

Бенджамин Грэм

Разумный инвестор. Полное руководство по стоимостному инвестированию

*Текст предоставлен правообладателем
http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=8647268*

*Разумный инвестор: Полное руководство по стоимостному инвестированию / Бенджамин Грэм:
Альпина Паблишер; Москва; 2014
ISBN 978-5-9614-3597-9*

Аннотация

Мировой бестселлер, выдержавший множество переизданий по всему миру, книга Бенджамина Грэма (1894–1976) является уникальным пособием по выстраиванию инвестиционной политики. Автор, всемирно известный экономист и авторитетный профессиональный инвестор, главное внимание уделяет не анализу ценных бумаг, а принципам инвестирования, предлагая действовать разумно и осторожно независимо от поведения фондового рынка. Бенджамин Грэм показывает, как много возможностей открывается перед инвестором, ведущим себя, как расчетливый бизнесмен. Разработанные автором подходы к инвестированию – такие как стоимостное инвестирование по оборотным активам, предпринимательское и защищенное стоимостное инвестирование – это бесценные инструменты, безотказно действующие даже в условиях самого капризного рынка. Бенджамин Грэм, которого признают своим учителем ведущие мировые инвесторы, вооружает читателей знаниями о том, что в действительности происходит с различными типами облигаций и акций при колебаниях рынка, давая поистине бесценные советы, как максимально удачно инвестировать свои средства в ценные бумаги.

Содержание

Джейсон Цвейг	5
Уоррен Баффетт	6
Бенджамин Грэм (1896–1976)	7
Джейсон Цвейг	8
Предисловие	11
Комментарии к предисловию	17
Вы – разумный инвестор?	17
Хроника финансовых катастроф	18
Дело – верняк?	19
Нет худа без добра	20
Глава 1	21
Инвестиции и спекуляции	22
Что делать пассивному инвестору?	25
1. Что мы писали шесть лет назад	25
2. Что случилось после 1964 г.	25
3. Что делали и чего ожидали инвесторы в конце 1971 – начале 1972 г.	26
Что делать активному инвестору?	30
Комментарии к главе 1	33
Превышать скорость опасно	34
Национальная компьютерная игра	35
Формула фиаско	37
Глава 2	42
Инфляция и прибыль корпораций	45
Альтернативные способы защиты от инфляции	48
Выводы	49
Комментарии к главе 2	50
Иллюзия денег	50
Конец ознакомительного фрагмента.	52

Бенджамин Грэм Разумный инвестор. Полное руководство по стоимостному инвестированию

Издано при содействии Международного Финансового Холдинга «FIBO Group, Ltd.»

Научный редактор *В. Башкирова*

Руководитель проекта *О. Равданис*

Корректоры *Е. Аксёнова, Е. Чудинова*

Компьютерная верстка *А. Абрамов*

Дизайн *В. Молодов*

Арт-директор *С. Тимонов*

В оформлении обложки использовано изображение из фотобанка shutterstock.com

The Intelligent Investor – Revised Edition.

© 1973 by Benjamin Graham. New material

© 2003 by Jason Zweig. All rights reserved. Published by arrangement with HarperCollins Publishers.

There are also two acknowledgement lines for reprinted material: “The Superinvestors of Graham-and-Doddsville,” by Warren E. Buffett, from the Fall 1984 issue of Hermes, Magazine of Columbia Business School. Reprinted by permission of Hermes, Magazine of Columbia Business School, copyright © 1984 The Trustees of Columbia University and Warren E. Buffett.

“Benjamin Graham,” by Warren E. Buffett, from the November/December 1976 issue of Financial Analyst Journal. Reprinted by permission of Financial Analysts Federation.

© Издание на русском языке, перевод, оформление. ООО «Альпина Паблишер», 2014

* * *

*Через превратности все,
через все испытанья стремимся...¹
Вергилий. Энеида*

¹ Перевод С. Ошерова.

Джейсон Цвейг

Слова благодарности

Выражаю сердечную признательность всем, кто помог подготовить новое издание книги Бенджамина Грэма. Это Эдвин Тэн (HarperCollings), поддержка и неиссякаемая энергия которого помогли реализовать проект. Это сотрудники журнала *Money* – Роберт Сафьян, Дэнис Мартин и Эрик Джелман, которые активно, терпеливо и бескорыстно помогали мне. Это мой замечательный литературный агент Джон Райт и неугомонная Тара Кальварски из *Money*. Это Теодор Аронсон, Кевин Джонсон, Марта Ортиз и другие сотрудники инвестиционно-консалтинговой фирмы Aronson + Johnson + Oritz, которые высказали ряд ценных замечаний и предложений. Я также благодарен президенту корпорации Peter L. Bernstein Питеру Бернстайну, Уильяму Бернстайну (Efficient Frontier Advisors), Джону Боглу (основателю Vanguard Group), Чарльзу Эллису (одному из основателей Greenwich Associates) и Лоуренсу Сигелу (директору по изучению инвестиционной политики Fond Foundation). Я глубоко признателен Уоррену Баффетту и Нине Манк, а также неугомонным работникам Time Inc. Business Information Research Center; исполнительному директору FridsonVision LLC Мартину Фридсону; президенту Center for Financial Research & Analysis Говарду Шилиту; редактору и издателю *Inside Information* Роберту Вересу; Дэниелу Фуссу (Loomis Sayles & Co), Барри Нельсону (Advent Capital Management); работникам Музея финансовой истории США; Брайану Мэттесу и Гусу Сотеру (Vanguard Group); Джеймсу Сейделу (RIA Thomson); Самиле Артамуре и Сину Маклафлину (Lipper); Алексу Ауэрбаху (Ibbotson Associates); Анетте Дарсон (Morningstar); Джейсону Брэму (Федеральный резервный банк Нью-Йорка) и одному управляющему инвестиционным фондом, пожелавшему остаться неизвестным.

Но больше всего я благодарен своей жене и дочерям, которые так долго страдали от того, что я работаю днем и ночью. Без их любви и терпения мне бы ничего не удалось сделать.

Уоррен Баффетт

Предисловие к четвертому изданию

В начале 1950 г., когда мне было 19 лет, я прочел первое издание этой книги и решил, что это лучшее из всего, что когда-либо было написано об инвестициях. С тех пор мое мнение не изменилось.

Чтобы всю жизнь успешно заниматься инвестициями, не нужны ни сверхвысокий IQ, ни изощренные бизнес-стратегии, ни инсайдерская информация. Нужно лишь умение принимать решения на основе здравого смысла и способность контролировать эмоции, не позволяя им приводить к разрушительным последствиям. В этой книге подробно и доступно описан правильный подход к инвестированию, основанный на эмоциональной дисциплине.

Если вы будете вести дела, придерживаясь принципов, предложенных Грэмом, и следовать полезным советам, которые он дает в главах 8 и 20 (что не так просто, как может показаться), результаты не заставят себя ждать. Сможете ли вы добиться выдающихся успехов? Это будет зависеть от ваших усилий и интеллекта, а также от колебаний и прихотей рынка ценных бумаг, с которыми инвестор сталкивается всю жизнь. Чем более нелогично ведет себя рынок, тем лучше для разумного инвестора. Следуйте советам Грэма, и вы выиграете от причуд фондового рынка, а не превратитесь в одну из них.

Для меня Бенджамин Грэм – не просто автор этой книги и учитель. Он повлиял на мою жизнь почти так же сильно, как мой отец. Вскоре после его смерти в 1976 г. я написал о нем несколько слов в *Financial Analysts Journal*. Я думаю, что, прочитав эту книгу, вы сами сможете оценить отмеченные мной достоинства Грэма.

Бенджамин Грэм (1896–1976)

Когда Бенджамину Грэму было около 80 лет, он сказал одному из своих друзей, что хотел бы каждый день делать какую-нибудь глупость, создавать что-то новое и проявлять великодушие.

Эта оригинальная формулировка жизненной цели свидетельствует об удивительной способности выражать свои мысли просто и скромно, в весьма деликатной форме, не морализируя и не впадая в менторский тон.

Те, кто читал Грэма, прекрасно понимают, насколько новаторскими были его идеи. Нечасто ученикам и последователям не удается превзойти учителя и автора новой теории. Но сегодня, спустя 40 лет после выхода книги, благодаря которой такая беспорядочная и запутанная область деятельности, как инвестирование, получила логическое обоснование и системное объяснение, вряд ли какой-либо аналитик рынка ценных бумаг может сравниться с Грэмом. В области, где любые представления устаревают буквально через несколько месяцев, принципы Бенджамина Грэма остаются незыблемыми. Более того, во времена финансовых потрясений, сметающих другие, более шаткие логические конструкции, ценность этих принципов лишь растет и становится еще более очевидной. Советы Грэма всегда помогают тем, кто им следует, и позволяют даже не слишком способным инвесторам обгонять своих более одаренных собратьев, которые часто ошибаются, потому что следуют указаниям модных и популярных экспертов.

Как ни странно, авторитет Грэма как инвестора вовсе не был результатом целенаправленной концентрации умственных усилий на решении какой-то одной задачи. Грэм не был узким профессионалом. Скорее, он был мыслителем в широком смысле, а его теория стала своего рода «побочным продуктом» мощного интеллекта – интеллекта, которым ни обладал ни один из моих знакомых. Он помнил буквально все, был одержим жаждой новых знаний и умел использовать их для решения проблем, на первый взгляд относящихся совсем к другим областям. О чем бы он ни рассуждал, следить за полетом его мысли было настоящим наслаждением.

У Грэма было еще одно качество, выделяющее его из общей массы. Я говорю о великодушии. Для меня он был учителем, работодателем и другом. С кем бы ни приходилось иметь дело – с учениками, подчиненными, друзьями, – он всегда держался абсолютно открыто, свободно делился своими мыслями, не жалея для людей ни времени, ни сил. Хотите в чем-то разобраться? Идите к Бену. Нужна поддержка или совет? Бен обязательно поможет.

Уолтер Липпман² с восхищением говорил о людях, которые сажают деревья, в тени которых будут отдыхать другие люди. Бен Грэм был именно таким человеком.

Financial Analysts Journal,
ноябрь – декабрь 1976 г.

² Уолтер Липпман (1889–1974) – американский писатель и журналист, автор книги «Общественное мнение» (Public Opinion). Впервые ввел в обращение понятие «стереотип». – Прим. ред.

Джейсон Цвейг

Несколько слов о Бенджамине Грэме

Кто такой Бенджамин Грэм и почему мы должны прислушиваться к его советам?

Это был не только один из лучших инвесторов, когда-либо живших на планете, но и величайший мыслитель, посвятивший себя изучению практических аспектов инвестиционной деятельности. До Грэма инвесторы были кем-то вроде членов особой гильдии, такого средневекового тайного общества, и в основном полагались на суеверия, озарения и тайные ритуалы. Книга Грэма «Анализ ценных бумаг» стала учебником, превратившим отсталых ремесленников в современных профессионалов³.

Автор книги «Разумный инвестор» впервые рассказал индивидуальным инвесторам об эмоциональных аспектах инвестиционной деятельности и аналитических инструментах, имеющих ключевое значение для достижения финансового успеха. Этот труд до сих пор остается лучшим пособием по инвестиционной деятельности для широкого круга читателей. Это была первая книга, которую я прочел, когда в 1987 г. начал работать в журнале *Forbes* в качестве репортера. Меня поразило утверждение Грэма, что рано или поздно бычий рынок обязательно обвалится. В октябре того же года американский фондовый рынок пережил самое сильное однодневное падение за всю свою историю, и я убедился в правоте Грэма. (Сегодня, после безумного роста фондового рынка в конце 1990-х гг. и коллапса в начале 2000 г., книга «Разумный инвестор» кажется поистине пророческой.)

Грэм шел к своей теории трудным путем. Не один десяток лет он потратил, на собственном опыте постигая историю и психологию фондового рынка, нередко испытывая всю горечь финансовых потерь.

Бенджамин Грэм (Гроссбаум)⁴ родился 9 мая 1894 г. в Лондоне. Его отец торговал китайским фарфором – статуэтками и разной другой утварью. Когда Бену исполнился год, семья переехала в Нью-Йорк. Поначалу жили неплохо – хорошая квартира на Пятой авеню, горничная, кухарка и гувернантка-француженка. Но в 1903 г. отец Бена умер, торговля китайским фарфором пришла в упадок, и семья познала нужду. Мать Бена открыла в своем доме пансион, затем стала спекулировать на бирже на заемные деньги и во время биржевого краха 1907 г. разорилась. До конца своих дней Бен не мог забыть унижения, которое испытал в банке, куда он пришел, чтобы обналичить чек матери. Кассир спросил у администратора: «Можем мы дать Дороти Гроссбаум хотя бы пять долларов?»

К счастью, Грэм получил стипендию Колумбийского университета, где в полной мере проявились его способности. Он окончил его в 1914 г., будучи вторым на курсе. Ему предложили работу сразу три кафедры (английского языка, философии и математики). В то время ему было всего 20 лет.

Грэм мог остаться при университете, но его не привлекала академическая стезя. Он решил попытать силы на Уолл-стрит и пошел работать простым клерком в фирму, специализирующуюся на операциях с облигациями. Вскоре Бен получил должность аналитика, потом стал партнером, а затем создал и собственную инвестиционную компанию.

Бум и последовавший за ним крах доткомов несколько не удивили бы Грэма. Он пережил нечто подобное еще в апреле 1919 г. Тогда он получил 250 % прибыли в первый день торгов по акциям компании Savold Tire, относящейся к автомобильной отрасли, которая в

³ Книга «Анализ ценных бумаг» (Security Analysis), написанная в соавторстве с Дэвидом Доддом, была издана в 1934 г.

