

# LID

Ośmioro  
niekonwencjonalnych  
dyrektorów  
wielkich firm  
i ich recepta na sukces

William N. Thorndike Jr.

HARVARD BUSINESS REVIEW PRESS

*Znakomita książka  
o dyrektorach generalnych,  
którzy zanotowali rewelacyjne wyniki  
w inwestowaniu*  
— WARREN BUFFETT

 HBR  
press

EXCLUSIVE

# FERREZZA

Tytuł oryginału: The Outsiders: Eight Unconventional CEOs  
and Their Radically Rational Blueprint for Success

Tłumaczenie: Grzegorz Kołodziejczyk

ISBN: 978-83-283-2669-9

Original work copyright © 2012 William N. Thorndike, Jr.

Published by arrangement with Harvard Business Review Press

Polish edition copyright © 2017 by Helion SA

All rights reserved. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage retrieval system, without permission from the Publisher.

Wszelkie prawa zastrzeżone. Nieautoryzowane rozpowszechnianie całości lub fragmentu niniejszej publikacji w jakiegokolwiek postaci jest zabronione. Wykonywanie kopii metodą kserograficzną, fotograficzną, a także kopiowanie książki na nośniku filmowym, magnetycznym lub innym powoduje naruszenie praw autorskich niniejszej publikacji.

Wszystkie znaki występujące w tekście są zastrzeżonymi znakami firmowymi bądź towarowymi ich właścicieli.

Autor oraz Wydawnictwo HELION dołożyli wszelkich starań, by zawarte w tej książce informacje były kompletne i rzetelne. Nie biorą jednak żadnej odpowiedzialności ani za ich wykorzystanie, ani za związane z tym ewentualne naruszenie praw patentowych lub autorskich. Autor oraz Wydawnictwo HELION nie ponoszą również żadnej odpowiedzialności za ewentualne szkody wynikłe z wykorzystania informacji zawartych w książce.

Drogi Czytelniku!

Jeżeli chcesz ocenić tę książkę, zajrzyj pod adres

<http://onepress.pl/user/opinie/liderz>

Możesz tam wpisać swoje uwagi, spostrzeżenia, recenzję.

Wydawnictwo HELION

ul. Kościuszki 1c, 44-100 GLIWICE

tel. 32 231 22 19, 32 230 98 63

e-mail: [onepress@onepress.pl](mailto:onepress@onepress.pl)

WWW: <http://onepress.pl> (księgarnia internetowa, katalog książek)

Printed in Poland.

- Kup książkę
- Poleć książkę
- Oceń książkę

- Księgarnia internetowa
- Lubię to! » Nasza społeczność

# Spis treści

<i>Przedmowa: Singletonville</i>	5
Wprowadzenie	17
<i>Inteligentna przekora</i>	
1 Perpetuum mobile zysku	27
<i>Tom Murphy i Capital Cities Broadcasting</i>	
2 Konglomerat inny niż wszystkie	49
<i>Henry Singleton i Teledyne</i>	
3 Punkt zwrotny, czyli restrukturyzacja	69
<i>Bill Anders i General Dynamics</i>	
4 Łowić zyski w strumieniu wartko płynącym	91
<i>John Malone i TCI</i>	
5 Wdowa na pokład... i do steru	115
<i>Katharine Graham i Washington Post Company</i>	

6	Publiczny wykup lewarowany <i>Bill Stiritz i Ralston Purina</i>	133
7	Optymalizacja firmy rodzinno-koleżeńskiej <i>Dick Smith i General Cinema</i>	151
8	Inwestor dyrektorem <i>Warren Buffett i Berkshire Hathaway</i>	169
9	Tropem radykalnego racjonalizmu <i>Kodeks lidera</i>	195
	Epilog <i>Przykładowy biznesmen oraz checklista</i>	211
	<i>Podziękowania</i>	217
	<i>Dodatek: Test Buffetta</i>	220
	<i>Bibliografia uzupełniająca</i>	222
	<i>O autorze</i>	224

ROZDZIAŁ

# 2

## Konglomerat inny niż wszystkie

*Henry Singleton i Teledyne*

Henry Singleton zapisał w historii amerykańskiej przedsiębiorczości najlepszą kartę zarządzania i alokacji kapitału (...). Gdyby wziąć setkę czołowych absolwentów uczelni ekonomicznych i złożyć ich triumfy w jedną całość, i tak nie dorównaliby Singletonowi.

— *Warren Buffett, 1980*

Kiedy widzę, że odmieniają się fakty, zmieniam zdanie. A wy?

— *John Maynard Keynes*

W początku 1987 roku Teledyne, średniej wielkości konglomerat znany z nieszablonowych poczynań, ogłosił dywidendę. To niepozorne na pierwszy rzut oka wydarzenie zwróciło nadmierną, jak można by sądzić, uwagę prasy branżowej; na okładce „Wall Street Journal” ukazał się nawet artykuł mu poświęcony. Co aż tak bardzo zaintrygowało dziennikarzy?

Przez większą część dwudziestego stulecia od spółek publicznych oczekiwano, że jakąś część rocznych zysków będą wypłacały w formie dywidend. Spora rzesza inwestorów, zwłaszcza w starszym wieku, polegała na owych dochodach i skrupulatnie śledziła wysokość dywidend oraz politykę przedsiębiorstw w tym zakresie, od tego uzależniając swoje decyzje inwestycyjne. Wszelako Teledyne jako jedyny spośród popularnych w latach 60. konglomeratów uporczywie stronił od ich płacenia, uważając je za nieefektywne z fiskalnego punktu widzenia (są podwójnie opodatkowane: raz na etapie korporacyjnym i drugi raz na etapie indywidualnym).

Polityka dywidendowa stanowiła jedną z wielu osobliwych i przekornych cech firmy, której założycielem i dyrektorem generalnym był lubiący trzymać się na uboczu Henry Singleton. Dywidend nie wypłacał, a na dodatek kierował spółką słynącą ze zdecentralizowanej struktury, unikał kontaktów z analitykami giełdowymi, nie lubił tzw. dzielenia akcji i skupował je tak usilnie, jak nikt przed nim ani po nim.

Wszystko to tchnęło ekscentryzmem, ale tym, co naprawdę odróżniało Singletona od innych dyrektorów i uczyniło zeń legendę na miarę gwiazd filmowych, był wskaźnik ceny do zysku (ang. P/E — Price/Earnings), który osiągnął, przebijający bezapelacyjnie zarówno rynek, jak i wyniki dyrektorów innych konglomeratów. Singleton notował nadzwyczajny przyrost wartości akcji w ciągu nieomal trzech dekad, w szalenie zmiennych warunkach makroekonomicznych; zaczynał na zwykłym rynku w latach 60., a kończył w okresie głębokiej bessy początku lat 90.

