостью, рассмотрим такой вид инвестиций, как обучение в колледже. Допустим, стоимость обучения есть «балансовая стоимость». Если точно подсчитать затраты, то необходимо включить прибыли, которые потерял студент, выбрав учебу в колледже, а не работу.

Для дальнейшего анализа мы опустим всю существенную неэкономическую выгоду, которую дает образование, и сконцентрируемся только на его экономической стоимости. Во-первых, мы должны подсчитать прибыль, которую выпускник колледжа получит за всю свою жизнь, и вычесть из полученного результата сумму, которую он заработал бы. если бы отказался получать образование. Таким образом, мы имеем сверхприбыль, которую необходимо затем дисконтировать по соответствующей процентной ставке вплоть до дня окончания обучения. Полученный в долларах результат равен внутренней экономической стоимости образования.

Некоторые выпускники обнаружат, что балансовая стоимость их обучения превышает внутреннюю стоимость, и это означает, что тот, кто платил за получение образования, не компенсировал свои затраты. В других же случаях внутренняя стоимость обучения намного превосходит балансовую стоимость. Такой результат доказывает, что вложение капитала было правильным. В любом случае ясно одно — балансовая стоимость не может быть показателем внутренней стоимости.

Интересное явление наблюдается при сравнении объявленных финансовых результатов подконтрольных нам компаний, где мы владеем лишь небольшой долей. Рыночная стоимость этих долей превышает 2 млрд., долл. Но объявленная прибыль, которую они принесли Berkshire в 1987 г, после уплаты налогов составила лишь 11 млн. долл.

По правилам бухгалтерского учета мы должны включать в нашу прибыль только дивиденды, выплачиваемые нам этими компаниями, которые лишь немного выше номинальных, а не нашу долю в их прибыли которая в 1987 г. составила более 100 млн. долл. С другой стороны, согласно правилам бухгалтерского учета балансовую стоимость этих трех

долей, принадлежащих страховым компаниям, необходимо вносить в наш бухгалтерский баланс по текущей рыночной стоимости. В итоге бухгалтерский учет, осуществляемый в соответствии с GAAP, позволяет отразить в нашей чистой стоимости существующую базисную стоимость предприятий, определенной долей которых мы владеем, но не позволяет отразить их базисный доход на нашем счете прибылей.

В случае с подконтрольными нам компаниями верно обратное. Здесь мы показываем всю прибыль на нашем счете прибылей, но никогда не меняем номинальную стоимость активов в нашем бухгалтерском балансе, независимо от того, насколько увеличилась стоимость предприятия с тех пор, как мы его приобрели.

Наш подход к этому бухгалтерскому безумию состоит в игнорировании данных, полученных в соответствии с общепринятыми принципами бухгалтерского учета, и в концентрации внимания только на будущей доходности как подконтрольных, так и не подконтрольных нам предприятий. Такой подход позволяет нам оценивать стоимость компании независимо от балансовой стоимости подконтрольного предприятия или обусловленной подчас неразумным рынком стоимости компании, долей которой мы владеем. И именно эту стоимость компании мы надеемся увеличить в разумных (или, лучше всего, неразумных) пределах в последующие годы.

Первоначально акции Berkshire продавались по скромной цене, ниже внутренней стоимости. При такой цене покупатели могли быть уверены в том (пока не произошло еще большее увеличение этого дисконта), что их личный опыт инвестирования, по меньшей мере, равняется финансовому опыту компании. Но с недавних пор дисконт исчез, и время от времени акции реализуют с надбавкой.

Исчезновение дисконта означает, что рыночная стоимость Berkshire выросла даже быстрее, чем стоимость бизнеса (которая также увеличивалась хорошими темпами). Это было хорошо для любого владельца корпорации, но плохо для новых или потенциальных владельцев. Если учесть, что финансовый опыт новых владельцев Berkshire должен хотя бы соответствовать будущему финансовому опыту компании, то необходимо сохранить любой оплачиваемый ими отрыв рыночной стоимости от внутренней.

В конечном итоге отношения между рыночной стоимостью Berkshire и ценностью бизнеса более последовательные, чем между любыми другими публично торгуемыми акциями. Все благодаря вам. Вы всегда проявляли свою рациональность, заинтересованность, готовность вкладывать средства, поэтому рыночная цена акций Berkshire практически постоянно оставалась

разумной. Этот исключительный результат был достигнут группой акционеров, необычной по своему составу: дело в том, что буквально все наши акционеры — это физические, а не юридические лица. Ни одна другая публичная компания подобного размера не может похвастать тем же.

Бен Грэхем 40 лет назад рассказал анекдот, который объясняет поведение профессиональных инвесторов: «По дороге в рай специалиста по нефтеразведке встретил Св. Петр и сообщил ему неприятную новость. "Вообще-то, ты имеешь право жить здесь, — сказал Св. Петр. — Но, как сам видишь, дом для нефтяников просто забит, и запихнуть тебя туда вряд ли возможно". Подумав немного, специалист по нефтеразведке попросил разрешения сказать всего четыре слова нынешним обитателям. Св. Петр не увидел в этом ничего дурного, и тогда он, сложив руки рупором, крикнул: "В аду обнаружили нефть!" Немедленно ворота открылись, и все нефтяники ринулись в преисподнюю. Пораженный Св. Петр пригласил специалиста по нефтеразведке в дом. Он помолчал. "Нет, — отказался специалист, — думаю, я пойду за ребятами. В конце концов, может, в этих слухах есть доля правды"».

В своем обращении (в 1995 г.), когда акции Berkshire продавались по 36 000 долл., я сообщал вам следующее:

1) увеличение рыночной стоимости акций Berkshire за последнее время превысило уровень роста внутренней стоимости компа нии, хотя темпы роста последней были весьма удовлетворитель ными;
2) такое опережение не может продолжаться до бесконечности;
3) мы с Чарли тогда не считали, что Berkshire была недооценена.

Как я сказал, внутренняя стоимость Berkshire значительно поднялась, в то время как рыночная цена наших акций изменилась незначительно. Это, вне всякого сомнения, указывает на то, что в 1996 г. стоимость акций была ниже стоимости нашей компании. Соответственно сегодняшнее соотношение цена/стоимость намного отличается от прошлогоднего показателя и, по нашему с Чарли мнению, более уместно.

В долгосрочной перспективе совокупный доход акционеров Berkshire обязательно должен соответствовать прибыли компании, когда акции временно превосходят предприятие или, наоборот, некоторое количество акционеров (продавцов или покупателей) получают необычайно большую прибыль, за счет которой они и осуществляют сделки. Как правило, ухищрения имеют преимущество перед бесхитростностью в этой игре.

Хотя наша первостепенная задача состоит в том, чтобы максимизировать общую прибыль держателей акций Berkshire, мы хотим также снизить до минимума доход, который получают некоторые акционеры

за счет других. Таковы были бы наши цели, если бы мы руководили семейным товариществом, и, по нашему мнению, они имеют такое же значение для руководителей публичных компаний. В товариществе из соображений справедливости необходимо в равной степени соблюдать интересы всех его членов, когда они входят или выходят из него. В публичной компании требования справедливости учитываются, когда рыночная цена и внутренняя стоимость синхронизированы. Очевидно, что не всегда будет так, но руководитель, используя соответствующую политику и информационную открытость, может сделать многое для достижения справедливости.

Естественно, чем дольше человек держит акции, тем больше результаты деятельности Berkshire будут влиять на его финансовое положение и тем меньшее значение будет иметь соотношение наценки или дисконта на внутреннюю стоимость при покупке или продаже его акций. Это одна из причин, по которым мы надеемся обратить внимание владельцев на долгосрочные перспективы. В целом, мне кажется, нам удалось достигнуть этих целей. Вероятно, Berkshire является лидером среди крупных корпораций Америки по процентному соотношению акций, владельцы которых придерживаются долгосрочной стратегии.

F. *Эзоп и неэффективная теория журавля в небе* *

Формула для оценки *всех* активов, приобретенных для получения прибыли, не менялась с тех пор, как ее предложил один очень проницательный человек приблизительно в 600 г. до н.э. (хотя он был не настолько проницательным, чтобы догадаться, что это был 600 г. до н.э.).

Этим оракулом был Эзоп, сказавший бессмертную, хотя и немного незаконченную фразу: «Лучше синица в руках, чем журавль в небе». Чтобы конкретизировать этот принцип, нужно ответить на три вопроса. Насколько вы можете быть уверены в том, что в небе действительно есть журавль? Когда он появится и насколько он будет велик? Какова безрисковая процентная ставка (по которой определяется доходность долгосрочных облигаций США)? Если вам удастся ответить на эти вопросы, то вы узнаете максимальную ценность журавля и максимальное количество синиц, которое вы согласитесь обменять на журавля. И конечно, не думайте буквально о синицах, думайте о долларах.

Инвестиционная аксиома Эзопа, расширившая значение и перешедшая на доллары, непреложна. Она применима к затратам в фермерском хозяйстве, арендой плате за право разработки недр, облигациям, акциям, лотерейным билетам и заводам-изготовителям. И ни

* 2000.

изобретение парового двигателя, ни внедрение электричества, ни создание автомобиля не изменили формулу ни на йоту, и это не сделает Интернет. Просто подставьте цифры, и вы сможете вычислить привлекательность всевозможных способов применения капитала по всей Вселенной.

Общепринятые критерии — дивидендный доход, соотношение цены и прибыли или цены и балансовой стоимости и даже темпы роста— не имеют *ни малейшего* отношения к оценке компании, за исключением того, что они в какой-то степени дают представление о количестве и синхронизации потоков наличности. Действительно, рост может пагубно сказаться на стоимости, если для него необходимы денежные вливания в первые годы существования проекта или предприятия, сумма которых превышает дисконтированную стоимость денежных средств, принесенных этими активами в последующие годы. Аналитики и инвестиционные менеджеры бойко называют «рост» и «стоимость» двумя противоположными подходами к инвестированию. Это говорит не об опытности и изощренности, а о неосведомленности. Рост — это всего лишь компонент, чаще положительный, а иногда и отрицательный, в уравнении стоимости.

Увы, несмотря на то, что суждение Эзопа и третья переменная, т.е. процентная ставка, просты, найти цифровое выражение двух других переменных чрезвычайно сложно. В действительности, глупо использовать точные цифры, гораздо лучшим подходом будет анализ разных возможностей.

Обычно число возможностей настолько велико, что невозможно прийти к какому-то заключению, хотя время от времени даже по весьма консервативным подсчетам относительно будущего появления журавлей оказывается, что запрошенная цена поразительно ниже внутренней стоимости. (Давайте назовем этот феномен — неэффективная теория журавля в небе.) Для большей уверенности инвестору необходимо общее понимание экономики предприятия, а также способность независимо мыслить, чтобы делать обоснованные позитивные выводы. Но инвестору не требуются ни блестящие знания, ни невразумительные догадки.

С другой стороны, наблюдается много случаев, когда самому блестящему инвестору не удается убедиться в появлении журавлей, даже при применении множества различных подсчетов. Подобная неуверенность нередко проявляется при рассмотрении недавно появившихся компаний и отраслей экономики, подверженных быстрым изменениям. В таких случаях любое обязательство инвестиционного характера должно быть названо спекулятивным.

Сейчас спекуляции, акцент в которых ставится не на то, какой актив выбрать, а на то, сколько за него заплатит сосед, не считаются ни незаконными, ни аморальными, ни антигосударственными действиями.

Но мы с Чарли не желаем играть в такую игру. Мы ничего не приносим на вечеринку, так с чего нам забирать что-нибудь себе?