⁴ Семейство Гроссбаум изменило фамилию на Грэм во время Первой мировой войны, когда немецкая фамилия вызывала подозрения.

тот период была на подъеме. В октябре компанию обвинили в мошенничестве, и ее акции обесценились.

Грэм стал выдающимся специалистом по анализу ценных бумаг. Он исследовал их буквально под микроскопом, можно сказать, на молекулярном уровне. В 1925 г., копаясь в невразумительных отчетах нефтетранспортных компаний в Комиссии по торговле между штатами, Бен обнаружил, что компания Northern Pipe Line, акции которой продавались по \$65, значительную часть акционерного капитала держала в первоклассных облигациях (\$80 на акцию). Он купил акции компании, добился от ее руководства увеличения дивидендов, а через три года продал ценные бумаги по \$110.

Несмотря на колоссальные потери во время Великой депрессии 1929–1932 гг., когда он лишился 70 % капитала, Грэму удалось выжить и впоследствии преуспеть, извлекая выгоду даже из обрушения бычьих рынков. О результатах инвестиционной деятельности Грэма на первоначальном этапе почти ничего не известно, но с 1936 по 1956 г. (т. е. непосредственно до ухода в отставку) среднегодовая прибыль инвестиционной компании Graham-Newman Corp.⁵ достигала 14,7 % при средней доходности фондового рынка 12,2 %. В то время это был один из лучших показателей за всю историю Уолл-стрит.

Как же Грэму удавалось добиваться таких результатов? Блестящий интеллект в сочетании со здравым смыслом и огромным опытом позволили ему сформулировать основополагающие принципы разумного инвестирования, которые работали на протяжении всей его жизни и не устарели до сегодняшнего дня. Вот эти принципы.

- Акция – это не просто тикер или некая виртуальная реальность, а документ, подтверждающий право ее владельца на долю собственности в определенном бизнесе, имеющем реальную стоимость, не зависящую от стоимости акций.

- Фондовый рынок ведет себя как маятник: он постоянно раскачивается из стороны в сторону – от необоснованного оптимизма (при этом акции переоцениваются) до неоправданного пессимизма (при этом акции недооцениваются). Разумный инвестор – это реалист, который продает акции оптимистам и покупает у пессимистов.

- Будущая цена инвестиции зависит от ее сегодняшней цены. Чем выше цена, которую вы платите сегодня, тем ниже будет ваш доход в будущем.

- Как бы осторожны вы ни были, существует риск, который не может просчитать ни один инвестор, – возможность ошибки. Этот риск можно минимизировать, только имея, по выражению Грэма, «запас надежности», т. е. никогда не переплачивая, какой бы привлекательной ни казались инвестиция.

- Секрет вашего финансового успеха – внутри вас. Лишь критически относясь к фондовому рынку, не принимая на веру «истины» Уолл-стрит и занимаясь инвестированием с олимпийским спокойствием, можно постоянно извлекать выгоду даже на медвежьих рынках. Воспитав в себе дисциплинированность и мужество, вы сможете противостоять необъяснимым перепадам рыночных настроений, никому не позволяя влиять на ваши инвестиционные решения. В конечном счете не так важно, как ведут себя ваши инвестиции. Важно, как ведете себя вы.

Цель нового, переработанного издания книги «Разумный инвестор» – показать, как идеи Грэма работают в современных условиях. Авторский текст оставлен без изменений,

⁵ Graham-Newman Corp. – открытый инвестиционный фонд (см. главу 9), которым Грэм управлял совместно с другим не менее успешным инвестором – Джеромом Ньюманом. На протяжении большей части своего существования фонд был закрытым. Я глубоко благодарен Уолтеру Шлоссу, который предоставил мне данные, необходимые для оценки результатов деятельности фонда. Когда в эпилоге Грэм пишет о 20 %-ной среднегодовой прибыли, он, видимо, не учитывает комиссионные.

все пояснения даются в сносках⁶. За каждой главой следуют комментарии, в которых на примерах из недавнего прошлого наглядно показано, насколько и сегодня актуальны и полезны для инвесторов принципы Грэма.

Я завидую тем, кто будет читать эту книгу впервые. Сколько нового они узнают, какое удовольствие получат! Я завидую и тем, кто будет читать книгу в третий или четвертый раз. Как и любая классика, эта книга меняет наше мировоззрение и, меняя нас, меняется сама. Чем больше ее читают, тем лучше она становится. Имея такого наставника, как Грэм, вы непременно станете разумным инвестором.

⁶ Текст печатается по четвертому изданию, переработанному Грэмом в 1971–1972 гг. и впервые опубликованному в 1973 г.

Предисловие О чем эта книга?

Цель этой книги – помочь непрофессиональным инвесторам разобраться в тонкостях разработки и реализации инвестиционной политики. В ней сравнительно мало говорится о методах анализа рынка ценных бумаг. Главное внимание уделяется принципам инвестирования и поведению инвестора. Вместе с тем мы приведем несколько кратких примеров парного сравнения акций ряда компаний, соседствующих в котировальном списке Нью-Йоркской фондовой биржи. Это поможет понять, на что в первую очередь должен обращать внимание инвестор при выборе объектов инвестиций, в том числе акций и облигаций⁷.

В книге содержится множество исторических примеров динамики финансовых рынков, в том числе из весьма отдаленного прошлого. Для разумного вложения средств в ценные бумаги необходимо прежде всего знать, как ведут себя в тех или иных ситуациях различные виды облигаций и акций. Для Уолл-стрит как нельзя лучше подходит известное предостережение Джорджа Сантаяны: «Те, кто не помнит прошлого, обречены пережить его вновь».

Эта книга написана не для спекулянтов, а для инвесторов, и ее главная задача состоит в том, чтобы показать принципиальные различия (о которых часто забывают) между первыми и вторыми. Эта книга не о том, «как стать миллионером за три дня». Она не о том, как без труда разбогатеть при помощи Уолл-стрит или какого-либо другого бизнеса. Наверное, стоит привести один весьма поучительный во многих отношениях пример из финансовой истории. В нелегком 1929 г. Джон Раскоб⁸, которого хорошо знала и вся страна, и Уолл-стрит, опубликовал в *Ladies' Home Journal* статью «Каждый должен быть богатым» (Everybody Ought to Be Rich), в которой он всячески превозносил преимущества капитализма. Его главная мысль состояла в том, что, выделяя на инвестирование в надежные инструменты фондового рынка всего \$15 в месяц и направляя на приобретение новых ценных бумаг доходы, получаемые от этих инвестиций, за 20 лет, вложив в общей сложности \$3600, можно заработать \$80 000. Если бы финансовый магнат из General Motors был прав, путь к богатству действительно был бы очень прост. Но был ли он прав? По самым грубым подсчетам, вкладывая деньги в акции 30 компаний, входящих в расчет промышленного индекса Доу – Джонса, с 1929 по 1948 г., на начало 1949 г. инвестор имел бы около \$8500, т. е. значительно меньше обещанных Раскобом \$80 000. Эти расчеты говорят о том, что никогда не следует доверять оптимистичным прогнозам и обещаниям. Однако следует заметить, что в итоге 20-летних операций с акциями накопленная прибыль составила бы более 8 %. И это при том, что на начало расчетного периода индекс Доу – Джонса находился на уровне 300 пунктов, а на конец 1948 г. упал до 177 пунктов. Данный пример может служить весомым аргументом в пользу эффективности регулярного (ежемесячного) приобретения надежных акций на определенную сумму независимо от ситуации на рынке. Этот метод известен как метод усредненных равномерных инвестиций.

Эта книга, как уже было сказано выше, адресована не спекулянтам и не трейдерам. Как правило, при выборе момента для купли-продажи ценных бумаг они используют графики и другие методы технического анализа. Принцип, лежащий в основе практически всех мето-

⁷ Если не указано иное, здесь и далее в книге речь идет об обыкновенных акциях. – Прим. ред.

⁸ Джон Раскоб (1879–1950) был финансовым директором химического гиганта DuPont и компании General Motors. Кроме того, возглавлял Демократическую партию и был одним из ярых сторонников строительства Empire State Building. По расчетам Джереми Сигела, через 20 лет капитал вырос бы примерно до \$9000, несмотря на то что инфляция съела бы при этом большую часть прибыли. Более подробно с точкой зрения Раскоба на долгосрочное инвестирование в акции можно ознакомиться в работе Уильяма Бернштейна, размещенной в Интернете (www.efficientfrontier.com/ef/197/raskob.htm).

дов такого анализа, заключается в том, что нужно *покупать*, когда цена акции или фондовый рынок в целом растет, и *продавать*, когда цены падают. Этот принцип прямо противоположен принципам любого другого бизнеса, и вряд ли он способен обеспечить устойчивый успех на Уолл-стрит. И наш собственный опыт работы на рынке, и исследования, которые велись на протяжении 50 лет, говорят о том, что еще ни один из смертных, следуя за рынком, не получал прибыль постоянно или хотя бы в течение сколько-нибудь длительного периода. Мы убеждены в том, что такой подход столь же ошибочен, сколь и популярен. Разумеется, никто не обязан считать наше мнение истиной в конечной инстанции, но позже мы проиллюстрируем вышесказанное, кратко остановившись на обсуждении знаменитой теории Доу⁹.

Книга «Разумный инвестор» вышла в свет в 1949 г. С тех пор она переиздавалась примерно каждые пять лет. В новом переработанном издании, которое вы держите в руках, рассмотрены некоторые изменения на рынке, произошедшие после выхода в свет последнего издания 1965 г., а именно:

1. Беспрецедентный рост процентных ставок по первоклассным облигациям.
2. Падение примерно на 35 % акций ведущих компаний, которое завершилось в мае 1970 г. Это был самый большой в процентном измерении спад примерно за 30 лет. (Огромное количество менее надежных акций подешевели еще больше.)
3. Постоянный, даже несмотря на спад деловой активности в целом в 1970 г., рост цен производителей и потребительских цен.
4. Быстрое развитие компаний-конгломератов, франшиз и других нововведений в сфере бизнеса и финансов (в том числе появление хитроумных схем с использованием не зарегистрированных на бирже акций {1}; широкое распространение опционов на биржевые варранты; использование названий компаний, вводящих в заблуждение инвесторов; работа через зарубежные банки и т. д.)¹⁰.
5. Банкротство крупнейшей в стране железнодорожной компании, чрезмерный рост кратко- и долгосрочной задолженности многих ранее устойчивых компаний и возникновение проблем с платежеспособностью некоторых компаний Уолл-стрит¹¹.
6. Чрезмерное увлечение руководителей инвестиционных фондов, в том числе трастов, управляемых банками, высокими финансовыми показателями. Результаты этого увлечения внушают тревогу.

Далее мы рассмотрим эти тенденции подробно. В связи с некоторыми из них придется обновить выводы, представленные в предыдущем издании, и несколько сместить акценты. Основополагающие принципы разумного инвестирования остаются неизменными, но их практическое применение требует корректив с учетом серьезных изменений финансовых механизмов и инвестиционного климата.

Наши убеждения прошли проверку на прочность при подготовке настоящего издания, первая версия которого была завершена в январе 1971 г. В то время индекс Доу – Джонса

⁹ См. главы 1 и 8. Более подробно с теорией Доу можно ознакомиться в Интернете (<http://viking.som.yale.edu/will/dow/dowpage.html>).

¹⁰ Открытые инвестиционные фонды покупали у частных лиц не зарегистрированные на бирже акции, а затем продавали их инвесторам по более высокой цене (см. примечания Грэма в конце книги). В середине 1960-х гг. эта схема позволяла предприимчивым фондам отчитываться в необоснованно высокой прибыли. В 1969 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США приняла жесткие меры, направленные на защиту инвесторов от подобных злоупотреблений. Опционы на биржевые варранты рассматриваются в главе 16.

¹¹ 21 июня 1970 г. корпорация Penn Central Transportation, в то время самая крупная железнодорожная компания США, была вынуждена инициировать процедуру банкротства. Это стало потрясением для инвесторов, которые не ожидали разорения гиганта (см. главу 17). Компании с чрезмерной задолженностью – Ling-Temco-Vought и National General Corp. (см. главы 17 и 18). Проблемы с платежеспособностью на Уолл-стрит возникли в период с 1968 по 1971 г., когда внезапно обанкротилось несколько брокерских контор.

значительно вырос: с 632 пунктов в 1970 г. до 951 пункта в 1971-м. Одновременно рос и оптимизм на рынке. Когда в ноябре 1971 г. была завершена работа над последним вариантом текста, фондовый рынок находился в ожидании нового спада и индекс Доу – Джонса упал до 797 пунктов. Росло и беспокойство участников рынка. Однако мы не позволили этим событиям поколебать наши взгляды на разумную инвестиционную политику, которые в основном оставались неизменными со времени выхода в свет первого издания книги в 1949 г.

Сжатие фондового рынка в 1969–1970 гг. должно было развеять иллюзию, сложившуюся за последние два десятилетия. Она состояла в том, что акции крупнейших компаний можно покупать в любое время и по любой цене, не только гарантированно получая в итоге прибыль, но и будучи уверенным, что любые текущие убытки будут быстро компенсированы за счет очередного скачка цен на фондовом рынке. Это было слишком хорошо для того, чтобы быть правдой. Фондовый рынок вновь вернулся в нормальное состояние. И спекулянты, и инвесторы вновь должны были готовиться к серьезным и, возможно, продолжительным падениям и взлетам.

Что касается акций компаний второго и третьего эшелонов, особенно недавно обращающихся на фондовом рынке, то потери их владельцев в результате недавнего обвала рынка были катастрофическими. Вообще-то такое уже случалось – нечто подобное произошло в 1961–1962 гг., но на этот раз портфели некоторых инвестиционных фондов включали большое количество спекулятивных и явно переоцененных акций второго и третьего эшелонов. Очевидно, не только новички на фондовом рынке забывают о том, что необоснованный энтузиазм хорош в любом другом месте, но только не на Уолл-стрит, где он неизбежно ведет к катастрофе.