Dokonał tego, nieustannie przystosowując się do rynkowego otoczenia i z uporem skupiając się na inwestowaniu. Jego podejście do zarządzania firmą różniło się znacznie od podejścia jego odpowiedników, a źródeł indywidualizmu Singletona szukać można w jego wykształceniu, bardzo nietypowym jak na dyrektora firmy z listy „Fortune” 500.

\* \* \*

Urodzony w 1916 roku w małej miejscowości Haslet w Teksasie, Singleton był znakomitym matematykiem i naukowcem, nie miał natomiast dyplomu MBA. Studiował na MIT i uzyskał tytuł doktora elektrotechniki. W ramach pracy doktorskiej napisał program do pierwszego komputera wykorzystywanego na tej uczelni przez studentów, a w 1939 roku zdobył medal Putnama dla najlepszego studenta matematyki w kraju (w przyszłości jednym z laureatów tej nagrody miał zostać noblista w dziedzinie fizyki Richard Feynman). Z zamiłowaniem grywał w szachy i zabrakło mu stu punktów do tytułu arcymistrza.

Po ukończeniu słynnej politechniki w 1950 pracował jako inżynier w dziale badawczym w firmach North American Aviation i Hughes Aircraft. Wtedy to zwerbował go do Litton Industries Tex Thornton, niegdysiejszy młody geniusz, jedno z tak zwanych „cudownych dzieci” tamtej ery. W drugiej połowie lat 50. Singleton wynalazł inercyjny system naprowadzania samolotów, który wciąż jest wykorzystywany w maszynach komercyjnych i wojskowych. Mianowano go głównym menedżerem Litton Electronic Systems Group i pod jego kierownictwem ten wydział firmy stał się największym w Litton Industries; pod koniec dekady osiągnął zysk w wysokości ponad 80 milionów dolarów.

Z Litton zwolnił się w 1960, kiedy stało się dlań jasne, że nie przejdzie po Thorntonie fotela dyrektora generalnego. Miał czterdzieści trzy lata. Wraz z nim odszedł ze spółki jego kolega George Kozmetzky, dyrektor wydziału o nazwie Electronic Components Group, i w lipcu 1960 razem założyli Teledyne. Zaczęli od wykupienia trzech niewielkich firm elektronicznych i to pozwoliło im wygrać przetarg na duży kontrakt dla marynarki. W roku 1961, u zarania ery konglomeratów, Teledyne stało się publiczną spółką akcyjną.

Papiery konglomeratów, przedsiębiorstw skupiających wiele niepowiązanych jednostek gospodarczych, były tym, czym są teraz akcje firm internetowych. Korzystając z niebotycznych cen swoich udziałów, zachłannie i często na chybił trafił przejmowały biznesy w najróżniejszych gałęziach gospodarki. Przejęcia te zrazu pomnażały ich zyski, to zaś skutkowało zwyżkami cen papierów i spółki dokonywały kolejnych akwizycji. Większość z nich rozbudowywała ekipy zarządzające w przekonaniu, że

znajdą one wśród rozproszonych firm synergiczne powiązania i skutecznie je spożytkują; rozmaici dyrektorzy konglomeratów mizdrzyli się do Wall Street oraz dziennikarzy z prasy branżowej, żeby jeszcze bardziej windować ceny udziałów. Jednak ich złote czasy skończyły się raptownie pod koniec lat 60., kiedy największe konglomeraty (ITT, Litton Industries etc.) nie osiągały planowanych zysków i akcje polecały na łeb na szyję.

Według powszechnego obecnie przekonania konglomerat stanowi nieefektywną formę organizacyjną, brak mu energii i koncentracji, które cechują firmy uprawiające „czystą grę”. Nie zawsze tak było: przez większość dekady lat 60. holdingi te cieszyły się wysokim wskaźnikiem ceny do zysku i wykorzystywały swoje cenione walory do tego, by z zapalem dokonywać wciąż nowych akwizycji. W tamtym gorącym okresie konkurencja do przejęć była o wiele mniejsza niż obecnie (nie istniały fundusze kapitałowe typu *private equity*), a cena pakietu kontrolnego działającej firmy (mierzona wskaźnikiem cena/zysk) bywała często znacznie niższa od wielokrotności tej, którą nabywca wykładał na rynku kapitałowym; wszystkie te czynniki sprawiały, że akwizycje wydawały się logiczną koniecznością.

Singleton w pełni wykorzystał tę długofalową koniunkturę, by stworzyć zdywersyfikowany portfel przedsiębiorstw i w latach 1961 – 1969 przejął 130 firm w różnych branżach, od elektroniki lotniczej przez przetwórstwo metali rzadkich, po ubezpieczenia. Wszystkie oprócz dwóch nabył, korzystając z wysokich cen papierów Teledyne.

Jednakże realizowana przez niego polityka akwizycyjna różniła się od tej, którą prowadziły inne konglomeraty. Nie kupował jak popadnie, unikał przedsiębiorstw budzących wątpliwości i skupiał się na dochodowych, rosnących spółkach, które zajmowały czołowe miejsca na poszczególnych, częstokroć niszowych rynkach. Jack Hamilton, dyrektor wydziału metalurgii specjalistycznej w Teledyne, opisał mi to takimi słowami: „Specjalizowaliśmy się w produktach o wysokim stopniu zyskowości, takich, którymi handluje się na uncje, a nie na tony”<sup>1</sup>. Singleton był nabywcą zdyscyplinowanym, nigdy nie płacił za aktywa spółki więcej

---

<sup>1</sup> Wywiad autora z Jackiem Hamiltonem, 20 kwietnia 2004.



niż dwunastokrotność jej dochodów i większość firm kupował za znacznie mniej. Przekłada się to na wysoki wskaźnik cena/zysk spółki Teledyne, której cena walorów wahała się w tym okresie od nieco ponad 20 do grubo ponad 50.

W 1967 Singleton dokonuje swojej największej akwizycji: za 43 miliony dolarów kupuje Vasco Metals, prezesa firmy George'a Roberta mianuje na stanowisko prezesa Teledyne, sam zaś zostaje dyrektorem generalnym firmy i prezesem zarządu. Roberts mieszkał z Singletonem w jednym pokoju w Akademii Marynarki Wojennej, do której dostał się w wieku szesnastu lat jako najmłodszy kadet w historii uczelni (oba zostali przeniesieni w związku z cięciami budżetowymi, które nastąpiły w okresie wielkiego kryzysu gospodarczego). Roberts, podobnie jak Singleton, miał wykształcenie ścisłe, obronił doktorat z metalurgii na Carnegie Mellon; później piastował szereg stanowisk kierowniczych w różnych firmach metalurgicznych i na początku lat 60. objął fotel prezesa Vasco.