Грань, которая разделяет инвестиции и спекуляции и которая всегда тонка и неотчетлива, становится еще более расплывчатой, если большинству участников рынка недавно удалось сорвать куш. Ничто так не подавляет рассудок, как большие дозы шальных денег. После такого головокружительного успеха даже здравомыслящие люди начинают вести себя, как Золушка на балу. Им известно, что если они задержатся на празднике, т.е. продолжат заниматься спекуляциями с компаниями, где соотношение оценки и денежных средств, которые они, вероятно, принесут в будущем, просто гигантское, то их карета превратится в тыкву, а лошади в мышей. Но они не желают упускать ни малейшего шанса побывать на шикарном празднестве. Поэтому разгоряченные участники планируют уйти всего за несколько мгновений до полуночи. Здесь кроется маленькая загвоздка: они танцуют в зале, где висят часы без стрелок.

В прошлом году мы прокомментировали, и это было неразумно с нашей стороны, преобладающую тенденцию к чрезмерности, отметив, что ожидания инвесторов увеличились до суммы, в несколько раз превышающей вероятный доход. Одно из подтверждений пришло из службы Paine Webber-Gallup, которая в декабре 1999 г. провела опрос среди инвесторов с целью выявить мнение участников относительно ожидаемой годовой прибыли через десять лет. В среднем цифра была 19%. Несомненно, это необоснованное ожидание: для всех американских предприятий в целом в 2009 г. в небе не может быть столько журавлей, чтобы обеспечить такой доход.

Еще более неразумными были оценки, данные участниками рынка предприятиям, которые практически неминуемо придут к разорению, полному либо частичному. Но инвесторы, зачарованные быстро растущими ценами на акции, не обращали внимания на другие факторы и скупали акции. Это было похоже на какой-то вирус, свирепствовавший как среди профессиональных инвесторов, так и среди любителей, вызывая галлюцинации, в которых нарушалась связь между стоимостью акций в некоторых областях и стоимостью выпускавших их предприятий.

За этим сюрреалистическим эпизодом последовали упорные разговоры о «создании полезной стоимости». Мы не отрицаем, что за последние десять лет новые или молодые компании действительно создали огромную полезную стоимость, и в будущем они повысят ее еще больше. Но любое предприятие не создает, а теряет стоимость, когда оно теряет деньги в ходе своей деятельности, независимо от того, насколько высокой может быть его временная оценка.

На самом деле, в подобных случаях возникает *перенос* материальных ценностей, зачастую в довольно больших масштабах. Путем беззастен-

чивой торговли несуществующими журавлями учредители за последние годы перекачали миллиарды долларов из карманов общественности в собственный карман (а также кошельки своих друзей и партнеров). Дело в том, что дутый рынок позволил создать дутые компании, предприятия с расчетом на то, чтобы *выманивать* деньги у инвесторов, а не *приносить им доход.* Слишком часто целью учредителей компании было изначальное первичное размещение акций, а не получение прибыли. В основе «бизнес-модели» таких компаний лежал старый принцип «письма счастья», рассылаемого по нескольким адресам, с тем чтобы получатель разослал его другим адресатам, для которых охочие до получения комиссионных инвестиционные банкиры активно служили почтальонами.

Но каждый пузырь, в конце концов, лопается, и тогда новая волна инвесторов получает старый урок. Во-первых, финансисты с Уолл-стрит, группа, в которой не ценится контроль качества, продаст инвесторам все, за что последние им заплатят. Во-вторых, наиболее опасна та спекуляция, которая кажется легко осуществимой.

В Berkshire мы *не* стремимся подобрать немногих победителей, выплывших из моря утонувших предприятий. Мы для этого не обладаем достаточными знаниями, и нам это известно. Вместо этого мы используем уравнение Эзопа, которому уже 2600 лет, применительно к возможностям, в которых мы обоснованно убеждены, в отношении количества журавлей в небе и времени их появления (мои внуки модернизировали бы прежнюю формулировку следующим образом: лучше девушка в кабриолете, чем пять в записной книжке). Очевидно, что мы никогда не сможем точно синхронизировать потоки наличности в компанию и из нее или их количество. Поэтому мы стараемся не выходить за рамки умеренности при расчетах и концентрироваться главным образом на компаниях таких отраслей, в которых существует низкая вероятность того, что неожиданности повлекут разорение владельцев предприятий. Даже несмотря на это, мы совершаем много ошибок. Вспомните, я тот, кто был уверен, что разбирается в перспективах торговых марок, текстильной, обувной промышленности и двухуровневых универмагов.

В последнее время самыми многообещающими журавлями были сделки по приобретению предприятий, и нас это радует. Все же вам следует ясно представлять, что в самом лучшем случае приобретенные нами компании обеспечат только умеренную прибыль. По-настоящему превосходные результаты от сделок можно ожидать лишь тогда, когда рынок ценных бумаг подвергается строгому сдерживанию и весь деловой мир настроен пессимистично. Сейчас же ситуация принципиально иная.

Часть VII. Учетная политика предприятия и вопросы налогообложения

Даже несмотря на недостатки Общепринятых принципов бухгалтерского учета (GAAP), я бы не взялся за их совершенствование. Ограничения, присущие существующим правилам, не должны удерживать от их использования: никто не запрещает генеральным директорам компании использовать отчеты по системе GAAP лишь как основу для исполнения своих обязанностей по информированию владельцев и кредиторов компании. На самом деле, как основу их и следует использовать. В конце концов, любой руководитель дочерней компании оказался бы в незавидном положении, если бы выдал генеральному директору головной компании сухие цифры GAAP, не содержащие ключевых сведений. Тогда с какой стати сам генеральный должен утаивать жизненно важную информацию от *своих* боссов — акционеров — владельцев компании?

Раскрываться должны такие *данные,* не важно, соответствуют они GAAP, не соответствуют или дополняют, которые позволяют грамотному финансисту получить ответы на три ключевых вопроса:

— какова по приблизительным оценкам текущая стоимость компа нии?

— какова вероятность выполнения будущих обязательств компа нии?

— насколько хорошо в рамках своих полномочий справляется с ра ботой административный состав?

В большинстве случаев требуемое GAAP минимальное представление сведений делает ответ на один, а то и на все вопросы крайне затруднительным или совсем невозможным. Деловой мир слишком многогранен, и простого набора правил недостаточно, чтобы эффективно описать

экономическую реальность любого предприятия. Особенно это касается многопрофильных компаний, например Berkshire.

Усложняет ситуацию и тот факт, что многие управленцы воспринимают GAAP не как стандарт, с которым нужно считаться, а как препятствие, которое нужно преодолеть. А их бухгалтеры зачастую с радостью им в этом помогают. («Сколько, — спрашивает клиент, — будет два плюс два?» Главный бухгалтер отвечает: «А как вы думаете?») Даже честное и действующее из лучших побуждений руководство порой «растягивает» GAAP, чтобы получить цифры, которые, по их мнению, наиболее достоверно отражают финансовые результаты компании. И «сглаживание» прибылей, и приемчики вроде списания больших затрат — все это «невинная ложь», практикуемая даже честным руководством.

Встречаются управленцы, активно использующие GAAP для обмана и мошенничества. Они знают, что многие инвесторы и кредиторы принимают результаты по GAAP за истину в последней инстанции. Так вот, эти шарлатаны трактуют правила весьма своеобразно и отражают хозяйственные операции так, что они технически соответствуют GAAP, но на самом деле создают лишь экономическую иллюзию для всего мира.

До тех пор пока инвесторы, включая искушенные финансовые учреждения, будут строить оценки на основе неизменно растущей объявленной «прибыли», не сомневайтесь, всегда найдутся управленцы и специалисты по созданию имиджа, которые «заставят» GAAP выдавать цифры, не имеющие ничего общего с реальностью. Многие годы мы с Чарли были свидетелями ошеломляющих по размаху манипуляций с бухучетом. Некоторые мошенники понесли наказание, но большинство не получили даже элементарного порицания со стороны общественности. Гораздо безопаснее воровать огромные суммы с помощью шариковой ручки, чем небольшие посредством пистолета*.

А. *Покупка или объединение?***

Применение различных схем бухучета при поглощении компаний — очень спорная тема в настоящее время. И не исключено, что Конгресс США может вмешаться в спор прежде, чем улягутся страсти вокруг этой проблемы (что было бы ужасно).

GAAP позволяет отражать поглощение компании двумя совершенно различными способами: как «покупку» и как «объединение интересов». При объединении интересов валютой должны быть акции, а при покупке оплата может производиться как денежными средствами, так и акци-

* Вводное эссе, 1988.

**1999.

ями. Какой бы ни была валюта, руководство обычно крайне негативно относится к отражению сделки как покупки, так как практически всегда это связано с появлением гудвилла и его последующего списания на прибыль в течение десятилетий. А объединение интересов позволяет обойтись без гудвилла, что и привлекает руководителей.

Недавно Совет по стандартам финансового учета (Financial Accounting Standards Board — FASB) предложил положить конец методу объединения интересов, что заставило генеральных директоров компаний готовиться к борьбе. Эта битва обещает быть очень значимой, а мы пока рассмотрим различные точки зрения. Для начала согласимся с большинством менеджеров, считающих, что амортизационные начисления на гудвилл обычно необоснованно завышены*.

Если следовать правилам бухгалтерского учета, то утаить реальный уровень амортизации будет достаточно сложно: в большинстве случаев амортизационные начисления отражают действительную ситуацию в компании, даже если расчеты сделаны не совсем точно. Например, зная амортизационные отчисления, невозможно точно определить падение стоимости физических активов, но, по крайней мере, эти отчисления свидетельствуют о том, что физические активы неизбежно изнашиваются. Получается, что отчисления на моральный износ запасов, погашение долгов по дебиторской задолженности и начисления по гарантийным обязательствам являются частью расходов, отражающих реальные расходы предприятия. Ежегодные отчисления на эти цели невозможно определить с предельной точностью, но необходимость в их оценке очевидна.

С другой стороны, стоимость экономического гудвилла почти никогда не падает. Наоборот, во многих случаях, почти всегда, она стабильно увеличивается. Экономический гудвилл по характеру близок к земельной собственности: можно совершенно определенно сказать, что стоимость и того и другого актива будет постоянно колебаться, но направление, в котором пойдет развитие, предугадать невозможно. В компании See's, например, рост экономического гудвилла проходил неравномерно, но стабильно вверх за период 78 лет. И если также грамотно управлять компанией и дальше, то очевидно, что рост гудвилла будет продолжаться в течение как минимум последующих 78 лет.

Чтобы избежать фикции начислений на гудвилл, управленцы используют фикцию объединения интересов. Эта бухгалтерская традиция основана на поэтическом представлении о том, что, когда две реки сливаются в одну их течения уже невозможно различить. Согласно этой концепции, компания, слившаяся с более крупным предприятием, не считается «купленной» (даже если она получила солидную «откупную»

См. часть VI, раздел С.

премию). Следовательно, о гудвилле речь не идет, и впоследствии не делается никаких отчислений из прибыли, которые так всех раздражают. Для этого бухгалтерия новой объединенной организации ведется так, как будто компания всегда была единым целым.

Но хватит поэзии. В реальности слияние компаний происходит совсем по-другому: всегда есть компания-покупатель и покупаемая компания, которая, собственно, и «покупается», не важно в каком свете это выставляется. Если вы думаете иначе, спросите уволенных сотрудников, какая компания была «поработителем», а какая была «порабощена». В их ответах вы не увидите и тени сомнения. С этой точки зрения FASB, безусловно, прав: в большинстве слияний имеет место акт покупки. Конечно, бывают и настоящие «слияния равных», но их очень мало.