Важная проблема, которую нам предстояло решить, была связана с колоссальным ростом процентных ставок по первоклассным облигациям. С конца 1967 г. доходность по ним более чем вдвое превышала дивидендную доходность по акциям. В начале 1972 г. доходность по первоклассным облигациям достигала 7,19 %, а по акциям промышленных компаний – всего 2,76 %. (На конец 1964 г. эти показатели составляли соответственно 4,40 % и 2,92 %.) Трудно представить, что, когда эта книга впервые вышла в свет в 1949 г., ситуация была прямо противоположной: доходность по облигациям составляла всего 2,66 %, а по акциям – 6,82 %¹². В предыдущих изданиях мы настоятельно советовали консервативным инвесторам включать в инвестиционный портфель как минимум 25 % акций, а в целом рекомендовали делить капитал поровну между этими двумя видами ценных бумаг. Сегодня возникает вопрос: если доходность по облигациям выше доходности по акциям, значит ли это, что инвестиционный портфель следует формировать только из облигаций – по крайней мере до тех пор, пока соотношение показателей доходности по этим двум видам ценных бумаг не выровняется (а мы предполагаем, что так оно и будет)? Несомненно, для ответа на этот вопрос важно принимать во внимание растущую инфляцию. Этой проблеме посвящена отдельная глава¹².

Далее мы рассматривали основные различия между двумя категориями инвесторов, которым адресована эта книга, – пассивными и активными. Пассивный инвестор прежде всего стремится избежать серьезных ошибок и потерь. Кроме того, он хочет быть избавлен от трудностей и волнений, связанных с необходимостью постоянно принимать решения. Главное отличие активного инвестора заключается в том, что свое время и силы он тратит на выбор самых надежных и привлекательных ценных бумаг. На протяжении десятилетий активный инвестор мог быть уверен, что его дополнительные усилия и навыки будут возна-

¹² См. главу 2. На начало 2003 г. доходность по 10-летним казначейским обязательствам составляла примерно 3,8 %, по акциям (в соответствии с промышленным индексом Доу – Джонса) – 1,9 %. (Интересно, что эти показатели практически не отличаются от показателей 1964 г., которые приводит Грэм.) Доходность по первоклассным облигациям неуклонно снижалась с 1981 г.

граждаться более высокой средней прибылью, чем прибыль пассивного инвестора. Сегодня в этом приходится сомневаться. Но через год или в более отдаленной перспективе все может измениться. Поэтому мы будем рассматривать как возможности активного инвестирования, существовавшие в прошлом, так и те, которые могут открыться в будущем.

Долгое время превалировала точка зрения, согласно которой успех инвестора зависит в первую очередь от выбора самых перспективных отраслей экономики и многообещающих компаний этих отраслей. Например, дальновидные инвесторы (или их дальновидные консультанты) давно оценили перспективность компьютерной индустрии в целом и акций International Business Machines (IBM) в частности, а также других быстро развивающихся отраслей и компаний. Но сделать это было не так просто, как кажется сегодня. Чтобы пояснить нашу точку зрения, приведем фрагмент текста, который был включен в издание 1949 г.

К числу таких инвесторов можно отнести, например, покупателей акций авиакомпаний, считающих эти акции даже более перспективными, чем показывает текущий рыночный тренд. Наша книга будет полезна этим инвесторам не столько потому, что мы предложим им какой-то особый метод работы на рынке, сколько потому, что мы постараемся предостеречь их от опасностей, таящихся в избирательном подходе к инвестициям¹³.

Покупка акций авиакомпаний действительно таила в себе немало опасностей. Да, нетрудно было предвидеть, что объем авиаперевозок будет расти, что и делало акции авиакомпаний столь привлекательными для инвестиционных фондов. И действительно, прибыль вначале росла (темпы роста были даже выше, чем в компьютерной индустрии), но со временем из-за технологических проблем и избыточных производственных мощностей она начала снижаться до опасных значений. В 1970 г., несмотря на высокие объемы авиаперевозок, потери акционеров авиакомпаний составили \$200 млн. (Авиакомпании несли убытки также в 1945 и 1961 гг.) В 1969–1970 гг. ситуация повторилась: акции этих компаний упали ниже, чем фондовый рынок в целом. Время показало, что даже самые квалифицированные и высокооплачиваемые эксперты взаимных инвестиционных фондов ошибались относительно ближайшего будущего отрасли.

С другой стороны, инвестиционные фонды, хотя и вкладывали значительные средства в акции IBM (и получали при этом немалую прибыль), в силу высоких цен акций и невозможности уверенно предсказать будущие темпы роста отрасли предпочитали держать в акциях этой блестящей компании не более 3 % активов. Поэтому этот прекрасный выбор не оказал сколько-нибудь значительного влияния на их итоговые финансовые показатели. Более того, вложения во многие (если не все) другие компьютерные компании оказались убыточными. Данные примеры позволяют предостеречь читателей, напомнив им о двух вещах.

1. Явные перспективы роста бизнеса не гарантируют инвесторам прибыль.
2. Эксперты не могут предложить надежных методов выбора акций самых перспективных компаний самых перспективных отраслей.

Будучи управляющим инвестиционным фондом, автор книги не придерживался описанного выше подхода и поэтому не мог предложить читателям соответствующих рекомендаций.

¹³ В конце 1940-х – начале 1950-х гг. акции авиакомпаний пользовались таким же ажиотажным спросом, как спустя полвека акции доткомов. Среди самых «горячих» открытых инвестиционных фондов того времени были Aeronautical Securities и Missiles-Rockets-Jets & Automation Fund. Как и компании, акциями которых они владели, эти фонды разорились. Сегодня общеизвестно, что коэффициент «прибыль/убытки» за всю историю авиакомпаний был отрицательным. Вывод Грэма состоит не в том, что нельзя покупать акции авиакомпаний, а в том, что никогда не следует руководствоваться всеобщей уверенностью в том, что акции компаний той или иной отрасли в будущем принесут больше прибыли, чем акции компаний других отраслей.

О чем же мы собираемся рассказать на страницах этой книги? Главная наша цель – предостеречь читателя от серьезных ошибок, которые он может совершить в процессе инвестирования, и помочь ему разработать оптимальную инвестиционную политику. Значительное внимание будет уделено психологии инвесторов: ведь главная проблема инвестора, можно сказать, его злейший враг – это он сам. Как писал Шекспир, «не в звездах, нет, а в нас самих ищи причину...»¹⁴. Это со всей очевидностью проявилось в последние десятилетия, когда консервативные инвесторы были вынуждены приобретать акции, помимо своей воли поддаваясь эмоциям и соблазнам фондового рынка. Мы надеемся, что наши аргументы и примеры помогут читателям занять правильную ментальную и эмоциональную позицию при принятии инвестиционных решений. Мы убеждены, что простым людям, характер которых позволяет им заниматься разумным инвестированием, удастся получать и накапливать больше денег, чем тем, кому недостает соответствующих черт характера, даже если последние хорошо разбираются в финансах, бухгалтерском учете и ценных бумагах.

Кроме того, мы надеемся привить читателям чувство меры и вкус к расчетам. О 99 акциях из 100 можно сказать, что при такой-то цене они достаточно дешевы для того, чтобы их покупать, а при такой-то – достаточно дороги для того, чтобы их продавать. Важнейшее правило инвестора – всегда учитывать, сколько он платит и что получает за свои деньги. В статье, опубликованной в одном из дамских журналов много лет назад, мы советовали читателям покупать акции не так, как покупают дорогие духи, а так, как покупают овощи. Самые крупные потери за последние два года (как и многие потери в прошлом) стали следствием того, что, покупая акции, инвестор забыл задать вопрос: «Сколько?»

В июне 1970 г. на вопрос «Сколько?» можно было ответить волшебной цифрой – 9,40 % (доходность по новым выпускам первоклассных облигаций компаний коммунального сектора). Этот показатель сегодня упал до 7,3 %, но он все еще может служить ответом на наш вопрос. Существуют и другие варианты ответов, которые следует тщательно анализировать. И все же, повторяем, и мы, и наши читатели должны заранее быть готовы к таким ситуациям, как, например, в 1973–1977 гг.

Мы также намерены предложить читателям всеобъемлющую программу инвестирования в акции. Частично она адресована обоим видам инвесторов, частично – лишь активным. Может показаться странным, что одно из главных требований, которое должны соблюдать читатели, заключается в том, что им следует ограничиваться акциями, цена которых лишь незначительно превышает стоимость реальных активов компании¹⁵. Мы даем этот «немодный» совет по причинам как практическим, так и психологическим. Опыт показывает, что, хотя акции многих перспективных компаний стоят в несколько раз дороже чистых активов этих компаний, инвесторы, покупая эти акции, попадают в серьезную зависимость от колебаний фондового рынка. И наоборот, инвесторы, покупающие акции, скажем, компаний коммунального сектора по стоимости их чистых активов, независимо от поведения фондового рынка остаются совладельцами стабильного растущего бизнеса, долю в котором они приобрели по разумной цене. В конечном итоге такая консервативная политика приносит больше прибыли, чем увлекательная, но опасная охота за акциями блестящих компаний, манящих инвестора предвкушением высоких темпов роста.

Искусство инвестирования имеет одну особенность, на которую не всегда обращают должное внимание. Непрофессиональный инвестор, обладая минимальными способностями и прикладывая минимальные усилия, может добиться если не блестящих, то стабиль-

¹⁴ У. Шекспир «Юлий Цезарь» (перевод П. Козлова). – *Прим. ред.*

¹⁵ Реальные активы компаний включают материальные (здания и сооружения, оборудование, материальные запасы) и финансовые активы (наличные средства, краткосрочные инвестиции и дебиторская задолженность). Реальные активы не включают такие нематериальные ценности, как торговые марки, авторские права, патенты, франшизы и деловая репутация компании. О стоимости материальных активов см. сноску 172 в главе 8.

ных результатов. Однако для достижения более высоких показателей потребуются колоссальные затраты умственной и физической энергии. Полумерами тут не обойтись – если для того, чтобы результаты реализации инвестиционной программы были чуть выше средних, вы попытаетесь получить лишь немного новых знаний и лишь чуть-чуть усовершенствовать свои навыки, может оказаться, что вы сделали только хуже.

Поскольку любой, кто просто покупает на рынке акции надежных компаний, способен получать такую же прибыль, как в среднем по рынку, может показаться, что «побить рынок» и получить прибыль выше средней не так уж трудно. Но удивительно, как много неглупых людей, пытающихся сделать это, терпят поражение. Даже большинству инвестиционных фондов, где работают квалифицированные и опытные специалисты, редко удается получить прибыль, равную среднерыночной. В связи с этим возникает вопрос о достоверности прогнозов, которые дают брокеры. Анализ показывает, что эти прогнозы не более надежны, чем гадание на кофейной гуще.

При работе над книгой мы старались не забывать об этой главной ошибке инвесторов. Мы сделали акцент на преимуществах простой портфельной политики, т. е. формирования диверсифицированного портфеля за счет первоклассных облигаций и акций крупнейших компаний. Такую инвестиционную политику при минимальной помощи экспертов способен реализовать любой инвестор. Погоня за ценными бумагами за рамками этой надежной и безопасной политики чревата серьезными проблемами, в первую очередь эмоциональными. Прежде чем приступить к формированию портфеля, любитель приключений должен обрести уверенность в себе и своих консультантах. В первую очередь он должен уяснить, достаточно ли хорошо последние видят разницу между инвестициями и спекуляциями, а также между рыночной ценой и фундаментальной стоимостью.

Разумный подход к инвестированию, твердо опирающийся на принцип «запаса надежности», может обеспечить неплохую прибыль. Если же, не довольствуясь гарантированной прибылью, которую приносит пассивная политика, инвестор решит активно торговать на фондовом рынке, пусть он прежде всего заглянет внутрь себя.

В заключение сделаем небольшой экскурс в прошлое. Когда автор этой книги в июне 1914 г. юношей начал работать на Уолл-стрит, ни один человек не знал, что готовят нам следующие 50 лет. (На фондовом рынке никто и не подозревал о том, что через два месяца начнется Первая мировая война и закроется Нью-Йоркская фондовая биржа.) Сейчас, в 1972 г., мы, американцы, считаем себя самой богатой и влиятельной нацией в мире, но нам приходится сталкиваться с множеством проблем, и мы ощущаем неуверенность в завтрашнем дне и испытываем страх перед будущим. Но результаты анализа американского опыта в области инвестирования, накопленного за последние 57 лет, обнадеживают. Несмотря на небывалые трудности и потрясения, утверждение, что разумные принципы инвестирования обычно обеспечивают стабильную прибыль, остается верным. Мы должны действовать исходя из того, что это утверждение останется в силе и в будущем.

Примечание. В этой книге не рассматриваются общие принципы финансирования, накопления и инвестирования. Речь идет только о той части денежных средств, которые люди готовы вложить в рыночные ценные бумаги – облигации и акции. Соответственно, речь не идет о таких важных вещах, как сберегательные счета, срочные банковские депозиты, счета ссудосберегательных ассоциаций, полисы страхования жизни, рентные облигации, залладные на недвижимость и прямые инвестиции. Кроме того, читатель должен иметь в виду, что, когда в тексте встречается слово «сейчас» или «сегодня», речь идет о конце 1971-го или начале 1972 г.

Комментарии к предисловию

*Если ты выстроил воздушные замки, твой труд не пропал даром;
именно там им и место. Тебе остается подвести под них фундамент.
Генри Дэвид Торо. Уолден, или Жизнь в лесу*

Обратите внимание на предупреждение, сделанное Грэмом в самом начале книги: она не раскроет секрета победы над рынком. Впрочем, этого не сделает ни одна честная книга.