Po przyjeździe Roberta do Teledyne Singleton odsuwa się od zarządzania operacyjnego i może poświęcić gros czasu kwestiom planowania strategicznego i alokacji kapitału.

Rychło potem staje się pierwszym menedżerem konglomeratu, który zaniechał akwizycji. W połowie roku 1969, kiedy wskaźnik rentowności akcji firmy spada, a ceny przedsiębiorstw do nabycia idą w górę, zniechęca rozpuszcza ekipę trudniącą się przejęciami. Singleton, kupiec zdyscyplinowany, uprzytamnia sobie, że przy niższym wskaźniku cena/zysk waluta, jaką stanowiły papiery jego firmy, nie nadaje się już do realizacji celu, jakim były akwizycje. Od tamtej chwili firma nigdy więcej nie dokonała poważnego przejęcia i nigdy nie wyemitowała nowych akcji.

Efektywność tej strategii akwizycyjnej ilustruje tabela 2.1. W pierwszej dekadzie działalności firmy jako spółki publicznej zysk Teledyne na akcję (EPS) wzrósł *sześćdziesięcioczerokrotnie*, co stanowi wynik zawrotny, wartość papierów w obiegu zaś zwiększyła się niespełna czternaście razy; nastąpiła zatem kolosalna aprecjacja udziałów akcjonariuszy.

**TABELA 2.1.** Wyniki finansowe Teledyne w pierwszej dekadzie (w milionach dolarów)

	<b>1961</b>	<b>1971</b>	<b>Zmiana</b>
Sprzedaż	4,5	1101,9	244,4 razy
Dochód netto	0,1	32,3	555,8 razy
Zysk na akcję <sup>a</sup>	0,13	8,55	64,8 razy
Liczba akcji w obiegu <sup>a</sup>	0,4 mln	6,6 mln	13,7 razy
Zadłużenie	5,1	151,0	28,9 razy

<sup>a</sup> Z uwzględnieniem podziałów akcji i dywidend.

*Źródło:* Tabelę udostępnił Tom Smith, inwestor i długoletni obserwator firmy Teledyne.

Singleton osiągnął menedżerską dojrzałość w czasie, gdy pokładano ogromną wiarę w analizach liczbowych. Lata 40. i 50. to epoka „cudownych dzieci”, falangi szczególnie utalentowanych młodych matematyków i inżynierów, którzy metodą zaawansowanych analiz statystycznych zreformowali szereg słynnych amerykańskich instytucji, takich jak Army AirCorps (protoplasta współczesnych sił lotniczych) w czasie drugiej wojny światowej czy koncern Ford Motor Company w latach 50.; za kulminację ery cudownych dzieci uznać można mianowanie Roberta McNamary na stanowisko sekretarza obrony w roku 1961.

Władza w owych instytucjach spoczywała w centralach i dzierżyła ją elita młodych, bardzo inteligentnych dyrektorów, uzdolnionych matematycznie, którzy kierowali nimi, wykorzystując nowe, oparte na matematyce systemy. Analizie matematycznej poddawano toczące się w oddalonych regionach niekontrolowane operacje i dzięki temu wzrastała ich skuteczność; dotyczyło to zarówno nalotów bombowych, jak i funkcjonowania zakładów produkcyjnych.

Sporo konglomeratów przyjęło taki scentralizowany model zarządzania i stworzyło rozbudowane personele korporacyjne z licznymi wiceprezesami oraz działami planowania i rozwoju. O dziwo Singleton, który wcześniej współpracował blisko z Texem Thorntonem, jednym z pierwotnego szeregu cudownych dzieci, wykonywał bardzo odmienne podejście do kierowania firmą.

W odróżnieniu od Thorntona i Harolda Geneena z ITT, Singleton i Roberts odrzucili modne wówczas wyobrażenia o integracji i synergii i poszli w stronę skrajnej decentralizacji; podzielili spółkę na jak najdrobniejsze części składowe i przenieśli odpowiedzialność oraz władzę wykonawczą na najniższy szczebel organizacyjny. Firma zatrudniała w sumie ponad czterdzieści tysięcy osób, a w centrali pracowało ich niespełna pięćdziesiąt; nie było działów kadr, kontaktów z inwestorami i rozwoju. Jak na ironię, konglomerat, który w erze tego rodzaju przedsiębiorstw odniósł największy sukces, sposobem swojego funkcjonowania był do nich najmniej podobny.

Decentralizacja sprzyjała wykształceniu się w Teledyne specyficznej kultury biznesowej, nacechowanej obiektywizmem. Kilku byłych prezesów wspomina to odświeżające poczucie braku czynnika rozgrywek personalnych: menedżerom, którzy realizowali postawione cele, wiodło się dobrze, ci zaś, którym się to nie udawało, odchodzili w swoją stronę. „Nikt się nie zamartwiał o to, z kim Henry wybiera się dzisiaj na lunch” — usłyszałem od jednego z nich.

\* \* \*

Kiedy w 1969 machina akwizycji spowolniła bieg, Roberts i Singleton skoncentrowali się na działaniu poszczególnych ogniw spółki. Singleton, dając kolejny dowód niechęci do konwencjonalnego myślenia, nie przejmował się bilansami okresowymi, które dla nowojorskiej giełdy stanowiły wówczas kluczowy wskaźnik, i kierował konglomeratem tak, by maksymalizować napływ gotówki. Wraz z głównym dyrektorem finansowym Jerryem Jerome'em opracowali unikalny wskaźnik i nazwali go „indeksem zysku Teledyne” (ang. *Teledyne return*); uśredniał on przepływy pieniężne i zysk netto każdej jednostki przedsiębiorstwa, uwypuklając zdolność do generowania zarobku; stał się też bazą do ustalania premii dla dyrektorów generalnych poszczególnych jednostek. W wywiadzie dla magazynu „Financial World” główny menedżer powiedział kiedyś: „Jeśli ktoś chce śledzić poczynania Teledyne, niech się oswoi z faktem, że nasze obroty kwartalne mogą ulegać dziwnym wahaniom.

## Packard Bell — potknięcie, czyli wyjątek od reguły

Jedyną firmą, która nie spełniała wyśrubowanych standardów Singletona, był producent telewizorów Packard Bell i warto odnotować, jak on i Roberts uporali się z kulejącym przedsiębiorstwem. Uświadomiwszy sobie, że Packard Bell, skazany na ustawiczne zmagania z tańszą japońską konkurencją, nie będzie już w stanie dawać należytych zarobków, od razu zamknęli firmę. Stali się w ten sposób pierwszym amerykańskim producentem, który wyszedł z branży (w następnej dekadzie inni podążyli za ich przykładem).