Мы с Чарли верим, что можно найти реальный подход, который удовлетворил бы FASB, в задачи которого входит должным образом регистрировать приобретения, и соответствовал бы целям административного состава компаний с их вполне справедливым неприятием бессмысленных расходов на уменьшение гудвилла. В начале мы обычно предлагаем покупающей компании зафиксировать цену покупки, в акциях или в денежном эквиваленте, на уровне «справедливой стоимости». В большинстве случаев подобная процедура влечет создание крупного актива — экономического гудвилла. Затем мы берем этот актив на баланс, его амортизации не требуется. Позже, если экономический гудвилл слабеет, как иногда случается, он записывается как любой другой актив, признанный ослабленным.

Если бы предложенное нами правило взяли на вооружение, его следовало бы применить с обратной силой, чтобы система учета сделок по поглощению стала, наконец, структурированной по всей Америке, каковой она в настоящее время отнюдь не является. Тогда можно прогнозировать следующее: если бы этот план вступил в силу, руководители компаний готовили бы сделки по поглощению более благоразумно, принимая решение, что лучше: оплатить покупку денежными средствами или акциями, с учетом всех возможных последствий для своих акционеров, а не иллюзорных последствий для объявленной прибыли.

B. *Фондовые опционы* *

Самый вопиющий случай нежелания «смотреть в лицо» реальности со стороны исполнительных лиц и бухгалтеров касается фондовых опционов. В отчете Berkshire за 1985 г. я изложил свои мысли насчет пра-

1992; 1998.

вильного и неправильного использования опционов*. И даже если опционы грамотно структурированы, они учитываются методами, не имеющими никакого смысла. Отсутствие какой-либо логики здесь неслучайно: десятилетиями деловой мир ведет войну против чиновников, ответственных за формирование принципов бухгалтерского учета, пытаясь затраты на фондовые опционы не отражать в прибылях компании-эмитента.

Обычно руководство компаний говорит, что оценить стоимость опционов очень сложно, поэтому расходы на них следует игнорировать. Еще они утверждают, что распределение расходов на опционы нанесет ущерб небольшим, только начавшим свою деятельность предприятиям. Иногда они даже официально заявляют, что опционы «без денег» (цена исполнения которых равна или выше текущей рыночной стоимости) не имеют стоимости на момент выпуска.

Как ни странно, но Совет институциональных инвесторов предложил другую вариацию на ту же тему, высказав мнение, что опционы нельзя рассматривать как издержки, так как это «не доллары, вынутые из сейфов компании». Подобные доводы мне видятся не чем иным, как желанием предоставить исключительные возможности американским компаниям для незамедлительного корректирования объявленной прибыли. Например, они могут списать затраты на страхование, оплатив их опционами. Так что если вы генеральный директор и готовы подписаться под теорией, что раз нет денежных средств, значит, нет издержек, я сделаю вам предложение, от которого вы не сможете отказаться: позвоните нам в Berkshire, и мы с радостью продадим вам страховку в обмен на пачку долгосрочных опционов на акции вашей компании.

Акционеры должны понимать, что компании неизменно несут расходы, когда передают часть стоимости третьей стороне, а не только когда деньги переходят в другие руки. Более того, глупо и цинично заявлять, что такую составляющую статей расходов нельзя признать лишь потому, что ее невозможно высчитать с абсолютной точностью. Да, в настоящее время бухгалтерское дело изобилует неточностями. В конце концов, ни один руководитель или аудитор не знает, как долго еще будет летать «Боинг-747», это означает, что они не знают, каковы должны быть годовые амортизационные отчисления на этот самолет. Никто с уверенностью не может сказать, сколько ежегодно теряет банк на ссудах. А оценки убытков от несчастных случаев, которые заявляют компании, как правило, далеки от истины.

Означает ли это, что такие важные статьи расходов не нужно принимать в расчет только потому, что нет возможности просчитать их с аб-

* См. часть I, раздел F.

солютной точностью? Разумеется, нет. Более того, эти расходы должны оцениваться опытными специалистами, а затем учитываться. Если уж мы начали этим заниматься, какие еще составляющие важных, но трудно поддающихся подсчетам расходов — кроме фондовых опционов — принято игнорировать в бухгалтерском учете при подсчете прибыли?

Кроме того, оценить опционы не так уж трудно. Надо сказать, сложность возникает из-за того, что опционы, выданные должностным лицам, ограничены по многим параметрам. Эти ограничения и влияют на оценку, но никак не исключают ее. Когда у меня есть настроение, я могу сделать предложение о покупке любому руководителю, которому предоставили подобный ограниченный опцион, даже если это будет опцион «без денег». В день выпуска Berkshire заплатит ему приличную сумму за право на любые будущие прибыли, реализованные с этого опциона. Так что если вы встретите руководителя, который скажет вам, что его недавно выпущенные опционы имеют совсем небольшую цену или не имеют ее совсем, направьте его к нам. По правде говоря, мы более уверены в своих способностях определить должную цену опциона, чем правильно рассчитать норму амортизации корпоративного самолета.

Бухгалтерам и работникам Комиссии по ценным бумагам и биржам должно быть стыдно за то, что они так долго позволяли руководителям различных компаний давить на себя в вопросах учета опционов. Помимо этого лоббизм, практикуемый руководящими лицами, ведет к созданию неприятного побочного эффекта: по моему мнению, деловая элита рискует потерять доверие (которое имеет немалую ценность, на самом деле) в вопросах значимости чего-либо для общества, пока они отстаивают неправдоподобную значимость этого для самих себя.

Наше поглощение компании General Re пролило свет на вопиющие недостатки бухгалтерских процедур. Внимательные акционеры, читающие информацию о предстоящем ежегодном собрании акционеров компании, могли заметить необычный пункт на странице 60. В так называемом формальном отчете о прибылях, где указывалось, как слияние повлияло на совместную прибыль двух компаний за 1997 г., был пункт, констатирующий увеличение на 63 млн. долл. расходов на заработную плату.

Этот добавленный нами пункт никак не свидетельствует о том, что мы с Чарли претерпели значительную трансформацию личности (он по-прежнему путешествует эконом-классом и цитирует Бенджамина Франклина). Не указывает это и на какие-либо недостатки в работе бухгалтеров General Re, которые беспрекословно следовали предписаниям GAAP. Напротив, формальный отчет был откорректирован вследствие того, что мы заменили старый план по фондовым опционам новым

планом по использованию денежных средств. Таким образом, размер заработной платы руководителей General Re стал напрямую зависеть от результатов их деятельности. Если раньше для руководства большое значение имела цена акций General Re, то теперь выплаты будут зависеть от результата, который они принесут.

Новый план и обновленное устройство опционов имеют схожую экономическую систему. Это значит, что доход сотрудников должен соотноситься с их результативностью. Но то, что раньше эти люди получали в опционах, теперь они будут получать деньгами (опционов, выданных в прошлом году это не коснется).

Несмотря на то что эти планы — не что иное, как «отмывка», план «деньги» даст совершенно непохожий бухгалтерский результат. Результат «Алиса в стране чудес» достигается за счет того, что существующие принципы бухгалтерского учета не принимают в расчет затраты на фондовые опционы при подсчете доходов, хотя во многих компаниях опционы стали большой и постоянно увеличивающейся расходной статьей. На самом деле, принципы бухгалтерского учета предлагают руководству выбор: платить сотрудникам в одной форме и затем считать расходы или платить им в другой форме и игнорировать расходы. Неудивительно, что использование опционов так быстро распространилось. Такой односторонний подход имеет большой недостаток для акционеров: хотя грамотно структурированные опционы могут быть вполне подходящим и даже идеальным способом выплаты заработной платы и мотивации топ-менеджеров, последние подчас слишком капризны в выборе вознаграждения, демонстрируя свое неумение мотивировать и обходясь слишком дорого акционерам.

Какими бы не были достоинства опционов, порядок их учета оставляет желать лучшего. Задумайтесь на секунду о тех 190 млн. долл., которые мы собираемся потратить на рекламу в GEICO в этом году. Представьте, что вместо денег мы заплатили бы за рекламные услуги десятилетними опционами Berkshire по рыночной цене. Будет ли кто-то спорить, что компания Berkshire не понесла затраты на рекламу и ей не следует отражать эти расходы в балансе?

Может быть, Бишоп Беркли (возможно, вы слышали о нем как о философе, который размышлял о падающих деревьях в лесу, когда никого не было поблизости) и поверил бы, что, если расходов не видно, значит, они не существуют. У нас же с Чарли проблемы с философией, если дело касается незафиксированных расходов. Когда мы рассматриваем возможность инвестиций в компанию, выпускающую опционы, мы вносим соответствующие корректировки в сумму объявленной прибыли, просто-напросто вычитая сумму, равную той, что компания могла бы заработать, выпустив в продажу опционы того же количества и структуры. Похожим

образом мы поступаем, когда рассматриваем возможность поглощения компании. В оценочную стоимость мы закладываем расходы на замену любого опционного плана. Затем, если сделка состоялась, мы тут же выводим «на свет» эти затраты.

Читатели, не согласные со мной по вопросам опционов, наверняка сейчас мысленно оспорят мое сравнение расходов на опционы, выпущенные для сотрудников, с расходами, которые теоретически можно понести, выпустив опционы, которые продаются и публично торгуются. Не секрет, что опционы сотрудников иногда конфискуются, что уменьшает урон, наносимый акционерам, в то время как публично торгуемые опционы такого преимущества не дают. Правда и то, что в случае исполнения опционов, выпущенных для сотрудников, компания получает налоговые послабления. Публично торгуемые опционы таким преимуществом не обладают. Но все же есть обратная сторона у этих моментов: цена опционов, выпущенных для работников, часто завышается, и вследствие этого они становятся гораздо более дорогими по сравнению с публично торгуемыми на рынке.

Предметом разногласий часто становится тот факт, что не подлежащие передаче другому лицу опционы, выдаваемые сотрудникам, имеют меньшую ценность для них, чем если бы это были публично торгуемые опционы, которые можно свободно продать. Тем не менее сам по себе этот факт не уменьшает *расходы* на не подлежащие передаче другому лицу опционы. Выданный сотруднику служебный автомобиль, который нельзя использовать в личных целях, конечно, уменьшает его ценность в глазах работника, но это ни в коем случае не сокращает расходы на него.

Ревизия прибыли с опционов, которую мы с Чарли провели в последние годы, показала, что объявленные показатели на акцию часто занижаются на 5-10%. Иногда цены занижались настолько сильно, что влияли на наши решения о работе с портфелем ценных бумаг, вынуждая нас либо продавать, либо пропускать выгодную покупку.

Несколько лет назад мы поставили три вопроса, на которые до сих пор не получили ответы: «Если опционы — это не форма заработной платы, то что это? Если заработная плата — это не расходы, то что это? Если расходы не должны учитываться при подсчете прибыли, где еще они должны учитываться?».

С. *Издержки «реструктуризации»* *

Роль, которую сыграло руководство компаний в учетной политике фондовых опционов, вряд ли можно назвать положительной. За последние годы стремительно увеличивалось число руководителей и аудиторов,

* 1998.

отчаянно борющихся с попытками FASB противостоять фиктивным опционам, и FASB фактически оказалась в меньшинстве. Их оппоненты даже вовлекли в борьбу Конгресс США, затеяв тяжбу и представляя дело как затрагивающее национальные интересы.

Тем не менее, я уверен, что поведение руководства стало гораздо хуже, когда дело дошло до реструктуризации и учета слияний. Многие руководители намеренно искажали цифры, пытаясь ввести в заблуждение инвесторов. Майкл Кинзли сказал однажды о Вашингтоне: «Скандал чаще возникает не там, где что-то сделано *незаконно,* а там, где все было в рамках *закона».*

Раньше было несложно отличить добросовестных бухгалтеров от недобросовестных. К слову, в конце 1960-х появилось то, что один шарлатан охарактеризовал как «смелую, с фантазией бухгалтерию» (что, кстати, сделало его на некоторое время «любимчиком» Уолл-стрит, потому как он умел оправдывать надежды). Но большинство инвесторов того времени прекрасно знали, кто «играет в игры». И к их чести, практически все самые известные американские компании избегали махинаций.