Но книга Грэма научит вас трем важным вещам. Вы узнаете о том, как:

- свести к минимуму риск необратимых убытков;
- максимизировать шансы на получение устойчивой прибыли;
- уберечься от соблазна пуститься во все тяжкие, что неизбежно ведет к катастрофе и

не позволяет большинству инвесторов реализовать свой потенциал.

Вспомним конец 1990-х гг. Тогда, во времена бума на фондовом рынке, цены акций технологических компаний ежедневно удваивались, а сама мысль о том, что, покупая их, можно потерять все деньги, казалось абсурдной. Но в конце 2002 г. стоимость акций многих доткомов и телекоммуникационных компаний упала на 95 %. При таких убытках только для того, чтобы вернуть свои деньги, необходимо, чтобы доходность достигала 1900 %¹⁶. Безрассудный риск может загнать инвестора в глубокую яму, из которой ему уже не выбраться. Вот почему Грэм постоянно подчеркивает, как важно избегать убытков. Он пишет об этом не только в главах 6, 14 и 20, но и практически во всех остальных.

И все же, как бы осторожны вы ни были, ваши инвестиции время от времени будут падать в цене. Поскольку избежать риска не может никто, Грэм покажет, как им управлять – и держать свои страхи под контролем.

Вы – разумный инвестор?

А теперь давайте ответим на ключевой вопрос: какой смысл вкладывает Грэм в понятие «разумный инвестор»? Давая дефиницию этого понятия в первом издании книги, он четко разъясняет, что в его понимании разумное поведение не имеет отношения к величине IQ. Разумный инвестор – это инвестор терпеливый, дисциплинированный и всегда готовый учиться. Кроме того, это инвестор, способный контролировать свои эмоции и думать о будущем. Грэм считает, что такая «разумность» – свойство скорее характера, чем интеллекта¹⁷.

Факты говорят о том, что высокий IQ и диплом о высшем образовании еще не делают инвестора разумным. В 1998 г. хедж-фонд Long-Term Capital Management (LTCM), которым управляла целая армия математиков, компьютерщиков и даже два нобелевских лауреата в области экономики, в течение нескольких недель потерял более \$2 млрд, поставив на то, что рынок облигаций вернется к «нормальному» состоянию. Но рынок продолжал вести себя все более «ненормально», и в итоге фонд задолжал столько денег, что его крах едва не обрушил мировую финансовую систему¹⁸.

А теперь немного истории. Весна 1720 г. Сэр Исаак Ньютон – один из акционеров «Компании Южных морей». Акции этой компании раскупаются как горячие пирожки. Пони-

¹⁶ Но часто ли удается купить акции по \$30 и продать их по \$600?

¹⁷ Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (Harper & Row, 1949), с. 4.

¹⁸ Хедж-фонд – как правило, частный инвестиционный фонд, занимающийся агрессивным инвестированием в интересах состоятельных клиентов. Для получения более подробной информации см.: Roger Lowenstein, *When Genius Failed* (Random House, 2000).

мая, что ситуация на фондовом рынке выходит из-под контроля, великий ученый сказал, что можно рассчитать ход небесных светил, но не ход мысли безумцев. Ньютон избавился от своих акций, получив 100 %-ную прибыль (7000 фунтов стерлингов). Но уже через месяц, поддавшись всеобщему энтузиазму, приобрел эти акции по более высокой цене – и потерял 20 000 фунтов (на сегодня это более \$3 млн). До конца своей жизни Ньютон запрещал проносить в своем присутствии даже название злополучной компании¹⁹.

Сэр Исаак Ньютон был одним из самых умных людей, которые когда-либо рождались на планете. Большинство из нас считает их разумными. Но, с точки зрения Грэма, Ньютона вряд ли можно было назвать разумным инвестором. Попад под чужое влияние, он поступил как последний дурак.

Короче говоря, инвесторы терпят убытки не потому, что они глупы. Просто, подобно сэру Исааку Ньютону, они не всегда могут справиться со своими эмоциями, а без этого успешное инвестирование невозможно. В главе 8 Грэм показывает, как воспитать разум, обуздать эмоции и научиться не поддаваться иррациональному влиянию фондового рынка. Прочитав эту главу, вы поймете, что разумность инвестора – свойство не интеллекта, а характера.

Хроника финансовых катастроф

А теперь перечислим важнейшие события на финансовом рынке за последние годы.

1. Самый большой крах фондового рынка со времен Великой депрессии. С марта 2000 по октябрь 2002 г. стоимость акций американских компаний упала на 50,2 % (\$7,4 трлн).

2. Катастрофическое падение цен акций самых «горячих» компаний 1990-х: AOL, Cisco, JDS Uniphase, Lucent и Qualcomm – плюс разорение сотен интернет-компаний.

3. Обвинение руководителей нескольких крупнейших корпораций США, включая Enron, Tyco и Xerox, в грандиозных финансовых махинациях.

4. Банкротства таких известных и уважаемых компаний, как Consecro, Global Crossing и WorldCom.

5. Заявления о том, что аудиторские фирмы фальсифицируют бухгалтерскую отчетность и даже уничтожают записи, чтобы помочь клиентам ввести в заблуждение инвесторов.

6. Обвинения в адрес высших руководителей ведущих компаний в перекачивании сотен миллионов долларов на личные счета.

7. Признание того факта, что финансовые аналитики с Уолл-стрит, публично высоко оценивающие акции тех или иных компаний, в частных беседах называют их бросовыми.

8. Предупреждения экспертов о том, что фондовый рынок, который даже после чудовищного спада считается переоцененным, будет продолжать падать.

9. Непрекращающееся падение процентных ставок, лишаящее инвесторов практически любых привлекательных финансовых инструментов кроме акций.

10. Опасения инвесторов, связанные с непредсказуемыми последствиями глобального терроризма и войны на Ближнем Востоке.

Инвесторы, следовавшие принципам Грэма, смогли не пострадать (и не пострадали) от всего этого. Как писал Грэм, «необоснованный энтузиазм хорош в любом другом месте, но только не на Уолл-стрит, где он неизбежно ведет к катастрофе». Увлечшись акциями доткомов, акциями перспективных компаний быстро развивающихся отраслей и акциями вообще, многие инвесторы ведут себя столь же безрассудно, как сэр Исаак Ньютон. Их

¹⁹ John Carswell, *The South Sea Bubble* (Cresset Press, London, 1960), с. 131, 199. См. также www.harvard-magazine.com/issues/mj99/damnd.html.

мнение начинает зависеть от мнений других инвесторов. Они игнорируют предупреждение Грэма о том, что самые серьезные потери всегда происходят из-за того, что «инвестор забыл задать вопрос: “Сколько?”» И, что самое обидное, теряя самообладание именно тогда, когда оно более всего необходимо, эти люди подтверждают правоту Грэма, который считал, что «главная проблема инвестора, можно сказать, его злейший враг – это он сам».

Дело – верняк?

Многие из тех, кто позволил себе увлечься акциями высокотехнологичных компаний и доткомов, верили навязчивой рекламе, твердившей, что эти отрасли будут расти из года в год, а может быть, и вечно. Приведем лишь некоторые факты, красноречиво говорящие о царившей тогда атмосфере.

- В середине 1999 г., получив 117,3 %-ную прибыль всего за первые пять месяцев года, Александр Ченг, управляющий портфелем инвестиционного фонда Monument Internet Fund, спрогнозировал, что его фонд будет получать 50 % прибыли в год на протяжении следующих трех или пяти лет и в среднем 35 % прибыли «на протяжении следующих 20 лет»²⁰.

- После колоссального роста стоимости Amerindo Technology Fund на 248,9 % в 1999 г. управляющий портфелем этого фонда Альберто Вилар высмеивал всех, кто сомневался, что Интернет – это вечный двигатель фондового рынка. «Тот, кто не работает в этом секторе, плетется в хвосте событий. Он тащится в телеге на старой кляче, а я мчусь в шикарном Porsche. Вам не нужен десятикратный рост? Значит, нам не по дороге»²¹.

- В феврале 2000 г. управляющий хедж-фондом Джеймс Крамер заявил, что акции интернет-компаний – «единственные акции, которые сегодня стоит покупать». Только «победители нового мира», как он назвал эти акции, растут в цене независимо от ситуации на рынке. Крамер даже критиковал Грэма: «Вы должны выбросить из головы все таблицы, формулы и учебники, которыми пользовались до наступления эпохи Интернета... Если бы мы следовали советам Грэма и Додда, у нашего фонда не было бы ни гроша»²².

Все эти так называемые эксперты игнорировали здравое предупреждение Грэма: «Явные перспективы роста бизнеса не гарантируют инвесторам прибыль». Предвидеть, какая отрасль будет расти быстрее других, не так уж важно, если большинство других инвесторов тоже это предвидят. К тому времени, как практически каждый инвестор решит, что та или иная отрасль явно является лучшей и именно в нее следует инвестировать, стоимость акций компаний будет настолько взвинчена, что будущей прибыли ничего не останется, кроме как падать.

Сейчас уже никто не кричит о том, что высокотехнологичные отрасли – самые перспективные. Но надо хорошенько запомнить: те, кто сегодня уверяет, что здравоохранение, или

²⁰ Constance Loizos, “O&A: Alex Cheug,” *InvestmentNews*, 17 мая 1999 г., с. 38. Самый высокий уровень среднегодовой доходности за всю историю взаимных инвестиционных фондов составлял 25,8 % в год. Это показатель компании Fidelity Magellan, которой руководил легендарный Питер Линч. Рекордный показатель был зафиксирован на 31 декабря 1994 г. При такой доходности, вложив \$10 000, Линч за 20 лет заработал бы \$982 000. Ченг уверял, что, вложив те же \$10 000 в его инвестиционный фонд, за те же 20 лет можно получить более \$4 млн. Вместо того чтобы посмеяться над оптимистичными прогнозами Ченга, инвесторы наперегонки понесли ему свои деньги, за год вложив в инвестиционный фонд более \$100 млн. Однако \$10 000, вложенные в Monument Internet Fund в мае 1999 г., к концу 2002 г. превратились примерно в \$2000. (Фонда под упомянутым названием более не существует. Сегодня он называется Orbitec Emerging Technology Fund.)

²¹ Lisa Reilly Cullen, “The Triple Digit Club,” *Money*, декабрь 1999 г., с. 170. Вложенные в конце 1999 г. в инвестиционный фонд Вилара \$10 000 в конце 2002 г. превратились бы в \$1195. Это один из самых ярких примеров катастрофических потерь за всю историю существования взаимных инвестиционных фондов.

²² См. www.thestreet.com/funds/smarter/891820.html. Любимые акции Крамера обманули его ожидания. К концу 2002 г. каждая десятая компания обанкротилась, и \$10 000, вложенные поровну в акции, предлагаемые Крамером, сжались до \$597,44 (–94 %). Возможно, Крамер имел в виду, что эти «победители нового мира» победят не в нашем, а в лучшем мире?

энергетика, или недвижимость, или золото – это «верняк», в конце концов с большой долей вероятности окажутся в той же ситуации, что и инвесторы высокотехнологичных компаний.

Нет худа без добра

Если в 1990-е гг. никакая, даже заоблачная цена акций не казалось слишком высокой, то в 2003 г. мы докатились до того, что никакая цена уже не казалась слишком низкой. Как и следовало ожидать, маятник качнулся в другую сторону. Грэм всегда знал, что именно так колеблется рынок: от необоснованного оптимизма до неоправданного пессимизма, и наоборот. В 2002 г. инвесторы вывели из взаимных фондов, инвестирующих в акции, \$27 млрд. Исследование, проведенное Securities Industry Association, показало, что каждый десятый инвестор потерял на инвестициях в акции как минимум 25 %. Те, кто активно покупал акции в конце 1990-х гг., когда цены росли (т. е. когда акции дорожали), продавали акции, когда цены начинали падать (т. е. когда акции дешевели).

В главе 8 Грэм убедительно показал, что поступать следует с точностью до наоборот. Разумный инвестор понимает, что рост цен делает акции не менее, а более рискованными и, напротив, падение цены делает их менее, а не более рискованными. Разумный инвестор опасается бычьего рынка, потому что покупка акций на нем – дорогое удовольствие. И соответственно, если у вас есть свободные средства, следует выходить на медвежий рынок, потому что на нем продаются дешевые акции²³.

Итак, не отчаивайтесь: падение бычьего рынка – это не так уж плохо, как принято считать. Благодаря падению цен на акции наступили более безопасные (и лучшие) времена для накопления богатства. Приступайте к чтению книги: позвольте Грэму рассказать, как это делается.

²³ Единственное исключение из этого правила касается очень пожилых инвесторов, которые могут не дождаться конца медвежьего рынка. Но даже пожилому инвестору не стоит продавать свои акции просто потому, что они начали падать в цене. Такой подход не только превращает бумажные убытки в реальные, но и лишает наследников инвестора потенциальной возможности получить его дешевые акции, за которые придется платить меньше налогов.

Глава 1

Инвестиции и спекуляции: выбор разумного инвестора

В этом разделе мы коснемся важнейших вопросов, которые будут более подробно рассмотрены далее. Здесь мы представим основные принципы оптимальной портфельной политики непрофессиональных индивидуальных инвесторов.

Инвестиции и спекуляции

Какой смысл мы вкладываем в понятие «инвестор»? На страницах книги этот термин будет использоваться как антоним понятию «спекулянт». Мы попытались сформулировать различия между этими понятиями еще в 1934 г. в книге «Анализ фондового рынка» (*Security Analysis*): «Инвестиции – это операции, цель которых – тщательно анализируя ситуацию, сохранить вложенные средства и получить приемлемую прибыль. Операции, которые не отвечают этим требованиям, – это спекуляции» {1}.