Nasza rachunkowość nastawiona jest na maksymalizację dochodu, a nie na bilanse okresowe”<sup>2</sup>. Takich deklaracji raczej nie słyszy się obecnie od typowego dyrektora firmy z listy „Fortune” 500, który skupia uwagę na wieściach dochodzących z Wall Street.

Singleton i Roberts w błyskawicznym tempie poprawiali zyski i drastycznie redukowali kapitał obrotowy netto Teledyne, generując przy tym znaczną ilość gotówki. Efektem był trwały, wysoki zarobek z jednostek operacyjnych Teledyne, który w latach 70. i 80. przekraczał 20 procent. Wspólnik Warrena Buffetta, Charlie Munger, powiada: „Górował nad całą resztą o milę, to się wprost nie mieściło w głowie”<sup>3</sup>.

Wskutek tych posunięć od 1970 roku firma generowała regularne wysokie zyski w niesłychanie zmiennych warunkach rynkowych. Gotówka trafiała do centrali, Singleton natomiast zajmował się jej lokowaniem i nikogo nie powinno dziwić, że podejmowane przezeń decyzje inwestycyjne odbiegały od szablonu, a zarazem były efektywne.

\* \* \*

<sup>2</sup> Robert J. Flaherty, *The Sphinx Speaks*, „Forbes”, 20 lutego 1978.

<sup>3</sup> Wywiad autora z Charlesem T. Mungerem, 10 września 2004.

Na początku 1972 roku Singleton rozporządzał coraz większą nadwyżką środków pieniężnych, a ceny firm do przejścia wciąż szczytowały wysoko. Z budki w centrum Manhattanu zatelefonował wtedy do jednego z członków zarządu swojej firmy, legendarnego inwestora Arthura Rocka, który wesprze później Apple'a oraz Intela. Singleton odezwał się w te słowa: „Arthurze, tak sobie myślałem i przyszło mi do głowy, że nasze akcje są zbyt tanie. Wydaje mi się, że zamiast nabywać coś innego, zarobimy lepiej, skupując nasze własne papiery. Chcę ogłosić wezwanie, co ty na to?”. Rock myślał przez chwilę, a następnie odparł: „Podoba mi się”<sup>4</sup>.

Słowa te stały się jednym z punktów zwrotnych w dziejach inwestycji kapitałowych. Wezwanie do sprzedaży akcji, które Singleton ogłosił w 1972 roku i które pozostawało aktualne jeszcze przez dwanaście lat, zapoczątkowało u niego istny szal skupowania własnych walorów. Na udziały Teledyne podziałało jak ożywczy wstrząs, a dyrektor generalny firmy niemal w pojedynkę obalił dogmat ugruntowany od dawien dawna na Wall Street.

Jeśli ktoś powie, że Singleton został pionierem w dziedzinie wykupu akcji, to tak jakby nic nie powiedział. Może należałoby go porównać do Babe'a Rutha tej dyscypliny, nazwać herosem, który stworzył nową gałąź finansów korporacyjnych. Przed dekadą lat 70. wykupowanie własnych akcji zdarzało się sporadycznie i budziło kontrowersje. Uważano, że świadczy o braku opcji inwestycyjnych, i dlatego giełda traktowała takie poczynania jako syndrom słabości. On natomiast zignorował konwencję i w latach 1972 – 1984 w czasie obowiązywania ośmiu ofert zgarnął z rynku 90 procent akcji. „Nikt nigdy nie kupował swoich papierów w tak agresywny sposób” — stwierdzi później Munger<sup>5</sup>.

Singleton był zdania, że skupowanie akcji jest o wiele efektywniejszą z punktu widzenia podatków metodą zapewniania dochodu akcjonariuszom niż dywidendy, które przez większość jego kadencji dyrektor-skiej były opodatkowane bardzo wysoko. Uważał, że nabywanie ich po

<sup>4</sup> Wywiad autora z Arthurem Rockiem, 15 kwietnia 2004.

<sup>5</sup> Wywiad autora z Charlesem T. Mungerem, 10 września 2004.

atrakcyjnej cenie daje efekt dynamizujący, że można je przyrównać do nakręcania sprężyny, która kiedyś się rozpręży i osiągnie swój pełny potencjał, generując w ten sposób niezwykle wysoki zarobek. Zakupy te stały się użytecznym punktem odniesienia w procesie alokacji kapitału i kiedy zyski wydawały się atrakcyjne w porównaniu z innymi okazjami inwestycyjnymi, on wybierał własne akcje.

Wzwania do sprzedaży akcji zyskały popularność w latach 90. i dyrektorzy często po nie sięgali, żeby wesprzeć swoje zniżkujące papiery. Są one jednak opłacalne dla akcjonariuszy wtedy tylko, gdy dokonuje się ich po atrakcyjnej cenie. Cóż w tym dziwnego, że Henry Singleton kupował wyjątkowo korzystnie i osiągnął niewiarygodne 42 procent skumulowanego rocznego zwrotu z akcji Teledyne?

Oferty te były niemal zawsze przeszacowane. Singleton robił wcześniejszą analizę, miał pewność, że cena jest szalenie kusząca, i za każdym razem zgarniał całą pulę akcji, które się nawinęły. Dla Teledyne były to bardzo poważne transakcje, w chwili ogłaszania wahając się w przedziale od 4 do 66 procent wartości księgowej firmy. Ogółem Singleton przeznaczył na nie bajońską kwotę 2,5 miliarda dolarów.

Tabela 2.2 pozwala ocenić to osiągnięcie we właściwej perspektywie. Od 1971 do 1984 Singleton skupował olbrzymie porcje udziałów Teledyne przy niskim wskaźniku cena/zysk, a tymczasem dochody firmy i jej zysk netto powiększały się, co spowodowało wzrost tego wskaźnika o ponad *czterdzieści razy*.

**TABELA 2.2.** Efekty programu skupowania własnych akcji przez Teledyne w mln dolarów

	1971	1984	Zmiana
Sprzedaż	1101,9	3494,3	2,2
Dochód netto	32,3	260,7	7,1
Zysk na akcję <sup>a</sup>	8,55	353,34	40,3
Akcje w obiegu <sup>a</sup>	6,6 mln	0,9 mln	-7,3
Zadłużenie	151	1072,7	6,1

<sup>a</sup> Z uwzględnieniem podziałów akcji i dywidend.

Źródło: Tabelę udostępnił Tom Smith, inwestor i wieloletni obserwator Teledyne.