В последние годы честность стала не в почете. Многие крупные компании продолжают честную игру, но значительное и постоянно растущее число высококвалифицированных топ-менеджеров (и вы посчитали бы за счастье иметь такого дельца в качестве супруга дочери или супруги сына или в качестве доверенного лица по завещанию) пришло к выводу, что нет ничего предосудительного в манипулировании показателями прибылями, если этого ждет Уолл-стрит. Есть и такие генеральные директора, которые считают, что подобные манипуляции не только в порядке вещей, а даже их священный *долг.* Такие управляющие аргументируют свои поступки тем, что их работа заключается в постоянном поддержании наивысшей цены акции (предположение, с которым мы категорически не согласны). Чтобы поднять цену, они борются за отличные показатели хозяйственной деятельности, что, безусловно, очень похвально. Но когда эта деятельность не приносит желаемых результатов, они прибегают к бухгалтерским уловкам, не заслуживающим уважения: либо фабрикуют «необходимую» прибыль, либо подготавливают для нее почву на будущее.

Обосновывая свое поведение, эти руководители часто заявляют, что интересы их акционеров будут ущемлены, если валюта, используемая для осуществления сделок (т.е. их акции), недооценена. Они также утверждают, что, используя различные бухгалтерские уловки для получения «нужных» цифр, они делают то же, что и все. Как только позиция «делаю как все» начинает превалировать, чувство неправомерности содеянного куда-то исчезает. Подобное поведение несложно сформулировать: плохой учет вытесняет хороший.

Еще один классический пример искажения смысла — «издержки реструктуризации», бухгалтерский термин, вполне законный, однако все чаще используемый для манипуляций с прибылью. В данном случае обман состоит в том, что крупная сумма расходов, которую следовало бы распределить на несколько лет, гасится за квартал к общему разочарованию инвесторов. В некоторых случаях цель подобных выплат — «подчистить» фиктивные отчеты о доходах прошлых лет, в других — подготовить почву для будущих фиктивных отчетов. В обоих случаях размер и синхронизация таких выплат определяются исходя из циничного предположения, что Уолл-стрит «не обидится», если в течение квартала прибыль уменьшится на 5 долл. на акцию. Эта стратегия рассчитана на то, что повышение стоимости акции на 5 центов в будущем превысит пессимистичные прогнозы, сформировавшиеся в результате падения цены.

Такое «сваливание» выплат в один квартал похоже на «смелый, с фантазией» подход к подсчету очков в гольфе. В первом круге сезона игрок в гольф не должен заботиться о показателях своей игры, он должен просто заполнить свою игровую карточку любыми, даже самыми плохими результатами (с двойными, тройными, четверными боги), а затем сыграть уж совсем плохо и набрать 140 очков*. Создав такой «резерв», игрок должен пойти к своему профи и сказать, что он хотел бы «реструктурировать» свой неудачный удар. Во время нового выступления на площадке он должен подсчитывать только удачные удары. При подсчете результатов учитывается последний удар первого выступления и последующие удары нового выступления. После пяти кругов его результат будет выглядеть так: 140, 80, 80, 80, 80, а не 91, 94, 89, 94, 92. Но на Уолл-стрит результат 140 был бы проигнорирован, ведь он относился к предыдущему кругу, и нашего героя отнесли бы к игрокам со средним результатом 80 очков (к тем, кто никогда не разочаровывает).

Для тех, кто предпочитает обманывать, глядя в глаза, существует другой вариант этой стратегии. Игрок в гольф, выступающий в одиночку со своим кэдди, не учитывает плохие удары, засчитывая четыре выступления по 80 очков, принимает аплодисменты за такой атлетизм и стабильность результатов, а в пятом круге выступления набирает 140 очков. «Исправив» таким образом результаты прошлых выступлений с помощью «списания больших затрат», он может пробормотать несколько извинений и не возвращать сумму разницы, получившуюся ранее в результате сравнения с карточками результатов других игроков в гольф-клубе. (А кэдди, заметим, приобретет верного покровителя.)

* В гольфе выигрывает игрок с наименьшим количеством очков. — *Прим. пер.*

К сожалению, генеральные директора, использующие вариации этих схем подсчета очков, очень быстро привыкают к такой игре. В конце концов, гораздо проще подделать протокол результатов, чем тратить часы на тренировки ударов и так и не суметь побороть желание бросить их. Подобная тактика напоминает одно из выражений Вольтера по поводу сексуальных экспериментов: «Чем более человек склонен к философствованию, тем более он извращен».

В сфере поглощений реструктурирование стало чем-то вроде искусства: директора теперь часто используют слияния, чтобы бессовестно скрыть стоимость активов и пассивов, применяя методы, позволяющие «уровнять» и «увеличить» будущую прибыль. Безусловно, во время сделок крупные аудиторские фирмы иногда явно указывают на возможности небольшого (или большого) бухгалтерского волшебства. Подбадриваемые таким образом первоклассные специалисты часто «опускаются» до третьесортных методик. Руководителю компании нелегко отвергнуть стратегию, «благословленную» аудитором, ведь она приведет к увеличению будущей «прибыли».

Пример из сферы страхования имущества от несчастных случаев наглядно показывает эти возможности. При поглощении публичной компании покупатель часто в значительной степени увеличивает ее резервы для покрытия убытков. Такие действия единственно могут отразить предыдущую неадекватность резервов, хотя просто невероятно, как часто «разоблачения» подобного рода совпадают с одновременным подписанием контрактов. В любом случае этот ход дает возможность внести «прибыль» предприятия в фактическую годовую прибыль чуть позже, когда выделены резервы.

Berkshire всегда держалась в стороне от таких махинаций: если нам суждено огорчить вас, то скорее это будет касаться нашей прибыли, а не бухгалтерии. Каждый раз при поглощении компаний мы оставляем резервы на покрытие убытков на том уровне, на каком они были до поглощения. Мы объединились с руководителями страховых компаний, которые достаточно осведомлены и честны в ведении финансовой отчетности. Когда совершается сделка, при которой задолженность сразу и значительно возрастает, простая логика нам подсказывает, что как минимум одно из достоинств отсутствует или, может быть, покупатель просто «готовит почву» для будущих вливаний «прибыли».

Вот вам реальная история, иллюстрирующая обобщенный взгляд на корпоративную Америку. Генеральные директора двух крупных банков, один из которых осуществил много операций по поглощению компаний, недавно участвовали в дружеской беседе о слиянии компаний (которая тем не менее не привела к какой-либо сделке). Тот банкир, что считался опытным покупателем, приводил достоинства различных комбинаций

покупок. Второй директор прерывал его скептическими замечаниями: «Не приведет ли это к огромным затратам, — спрашивал он. — Скажем, в один миллиард долларов?» На что умудренный банкир ответил: «Что ж, тогда мы еще больше завысим сумму выплат. Так мы и ведем дела».

Компания R.G. Associates, г. Балтимор, провела предварительный подсчет специальных расходов, понесенных или объявленных, в 1998 г.: расходов на реструктурирование, на незавершенные научные исследования и разработки, на операции по слиянию, а также на частичное списание со счетов. В результате идентифицировано не менее 1369 статей затрат, а их сумма составила 72,1 млрд. долл. Такая сумма ошеломляет, ведь прибыль компаний из списка *Fortune* 500 за 1997 г. составила 324 млрд. долл.

Безусловно, абсолютное неуважение к честной отчетности, которое демонстрируют многие руководители, — это позор для делового мира. И аудиторы, как мы уже заметили, делают очень мало для улучшения ситуации. Несмотря на то что аудиторы должны защищать интересы инвесторов, они предпочитают ублажать руководителей, которые их выбрали в консультанты, и получать свою долю (кто платит, тот и музыку заказывает).

Однако есть и хорошие новости. Комиссия по ценным бумагам и биржам, возглавляемая Артуром Левиттом, похоже, решила-таки призвать корпоративную Америку привести в порядок свою бухгалтерию. В своем выдающемся выступлении в сентябре прошлого года Левитт призвал положить конец «управлению прибылями». Как он корректно заметил, «слишком много руководителей компаний, аудиторов и аналитиков вовлечены в игру "кивков и подмигиваний"». А затем он предъявил настоящее обвинение: «Подобное управление может привести к манипуляциям, и честность может уступить место иллюзии».

Я советую вам прочитать речь председателя (вы можете найти ее в Интернете по адресу www.sec.gov.) и поддержать его в стремлении обязать корпоративную Америку предоставлять акционерам адекватные сведения о деятельности компании. Работа, которую предстоит сделать Левитту, воистину геркулесова, но сейчас для него нет ничего важнее.

D. *Сегментная отчетность и консолидация* *

В соответствии с одним из нововведений GAAP, вступившим в силу с 1988 г., мы должны включать в консолидированный баланс и отчет о прибылях и убытках сведения о всех дочерних компаниях. Раньше компании Mutual Savings and Loan и Scott Fetzer Financial (кредитная

* 1988.

компания, финансирующая в первую очередь продажи в рассрочку продуктов компаний World Book и Kirby) объединили финансовую отчетность по принципу «одной строки». Это означало, что в сводном балансе Berkshire наша доля в их совокупном чистом капитале была отражена как актив одной строкой; в сводном отчете о прибылях и убытках наша доля участия в их совокупной годовой прибыли была показана одной строкой. Сейчас же правила требуют, чтобы мы включали все активы и пассивы этих компаний в консолидированный бухгалтерский баланс и каждую статью их расходов и доходов — в свой отчет о прибылях и убытках.

Это изменение влечет за собой необходимость сегментной отчетности: чем больше число экономически разнообразных хозяйственных операций, «слитых» воедино в финансовых отчетах, тем меньше пользы от такого представления сведений и тем меньше способны инвесторы ответить на те три вопроса, о которых мы говорили раньше. Единственная причина, по которой мы готовим консолидированные данные по Berkshire, — это требование сторонних организаций. С другой стороны, мы с Чарли постоянно изучаем информацию по сегментам.

Теперь, когда по стандартам GAAP в отчетах требуется объединять большое количество данных, мы решили публиковать дополнительные сведения, которые, как нам кажется, помогут вам оценить как стоимость компании, так и эффективность управления. (Возможность Berkshire выполнить обязательства перед кредиторами — третий из перечисленных нами вопросов во введении к данной части — должна быть очевидной, независимо от того, какие отчеты вы изучаете.) В представлении этих дополнительных данных нам необязательно строго следовать предписаниям GAAP или даже принятым корпоративным принципам. Более того, мы будем пытаться объединять основные виды деятельности посредством анализа, не загружая вас излишними деталями. Наша цель — предоставить вам важную информацию в таком виде, в котором мы хотели бы ее получать, будучи на вашем месте.

E. *Отложенные налоговые обязательства* *

Я уже упоминал о существенной поправке GAAP, ожидаемой в 1990 г. Это изменение касается подсчета отложенных налоговых обязательств. Из-за сложности и противоречивости нововведение, реализация которого была запланирована в 1989 г., уже откладывалось на год.

После введения новое правило затронет сразу несколько аспектов. Самое главное, изменится метод подсчета отложенных налоговых обя-

1988; 1989; 1992.

зательств по нереализованному приросту стоимости акций, которыми владеют наши страховые компании. В настоящий момент обязательство многоуровневое. Что касается нереализованного прироста стоимости за 1986 г., и ранее (1,2 млрд. долл.), то отложенные налоговые обязательства составили 28%, а за период с 1986 г. (600 млн. долл.) — 34%. Такая разница возникла из-за повышения налоговых ставок, имевшего место в 1987 г.