Данному подходу мы неукоснительно следовали все последующие 38 лет. Однако с течением времени термин «инвестор» стали понимать несколько иначе. После падения фондового рынка в 1929–1932 гг. по сути все акции стали считать инструментами финансовых спекуляций. (Ведущие финансовые аналитики решительно заявляли, что для инвестирования можно использовать только облигации {2}). Поэтому пришлось защищать наш подход от обвинений в том, что мы трактуем понятие «инвестиции» слишком широко.

Сегодня можно говорить о другой крайности. Следует предостеречь читателей: не следует называть инвесторами всех без исключения участников фондового рынка. В предыдущем издании книги мы приводили заголовок статьи с обложки авторитетного финансового журнала *Security Analysis* (июнь 1962 г.):

МЕЛКИЕ ИНВЕСТОРЫ ИГРАЮТ НА ПОНИЖЕНИЕ: БУМ КОРОТКИХ ПРОДАЖ НЕПОЛНЫХ ЛОТОВ

В октябре 1970 г. в этом же журнале критиковались так называемые «безрассудные инвесторы» – участники фондового рынка, которые приобретали акции, ожидая их роста.

Все это указывает на путаницу в трактовке терминов «инвестиции» и «спекуляции», существующую на протяжении многих лет. Вспомним предложенное в начале главы определение инвестиций и посмотрим, соответствуют ли ему действия непрофессиональных индивидуальных инвесторов, которые продают несколько акций, даже не принадлежащих им, с нетерпением ожидая, что через некоторое время они смогут купить их по более низкой цене. (Нелишне заметить, что в 1962 г., когда была напечатана упомянутая выше статья, рынок уже пережил значительный спад и даже был готов к подъему. Это был самый неблагоприятный момент для коротких продаж.) Вообще говоря, понятие «безрассудный инвестор» можно было бы считать забавным оксюмороном, таким как, например, словосочетание «расточительный скряга», если бы путаница в терминах не была столь опасной.

В прессе в обоих случаях был использован термин «инвестор», потому что на жаргоне Уолл-стрит каждый, кто покупает или продает ценные бумаги, считается таковым, независимо от того, что именно он покупает, с какой целью, по какой цене и на какие средства – собственные или заемные. Между тем результаты опроса общественного мнения, проведенного в 1948 г. и посвященного отношению населения к акциям, показали, что более 90 % опрошенных были настроены против покупки последних {3}. Почти половина респондентов указала на то, что это «небезопасно или рискованно». Другая половина считала, что они «недостаточно информированы»²⁴. Парадоксально, но факт: покупка всех видов акций счи-

²⁴ Опрос, о котором пишет Грэм, проводился Университетом штата Мичиган по заказу Федеральной резервной системы. Его результаты были опубликованы в *Federal Reserve Bulletin* в июле 1948 г. Участникам опроса был задан вопрос: «Предположим, у вас есть сбережения. Вы можете положить их на счет в банке или вложить в ценные бумаги. Как, по вашему мнению, следует поступить сегодня: положить деньги на счет в банке, купить на них облигации, инвестировать в недвижимость или вложить их в обыкновенные акции?» Только 4 % опрошенных ответили, что обыкновенные акции приносят

талась весьма рискованной спекулятивной операцией, хотя в то время, накануне рекордного роста, они продавались на самых выгодных условиях. С другой стороны, именно благодаря тому обстоятельству, что акции выросли до уровня, который, как показывал опыт, был опасным, любые вложения в акции стали считаться инвестициями, а все, кто покупал акции, — инвесторами.

Забывать о том, что «инвестиции» и «спекуляции» — не одно и то же, ни в коем случае нельзя, и тот факт, что об этом забыли, — тревожный симптом. Мы всегда считали, что финансовые институты должны постоянно напоминать индивидуальным инвесторам о разнице между этими понятиями, иначе в один прекрасный день против фондовых бирж могут быть выдвинуты обвинения в том, что они не донесли соответствующую информацию до инвесторов, в результате чего те понесли огромные спекулятивные потери. Еще один парадокс: многие трудности, с которыми в последнее время сталкивались брокерские конторы, были связаны с тем, что их активы в значительной степени состояли из спекулятивных акций. Мы надеемся, что читатели получают достаточно четкое представление о рисках при операциях с акциями, которые (и это важно понимать), неотделимы от возможности получать прибыль. Разумный инвестор обязан помнить не только о возможностях, но и о рисках.

Сказанное свидетельствует о том, что сегодня уже невозможно следовать «чистой» инвестиционной политике, нацеленной на вложение средств в надежные инструменты финансового рынка и обеспечивающей каждому игроку возможность дожидаться удачного момента для их покупки, не опасаясь понести убытки из-за падения котировок или сведя их к минимуму. Инвестор должен понимать, что в большинстве случаев в операциях с акциями присутствует *спекулятивная составляющая*. Его задача — по возможности уменьшить ее. При этом он должен быть (и в финансовом отношении, и психологически) готов к тому, что ему не обязательно удастся сделать это (в кратко- или долгосрочной перспективе).

Скажем несколько слов о биржевых спекуляциях как таковых (не путать с спекулятивной составляющей операций с надежными акциями, о которой мы писали выше). Сами по себе спекулятивные сделки ни противозаконны, ни аморальны, да и нажиться на них удастся лишь немногим. Более того, иногда спекуляции бывают даже полезны, поскольку при проведении операций с акциями инвестор может как выиграть, так и проиграть, и каждый, кто совершает такие сделки, должен учитывать, что риск — их неотъемлемая составляющая²⁵. Не только инвестиции, но и спекуляции могут быть разумными. Неразумными последние являются в случаях, если: 1) инвестор думает, что осуществляет инвестиции, а на самом деле занимается спекуляциями; 2) инвестор совершает крупную сделку, не имея соответствующих знаний и опыта, и 3) инвестор проводит рискованную спекулятивную операцию, требующую более значительных вложений, чем он может себе позволить потерять в случае неудачи.

На наш консервативный взгляд, непрофессиональный инвестор, осуществляющий маржинальные операции²⁶ (т. е. покупающий акции на заемные средства), должен отда-

«удовлетворительный доход»; 26 % посчитали такие вложения «небезопасными» или «рискованными». С 1949 по 1958 г. среднегодовые показатели доходности фондового рынка были одними из самых высоких за всю историю (18,7 %). В конце 2002 г. журнал *Business Week* провел аналогичный опрос. Только 24 % инвесторов изъявили желание увеличить вложения в паи взаимных инвестиционных фондов или собственные портфели акций. Тремя годами ранее такое желание высказывали 47 % опрошенных.

²⁵ В ряде случаев спекулятивные сделки бывают полезны. Во-первых, благодаря им новые, никому не известные компании (такие как Amazon.com или, ранее, Edison Electric Light Co.) могут собрать необходимые для роста финансовые ресурсы. Возможность быстро получить огромную прибыль — хороший стимул для продвижения инноваций. Во-вторых, при каждой новой сделке риск не исчезает, но переходит от продавца к покупателю или наоборот, что также иногда бывает полезно. Покупатель рискует в случае падения курса акций, продавец — в случае их роста после продажи.

²⁶ Маржинальные счета используются для покупки акций на заемные средства, предоставляемые инвесторам брокерами. При росте акций растет и брокерская комиссия, а при их падении инвестор рискует разориться. Обеспечением по займу служит стоимость бумаг в инвестиционном портфеле. Поэтому, если их стоимость упадет ниже величины

вать себе отчет в том, что фактически он занимается спекуляциями, а его брокеры обязаны напоминать ему об этом. Спекуляциями занимаются и те, кто приобретает так называемые «горячие» выпуски акций или проводит аналогичные операции. Спекуляции всегда соблазнительны, это увлекательная игра, и люди погружаются в нее с головой. Если вы хотите попытать счастья на этом поприще, выделите для этого какую-то часть сбережений (чем меньше, тем лучше) и положите эти деньги на особый счет. Никогда не пополняйте денежные средства на этом счете только потому, что рынок растет, а значит, растет и ваша прибыль. (В период роста следует, наоборот, подумать о снятии денежных средств со «спекулятивного» счета.) Всегда используйте разные счета для ведения спекулятивных и инвестиционных операций, да и вообще не путайте эти понятия.

займа, вам придется внести на счет дополнительные средства. Для получения более подробной информации о маржинальных счетах см.: www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm и http://www.nyse.com/404r.html?source=http://www.nyse.com/pdfs/2001_factbook_09.pdf.

Что делать пассивному инвестору?

Мы уже писали, что инвестор, занимающий пассивную, оборонительную позицию, нацелен прежде всего на то, чтобы сохранить свои вложения и избежать трудностей, связанных с управлением инвестициями. Как следует поступать такому инвестору и на что он может рассчитывать в «средних нормальных рыночных условиях» (если такие условия вообще существуют)? Для ответа на этот вопрос вспомним, что мы писали в предыдущем издании, проанализируем произошедшие с тех пор важнейшие изменения и новые факторы, влияющие на ожидаемый доход инвестора, и посмотрим, что следует делать инвестору и на что он может рассчитывать в современных условиях (на начало 1972 г.).

1. Что мы писали шесть лет назад

Мы рекомендовали инвестору диверсифицировать инвестиции, включая в портфель первоклассные облигации и акции ведущих компаний таким образом, чтобы доля каждого вида активов составляла от 25 до 75 %, в случае необходимости меняясь в ту или иную сторону. Мы писали, что проще всего распределить инвестиции между акциями и облигациями в соотношении 50:50 и изменять его в зависимости от колебаний рынка в пределах, скажем, 5 %. В качестве альтернативы такой инвестиционной политике мы предлагали снижать долю акций до 25 %, «если инвестор считает, что курс акций опасно высок», и, наоборот, увеличивать ее до 75 %, «если инвестор полагает, что падение цен на акции повышает их привлекательность».

В 1965 г. дивидендная доходность облагаемых налогом первоклассных облигаций достигала 4,5 %, а не облагаемых налогом надежных облигаций – 3,25 %. Дивидендная доходность обыкновенных акций ведущих компаний (при индексе Доу – Джонса на уровне 892 пунктов) составляла всего около 3,2 %. Данные показатели наряду с другими рыночными факторами требовали от инвесторов соблюдения осторожности. Мы исходили из того, что в условиях «нормального рынка» дивидендная доходность обыкновенных акций может колебаться от 3,5 до 4,5 %. Кроме того, примерно на такую же величину параллельно должна расти фундаментальная стоимость (как и «нормальная» рыночная цена) котируемых на бирже акций. Таким образом, совокупный доход по акциям (дивидендный доход плюс рост стоимости) равнялся бы примерно 7,5 % годовых. При соотношении акций и облигаций в портфеле инвестора 50:50 прибыль последнего до налогообложения составила бы около 6 %. Наконец, мы писали, что включение в портфель акций наряду с облигациями защищает инвестора от инфляции и падения покупательной способности.

Следует заметить, что приведенные выше расчеты основывались на ожидании значительно более низких темпов роста фондового рынка, чем те, которые он продемонстрировал в 1949–1964 гг. Темпы роста стоимости акций, зарегистрированных на бирже, в среднем превышали 10 %, и почти все участники рынка были уверены в том, что подобный рост гарантирован и в будущем. Лишь немногие готовы были всерьез рассматривать возможность того, что из-за высоких темпов роста курс акций оказался завышенным, а потому «прекрасные показатели в период после 1949 г. приведут не к высоким, а, наоборот, к низким показателям в будущем» {4}.

2. Что случилось после 1964 г.

Главным событием последующего периода стал беспрецедентный рост доходности по первоклассным облигациям после значительного ее падения в 1970 г. Доходность по надеж-

ным корпоративным облигациям сегодня составляет не менее 7,5 % (в 1964 г. – 4,5 %). Кроме того, дивидендная доходность акций, входящих в расчет индекса Доу – Джонса, во время спада на рынке в 1969–1970 гг. также значительно возросла, но, как мы уже писали, она не превышает 3,5 % (при значении индекса Доу – Джонса 900 пунктов) (на конец 1964 г. она составляла 3,2 %). На протяжении этого периода повышение доходности привело к самому значительному (на 38 %) снижению рыночной стоимости среднесрочных (например, 20-летних) облигаций.

Такая динамика достаточно парадоксальна. В 1964 г. мы подробно обсуждали возможность того, что, будучи сильно завышенными, цены акций могут в любой момент резко упасть. Но мы не писали о том, что нечто подобное может случиться и с котировками облигаций, имеющих высокий рейтинг (насколько нам известно, в то время никто об этом и не помышлял). Мы предупреждали, что «цены на долгосрочные облигации могут значительно варьироваться вследствие изменения процентных ставок». В свете произошедших событий можно предположить, что на это предупреждение, как и на иллюстрировавший его пример, почти не обратили внимания. Так, если допустить, что в портфеле инвестора были акции, входящие в расчет индекса Доу – Джонса, то (с учетом его значения в конце 1964 г. на уровне 874 пунктов) в конце 1971 г. этот инвестор мог получить небольшую прибыль. Даже при самом низком значении индекса Доу – Джонса в 1970 г. (631 пункта) убытки инвестора были бы меньше, чем если бы в его портфеле находились надежные долгосрочные облигации. С другой стороны, если бы инвестор ограничил свои вложения только государственными сберегательными и краткосрочными корпоративными облигациями или просто положил деньги на сберегательный счет в банке, он не потерял бы от снижения рыночной стоимости инвестиций на протяжении этого периода и получил бы более высокий доход, чем если бы держал надежные акции. Таким образом, оказалось, что в 1964 г. покупка эквивалентов наличности фактически была более удачным выбором, чем приобретение акций, хотя из-за инфляции вложения в акции теоретически должны были быть более выгодными. Падение рыночной стоимости надежных долгосрочных облигаций произошло в результате изменений на денежном рынке, которые, как правило, не оказывают значительного влияния на инвестиционную политику индивидуальных инвесторов.