Warto wszak odnotować, że fiksacja Henry'ego Singletona na skupowaniu własnych akcji stanowiła wyraz ewolucji w jego myśleniu, gdyż wcześniej, kiedy budował Teledyne, aktywnie i bardzo skutecznie *wypuszczał* papiery. Wielcy inwestorzy i dysponenci kapitału muszą jednak umieć drogo sprzedawać i tanio kupować; średni wskaźnik cena/zysk dla emisji udziałów Teledyne wynosił ponad 25, a średni składany wskaźnik dla wykupów wyniósł niespełna 8.

\* \* \*

Rynek kapitałowy fascynował Singletona od czasów, gdy był nastolatkiem. George Roberts opowiadał mi, jak podczas drugiej wojny światowej, będąc na urlopie w Nowym Jorku, Henry tkwił godzinami przed oknem firmy brokerskiej i wlepił wzrok w sunącą drukowaną taśmę z cenami akcji firm.

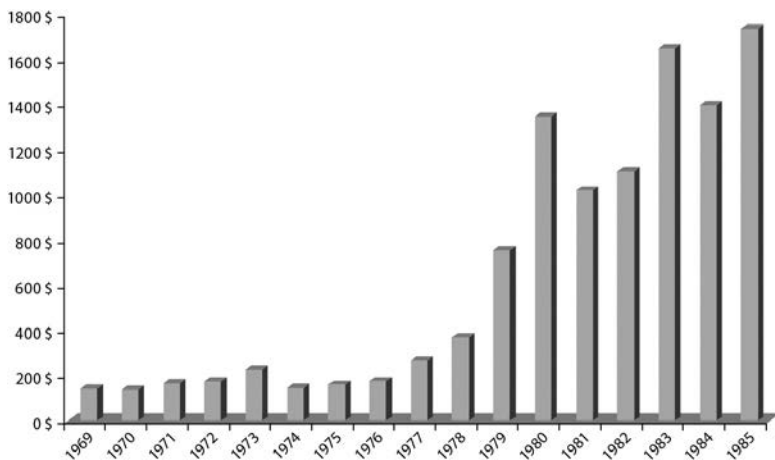
W połowie lat 70. dostał wreszcie szansę zaspokojenia swojej życiowej fascynacji, kiedy przejął bezpośrednią pieczę nad inwestowaniem aktywów wchodzących w skład Teledyne firm ubezpieczeniowych. Działo się to w okresie głębokiej bessy, wskaźniki cena/zysk spadły najniżej od czasów wielkiego kryzysu. Podobnie jak w przypadku akwizycji, operacji bieżących oraz wykupowania własnych akcji, wypracował własną, jedyną w swoim rodzaju strategię i przyniosła ona znakomite efekty.

Zrobił ruch na przekór trendom rynkowym, relokując aktywa w te portfele i podnosząc udział inwestycyjnych kapitału własnego z 10 procent w 1975 roku do 77 w 1981. Jeszcze bardziej nieszablony był sposób, w jaki wykorzystał ten radykalny transfer udziałów. Zainwestował ponad 70 procent ogólnej wartości portfela w pięć firm, z czego 25 procent trafiło do jego byłego pracodawcy, Litton Industries. Ta niezwykle koncentracja portfela (typowy wzajemny fundusz inwestycyjny ma ponad sto akcji) wywołała konsternację na nowojorskiej giełdzie, wielu obserwatorów uznało ją za wstęp do dalszego ciągu akwizycji.

Singleton takich zakusów nie miał, warto jednak przyjrzeć się bliżej, w jaki sposób zainwestował pieniądze. Najważniejsze ogniwa jego konglomeratu stanowiły firmy, które dobrze znał (mniejsze holdingi, takie jak Curtiss-Wright, oraz duże firmy energetyczne i ubezpieczeniowe,

Texaco i Aetna) i których wskaźniki cena/zysk oscylowały w czasie dokonywania inwestycji wokół rekordowo niskiego poziomu. Charlie Munger opisał manewr Singletona następująco: „Podobnie jak Warren i ja, czuł się swobodnie, dokonując komasacji, i kupował niewielkie pakiety aktywów, z którymi był dobrze zaznajomiony”<sup>6</sup>.

Tak samo jak w przypadku wykupów akcji Teledyne, Singleton osiągnął z tych portfeli doskonały zysk. Ilustruje go rysunek 2.1; widać na nim około ośmiokrotny wzrost wartości księgowej spółek ubezpieczeniowych należących do Teledyne w okresie między 1975 a 1985. Wtedy to rozpoczął Singleton proces demontażu swojej firmy.



<sup>a</sup> Suma wartości księgowej kapitałów Unitrin i Argonaut.

**RYСУNEK 2.1.** Pakiet ubezpieczeniowy Teledyne w mln dolarów<sup>a</sup>

W latach 1984 – 1996 przestał się skupiać na zarządzaniu portfelami aktywów; zajął się przygotowywaniem sukcesji (w 1986 namaścił Roberta jako swojego następcę na fotelu dyrektora generalnego, zachowując dla siebie stanowisko prezesa zarządu) i optymalizacją wartości papierów w obliczu stagnacji finansowej spółek należących do Teledyne. Aby osiągnąć zamierzone cele, obrał nową taktykę i także tym razem spowodował zamęt na Wall Street.

<sup>6</sup> Wywiad autora z Charlesem T. Mungerem, 10 września 2004.



Był pionierem wykorzystania firm wydzielonych ze spółki matki; uważał, że dzięki nim uprości kwestię sukcesji w Teledyne (ograniczając stopień złożoności przedsiębiorstwa) i z korzyścią dla akcjonariuszy rozwinię pełny potencjał wartości dużych jednostek ubezpieczeniowych. Jak to ujął wieloletni członek zarządu firmy Fayez Sarofim, uważał on, że „jest czas komasacji i czas dekomasacji konglomeratu”<sup>7</sup>. Czas dekomasacji nadszedł w 1986 roku, kiedy to zadebiutowała na giełdzie spółka Argonaut, zajmująca się w firmie ubezpieczeniami pracowniczymi.

Następnie w roku 1990 rzucił do gry Unitrin, swoją największą spółkę ubezpieczeniową, z Jerrym Jerome'em na stanowisku dyrektora generalnego. Było to posunięcie znaczące, gdyż Unitrin skupiał wówczas znaczną część aktywów inwestycyjnych Teledyne. Przysporzył znakomitych zysków po wejściu na giełdę pod kierownictwem Jerome'a i jego następcy Dicka Vie'a.