По новым правилам необходимо установить размер отложенных налоговых обязательств на уровне 34% в 1990 г., что будет отнесено на прибыль. Допуская, что ставка налогообложения останется на том же уровне, наша прибыль в этом году (а значит, и объявленный собственный капитал) уменьшится на 71 млн. долл. Введение нового правила отразится и на других статьях бухгалтерского баланса, но не столь значительно и не сильно ударит по нашей прибыли и собственному капиталу.

У нас еще нет определенного мнения насчет такого изменения правил подсчета отложенных налоговых обязательств. Однако следует отметить, что ни 28%, ни 34% не являются показателем реальной экономической ситуации в Berkshire, так как мы не планируем продавать акции, которые приносят нам значительную часть дохода.

Когда новое правило бухгалтерского учета будет принято, компаниям необходимо будет создать резерв для всех доходов по текущей налоговой ставке, какой бы она ни была. При ставке 34% с введением нового правила наши отложенные налоговые обязательства возрастут, уменьшив собственный капитал примерно на 71 млн. долл. Это — результат увеличения резерва на доход до 1987 г. на 6 процентных пунктов. Поскольку новое правило вызвало повсеместные разногласия и еще не ясно, какой будет его окончательная форма, мы не вводили эту поправку в отчетность.

Наши отложенные налоговые обязательства могли бы составить более 1,1 млрд. долл., если бы мы продали все ценные бумаги по рыночной стоимости на конец года. Были бы тогда отложенные налоговые обязательства в размере 1,1 млрд. долл. равны или хотя бы близки к задолженности в размере 1,1 млрд. долл., подлежащей оплате кредитору в течение 15 дней после окончания года? Очевидно, нет, несмотря на то, что и тот и другой случай одинаково отразились бы на собственном капитале компании, который уменьшился бы на 1,1 млрд. долл.

С другой стороны, справедливо ли считать эти отложенные налоговые обязательства бессмысленной бухгалтерской фикцией лишь потому, что они могут быть покрыты только при продаже значительной части акций, а делать это никто не собирается? И снова ответ — нет.

С экономической точки зрения отложенные обязательства больше похожи на беспроцентный заем у Министерства финансов США, подлежащий погашению только по нашему выбору (если только Конгресс не решит собирать налоги до получения прибыли). Такой «заем» имеет еще одну особенность: его можно использовать только для финансирования владения какими-либо особо ценными акциями. Размер такого «займа» неустойчив и может ежедневно меняться в зависимости от рыночных цен и иногда при изменении ставки налогообложения. По сути, такое отложенное налоговое обязательство подобно высокому налогу на передачу, который подлежит уплате, только когда мы переходим с одного актива на другой. Действительно, мы продали некоторые сравнительно небольшие доли в компаниях в 1989 г., за что нам пришлось заплатить налог на передачу в размере 76 млн. долл. с полученного дохода 224 млн. долл.

При существующем законодательстве стиль инвестирования а-ля Рип Ван Винкль, который мы одобряем (в случаях, когда он успешен), имеет одно очень важное преимущество математического характера над другими более сумбурными методиками. Следует подчеркнуть, что мы не выбрали свою стратегию, предпочитая делать долгосрочные инвестиции как раз из-за этой математической стороны вопроса. Разумеется, наш доход после вычета налогов мог быть выше, если бы мы меняли объекты вложений чаще. Много лет назад мы с Чарли именно так и делали.

Теперь же мы предпочитаем постоянство, даже если это сулит несколько меньший доход. Причина проста: мы поняли, что хорошие деловые отношения с партнерами — большая редкость и доставляют такое удовольствие, что мы не хотим разрушать однажды наработанные связи. Такое решение созревает особенно легко, если мы чувствуем, что эти отношения принесут нам хорошие (но, возможно, не лучшие) финансовые результаты. Учитывая это, мы считаем бессмысленным вместо общения с интересными и достойными восхищения людьми тратить время на тех, кого мы не знаем и чьи человеческие качества оставляют желать лучшего.

Новое правило, касающееся отложенных налоговых обязательств, вступит в силу в 1993 г. Оно избавит нас от дихотомии в бухгалтерском учете, о которой я рассказывал в прошлых годовых отчетах и которая имеет прямое отношение к начисленным налогам на нереализованный прирост стоимости нашего инвестиционного портфеля. К концу 1992 г. прирост стоимости составлял 7,6 млрд. долл., 6,4 млрд. из них подлежало налогообложению по текущей ставке 34%. На оставшиеся 1,2 млрд. долл. начислялось 28% — фактическая налоговая ставка на момент возникновения этой части прироста стоимости. Согласно новому правилу

мы обязаны впредь рассчитывать все отложенные налоговые обязательства по текущей ставке, что нам кажется очень разумным.

В связи с этим нововведением в первом квартале 1993 г. нам предстоит применить ставку 34% ко всему нереализованному приросту стоимости, что приведет к увеличению отложенных налоговых обязательств и уменьшению собственного капитала на 70 млн. долл. Новое правило повлечет за собой и другие незначительные изменения в расчете отложенных налоговых обязательств.

Любые будущие изменения ставки налогообложения будут немедленно отражаться на наших отложенных налоговых обязательствах и соответственно на собственном капитале компании. Это влияние может быть достаточно ощутимым. Тем не менее самый важный момент — это налоговая ставка на момент продажи ценных бумаг, когда нереализованный прирост стоимости становится реализованным.

F. *Пенсия* *

Еще одно значительное изменение в правилах учета, которое должно вступить в силу 1 января 1993 г., требует от компаний признания приведенной стоимости обязательств при расчете выплат по медицинскому страхованию после выхода на пенсию. Хотя в GAAP и раньше указывалась необходимость учета пенсий, подлежащих уплате в будущем, не было ни слова о том, чтобы учитывать затраты на выплаты по медицинскому страхованию. Новое правило обяжет многие компании фиксировать крупные задолженности (соответственно и уменьшение собственного капитала компании), а также учитывать гораздо более высокие затраты при подсчете годовой прибыли.

При поглощении мы с Чарли старались избегать компаний, выплаты по медицинскому страхованию которых были слишком велики. В результате настоящая задолженность Berkshire и будущие выплаты по медицинскому страхованию (несмотря на то что у нас работают десятки тысяч человек) не слишком велики. Должен признать, что и у нас бывали осечки: в 1982 г. я допустил большую ошибку, согласившись на покупку компании, обремененной непомерными обязательствами по медицинскому страхованию после выхода на пенсию. К счастью, та сделка не состоялась по независящим от нас причинам. В отчете 1982 г. я сказал по этому поводу: «Если бы мы решили приложить графики к этому докладу, описывающие благоприятные начинания прошлого года, он содержал бы один пустой разворот, что служило бы лучшей иллюстрацией той несостоявшейся сделки». И все-таки я не ожидал, что дела у той компании идут

* 1992.

настолько плохо. Появился другой покупатель, вскоре компания разорилась и была закрыта, а тысячи рабочих, которым обещали щедрые выплаты по медицинскому страхованию, остались ни с чем.

В последнее время ни один генеральный директор даже думать не смел вынести на обсуждение совета директоров предложение о том, чтобы их компания гарантировала неограниченные выплаты по медицинскому страхованию после выхода на пенсию, которые имеют место в некоторых компаниях. Генеральному директору не нужно быть медиком по образованию, чтобы знать, что затраты на увеличение продолжительности жизни и хорошее здоровье пенсионеров сильно ударят по финансовому положению страховщика. Тем не менее многие руководители с упорством, достойным лучшего применения, создают собственный план формирования пенсионного фонда компании, раздавая те же самые обещания и в итоге обрекая акционеров на неминуемое разочарование. В медицинском страховании неопределенные обещания ведут к неопределенным обязательствам, которые в некоторых случаях становятся настолько неподъемными, что угрожают конкурентоспособности основных отраслей американской промышленности.

Мне видится, что одна из причин такого необдуманного поведения была в том, что по правилам бухгалтерского учета в течение долгого времени не требовалось в момент начисления учитывать расходы на медицинское страхование после выхода на пенсию. Зато правилами разрешался кассовый метод учета, что приводило к значительному занижению растущих обязательств. В сущности, отношение как руководства, так и бухгалтеров компании к таким обязательствам можно выразить поговоркой «С глаз долой, из сердца вон». Парадоксально, но некоторые из этих руководителей любят покритиковать Конгресс США за использование кассовой системы в социальном обеспечении или других программах, которые увеличивают размер обязательств в будущем.

Руководители, думающие о бухгалтерском учете, не должны забывать одну из любимых загадок Абраама Линкольна: «Сколько ног у собаки, если хвост назвать ногой?» Ответ: «Четыре, потому что, даже если хвост назвать ногой, он ногой от этого не станет». Руководителю следует помнить, что Линкольн прав, даже если аудитор заверяет, что хвост — это нога.

G. *Распределение налогового бремени компании* *

Закон о реформе системы налогообложения США 1986 г. оказывает значительное влияние на компании, работающие в различных сферах. Многое в новом законе достойно похвалы, тем не менее финансовое воздействие

1986; 1998.

этого закона на положение Berkshire негативно: с принятием нового закона темп роста стоимости компании заметно снизился. Для наших акционеров результат оказался еще хуже: каждый доллар прироста стоимости компании на акцию при соответствующем увеличении рыночной стоимости акций Berkshire приносит теперь акционерам 72 цента прибыли после уплаты налогов, тогда как при старом законе они имели 80 центов. Этот результат, безусловно, стал следствием повышения максимальной налоговой ставки на доходы от прироста капитала с 20 до 28%.

Ниже приведены изменения в законодательстве, которые оказали значительное влияние на Berkshire.

• Запланировано снижение налоговой ставки на обычную прибыль компании с 46% в 1986 г. до 34% в 1988 г. Очевидно, что это изменение произвело положительный эффект как на саму Berkshire, так и на два из трех наших главных объектов инвестиций — Capital Cities/ABC и The Washington Post Company.

Многие годы не прекращаются споры о том, кто в действительности платит налог на корпорации — компании или их клиенты. Прения, как правило, возникают вокруг увеличения налогов.

Те, кто выступает против повышения ставок налога на корпорации, аргументируют свою позицию тем, что в действительности компании не платят налоги, возлагаемые на них, *а* действуют в качестве экономического «трубопровода», перенося уплату налога на потребителей. Согласно этой точке зрения любое повышение ставок налога на корпорации ведет к росту цен, что компенсирует компании повышение ставки налога. Логично было бы допустить, что сторонники теории «трубопровода» должны признать и обратное: понижение налоговых ставок не является источником дополнительной прибыли компаний, а ведет к понижению цен для потребителей. Другая сторона заявляет, что компании не только оплачивают налоги, налагаемые на них, но также могут «амортизировать» их. Согласно этой теории изменение ставок налога на корпорации не влияет на потребителей.

Что же происходит в действительности, когда высвобождаются дополнительные средства после снижения ставки налога на корпорации? «Съедают» ли эти средства такие компании, как Berkshire, The Washington Post, Cap Cities и др., или они идут на благо клиентов в виде снижения цен? Это очень важный вопрос для инвесторов, руководителей и тех, кто занимается разработкой политики компании. Наш вывод таков: в некоторых случаях выигрыш на налогах идет исключительно, или почти исключительно, самой компании и акционерам, в других — эта выгода полностью, или почти полностью, идет на благо клиентов. Все зависит от того, насколько сильна торговая марка компании, и от того, регулируется ли прибыльность этой марки.

Например, если торговая марка приносит хорошую прибыль, а прибыль после уплаты налогов регламентируется с достаточной точностью, как в случае с электроэнергетическими компаниями, изменение ставок налога на корпорации отразится в большинстве случаев на ценах, а не на уровне прибыли. При уменьшении налоговой ставки цены падают. Когда ставка увеличивается, цены растут, но не всегда сразу.