Это лишь один из множества примеров, свидетельствующих о невозможности предугадать рыночную стоимость ценных бумаг²⁷. Обычно стоимость облигаций колеблется не так сильно, как стоимость акций, поэтому инвесторы обычно приобретают надежные облигации с любыми сроками погашения, не особенно беспокоясь об изменении их рыночной стоимости. Правда, было несколько исключений из этого правила, в том числе после 1964 г. Более подробно динамика рыночных цен облигаций будет рассмотрена в следующей главе.

3. Что делали и чего ожидали инвесторы в конце 1971 – начале 1972 г.

В конце 1971 г. облагаемый налогом доход инвестора по надежным среднесрочным корпоративным облигациям мог составить 8 %, по надежным муниципальным облигациям и облигациям штатов – 5,7 %. В краткосрочной перспективе инвестор мог рассчитывать на 6 %-ную доходность по государственным 5-летним облигациям США. В последнем случае покупателю незачем было беспокоиться о возможных убытках от снижения рыночной сто-

²⁷ Перечитайте еще раз данное утверждение Грэма и обратите внимание на то, что говорит этот величайший из экспертов по вопросам инвестирования: «невозможно предугадать рыночную стоимость ценных бумаг». Читая книгу дальше, обратите внимание на то, каким образом Грэм пытается убедить в этом инвесторов. Поскольку нельзя предсказать поведение финансовых рынков, стоит научиться контролировать свое поведение.

имости инвестиций, так как он мог быть уверен в погашении облигаций по полной стоимости (включая выплату 6 %-ного дохода по ним) в конце сравнительно короткого периода держания. Акции, входящие в расчет индекса Доу – Джонса, при его значении на уровне 900 пунктов в 1971 г. могли принести только 3,5 % дохода.

Теперь представим себе, что сегодня, как и в прошлом, главным вопросом при разработке инвестиционной политики является вопрос о соотношении в инвестиционном портфеле высококачественных облигаций (эквивалентов наличности) и акций ведущих компаний, близких к тем, которые входят в расчет индекса Доу – Джонса. Какого курса должен придерживаться инвестор в современных условиях, если мы не можем прогнозировать на ближайшее будущее ни значительный рост фондового рынка, ни его падение? Во-первых, обратим внимание на то, что при отсутствии серьезных неблагоприятных изменений на рынке пассивный инвестор может рассчитывать на сложившийся уровень дивидендной доходности (3,5 %) своих акций плюс доход от повышения их стоимости (примерно 4 %). Как будет показано далее, эта оценка в значительной мере основана на объемах ежегодного реинвестирования различными компаниями нераспределяемой прибыли. Таким образом, совокупный доход от владения акциями до вычета налогов в среднем будет составлять около 7,5 % – немного меньше, чем процент по первоклассным облигациям²⁸. После уплаты налогов средний доход по акциям будет составлять около 5,3 % {5}, т. е. примерно столько же, сколько приносили бы надежные не облагаемые налогом среднесрочные облигации.

Итак, сегодня перспективы доходности по акциям менее благоприятны, чем в начале 1964 г. (Этот вывод вытекает из того, что с 1964 г. доходность по облигациям возросла более значительно, чем доходность по акциям.) Следует также принять во внимание тот факт, что процентные платежи и суммы, выплачиваемые при погашении качественных облигаций, защищены значительно лучше и потому более надежны, чем дивиденды и доход от повышения стоимости акций. Соответственно, можно сделать вывод, что сейчас, в конце 1971 г., инвестиции в облигации более предпочтительны, чем инвестиции в акции. Если мы уверены в правильности этого вывода, можно посоветовать инвесторам вкладывать все средства в облигации и не покупать акции до тех пор, пока соотношение доходности по этим двум видам ценных бумаг не изменится в пользу акций.

Но, разумеется, абсолютной уверенности в том, что в сложившейся ситуации облигации принесут инвестору больше прибыли, чем акции, нет. Для этого, как известно, есть серьезная причина – фактор инфляции. В следующей главе мы наглядно это продемонстрируем. С одной стороны, наш немалый опыт работы на фондовом рынке в условиях инфляции XX в. говорит о том, что с учетом сложившегося соотношения уровней доходности облигаций и акций последние нельзя считать оптимальным выбором для инвестора. С другой стороны, всегда есть опасность роста инфляции (которую всегда учитывают лишь задним числом), неизбежно делающей обыкновенные акции более выгодным вложением, чем облигации с их фиксированной доходностью²⁹. Кроме того, возможно, хотя и маловероятно, что

²⁸ Сбываются ли прогнозы Грэма? На первый взгляд, да. С начала 1972 г. до конца 1981 г. среднегодовая доходность по акциям составляла 6,5 %. (Грэм не указывал сроки прогноза, но можно предположить, что он имел в виду 10-летний период.) На протяжении этого периода весь доход по акциям съедала инфляция, которая достигала 8,6 % в год. В этом разделе Грэм фактически рассматривает доходность по акциям с позиции так называемого уравнения Гордона, в соответствии с которым ожидаемая доходность складывается из текущей дивидендной доходности и ожидаемых темпов роста прибыли. С учетом того, что в начале 2003 г. показатели текущей дивидендной доходности и долгосрочных темпов роста прибыли были равны и составляли 2 %, а инфляция была чуть выше 2 %, совокупная годовая доходность по акциям, по грубым подсчетам, могла составить в среднем 6 %.

²⁹ С 1997 г., когда на рынке появились защищенные от инфляции казначейские облигации (Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS), акции более не являются оптимальным выбором для инвесторов, которые не хотят, чтобы их вложения обесценились. В отличие от других долговых обязательств, при росте индекса потребительских цен казначейские облигации растут в цене, надежно защищая инвестора от инфляционных потерь. Акции не дают такой гарантии и при высоких уровнях инфляции являются относительно менее надежным инструментом хеджирования (см. главу 2).

американский бизнес станет настолько прибыльным, что инфляция не будет расти. В этом случае стоимость акций на протяжении нескольких следующих лет значительно увеличится. Наконец, мы можем стать свидетелями очередного спекулятивного, не опирающегося на реальный рост экономики, значительного роста фондового рынка. Любая из этих и других (не рассмотренных нами) возможностей может заставить инвестора пожалеть о том, что он полностью вложился в облигации, несмотря на их более высокую доходность.

После того, как мы поставили эти вопросы, попробуем вновь сформулировать главный принцип пассивной инвестиционной политики: независимо от ситуации на рынке часть средств следует вкладывать в облигации, часть – в акции. Соотношение между этими двумя видами ценных бумаг в портфеле может составлять от 50:50 до 25:75 в зависимости от ситуации на рынке. Более подробно мы поговорим об этом в следующей главе.

Поскольку в данный момент совокупная доходность акций и облигаций примерно одинакова, соотношение между этими двумя видами ценных бумаг в портфеле инвестора (с учетом роста рыночной стоимости акций) существенно не повлияет на его ожидаемую доходность. Согласно вышеприведенным расчетам, совокупная доходность портфеля инвестора должна составлять около 7,8 % до уплаты налогов или 5,5 % после уплаты налогов. Эти показатели существенно выше средней прибыли, получаемой консервативными инвесторами на протяжении довольно продолжительного периода. Конечно, они ниже показателей доходности обыкновенных акций в течение 20 лет (с 1949 г.) – 14 %. Но нельзя забывать о том, что с 1949 по 1969 г. индекс Доу – Джонса вырос более чем в пять раз, в то время как прибыль и дивиденды – всего вдвое. Однако столь впечатляющий рост рынка в значительной степени объяснялся не ростом фундаментальной стоимости компаний, а изменением предпочтений инвесторов и спекулянтов. Это явление называют «самораскруткой рынка» или бутстрэппингом.

Говоря об акциях в портфеле пассивного инвестора, мы имели в виду только акции 30 ведущих компаний, входящих в расчет индекса Доу – Джонса. Мы поступали так исключительно ради удобства, а не потому, что приобретать стоит только эти акции. Существует множество других компаний, акции которых по своим характеристикам не уступают или даже превосходят акции, на основании которых рассчитывается индекс Доу – Джонса. Это, например, компании коммунального сектора (по ним также рассчитывается соответствующий отраслевой индекс Доу – Джонса)³⁰. Но сейчас для нас важно, что итоговая доходность инвестиций пассивного инвестора не будет значительно изменяться в зависимости от того, какие именно надежные акции он включит в свой диверсифицированный портфель. Строго говоря, ни сам инвестор, ни его финансовые консультанты не могут с уверенностью предсказать, как она изменится в конечном счете. Вполне оправданно мнение, что искусство инвестора – это прежде всего умение выбирать акции с доходностью выше рыночной. По ряду причин мы полагаем, что пассивному индивидуальному инвестору едва ли под силу добиться более высоких результатов, чем в среднем по рынку³¹. (Наш скептицизм распространяется и на крупные инвестиционные фонды, управляемые экспертами.)

Рассмотрим это утверждение на примере, который на первый взгляд может полностью его опровергнуть. С декабря 1960 по декабрь 1970 г. значение индекса Доу – Джонса выросло

³⁰ Помимо индекса Доу – Джонса, сегодня рассчитываются и другие фондовые индексы – Standard & Poor's 500 (S&P) и Wilshire 5000. Индекс S&P рассчитывается на основании цен акций 500 крупнейших компаний, на которые приходится 70 % общей капитализации рынка акций США. Индекс Wilshire 5000 отражает динамику акций практически всех значимых американских компаний, которые торгуются на бирже (всего их примерно 6700). Но поскольку этот индекс относится прежде всего к крупнейшим компаниям, доходность акций, входящих в его расчет, примерно такая же, как и акций, входящих в расчет S&P 500. Некоторые малобюджетные взаимные фонды инвестиций предоставляют клиентам возможность формировать инвестиционный портфель из акций, входящих в расчет этих индексов, пропорционально их удельному весу в последних (см. главу 9).

³¹ См. главы 13 и 14.

с 616 до 839 пунктов, или на 36 %. Но на протяжении того же периода индекс широкого рынка Standard & Poor's 500 возрос с 58,11 до 92,15 пункта, или на 58 %. Казалось бы, следовало покупать акции, входящие в расчет S&P. Но кто в 1960 г. решился бы предсказать, что доходность акций множества самых разных компаний, по которым рассчитывается индекс широкого рынка, будет выше доходности акций «аристократов» – 30 гигантов, по которым рассчитывался индекс Доу – Джонса? Несомненно, это доказывает, что лишь немногие инвесторы способны предсказать изменения курса акций как в абсолютном, так и в относительном выражении.

Повторим еще раз (никогда нелишне напомнить об осторожности): инвестору не стоит надеяться на доходность более высокую, чем в среднем по рынку, и покупать для этого новые выпуски облигаций и «горячие» акции, обещающие быструю прибыль³². Данное утверждение справедливо и в долгосрочной перспективе. В качестве объекта инвестиций пассивный инвестор должен выбирать акции устойчивых в финансовом отношении компаний, на протяжении длительного периода демонстрирующих высокую прибыльность. (Список таких компаний может составить любой хороший финансовый аналитик.) Агрессивные инвесторы могут покупать обыкновенные акции других компаний, выбирая их, исходя из четко сформулированных критериев и на основе всестороннего анализа.

В заключение перечислим три взаимодополняющих принципа, которым должен следовать пассивный инвестор. Принцип первый: в качестве альтернативы самостоятельного формирования портфеля акций можно приобрести паи хорошо зарекомендовавшего себя инвестиционного фонда. Принцип второй: можно воспользоваться услугами общего доверительного фонда или фонда смешанных инвестиций, управляемого трастовой компанией или банком; такие фонды работают во многих штатах. Инвестор, располагающий значительными денежными средствами, может обратиться за помощью к уважаемой инвестиционной или консалтинговой компании, способной профессионально управлять инвестициями на стандартных условиях. Принцип третий: инвестор может прибегнуть к инвестиционной стратегии, основанной на методе усредненного равномерного инвестирования. В этом случае он будет регулярно (ежемесячно или ежеквартально) вкладывать в покупку акций одинаковые суммы. Соответственно на падающем рынке он будет покупать больше акций, а на растущем – меньше. В итоге, скорее всего, цена входящих в его портфель акций окажется вполне приемлемой. Строго говоря, этот метод представляет собой частный случай использования более широкого подхода – так называемого «инвестирования по формуле». Этот метод мы имели в виду, когда писали, что в зависимости от ситуации на рынке инвестор может менять долю акций в своем портфеле от 25 до 75 %. Эти весьма полезные методы пассивного инвестирования будут рассмотрены в следующих главах³³.

³² Более подробно мы поговорим об этом в главе 9.

³³ Хорошо зарекомендовавшие себя инвестиционные фонды будут более подробно рассмотрены в главе 9. О профессиональном управлении с помощью известных инвестиционно-консалтинговых компаний мы поговорим в главе 10. Принцип усредненного равномерного инвестирования будет описан в главе 5.

Что делать активному инвестору?

Активные, предприимчивые инвесторы хотят (и надеются) получать более высокую по сравнению с осторожными вкладчиками прибыль. Но прежде всего им следует убедиться в том, что их действия не приведут к результатам, обратным ожидаемым. Сплошь и рядом случается, что энергичные, одаренные от природы и образованные инвесторы приходят на Уолл-стрит лишь для того, чтобы разориться, потому что их достоинства, используемые не по назначению, превращаются в недостатки. Поэтому важно, чтобы агрессивный инвестор прежде всего уяснил, какой образ действий ведет к успеху, а какой – наоборот.