W drugiej połowie lat 80. niezwiązane z ubezpieczeniami sektory Teledyne spowolniły za sprawą cyklicznych spadków na rynkach energetycznym i metalowym, a także zarzutów defraudacyjnych dotyczących sektora zbrojeniowego konglomeratu. W 1987 ceny przejęć i akcji (w tym udziałów Teledyne) wspięły się na historyczny szczyt. Wtedy to Singleton doszedł do wniosku, że nie ma lepszych alternatyw inwestycyjnych dla kapitału, i obwieścił, że spółka wypłaci pierwszą w swojej dwudziestosześcioletniej karierze giełdowej dywidendę. Dla tych, którzy od dawna śledzili jej rozwój, był to prawdziwy wstrząs tektoniczny oraz sygnał, że nadchodzi nowy etap jej dziejów.

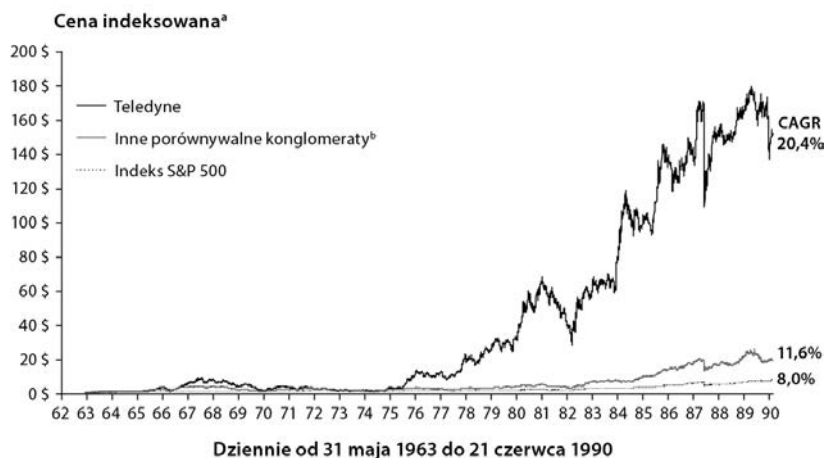
Wydzielając spółki, Henry Singleton ustąpił z prezesury w 1991 roku, żeby móc się poświęcić hodowli bydła. (Rancierstwo bardzo go pociągało, podobnie jak wielu innych urodzonych w Teksasie biznesmenów z jego pokolenia, którzy odnieśli sukces; ostatecznie zgromadził ponad milion akrów pastwisk w Nowym Meksyku, Arizonie i Kalifornii). Powrócił jeszcze w roku 1996, aby osobiście negocjować fuzję jedyne­go należącego do Teledyne przedsiębiorstwa wytwórczego z Allagheny Industries i odeprzeć groźbę wrogiego przejęcia ze strony agresora, jakim

---

<sup>7</sup> Wywiad autora z Fayezem Sarofimem, 2 marca 2004.

był Bennett LeBow. Według relacji ówczesnego prezesa spółki Billa Rutledge'a, skoncentrował się w tych rozmowach wyłącznie na tym, by uzyskać jak najlepszą cenę; odsunął na bok wszystkie inne kwestie, takie jak tytuły menedżerskie i skład zarządu<sup>8</sup>. Ich rezultat okazał się niezwykle korzystny dla akcjonariuszy Teledyne: był nim trzydziestoprocentowy zwrot względem pierwotnej ceny rynkowej firmy.

Jako dyrektor generalny zapisał Singleton olśniewającą kartę, pobił bezapelacyjnie zarówno swoich odpowiedników, jak i rynek. Od 1963 roku (dopiero z tego okresu pochodzą rzetelne dane o wartości akcji spółki) do 1990, kiedy to ustąpił ze stanowiska prezesa, dał akcjonariuszom wyśmienity roczny zysk skumulowany w wysokości *20,4 procent* (włączając firmy wydzielone); dla porównania wskaźnik bazowy S&P 500 za ten okres wyniósł 8,0 procent, a wskaźnik akcji innych najważniejszych konglomeratów osiągnął 11,6 procent (rysunek 2.2).



<sup>a</sup> Po uwzględnieniu podziałów akcji, dywidend i dywidend gotówkowych (zainwestowanych ponownie i opodatkowanych w wysokości 40 procent).

<sup>b</sup> Porównywalne konglomeraty to m.in. Litton Industries, ITT, Gulf & Western oraz Textron.

**RYСУNEK 2.2.** Cena akcji Teledyne za kadencji Singletona w porównaniu z indeksem S&P 500 oraz wskaźnikami innych menedżerów

<sup>8</sup> Wywiad autora z Williamem Rutledge'em, 23 lutego 2004.

Dolar zainwestowany w firmę Henry’ego Singletona w 1963 był w roku 1990 wart *180,94 dolara*, czyli *dziewięciokrotność* wyniku innych dyrektorów i *dwunastokrotność* wskaźnika S&P 500. Gdyby ścigali się samochodami na szosie, Jack Welch jawiłby mu się jako nikła plamka w lusterku wstecznym.

## Dodawanie i mnożenie

Jedna z najważniejszych decyzji podejmowanych przez głównego menedżera dotyczy tego, w jaki sposób spędza on swój czas, a konkretnie ile go poświęca trzem podstawowym dziedzinom: zarządzaniu operacyjnemu, alokacji kapitału i kontaktom z inwestorami. Nikogo nie powinno zaskakiwać, że w podejściu do gospodarowania czasem Henry Singleton znacznie się różnił od swych odpowiedników pokroju Texa Thorntona i Harolda Geneena, bardzo natomiast przypominał innych dyrektorów outsiderów.

W wywiadzie udzielonym magazynowi „Financial World” w 1978 roku tak o tym mówił: „Nie wytyczam sobie *żadnych* dziennych obowiązków, więc nie popadam w rutynę. Swojej pracy nie definiuję za pomocą rygorystycznych warunków, ale w kategoriach swobody robienia tego, co w danej chwili jest najlepsze dla firmy”<sup>9</sup>. Singleton unikał szczegółowych planów strategicznych, wolał zachowywać elastyczność i mieć otwarte różne opcje. Na jednej z dorocznych narad Teledyne padły z jego ust takie słowa: „Znam całe mnóstwo ludzi, którzy mają bardzo jasno i precyzyjnie obmyślane plany dotyczące najrozmaitszych spraw, ale podlegamy przecież rozlicznym wpływom zewnętrznym, z których większości nie sposób przewidzieć. Uważam więc, że trzeba pozostać elastycznym”<sup>10</sup>. W wywiadzie udzielonym dziennikarzowi „BusinessWeek” wyłożył rzecz jeszcze prościej: „Mój jedyny plan polega na tym, żeby przyjść do pracy (...). Wolę sterować łodzią dzień po dniu, niż zawnazusa ustalać coś na przyszłość”<sup>11</sup>.