Подобный результат можно наблюдать в другой сфере деловой активности — в отраслях с ценовой конкуренцией, где прибыльность торговой марки компании, как правило, не очень высока. В таких отраслях свободный рынок «регулирует» доход после уплаты налогов, порой с задержками и неравномерно, но достаточно эффективно. Рынок, в сущности, выполняет ту же функцию по отношению к отраслям с ценовой конкуренцией, что и Комиссия по коммунальным предприятиям к электроэнергетическим компаниям. В таких отраслях изменение налоговых ставок прежде всего отражается на ценах, а не на уровне прибыли.

В случае с компаниями, деятельность которых так не регулируется, чьи торговые марки достаточно прибыльны, ситуация тем не менее складывается иначе: компания и ее акционеры являются основными «получателями» результатов уменьшения налогов. Эти компании получают выгоду от снижения налоговых ставок, как получила бы электроэнергетическая компания, не имей она другого способа снижать цены.

Многие из наших предприятий, принадлежащих нам полностью или частично, владеют такими торговыми марками. Следовательно, прибыль, возникшая в результате уменьшения налогов, большей частью осядет в наших карманах, а не в карманах наших клиентов. Возможно, не совсем тактично заявлять подобное, но отрицать это бессмысленно. Если вы считаете иначе, подумайте на секунду о самом способном хирурге, специализирующемся на операциях на головном мозге, или адвокате в вашем районе. Неужели вы действительно верите, что гонорар этого специалиста (местного «владельца торговой марки» в своей области) снизится, если ставка налога на физических лиц упадет с 50 до 28%?

Ваш восторг от вывода, что низкие налоговые ставки приносят выгоду нашим предприятиям и объектам инвестиций, должен быть очень умеренным, и вот почему: запланированные на 1988 г. налоговые ставки на физических лиц и корпорации кажутся нам совершенно нереальными. Эти ставки обещают финансовые проблемы Вашингтону, что приведет к несовместимости с ценовой стабильностью. Поэтому мы уверены, что в конечном счете (скажем, в течение пяти лет) либо более высокие налоговые ставки, либо более высокий уровень инфляции станут реальностью. И не удивительно, если произойдет и то и другое.

• С 1987 г. налог на прирост капитала для корпораций вырос с 28 до 34%. Это изменение окажет отрицательное воздействие на Berkshire,

поскольку мы ожидаем, что значительная часть увеличения стоимости бизнеса в будущем (как было в прошлом) придется на прирост капитала. Например, три наши крупные компании — Cap Cities, GEICO и The Washington Post — в конце года имели рыночную стоимость более 1,7 млрд. долл. Это около 75% всего собственного капитала Berkshire. Эти компании приносят нам около 9 млн. дохода в год. Все три компании удерживают достаточно высокий процент прибыли, мы и в дальнейшем ожидаем прироста капитала.

Согласно новому закону повысится ставка на всю реализованную прибыль в будущем, включая нереализованную прибыль, которая существовала до принятия закона. В конце года сумма нереализованного прироста инвестированного нами капитала равнялась 1,2 млрд. долл. Новый закон не сразу отразится на нашем бухгалтерском балансе: согласно GAAP отложенные налоговые обязательства по нереализованному приросту должны исчисляться по ставке прошлого года (28%), а не по текущей ставке 34%. Это правило вступит в силу уже скоро. В тот момент, когда это произойдет, собственный капитал компании по GAAP уменьшится на 73 млн. долл., которые перейдут на счет отложенных налоговых обязательств.

• Прибыль в виде процентов и дивидендов, получаемых нашими страховыми компаниями, с введением нового закона будет облагаться гораздо большим налогом, чем раньше. Во-первых, все компании будут платить 20% налога с дивидендов, получаемых от других компаний, работающих внутри страны (раньше платили 15%). Во-вторых, есть изменение, касающееся оставшихся 80%, которое применяется только к компаниям по страхованию собственности и от несчастных случаев: 15% из них будет взиматься в качестве налога, если акции, приносящие дивиденды, были куплены после 7 августа 1986 г. В-третьих, внесено изменение, касающееся компаний по страхованию собственности и от несчастных случаев и облигаций, доход по которым освобожден от на логообложения: процент по облигационным займам, купленным стра ховщиками после 7 августа 1986 г., будет только на 85% освобожден от налогов.

Последние два изменения очень существенны. Они означают, что наш доход от будущих инвестиций будет значительно меньше, чем могло быть при старом законе. По моим самым оптимистичным расчетам эти изменения со временем приведут к уменьшению способности страховых операций приносить прибыль.

• Новое налоговое законодательство изменяет сроки оплаты налогов для компаний по страхованию собственности и страхованию от несчас тных случаев. Одно из новых правил требует, чтобы в своей налоговой декларации мы учитывали резервы на покрытие убытков. Это изменение

уменьшит отчисления и увеличит налогооблагаемый доход. Другое правило, которое вступит в силу через шесть лет, требует включать 20% резерва по незаработанной премии в налогооблагаемую прибыль.

Ни одно из правил не повлияет на объем годовых налоговых отчислений в наших отчетах, но отныне нам придется ускорить график платежей, т.е. отложенные налоговые обязательства теперь станут первоочередным вопросом, что значительно снизит доходность нашей деятельности. Напрашивается аналогия: если бы по достижении 21 года вас обязали немедленно заплатить налоги на все ваши доходы, которые вы получите за всю жизнь, все ваше накопленное за жизнь состояние и недвижимость стали бы малой долей того, чем они могли бы быть, если бы все подоходные налоги взимались только после смерти.

Внимательный читатель может заметить непоследовательность в нашем изложении. Выше, где обсуждались компании в отраслях с ценовой конкуренцией, мы предположили, что увеличение и уменьшение налоговых ставок не оказывают большого влияния на эти компании, но зато большей частью ложатся на плечи потребителей. А теперь мы утверждаем, что увеличение налоговой ставки повлияет на доходы компаний Berkshire, занимающихся страхованием собственности и страхованием от несчастных случаев, несмотря на то, что они работают в отрасли с сильной ценовой конкуренцией.

Причина, по которой эта отрасль является исключением из нашего основного правила, заключается в том, что не все крупные страховщики будут работать по единой налоговой схеме. Эти различия возникнут по нескольким причинам: новый минимальный альтернативный налог повлияет не на все компании; некоторые крупные страховые компании несут огромные расходы на пролонгацию, что существенно защитит их доход от больших налогов, по крайней мере, в течение ближайших нескольких лет. А результаты деятельности некоторых крупных страховых компаний скажутся на консолидированной прибыли компаний, не занимающихся страхованием. Такие несопоставимые условия приведут к различным предельным ставкам налога в сфере страхования собственности и страхования от несчастных случаев. Но этого не произойдет в большинстве других отраслей с ценовой конкуренцией (алюминиевая и автомобильная промышленность, розничная торговля), где крупные компании соперничают при одинаковых налоговых схемах.

Отсутствие общей схемы начисления налогов для компаний, занимающихся страхованием собственности и страхованием от несчастных случаев, означает, что увеличенные налоги для данной сферы деятельности, возможно, не отразятся на ценах продукции, по крайней мере, не так, как это будет в типичных отраслях с ценовой конкуренцией. Другими словами, страховые компании сами понесут все налоговое бремя.

• Частичной компенсацией этого налогового бремени стало «начало с нуля», которое имело место 1 января 1987 г., когда резервы для покрытия убытков, зафиксированные на 31 декабря 1986 г., по новым правилам налогообложения стали рассчитываться на основе дисконтирования. (В нашей отчетности тем не менее резервы формируются на той же базе, что и раньше, за исключением особых случаев, например структурированных расчетов.) «Начало с нуля» дает нам возможность двойного вычета: мы получаем налоговый вычет в 1987 г. и в последующие годы в размере понесенных, но не оплаченных страховых убытков, которые полностью вошли в затраты в 1986 г. и ранее.

Увеличение собственного капитала предприятия, вызванное этим изменением, еще не отражено в наших финансовых отчетах. Более того, при существующих правилах (которые могут измениться), полученная прибыль будет отражаться в отчете о прибылях и убытках и соответственно в собственном капитале в течение нескольких лет через сокращение налоговых платежей. Мы предполагаем, что в результате «начала с нуля» мы выручим около 30-40 млн. долл. Однако следует отметить, что эта прибыль будет одноразовой, тогда как другие изменения, связанные с налогообложением страховой деятельности, уже оказывают негативное действие и, что самое главное, со временем станут еще жестче.

• Доктрина общего коммунального хозяйства была отменена с введением нового налогового закона. Это значит, что в 1987-м и последующих годах налог на ликвидацию компаний будет двойным: на уровне корпорации и на уровне акционеров. Раньше можно было избежать уплаты налога на уровне корпорации. Если бы мы, например, собрались ликвидировать Berkshire (что маловероятно), акционеры по новому закону получили бы гораздо меньше от продажи всей собственности, чем они могли бы получить по старому закону с учетом равной выручки с продаж в обоих случаях. Несмотря на то что это чисто теоретический вариант, для многих компаний это изменение в налоговом законодательстве может стать очень существенным. Таким образом, новый закон косвенно затронет нас при определении будущих инвестиций. Возьмем, к примеру, нефтегазодобывающие предприятия, некоторые средства массовой информации, компании, занимающиеся недвижимостью, которые, возможно, захотят ликвидироваться. Суммы, вырученные акционерами с продажи, будут значительно меньше вследствие отмены Доктрины общего коммунального хозяйства. При этом на текущую хозяйственную деятельность компаний эти изменения могут не влиять. У меня сложилось впечатление, что инвесторы и руководители еще не до конца осмыслили это важное изменение в законодательстве.

Налоговая ситуация Berkshire иногда неправильно истолковывается. Во-первых, прирост капитала не является для нас чем-то особо привлекательным: компания платит 35% с налогооблагаемого дохода, независимо от его источника — будь то прирост капитала или обычные операции. Это значит, что налог на долгосрочный прирост капитала на 75% выше налога на идентичные доходы физических лиц.

Некоторые люди, однако, ошибочно полагают, что мы можем исключить 70% всех получаемых нами дивидендов из налогооблагаемого дохода. Конечно, ставка 70% применяется к большинству компаний, в том числе к Berkshire, если акции держат в нестраховых дочерних компаниях. В нашем случае почти все инвестиции в акционерный капитал принадлежат страховым компаниям, следовательно, исключить из налогооблагаемого дохода можно только 59,5%. И даже в этом случае доллар с дивидендов для нас более ценен, чем доллар с обычного дохода, но не до такой степени, как зачастую предполагается.

Н. *Налогообложение и философия инвестирования* *

Berkshire является одним из крупнейших плательщиков федеральных налогов на прибыль. В общей сложности в 1993 г. мы уплатим 390 млн. долл. федерального налога на прибыль, из которых около 200 млн. — прибыль от основной деятельности, а 190 млн. долл. — доход от реализованного прироста капитала**. Помимо этого доля платежей компаний— объектов наших инвестиций за 1993 г. в федеральный бюджет США и бюджеты зарубежных стран составляет более 400 млн. долл. Эти цифры вы не увидите в наших финансовых отчетах, но они абсолютно реальны. Объем прямых и косвенных федеральных налогов на прибыль Berkshire за 1993 г. составит 0,5% от общей суммы налогов, уплаченных всеми американскими компаниями в прошлом году***.

* 1993; 2000.

** При ставке 19% прибыль составляла 860 млн. долл. В 1998 г. прибыль составляла 2,7 млрд. долл.

*** В обращении к акционерам в 1998 г. говорится: «Одним из получателей выгоды от нашего роста было Министерство финансов США. Федеральный налог с прибыли, который Berkshire и General Re уплатили или вскоре уплатят за 1998 г., составляет 2,7 млрд. долл. Это значит, что мы покрыли все расходы, которые несет правительство США за половину дня.