В первую очередь рассмотрим несколько методов, с помощью которых инвесторы и спекулянты чаще всего пытаются добиться более высокой прибыли, чем в среднем по рынку.

1. *Следование за рынком.* Следуя за рынком, акции покупают, когда рынок растет, и продают, когда рынок падает. В качестве объекта инвестиций желательно выбирать акции, которые «ведут себя» лучше, чем фондовый рынок в целом. Лишь немногие профессионалы часто прибегают к коротким продажам, т. е. продают заемные (взятые в долг) акции. Цель – получить прибыль за счет падения цены, т. е. от продажи акций по высокой цене и последующей их покупки по более низкой. (См. приведенную выше цитату из *The Wall Street Journal*: случается, что даже мелкие инвесторы, несмотря на отсутствие профессионализма, ищут судьбу, занимаясь короткими продажами.)

2. *Выбор акций по текущим показателям.* Инвесторы приобретают акции, руководствуясь текущими показателями, т. е. выбирают акции компаний, которые в своих отчетах показывают или прогнозируют рост прибыли и другие положительные результаты.

3. *Выбор акций с прицелом на будущее.* Инвесторы выбирают акции компаний, продемонстрировавших высокие показатели прибыли компании в прошлом, и экстраполируют положительную динамику на будущее. Иногда инвесторы выбирают акции компаний ничем не примечательных, но перспективных. (Обычно это компании высокотехнологичных отраслей, таких как компьютерная индустрия, фармацевтика и электроника, разрабатывающие новые многообещающие технологии и продукты.)

Мы уже высказывали скептицизм в отношении шансов на успех инвесторов, использующих перечисленные методы. Первый из них вызывает сомнения как с теоретической, так и с практической точки зрения. Трейдинг вряд ли позволит «тщательно анализируя ситуацию, сохранить вложенные средства и получить приемлемую прибыль». Более подробно трейдинг будет рассмотрен в одной из следующих глав³⁴.

В своем стремлении выбрать самые привлекательные акции (в качестве объекта кратко- или долгосрочных инвестиций) инвестор сталкивается с двумя трудностями. Во-первых, человеку свойственно ошибаться. Во-вторых, рынок ведет себя непредсказуемо. Люди часто ошибаются в прогнозах, но, даже если последние сбываются, текущая цена акций уже отражает ожидания инвестора. Что касается выбора акций по текущим показателям деятельности компаний, то эти показатели доступны всем участникам рынка. Ожидаемые показатели будущего года (в той степени, в какой их можно предсказать) учитываются всеми заинтересованными лицами. Таким образом, инвестор, который выбирает акции, исходя в основном из высоких финансовых показателей компании-эмитента в текущем году или с учетом прогноза, скорее всего обнаружит, что так же поступают и многие другие его собраты.

³⁴ См. главу 8.

При выборе акций с прицелом на будущее возникают в основном схожие проблемы. Вероятность грубой ошибки в прогнозах, как было показано в предыдущем издании книги на примере авиакомпаний, безусловно, выше, чем в случае выбора акций по текущим показателям. Поскольку финансовые аналитики часто ошибаются в прогнозах, теоретически инвестор может выиграть, сделав, в отличие от брокеров, правильный прогноз. Но это только в теории. Многие ли инвесторы могут похвастаться проницательностью или даром предвидения, способными помочь им побить профессиональных аналитиков в любимой игре – прогнозировании доходности акций?

Теперь мы можем сформулировать следующий вывод, который, возможно, удивит читателя: реальные шансы на получение более высокой прибыли по сравнению со средней по рынку рынка в течение длительного времени может дать только особая стратегия. Эта стратегия должна быть (1) продуманной и эффективной и (2) непопулярной среди участников фондового рынка.

Существует ли такая стратегия для активного инвестора? Теоретически – да. Можно привести и веские практические аргументы в пользу положительного ответа на этот вопрос. Как известно, и фондовый рынок в целом, и курс отдельных акций могут сильно колебаться. При этом в каждый данный момент на рынке есть акции, котировки которых растут или падают. Кроме того, отдельные акции могут недооцениваться из-за отсутствия интереса или предубежденного отношения к ним. Можно пойти дальше и предположить, что многие из тех, кто занимается торговлей ценными бумагами, мягко говоря, слабо разбираются в этом деле. В книге содержится множество примеров (из прошлого опыта) расхождения между текущей ценой и фундаментальной стоимостью акций. Именно из-за этого и возникает иллюзия, что работа на Уолл-стрит – веселая игра, в которую может играть каждый, потешаясь над глупостью других участников рынка. Разумеется, на самом деле все не так просто. Покупка непопулярных и потому недооцененных акций в надежде на получение прибыли в результате их роста требует от инвестора выдержки и опыта. А для коротких продаж популярных и потому переоцененных акций нужны не только мужество и выдержка, но и толстый кошелек³⁵. Короткие продажи имеют право на существование и могут приносить неплохую прибыль, но требуют мастерства, которым нелегко овладеть.

Бывают и исключения из этого правила. Случалось, опытные игроки получали прибыль на уровне 20 % и выше. Речь идет об арбитражных сделках с различными видами активов, выплатах при ликвидации компаний и некоторых хеджевых операциях. Типичный пример – операции с акциями компаний, которым предстоит слияние или поглощение. В этом случае можно прогнозировать значительный рост курса акций по сравнению с их ценой на дату объявления о слиянии или поглощении. Количество таких сделок за последние годы возросло, что принесло немалую прибыль опытным инвесторам. Но с ростом количества объявлений о слияниях и поглощениях возникло множество проблем, и теперь эти когда-то выгодные операции чреваты убытками. Возможно, снижение общего уровня их доходности стало также следствием высокой конкуренции³⁶.

³⁵ При коротких продажах инвестор ставит не на рост, а на падение акций. Короткие продажи осуществляются в три этапа. Сначала инвестор заимствует акции у их владельца, затем продает их и, наконец, по прошествии определенного времени покупает и возвращает владельцу. Если рыночная стоимость акций падает, инвестор может купить их по более низкой цене. Разница между ценой продажи заемных акций и ценой покупки акций, предназначенных для возврата (за вычетом дивидендов, процентов и платы за услуги брокерской компании), и составляет прибыль инвестора. Но если курс акций растет, инвестор может понести огромные убытки, что делает короткие продажи чрезвычайно опасными для большинства индивидуальных инвесторов.

³⁶ В конце 1980-х гг., когда возросло количество враждебных поглощений и покупок контрольного пакета акций на заемные средства, компании Уолл-стрит, чтобы выиграть от ошибок в ценообразовании при проведении таких сложных операций, начали создавать особые подразделения, занимающиеся арбитражем. Опыт оказался настолько удачным, что получил широкое распространение, в результате чего прибыль упала и эти подразделения закрылись. Хотя Грэм и пишет об арбитраже далее, данный вид биржевой торговли стал неприемлемым для большинства инвесторов, так как прибыль можно

Падение доходности вышеописанных операций – следствие разрушительного процесса, который сродни закону убывающей доходности (проявления последнего не раз наблюдались в периоды переиздания данной книги). В 1949 г. мы представили результаты анализа колебаний фондового рынка за предшествующие 75 лет. На их основании, используя показатели прибыли и уровни текущих процентных ставок, мы вывели специальную формулу для определения оптимальных моментов для покупки акций, входящих в расчет индекса Доу – Джонса, по цене ниже фундаментальной и последующей их продажи по более высокой цене. Этот подход отвечал известной максиме Ротшильдов: «Покупай дешево и продавай дорого»³⁷. Преимущество нашего подхода к операциям с акциями заключалось в том, что он прямо противоречил прочно укоренившемуся и разрушительному принципу Уолл-стрит, согласно которому акции следует покупать, когда они дорожают, и продавать, когда они дешевеют. Увы, после 1949 г. эта формула перестала работать. Еще одно подтверждение деструктивного процесса, о котором мы писали выше, – известная теория Доу, объясняющая движения фондового рынка. Применение этой теории на практике давало блестящие результаты в 1897–1933 гг., но после 1934 г. ее эффективность стала сомнительной.

Пример третьей и последней исключительной возможности, открывающейся перед инвестором, – из недавнего прошлого. Дело в том, что большая часть наших собственных операций на фондовом рынке была связана с приобретением недооцененных акций. Рыночная цена этих акций была ниже стоимости приходящихся на них долей чистых текущих активов (оборотного капитала) корпорации без учета непрофильных и других активов за вычетом всех обязательств. Очевидно, что такого рода акции торговались по цене намного ниже реальной стоимости акционерной компании как частного предприятия. Ни владельцу, ни кому-либо из акционеров никогда не пришло бы в голову продавать свое имущество по такой смехотворной цене. Как ни странно, но обнаружить подобного рода аномалии было совсем не трудно. В 1957 г. был опубликован список, включающий около 200 таких акций, которые обращались на рынке. В итоге инвестиции в них (за редким исключением) оказались прибыльными, а доходность по ним превышала доходность по другим акциям. В следующем десятилетии такие акции практически исчезли с фондового рынка, а вместе с ними – и соответствующие возможности для искушенных активных инвесторов. Однако в 1970 г. падение рынка вновь привело к появлению множества недооцененных акций, продающихся по цене ниже стоимости долей приходящегося на них оборотного капитала. Несмотря на последовавший рост рынка, к концу года инвестор мог найти достаточное количество таких акций для формирования полноценного портфеля.

В современных условиях активный инвестор по-прежнему может добиться более высокой доходности, чем в целом по фондовому рынку. Среди множества обращающихся на фондовых биржах акций не так уж трудно выбрать такие, которые, используя логику и определенные правила, можно классифицировать как недооцененные рынком. Такой подход более эффективен, чем ориентация на акции, входящие в расчет индекса Доу – Джонса, или сходный набор надежных акций из котировального списка. С нашей точки зрения, для инвестора, стремящегося получить более высокую прибыль (скажем, на 5 % превышающую среднегодовую доходность рынка), такие акции – просто находка. Далее мы расскажем о некоторых методах поиска этих акций, которые может использовать активный инвестор.

было получить только в рамках многомиллионных операций. Богатые индивидуальные и институциональные инвесторы могут работать с хедж-фондами, специализирующимися на арбитраже слияния и других видах событийного арбитража.

³⁷ Семья Ротшильдов во главе с Натаном Майером Ротшильдом в XIX в. занимала доминирующее положение на европейском финансовом рынке и рынке ценных бумаг. История этой семьи блестяще описана в книге Найла Фергюсона (Niall Ferguson, *The House of Rothschild: Money's Prophets, 1798–1848*, Viking, 1998).

Комментарии к главе 1

Все человеческие несчастья имеют один корень: неумение спокойно оставаться у себя в комнате.

Блез Паскаль

Как вы думаете, почему брокеры Нью-Йоркской фондовой биржи всегда радуются, услышав сигнал об окончании рабочего дня, – независимо от того, что происходило в этот день на рынке? Да потому, что, работая на вас, они зарабатывают деньги для своего кармана. Ведь они получают прибыль в любом случае, независимо от того, получаете ли ее вы. Занимаясь спекуляциями вместо инвестиций, вы понижаете свои шансы заработать состояние и способствуете обогащению брокеров.

Грэм предельно ясно сформулировал определение инвестиций: «Инвестиции – это операции, цель которых – тщательно анализируя ситуацию, сохранить вложенные средства и получить приемлемую прибыль. Операции, которые не отвечают этим требованиям, – это спекуляции»³⁸. Обратите внимание, что это определение недвусмысленно указывает на три главных условия успеха:

- прежде чем покупать акции, инвестор должен тщательно проанализировать финансовые и другие показатели компании-эмитента, а также ситуацию в отрасли;
- он должен стараться сохранить свои вложения и не допустить серьезных убытков;
- он должен стремиться к получению не сверхвысокой, а «приемлемой» прибыли.

Инвестор рассчитывает стоимость акций, исходя из стоимости компании. Спекулянт покупает акции в расчете на их рост, вызванный тем, что кто-то будет готов заплатить за них более высокую цену. Как указывал Грэм, инвестор судит о рыночной цене акций с учетом оценки (на основе принятых методов) фундаментальной стоимости компании-эмитента, а спекулянты, наоборот, оценивают реальную стоимость компании, исходя из рыночной цены их акций³⁹. Спекулянту как воздух нужны постоянно меняющиеся котировки, без них он просто не выживет. Для инвестора рыночная цена акций, которую Грэм называет «котировочной», не столь важна. Он рекомендует инвестировать только при условии, что, купив акции, инвестор будет спокоен, даже не получая ежедневную информацию об их рыночной цене⁴⁰.

Спекуляции могут быть столь же увлекательным занятием, как игра в казино или на скачках (и даже прибыльным – если вам повезет). Но они – худший из всех способов заработать состояние. Дело в том, что на Уолл-стрит, как в игорных домах Лас-Вегаса и на ипподромах, в плюсе всегда остается заведение, а не игрок, пытающийся выиграть с помощью спекуляций.

Инвестиции, напротив, – азартная игра особого рода, которую в конечном счете нельзя проиграть – ведь инвестор играет только по правилам, позволяющим использовать все движения рынка в свою пользу. Инвесторы зарабатывают деньги для себя, спекулянты – для

³⁸ Более того, Грэм конкретизирует понятия, используемые в этом определении. Тщательный анализ – это изучение ценных бумаг на основе принятых методов оценки их стоимости и надежности. Чтобы сохранить вложения, их нужно защитить в условиях как спокойного, так и волатильного рынка. Приемлемая (удовлетворительная) прибыль – это минимальная прибыль, которую инвестор согласен получать при условии, что он действует достаточно разумно. (*Security Analysis*, 1934 ed., с. 55–56.)