<sup>9</sup> James P. Roscow, *The Many Lives of Teledyne*, „Financial World”, 1 listopada 1978.

<sup>10</sup> Robert J. Flaherty, *The Singular Henry Singleton*, „Forbes”, 9 lipca 1979.

<sup>11</sup> Flaherty, *The Sphinx Speaks*.

## Teledyne kontra Sarbanes-Oxley

Ekscentryzm firmy Teledyne sięgał także gorącej obecnie kwestii, jaką jest zarządzanie korporacyjne. Kierownictwo spółki poległoby sromotnie w obliczu regulacji Ustawy Sarbanes-Oxley. Singleton, podobnie jak wielu dyrektorów generalnych przedstawionych w niniejszej książce, był zwolennikiem małych egzekutyw. Rada nadzorcza Teledyne liczyła zaledwie sześciu dyrektorów, z których połowa, w tym Singleton, pracowała w firmie. Było to jednak grono wyjątkowo utalentowane i każdego z jego członków łączyły z firmą mocne więzi finansowe. Poza Singletonem, Robertsem i Kozmetzkym (który odszedł z Teledyne w 1966, żeby pokierować wydziałem ekonomicznym Uniwersytetu Teksaskiego) do zarządu należeli Claude Shannon, kolega Singletona z MIT, ojciec teorii informacji, Arthur Rock, legendarny inwestor wysokiego ryzyka, oraz Fayez Sarofim, miliarder, menedżer funduszu inwestycyjnego z siedzibą w Houston. Pod koniec omawianego okresu mieli w rękach nieomal 40 procent papierów spółki.

Inaczej niż jego odpowiednicy z konglomeratów tacy jak Thornton, Geneen czy Charles Bluhdorn z Gulf & Western, barwna zresztą postać, Singleton nie zabiegał o względy analityków giełdowych czy prasy branżowej. W istocie sądził, że czas poświęcony na utrzymywanie relacji z inwestorami nie jest czasem efektywnie wykorzystanym, i najzwyczajniej odmawiał publikacji opinii kwartalnych czy też udziału w konferencjach branżowych. Było to postępowanie bardzo niekonwencjonalne w okresie, gdy twarze jego bardziej układnych kolegów-rywali jakże często pojawiały się na okładkach czasopism ekonomicznych.

\* \* \*

Nawet wśród przedstawianych w tej książce dyrektorów, którzy zasłynęli z agresywnego skupowania własnych akcji, Singleton stanowi klasę dla siebie. Jego żarłoczny apetyt na udziały Teledyne i wysoka na ogół intensywność takich poczynań u menedżerów outsiderów każą przyjrzeć się

bliżej jego podejściu do tej kwestii. Różniło się ono znacznie od tego, które obecnie cechuje szefów firm.

Zasadniczo istnieją dwie szkoły skupowania własnych udziałów. Najczęściej obecnie stosowana metoda polega na tym, że spółka przeznaczająca część kapitału (zwykle jest to stosunkowo niewielka część gotówki wykazanej w bilansie) na wykup akcji, po czym stopniowo przez kilka kwartałów (a czasem lat) nabywa je na otwartym rynku. Jest to postępowanie skrupulatne i zachowawcze i raczej nie może znacząco oddziaływać na długoterminową wartość akcji. Tę nacechowaną ostrożnością procedurę nazwijmy „bierkową”.

Menedżerowie opisani w niniejszej książce wybierali inną, o wiele śmielszą, której prekursorem był nie kto inny jak Singleton. Polegała ona na rzadszych i znacznie większych skupach papierów przeprowadzanych tak, by korelowały z ich niskimi cenami; zazwyczaj operacje takie trwały bardzo krótko i realizowane były poprzez wezwania do sprzedaży akcji, czasami z wykorzystaniem kredytu. Singleton, który zastosował je aż osiem razy, gardził „bierkami” i wołał sięgać po „odkurzacz”.

Świetną egzemplifikacją wycucia w lokowaniu kapitału może być wykup akcji własnych przeprowadzony przezeń w 1980 roku. W maju tego roku, gdy wskaźnik cena/zysk akcji Teledyne zbliżył się do najniższego poziomu w historii, Singleton ogłosił największe w dziejach spółki wezwanie do sprzedaży papierów z potrójnym przeszacowaniem. Postanowił kupić wszystkie zaoferowane akcje (*ponad 20 procent* w obiegu), a wobec dużej nadwyżki gotówki, którą dysponowała firma, oraz niedawnej obniżki stóp procentowych, sfinansował całą transakcję z kredytu o stałym oprocentowaniu.

Stopy procentowe ostro później podskoczyły, a ceny nowej emisji obligacji poleciały w dół. Singleton nie wierzył, że stopy będą dalej wyżkowały, uruchomił więc skup obligacji. Koszt tego pokrył jednak z funduszu emerytalnego firmy, który nie był opodatkowany od dochodów inwestycyjnych.

Wskutek tej serii skomplikowanych działań Teledyne z sukcesem sfinansowało wielki wykup akcji własnych z pomocą taniego kredytu, fundusz emerytalny zrealizował spore zyski z obligacji niepodlegające

opodatkowaniu, kiedy spadły potem stopy procentowe, a cena akcji ogromnie wzrosła (w dziesięcioletnim okresie zwrot skumulowany wyniósł *ponad 40 procent*).

\* \* \*

Nieskrępowane wolnomyślicielstwo wyróżniało Singletona do końca życia. W 1997, dwa lata przed śmiercią na guza mózgu w wieku lat osiemdziesięciu dwóch, siedział i gawędził z Leonem Coopermanem, wieloletnim inwestorem Teledyne. W owym czasie szereg spółek z listy „Fortune” 500 ogłosiło duże wezwania do sprzedaży swoich akcji. Zapytany o to przez rozmówcę, zauważył z właściwą sobie przenikliwością: „Jeśli wszyscy je uskutecznią, to musi w tym być jakiś feler”<sup>12</sup>.

## Buffett i Singleton — rozdzieleni przy narodzinach?

Cały szereg niekonwencjonalnych recept, które wykorzystywał Warren Buffett w zarządzaniu Berkshire Hathaway, jako pierwszy zastosował Henry Singleton w Teledyne. W rzeczy samej można go uważać za kogoś w rodzaju protoplasty Buffetta; istnieją między tymi dwoma wirtuozami biznesu osobliwe paralele, co widać na poniższej liście:

- *Dyrektor generalny jako inwestor*. Buffett i Singleton obmyślili w swoich firmach takie modele organizacyjne, które pozwalały im skupiać się na alokacji kapitału, a nie na zarządzaniu operacyjnym. Obaj uważali się przede wszystkim za inwestorów, a nie za menedżerów.
- *Decentralizacja działalności operacyjnej, scentralizowane decyzje inwestycyjne*. Obydwaj kierowali organizacjami w wysokim stopniu zdecentralizowanymi, ze szczupłym personelem korporacyjnym i ograniczonymi do minimum buforami między jednostkami operacyjnymi a zarządami spółek. Obaj samodzielnie podejmowali kluczowe decyzje dotyczące lokowania kapitału przez swoje firmy.