Разовьем эту мысль: если бы 625 других налогоплательщиков США платили в налоговую казну столько же, сколько заплатили Berkshire и General Re в прошлом году, больше никому—ни компаниям, ни простым гражданам, насчитывающим 270 млн. человек, — не нужно было бы платить федеральные налоги с прибыли (например, налог на социальное обеспечение или налог на наследство). Наши акционеры могут со всей ответственностью заявить, что они "отдали долг государству".

Что касается наших собственных акций, мы с Чарли не имеем никаких претензий к налоговым сборам. Мы понимаем, что работаем в условиях рыночной экономики, которая окупает все наши усилия с гораздо большей щедростью, чем усилия других компаний, чья значимость для общества сравнима с нашей или даже выше. Налоги должны частично корректировать это неравенство, так оно на самом деле и есть. Но тем не менее к нам налоговая система относится несравненно благосклоннее.

Berkshire и ее акционеры платили бы еще меньше налогов, если бы организовали товарищество или «S» компанию — структуры, часто используемые в бизнесе. Но есть масса причин, по которым они не годятся для Berkshire. Тем не менее недостатки формы собственности Berkshire компенсируются (но не полностью устраняются) нашей стратегией долгосрочного инвестирования. Мы с Чарли все равно следовали бы стратегии «покупать и держать», даже если бы управляли организацией, освобожденной от уплаты налогов. Мы считаем это самым благоразумным способом инвестирования, что также отчасти говорит о наших личностных качествах. Третья причина, объясняющая нашу привязанность к этой стратегии, заключается в том, что налоги подлежат выплате только после получения прибыли.

Моя любимая серия комиксов о Лиле Абнере дала мне шанс познать еще в детстве все преимущества отложенных налоговых обязательств, хотя тогда я этого еще не понимал. Лил Абнер — придурковатый и неумелый герой комиксов, живущий в городке Собачий угол, давал возможность любому читателю почувствовать себя умнее. Однажды он без ума влюбился в нью-йоркскую красавицу Аппассионату ван Климакс, но совершенно не имел никакой возможности жениться на ней. У него был единственный серебряный доллар, а ее интересовали только миллионеры. В унынии Абнер обратился со своим горем к Старику Моузу, местному мудрецу. И тот сказал ему: «Если ты удвоишь свое состояние в 20 раз, Аппассионата будет твоей» (1, 2, 4, 8... 1 048 576). Последнее, что я помню о похождениях Абнера, он заходит в придорожное кафе, бросает свой доллар в игровой автомат, «срывает» джекпот и выигранные монеты рассыпаются по всему полу. Строго следуя совету Моуза, Абнер поднимает с пола два доллара и уходит, чтобы найти следующий способ удвоить капитал. После этого я забросил комиксы про Абнера и начал читать Бена Грэхема.

Совершенно очевидно, что в качестве гуру мы переоценили Моуза: мало того, что он не учел рабское повиновение Абнера инструкциям, он еще и забыл о налогах. Допустим, Абнер платил бы 35% федерального подоходного налога — столько же, сколько платит Berkshire. Допустим, он удваивал бы свое состояние раз в год, тогда через 20 лет он смог бы накопить только 22 370 долл. Если бы он продолжал ежегодно удваивать свое состояние и платить налог 35%, ему потребовался бы 71 с половиной год, чтобы скопить миллион долларов и завоевать Аппассионату.

А теперь представим, что Абнер вложил свой доллар в единственный инвестиционный инструмент и держал его, пока его стоимость не увеличилась в 271,5 раза. В этом случае он бы получил 200 млн. долл. до уплаты налогов. После уплаты необходимых 70 млн. долл. у него осталось бы еще 130 млн. долл. Ради этой суммы Аппассионата уж точно бы приползла в Собачий угол. Правда, спустя 271 с половиной год нужна была бы Аппассионата человеку, имеющему 130 млн. долл., уже другой вопрос.

Эта маленькая история говорит о том, что инвесторы, платящие налоги, получат гораздо больше денег, сделав однократное вложение, на которое начисляются сложные проценты с «плавающей» ставкой, чем ряд последовательных вложений по той же ставке. Но я подозреваю, что многие акционеры Berkshire поняли это уже давно.

Есть один очень важный финансовый мотив, который стоит за предпочтениями Berkshire (поглощать всю компанию, а не часть), и он связан с налогообложением. Согласно налоговому кодексу, если мы владеем 80% акций или больше какой-либо компании, мы получаем гораздо больше прибыли, чем при меньших процентных соотношениях в соответствующих пропорциях. Когда компания, которой мы владеем, приносит 1 млн. долл. чистого дохода, вся сумма идет нам. Если 1 млн. долл. переправляется в Berkshire, нам не нужно платить налог с дивидендов. И если прибыль реинвестируется, а дочерняя компания продается (чего в Berkshire на случается!) на 1 млн. долл. дороже, чем была куплена, нам не нужно платить налог на прирост капитала. Это потому, что наши «налоговые расходы» после продажи включают как сумму, уплаченную нами при покупке компании, так и всю впоследствии удержанную прибыль.

Совсем по-другому дело обстоит, если мы инвестируем средства в рыночные ценные бумаги. Если наша доля составляет 10% при чистых доходах компании 10 млн. долл., наш законный 1 млн. долл. с прибыли облагается дополнительными государственными и федеральными налогами:

— мы заплатим около 140 000 долл., если вся доля перейдет в наше распоряжение (наша налоговая ставка на большинство дивидендов составляет 14%);
— не менее 350 000 долл., если мы удержим этот 1 млн. долл. и затем получим его в виде дохода от прироста капитала (налог на прирост капитала обычно равен 35% и иногда достигает 40%).

Мы можем отложить уплату 350 000 долл., сразу не реализуя доход, но рано или поздно нам все же придется заплатить налог. Можно сказать, что государство будет нашим «партнером» дважды, если мы владеем небольшой частью компании, и только один раз, если нам принадлежит не менее 80%.

Эпилог*

Мы сохраняем участие в капитале наших основных компаний, независимо от того, какова рыночная стоимость их активов. Такое отношение «на стороне страны до самой смерти» в сочетании с полной стоимостью этих пакетов акций означает, что уже нельзя ожидать, что они будут «повышать» стоимость Berkshire в будущем так же резко, как в прошлом. Другими словами, до сих пор наши финансовые результаты зависели от двух факторов: превосходный уровень доходов с рыночной стоимости активов объектов наших инвестиций; дополнительная прибыль, которую мы получили, когда рынок «корректировал» стоимость этих компаний, увеличивая в среднем их стоимость относительно других. По первому пункту все останется неизменным, и мы продолжим получать прибыль со стоимости активов объектов наших инвестиций. Но прибыль от коррекции уже реализована, что означает, что впредь нам придется довольствоваться «однократным погружением в атмосферу».

Теперь мы сталкиваемся с другим препятствием: в нашем небесконечном мире высокие темпы роста неизбежно приводят к саморазрушению. В начале, когда уровень роста не высок, это правило может не действовать. Но высокий уровень роста ставок со временем «обгоняет якорь».

Карл Саган очень забавно описал этот феномен, приводя свои размышления о судьбе бактерии, размножающейся делением на две каждые 15 минут. Саган говорит: «Это значит четыре удвоения в час и 96 удвоений в день. Несмотря на то что бактерия весит всего одну триллионную грамма, через день вся масса расплодившихся бактерий будет весить, как гора. Через два дня больше, чем Солнце, и совсем скоро все во Все-

1989; 1994; 1996. Руководство для собственника, обновляется ежегодно.

ленной будет состоять из бактерий». Но беспокоиться не о чем, заверяет Саган, что-нибудь обязательно воспрепятствует такому непомерному росту. «Либо у них закончится пища, либо они сами заразят друг друга, либо постесняются размножаться на людях».

Даже в трудные времена мы с Чарли Мунгером (вице-председателем Berkshire и моим партнером) не думали о Berkshire, как о бактерии. Также к нашему великому прискорбию мы не нашли способ удваивать капитал компании каждые 15 минут. Однако нам ничуть не стыдно заниматься размножением — финансовым — на людях. И тем не менее размышления Сагана верны.

Толстый кошелек — это враг отличных инвестиционных результатов. Сейчас собственный капитал Berkshire оценивается в 11,9 млрд. долл., а когда мы с Чарли начали управлять компанией, ее капитал составлял всего 22 млн. долл. Несмотря на то что в мире полно достойных предприятий, мы не видим практической пользы в их поглощении, если они не принесут существенной прибыли Berkshire. Сейчас мы рассматриваем возможность покупки, только если считаем, что сможем задействовать при поглощении не менее 100 млн. долл. Остановившись на таком минимуме, количество новых инвестиций Berkshire заметно сократилось.

Тем не менее мы будем придерживаться именно такого подхода, который принес нам успех, стараясь не снижать стандарты. Тед Уильяме в книге *«История моей жизни» (The Story of My Life* by Ted Williams) объясняет, почему: «Мой довод таков: если вы хотите научиться хорошо бить по мячу, вам нужен хороший мяч. Это первое правило. Если я буду отбивать мячи, летящие вне моей "счастливой зоны", я никогда не стану игроком, выбивающим 344 очка. Мой средний результат будет 250». Мы с Чарли согласны с этим и потому предпочитаем ждать возможности нанести удар из «счастливой зоны».

Мы по-прежнему будем игнорировать политические и экономические прогнозы, которые нередко слишком дорого обходятся многим инвесторам и предпринимателям. Тридцать лет назад никто не мог предвидеть такого развития войны во Вьетнаме, государственного контроля над ценами и заработками, два нефтяных кризиса, отставку президента, развал Советского Союза, обвал индекса Dow на 508 пунктов за один день или колебания доходности казначейских векселей в диапазоне от 2,8% до 17,4%.

Но, что удивительно, ни одно из этих событий не заставило Бена Грэхема изменить своим инвестиционным принципам. Не считал он лишним заключать договоры о покупке хороших предприятий по приемлемым

ценам. Представьте, как бы отразилась на нас боязнь неизвестного, которая заставила бы нас отложить или изменить распределение капитала. Свои лучшие поглощения мы совершили в то время, когда предчувствия очередной глобальной перемены были в самом разгаре. Страх — враг чудака, но друг фундаменталиста.

Мы уверены, что и в ближайшие 30 лет в мире будут происходить различные катаклизмы. Мы не собираемся предсказывать их или стараться извлечь выгоду. Если мы обнаружим компанию, похожую на одну из тех, что купили в прошлом, никакие внешние факторы не отвратят нас от решения о покупке.

Помимо еще более умеренных доходов мы можем обещать вам, что если вы станете акционером Berkshire, то будете получать такие же дивиденды, как и мы с Чарли. Если у нас трудности, они отразятся и на вас, если наше дело процветает, процветаете и вы вместе с нами. И мы не откажемся от этих правил, которые позволяют нам быть на самом гребне волны, а не захлебываться под водой.

Мы также можем обещать, что наши успехи, прежде всего, будут отражаться на акциях Berkshire: мы никогда не обратимся к вам с просьбой инвестировать с нами или вложить деньги куда-либо. Хочу также отметить, что в Berkshire большая часть инвестиционного портфеля принадлежит членам наших семей и большей части друзей, наших с Чарли партнеров в последние четыре десятилетия. Такой расклад — лучшая мотивация.

Наша прибыль складывается из усилий всех руководителей принадлежащих нам компаний. Кейси Стенгел однажды сказал, что управлять бейсбольной командой, значит, «получать деньги за "возвращения на базу", сделанные твоими игроками». В Berkshire я придерживаюсь той же формулы.

Гораздо лучше иметь кусочек бриллианта Надежды, чем целый фальшивый бриллиант, а все наши компании как раз и являются редкими драгоценными камнями. Более того, мы не собираемся ограничиваться этими несколькими украшениями, а будем собирать целую коллекцию.

Цены на акции всегда будут колебаться (иногда значительно), и экономика будет переживать взлеты и падения. В долгосрочной перспективе, мы верим, стоимость нашей компании будет неуклонно расти хорошими темпами.

Я думаю, будет правильно, если я закончу описанием управления Berkshire в настоящем и будущем. Согласно первому принципу владельца, мы с Чарли являемся партнерами по управлению Berkshire. Всю тяжелую работу в нашем деле мы возлагаем на руководство наших дочерних компаний.

Мы с Чарли в своей работе занимаемся вопросами распределения капитала, заботой и обслуживанием наших ключевых управленцев. Большинство этих управляющих счастливы, когда их оставляют в покое и дают спокойно заниматься своим делом, обычно мы так и поступаем. Это накладывает на них определенные обязательства в принятии деловых решений и передаче полученной ими прибыли в штаб-квартиру компании. Присылая ее нам, они таким образом ограждают себя от возможных соблазнов принимать решения о распределении прибыли, которые могли бы возникнуть, будь они ответственны за это. Более того, мы с Чарли имеем гораздо больше возможностей для инвестирования этих фондов, чем любой управляющий смог бы найти в своей сфере деятельности.

Большинство наших управляющих уже сами по себе обеспеченные люди, поэтому от нас зависит формирование атмосферы, которая побудила бы их работать именно в Berkshire, не считая стимулов в виде игры в гольф и рыбалки. Мы работаем с ними так, как хотели бы, чтобы работали с нами, если бы мы поменялись местами.

Что касается распределения капитала — это то, чем мы с Чарли любим заниматься и что приносит нам бесценный опыт. В практическом смысле возраст не играет никакой роли в этом деле: вам не нужна хорошая координация или натренированные мускулы, чтобы таскать мешки с деньгами (слава небесам). До тех пор пока наш мозг будет действовать эффективно, мы с Чарли будем заниматься своей работой так же, как мы занимались ею раньше.

После моей смерти ситуация с собственностью в Berkshire изменится, но не сильно. Во-первых, только 1% моих акций будет продан, чтобы покрыть расходы на акты завещания и налоги. Во-вторых, весь баланс моих акций перейдет моей жене Сьюзан, если она переживет меня, или в фонд семьи, если не переживет. В любом случае Berkshire сохранит за собой контрольный пакет акций и будет распоряжаться им, руководствуясь той же философией и стремлениями, которые сейчас являются нашей стратегией.

При таком стечении обстоятельств семья Баффеттов не будет привлечена к управлению деятельностью компании, а только к поиску и выбору руководителей, которые будут этим заниматься. То, кем будут эти управляющие, зависит от даты моей смерти. Но я уже сейчас могу предугадать, какой будет структура управления: мои обязанности будут выполнять два директора — один будет заниматься инвестициями, другой управлять хозяйственной деятельностью. Если возникнет вопрос о поглощении компаний, то оба управляющих будут объединяться, чтобы принять необходимые решения. Оба исполнительных лица будут отчитываться перед советом директоров, который отвечает перед держателем

контрольного пакета акций, чьи интересы будут соответствовать вашим*.

Моя семья будет и в дальнейшем участвовать в решении вопроса назначения руководителей. Поскольку акции Berkshire составляют практически всю мою собственность и будут играть очень большую роль в активах моей жены и активах фонда еще долгое время после моей смерти, вы можете быть уверены, что я тщательно продумал вопрос преемственности управления. Вы также можете быть уверены, что принципы, которым мы следуем сейчас, будут направлять руководителей, последующих за мной.

Чтобы не заканчивать наше повествование разговором о смерти, я хочу заверить вас, что никогда в жизни не чувствовал себя лучше. Мне нравится управлять Berkshire, а если удовольствие продлевает жизнь, то рекорд Мафусаила может быть побит**.

* Berkshire выпустила сообщение для прессы в октябре 2000 г., в котором говорилось, что место Уоррена Баффетта, директора по инвестициям, займет Луи Симпсон из GEICO, а кресло главного исполнительного директора займет либо Аджит Джейн из Berkshire, либо Тони Найсли из GEICO, либо Ричард Сантуили из Executive Jet's. Старший сын Уоррена, Говард Баффетт, станет председателем.

**По Библии, Мафусаил прожил 969 лет, Бытие 5:27.

Послесловие и благодарности

Первое издание *Эссе Уоррена Баффетта* было главным предметом обсуждения на симпозиуме, который прошел осенью 1996 г. в Школе права им. Бенджамина Н. Кардозо при содействии Центра корпоративного управления Самуэля и Ронни Хеиманов. На этом мероприятии, которое длилось два дня, собрались сотни студентов Школы Кардозо, чтобы исследовать все собранные идеи. Состоялась серия энергичных дебатов с участием 30 выдающихся профессоров, судей, инвесторов, руководителей и студентов. В дебатах принимали участие Уоррен Е. Баффетт и Чарльз Т. Мунгер, выступая со своих мест в первом ряду.

«Эссе» — это типовой учебник специализированного курса в Кардозо по практике деловых отношений. Многие профессора других школ права и школ бизнеса применяют его на уроках по инвестициям, финансам и бухгалтерскому учету. Некоторые инвестиционные фирмы распространяют копии этого учебника среди своих сотрудников и клиентов, проводя обучение. Я благодарю за положительные отзывы студентов, учителей и всех, кто пользуется этим пособием. Мне приятно сознавать, что уроки этой книги преподаются и изучаются.

В первом исправленном издании «Эссе» сохранены структура и философия оригиналов, но были добавлены выборки из ежегодных посланий г-на Баффетта акционерам, написанных уже после симпозиума. Эти послания, как и все другие, связаны целостностью повествования о стабильном деле и философии инвестирования. Чтобы читатель мог легко найти новые части, в книге есть таблица, в которой указано, где расположены новые послания за разные годы.

Исправленным издание называется не потому, что изменился фундаментальный подход к здоровому ведению дел и философии инвестирования, а потому, что эта философия теперь предстает в свете

современных событий и условий современного предпринимательства. Периодическое обновление гарантирует современность изложения.

При подготовке первого издания мне помогало множество людей, которым я хочу выразить признательность в послесловии к этому изданию и снова поблагодарить их. Я хочу выразить особую благодарность г-ну Баффетту. Его великодушие сделало возможным и обогатило содержание симпозиума; его готовность доверить мне организацию и перепечатку своих писем — огромная для меня честь. Его партнер, Чарли Мунгер, также заслуживает благодарности не только за его участие в симпозиуме, но и за то, что он председательствовал на одном из собраний. Благодарю его и как своего хорошего друга, и как советника. Благодарю Роберта Денхэма, которого я имею честь знать. Г-н Денхэм, один из партнеров фирмы *Munger, Tolles & Olsen,* представил г-на Баффетта мне и Кордозо через общего знакомого, бывшего коллегу фирмы *Munger Tolles, а* теперь профессора Школы Кордозо Монро Прайса, и я благодарен им обоим за то, что они открыли передо мной двери. Благодарю Кэрол Лумиз, близкого друга г-на Баффетта и человека, который каждый год редактирует послания акционерам. За поддержку спасибо Сэму и Ронни Хейманам, кем Школа права Кардозо безмерно гордится. Персональная благодарность моей жене Джоанне.

Лоренс А. Каннингем
Boston College 885 Centre Street Newton, MA 02459 Lawrence.Cunningham.1 @bc.edu

Чтобы заказать копию этого сборника, вышлите 25 долл.. профессору Каннингему по адресу, указанному выше.

Глоссарий

Инвестирование по принципу «сигаретных окурков». Подход к инвестированию, названный по аналогии с последней затяжкой докуренной сигареты: приобретение акций компании по достаточно низкой цене с целью получения прибыли в краткосрочной перспективе, хотя финансовые результаты компании в долгосрочной перспективе плохие. *См. часть II, раздел F.*

Рамки компетенции. Способность судить об экономических показателях предприятия, которой обладают умные инвесторы. Они действуют сообразно этой способности, инвестируя в компании, которые им понятны. *См. часть II, раздел E.*

Тест на дивиденды. Удержание прибылей оправданно только тогда, когда каждый удержанный доллар создает, по крайней мере, столько же рыночной стоимости на акцию. *См. часть IV, раздел C.*

Стиль поглощения «двойной подход». Продуманная политика поглощения 100% предприятия путем договорной сделки купли-продажи или менее 100% путем покупки на фондовом рынке. *См. часть I, раздел A.*

Институциональный императив. Всепроникающая сила развития организаций, которая ведет к сопротивлению переменам, поглощению имеющихся корпоративных фондов и рефлексивному одобрению неоптимальных стратегий генерального директора его подчиненными. *См. часть II, раздел F.*

Внутренняя стоимость. Трудно вычисляемый, но важный показатель стоимости компании. Представляет собой приведенную стоимость

денежных средств, которые можно изъять из компании за весь период ее финансово-хозяйственной деятельности. *См часть VI, раздел E.*

Скрытая прибыль. Альтернативный GAAP учет вложений в ликвидные ценные бумаги компании, являющейся объектом инвестиций, объемом менее 20%. Отражает финансовые результаты инвестора от долевого участия в нераспределенной прибыли объекта инвестиций после вычета налогов. *См. часть VI, раздел B.*

Запас прочности. Вероятно, самый важный принцип разумного и успешного инвестирования, разработанный Бенжамином Грэхемом: покупай акции, только если запрашиваемая цена на них существенно ниже получаемой стоимости. *См. часть II, раздел D.*

Г-н Рынок. Аллегория Бена Грэхема для всего фондового рынка, легко поддающегося переменам настроения; рынка, где цена и стоимость никогда не идут рука об руку, что предоставляет отличные возможности для разумного инвестирования. *См. часть II, раздел A.*

Прибыль собственников. Лучшая система оценки экономической эффективности, по сравнению с потоком наличности и суммой прибыли, учитываемой по GAAP, на которую влияют поправки, связанные с учетом приобретений как покупок. Прибыль собственников равна: *(a)* операционной прибыли *плюс (b)* амортизационные отчисления и другие неналичные расходы *минус (c)* обязательное реинвестирование в компанию, необходимое для того, чтобы компания могла полностью сохранить свою долгосрочную конкурентную позицию и удельный объем. *См. часть VI, раздел D.*

ТАБЛИЦА МЕСТОНАХОЖДЕНИЯ

Эта таблица показывает, где в сборнике вы можете найти выборку из различных ежегодных писем. Первая колонка слева указывает год появления каждого письма, начиная с «79» (1979 г.) и до «00» (2000 г.). В верхней части таблицы указаны части и разделы с буквенными обозначениями.

	Часть I						Часть II						Часть III				Часть IV						Часть V						Часть VI						Часть VII							
Год	A	B	C	D	E	F	A	B	C	D	E	F	A	B	C	D	A	B	C	D	E	F	A	B	C	D	E	F	A	B	C	D	E	F	A	B	C	D	E	F	G	H
79																														●												
80																														●												
81					●																		●																			
82																							●			●				●												
83										●										●											●											
84	●																		●					●																		
85				●		●	●																										●									
86			●						●	●							●															●									●	
87					●		●		●	●			●																				●									
88			●					●	●				●				●	●											●						●			●	●				
89								●					●	●	●				●						●														●				
90					●								●		●												●		●	●													
91					●	●			●	●																				●												
92					●					●											●		●													●			●	●			
93			●		●				●																																	●
94						●									●								●																			
95															●							●				●																
96	●										●				●							●									●		●									
97							●				●				●	●							●																			
98			●																																	●	●				●	
99											●								●								●								●							
00		●																										●						●								●