---

<sup>12</sup>Wywiad autora z Leonem Coopermanem, 20 listopada 2003.

- *Filozofia inwestycyjna.* Buffett i Singleton skupiali inwestycje na branżach, na których dobrze się znali, i swobodnie obracali portfelami aktywów spółek publicznych.
- *Relacje z inwestorami.* Żaden nie publikował dla analityków opinii kwartalnych ani nie uczestniczył w sympozjach ekonomicznych. Obaj składali treściwe roczne sprawozdania z dokładnymi danymi o jednostkach operacyjnych.
- *Dywidendy.* Teledyne jako jedyny spośród konglomeratów przez dwadzieścia sześć lat z rzędu nie wypłacił dywidendy. Berkshire Hathaway nie wypłacił jej nigdy.
- *Podziały wartości akcji, czyli splity.* Udziały Teledyne miały najwyższą cenę na NYSE przez większą część lat 70. i 80., Buffett zaś nigdy nie obniżył wartości papierów uprzywilejowanych Berkshire Hathaway (ich obecna cena wynosi ponad 120 000 dolarów za sztukę).
- *Znaczące udziały dyrektora generalnego.* Singleton i Buffett posiadali duże pakiety akcji swoich firm (Singleton 13 procent, a Buffett z górą 30). Myśleli jak właściciele, ponieważ nimi byli.
- *Jednostki ubezpieczeniowe.* Obaj zdawali sobie sprawę, że inwestowanie „płynnych” aktywów firm ubezpieczeniowych może być opłacalne dla akcjonariuszy; w obu spółkach ubezpieczenia stanowiły największą i najważniejszą część biznesu.
- *Analogia gastronomiczna.* Słynny inwestor Phil Fisher przyrównał kiedyś firmę handlową do restauracji: z czasem jej bieżąca działalność oraz decyzje inwestycyjne (odpowiedniki karty dań, ich cen oraz klimatu wnętrza) sprawiają, że dokonuje się samoistna selekcja klientów. Idąc tym tropem, można powiedzieć, że Warren Buffett i Henry Singleton z premedytacją kierowali oryginalnymi jadłodajniami, które z biegiem lat przyciągnęły podobnie myślących klientów/akcjonariuszy, nastawionych na długofalowo konsumowane dobrodziejstwa.





# PROGRAM PARTNERSKI

GRUPY WYDAWNICZEJ HELION



1. ZAREJESTRUJ SIĘ
2. PREZENTUJ KSIĄŻKI
3. ZBIERAJ PROWIZJĘ

Zmień swoją stronę WWW  
w działający bankomat!

**Dowiedz się więcej i dołącz już dzisiaj!**

<http://program-partnerski.helion.pl>

GRUPA WYDAWNICZA

 **Helion SA**

Osiągnięcie nadzwyczajnych wyników nie jest możliwe,  
jeśli nie zrobi się czegoś inaczej

— WARREN BUFFETT

## Jeśli chcesz odnieść sukces, musisz iść pod prąd!


Jakie cechy dyrektora generalnego są najważniejsze? Znakomita komunikacja, umiejętność perspektywicznego myślenia, znajomość świata finansów? A może skuteczne trzymanie w ryzach całego zespołu? Na pewno takie umiejętności są niezbędne w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Jednak kluczem do sukcesu jest coś innego. Błysłotliwość w działaniu. I odwaga, by zmienić utarte schematy oraz znaleźć własną drogę do celu. Innowatorzy, wizjonerzy, autorzy spektakularnych sukcesów działają na przekór trendom i pociągają za sobą swoich podwładnych. A ich entuzjazm może zdziałać cuda.

William Thorndike, biznesmen i wykładowca, przytacza tu historie ośmiu genialnych menedżerów, którzy odcisnęli piętno na wspaniałych firmach, osiągających zdecydowanie ponadprzeciętne wyniki. Tych utalentowanych dyrektorów łączy kilka cech: skupiają się na zyskach z akcji, a nie na dochodach i ogólnym wroście i mają nieprzeciętne umiejętności gospodarowania kapitałem finansowym i ludzkim. Są także przekonani, że nie okresowe raporty o dochodach, lecz dopływ gotówki do firmy stanowi o jej wartości. Sprawdź, jak wykorzystać ich techniki w swoich poczynaniach. Niech Cię zainspirują i pozwolą Ci odnaleźć Twoją własną ścieżkę w biznesie!

TOM MURPHY  
i Capital Cities Broadcasting  
HENRY SINGLETON i Teledyne  
BILL ANDERS  
i General Dynamics  
JOHN MALONE i TCI  
KATHARINE GRAHAM  
i Washington Post Company  
BILL STIRITZ i Ralston Purina  
DICK SMITH i General Cinema  
WARREN BUFFETT  
i Berkshire Hathaway



WILLIAM THORNDIKE JR.  
— założyciel i dyrektor zarządzający firmy inwestycyjnej Housatonic Partners. Piastuje stanowisko dyrektora w: Alta Colleges, Continental Fire & Safety Services, Carillon Assisted Living, LeMaitre Vascular, Liberty Towers, Oasis Group Ltd., QMC International oraz White Flower Farm. Jest członkiem zarządu Stanford Business School Trust, College of the Atlantic i rady nadzorców WGBH. Jest również współniemkiem założycielem spółdzielnicowskiej kooperatywy inwestycyjnej FARM. Mieszka w pobliżu Bostonu z żoną i dwójgciem dzieci.

książkiklasybusiness 

 Księgarnia internetowa:  
<http://onepress.pl>

 Zamówienia telefoniczne:  
**0 801 339900**  
 **0 601 339900**

Sprawdź najnowsze promocje:  
● <http://onepress.pl/promocje>  
Książki najchętniej czytane:  
● <http://onepress.pl/bestsellery>  
Zamów informacje o nowościach:  
● <http://onepress.pl/nowosci>

Helion SA  
ul. Kościuszki 1c, 44-100 Gliwice  
tel.: 32 230 98 63  
e-mail: [onepress@onepress.pl](mailto:onepress@onepress.pl)  
<http://onepress.pl>

cena 39,90 zł

ISBN 978-83-283-2669-9



9 788328 326699