³⁹ *Security Analysis*, 1934 ed., с. 310.

⁴⁰ В одном из интервью Грэм дал такой совет: «Спросите себя: “Если бы акции такой-то компании не продавались на рынке, согласился бы я их купить?”» (*Forbes*, 1 января 1972 г., с. 90).

своих брокеров. Именно поэтому фондовая биржа постоянно ворчит на инвесторов и превозносит спекулянтов.

Превышать скорость опасно

Грэм предупреждает, что ни в коем случае нельзя путать спекуляции с инвестициями. В 1990-е гг. эта путаница привела к значительным потерям на фондовом рынке. Казалось, почти у всех его участников иссякло терпение, и США стали страной спекулянтов, населенной трейдерами, которые прыгали с одних акций на другие как кузнечики на летнем лугу.

Люди поверили, что если тот или иной метод инвестирования «работает», значит, он «правильный». Те, кому какое-то время удавалось получать прибыль выше средней по рынку (независимо от того, какими безрассудными и опасными способами это достигалось), хвастались своей «правотой». Но разумный инвестор не обязан доказывать свою правоту в краткосрочной перспективе. Казалось, методы, получившие массовое распространение на фондовом рынке 1990-х гг., – внутридневная торговля (дейтрейдинг), отказ от диверсификации, перемещение средств в «горячие» инвестиционные фонды и использование различных «систем» выбора акций, – успешно работали. Но они не годились для долгосрочного инвестирования, так как не соответствовали ни одному из трех критериев Грэма, позволяющих отличить инвестиции от спекуляций.

Чтобы понять, почему текущая высокая доходность ничего не доказывает, представим себе, что расстояние между пунктами А и Б составляет 150 км. Двигаясь со скоростью 75 км в час, это расстояние можно преодолеть за два часа. Но на скорости 150 км в час для этого понадобится вдвое меньше времени. Допустим, я проеду это расстояние на автомобиле на огромной скорости и не попаду в аварию. Но буду ли я при этом «прав»? Должны ли вы следовать моему примеру, даже если я скажу, что мой метод «работает»? Опасные методы «побития рынка» – та же езда с превышением скорости: какое-то время, если вам повезет, все будет хорошо. Но вы рискуете рано или поздно попасть в аварию.

В 1973 г., когда Грэм работал над последним прижизненным переизданием своей книги, годовой коэффициент оборачиваемости ценных бумаг на Нью-Йоркской фондовой бирже составлял 20 %. Это означает, что в среднем период держания акций их владельцем составлял пять лет. К 2002 г. коэффициент оборачиваемости вырос до 105 %, т. е. период держания акций сократился до 11,4 месяца. В 1973 г. взаимный инвестиционный фонд средних размеров держал акции в среднем около трех лет, в 2002 г. этот показатель снизился до 10,9 месяца. Все это выглядело так, будто управляющие фондами почти год изучали купленные акции, а потом вдруг решали, что от них нужно как можно скорее избавиться и сбрасывали их, и так до бесконечности.

Даже самые известные управляющие компании иногда увлекаются спекуляциями. В начале 1995 г. Джеффри Виник, управляющий компанией Fidelity Magellan (в то время это был крупнейший в мире взаимный инвестиционный фонд) вложил в акции высокотехнологичных компаний 42,5 % активов. Он говорил, что большинство вкладчиков доверяют фонду свои сбережения, потому что заглядывают на много лет вперед, и что, по его мнению, их цели совпадают с целями фонда, поскольку они (вкладчики), как и Виник, выбирают долгосрочный подход. Но спустя полгода Виник продал почти все акции, выручив за два месяца почти \$19 млрд. Долгосрочный период оказался не таким уж долгосрочным. А в 1999 г. дисконтное брокерское подразделение Fidelity Magellan уже призывало своих клиентов торговать ценными бумагами в любом месте и в любое время, используя для этого «наладонники», что вполне соответствовало новому слогану фирмы – «Не теряй ни секунды» («Every second counts»).

Как показано на рис. 1.1, на внебиржевом рынке NASDAQ акции оборачивались с рекордной скоростью⁴¹.

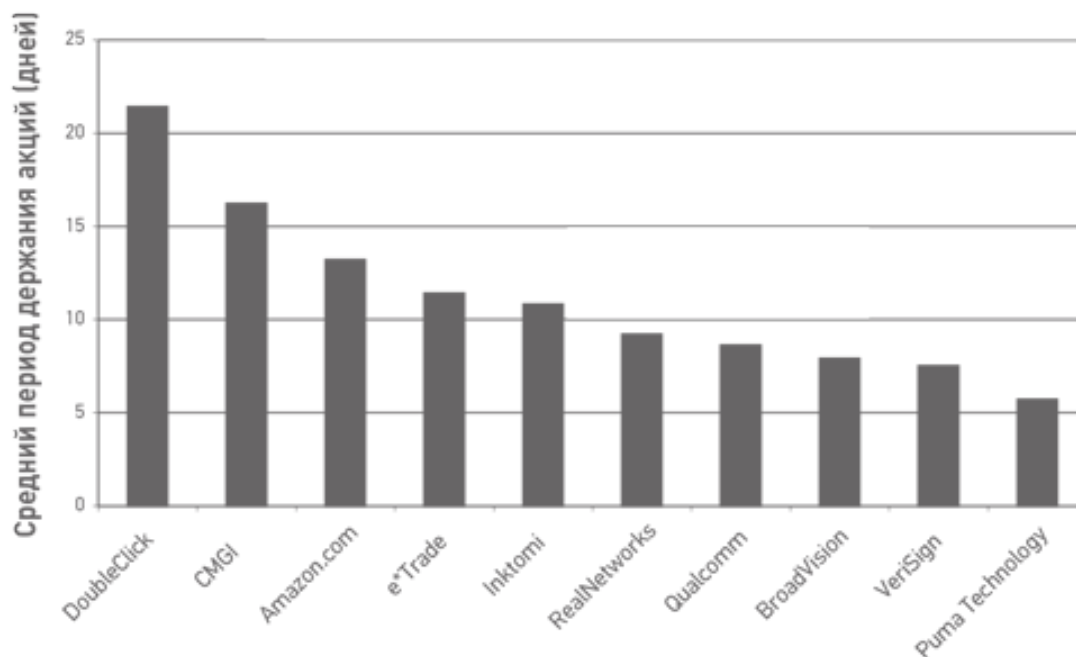


Рис. 1.1. Акции: езда с превышением скорости

Источник: Steve Galbraith, Sanford C. Bernstein & Co research report, 10 января 2000 г.

Например, в 1999 г. акции компании Puma Technology меняли своего владельца в среднем каждые 7,2 дня. Невзирая на претенциозный слоган NASDAQ – «Фондовый рынок нового века» («The Stock Market of the Next Hundred Years»), мало кто из участников рынка держал акции дольше четырех дней.

Национальная компьютерная игра

Финансовые компании кричат о том, что онлайн-трейдинг – самый короткий путь к быстрому обогащению. Компания Discover Brokerage (подразделение такого почтенного банка, как Morgan Stanley), специализирующаяся на электронной торговле акциями, запустила телевизионный рекламный ролик, в котором водитель непрезентабельного грузовика подвозит куда-то лощенного менеджера. Заметив на приборной панели фотографию с видом роскошного дома на фоне пляжа где-то в тропиках, менеджер спрашивает: «Вы проводили там отпуск?» «Вообще-то это мой дом», – скромно отвечает водитель. «Похоже, он стоит на острове», – замечает пассажир. И водитель, потупив глаза, сообщает: «Остров тоже мой».

Этим реклама не ограничивалась. Она кричала о том, что онлайн-трейдинг не требует больших усилий, в том числе умственных. В телевизионном рекламном ролике онлайн-брокера Ameritrade домохозяйка, вернувшись с утренней пробежки, включала компьютер, делала несколько щелчков мышью и радостно щебетала: «Ой, кажется, я заработала 1700 долларов!» А в ролике брокерской фирмы Waterhouse тренера баскетбольной команды Фила Джексона спрашивали, знает ли он что-нибудь о торговле ценными бумагами? «Могу

⁴¹ Средняя доходность акций (рис. 1.1) в 1999 г. составляла 1196,4 %. В 2000 г. падение составило в среднем 79,1 %, в 2001 г. – 35,5 %, в 2002 г. – 44,5 %, в результате чего ранее полученная прибыль превратилась в прах.

заняться этим делом хоть сейчас», – отвечал тот. (Интересно, выиграла бы команда Джексона хоть один матч, если бы она так же готовилась к играм? Можно ли рассчитывать на чемпионский титул, ничего не зная о командах соперников, но выражая готовность сражаться с ними «хоть сейчас»?)

В 1999 г. по меньшей мере 6 млн человек занимались электронной торговлей ценными бумагами. Примерно каждый десятый практиковал дейтрейдинг, используя возможности Интернета для мгновенной покупки и продажи акций. Каждый участник рынка – от непревзойденной Барбары Стрейзанд до двадцатипятилетнего Николаса Бирбаса, бывшего официанта из Квинса, – получил возможность молниеносно совершать сделки с акциями. «Раньше, – рассказывает Бирбас, – я вкладывал деньги на долгосрочной основе и пришел к выводу, что это неразумно». Сегодня бывший официант перепродает акции по 10 раз в день и надеется зарабатывать \$100 000 в год. «Ненавижу красный цвет в строке «Прибыль/убытки» – признается Барбара Стрейзанд в интервью журналу *Fortune*. – По гороскопу я Телец, и красный цвет приводит меня в ярость. Едва его увидев, я моментально продаю акции»⁴².

Люди следят за котировками на специальных сайтах и экранах телевизоров в барах, ресторанах, парикмахерских, салонах такси и на кухнях. Фондовый рынок стал чем-то вроде непрекращающейся компьютерной игры, в которую играет вся страна. Американцы думают, что знают о фондовом рынке все. К сожалению, получить знания не так легко, как данные. Цена акций, «засветившихся» на экране телевизора или мониторе компьютера, может подскочить вдвое. Но этот рост – лишь блики на экране, за ним ничего не стоит.

20 декабря 1999 г. компания Juno Online Services предложила новаторский бизнес-план, цель которого, видимо, состояла в том, чтобы израсходовать как можно больше денег. Компания объявила, что будет обслуживать индивидуальных клиентов бесплатно (никакой платы за пользование электронной почтой, бесплатный доступ в Интернет). Кроме того, компания объявила о намерении в следующем году потратить на рекламу на несколько миллионов долларов больше. После того как компания сообщила, что собирается сделать хакари, стоимость ее акций буквально за два дня подскочила с \$16,375 до \$66,75⁴³.

Зачем корпеть над книгами, пытаюсь узнать, прибыльна ли компания-эмитент, какие товары и услуги она производит, кто ее возглавляет и, вообще, как она называется? Ведь достаточно знать ее тикер (CBLT, INKT, PCLN, TGLO, VRSN, WBVN)⁴⁴. В конце 1998 г. акции микроскопической строительной компании Temco Services, операции с которыми проводились крайне редко, буквально за минуту подскочили в цене втрое, поднявшись до рекордного значения. Почему? Да потому что у участников рынка случился острый приступ финансовой дислексии, или, попросту говоря, они разучились читать. Тысячи трейдеров купили акции Temco по ошибке, спутав ее тикер (TMCO) с тикером интернет-компаний, акции которой в тот день впервые были размещены на рынке, – Ticketmaster Online (TMCS)⁴⁵.

Оскар Уайльд как-то заметил, что циник – это человек, который всему знает цену и ничего не ценит. В этом смысле фондовый рынок всегда был циничным, но в конце 1990-х гг. он шокировал бы своим цинизмом даже Уайльда. А как еще расценивать тот факт, что стоит кому-то сказать хоть слово о цене акций и она может подскочить вдвое, хотя реальная стоимость компании не изменилась ни на йоту? В конце 1998 г. Генри Блуджет, аналитик компа-

⁴² Актрисе следовало бы читать не астрологические прогнозы, а книги Грэма. Разумный инвестор никогда не продает акции по дешевке только потому, что они падают. Прежде чем сделать это, он выяснит, не изменилась ли реальная стоимость компании-эмитента.

⁴³ А через год упала до \$1,093.

⁴⁴ Тикер – сокращенное обозначение названия компании; обычно содержит от одного до четырех символов и используется для идентификации акций при совершении торговых сделок.

⁴⁵ Это не единичный случай. В конце 1990-х гг. было по меньшей мере еще три случая, когда аналогичные ошибки дейтрейдеров привели к росту курсов акций ничем не примечательных компаний.

нии CIBC Openheimer, сказал, что «прогнозировать стоимость акций интернет-компаний так же трудно, как и стоимость акций других компаний: это скорее искусство, чем наука». Затем, говоря всего лишь о целевой цене и возможности будущего роста, он предположил, что цена акций Amazon.com может вырасти с \$150 (текущее значение на тот момент) до \$400. В тот день, когда слова Блоджета услышали участники рынка, акции Amazon.com подскочили на 19 % и, несмотря на уверения Блоджета, что он давал прогноз на год, целевой ориентир в \$400 был достигнут за три недели. Через год Уолтер Печик, финансовый аналитик компании Paine Webber, объявил, что ожидает роста курса акций компании Qualcomm до \$1000 в течение года. В тот же день курс акций, которые и без того выросли в 1999 г. на 1842 %, подскочил на 31 % до \$659 за акцию⁴⁶.

Формула фиаско

Если уж на то пошло, короткие продажи – не единственная форма спекуляций. На протяжении последнего десятилетия нам предлагали и пропагандировали множество таких форм, о которых, впрочем, вскоре забывали. Все они рекламировались под лозунгом «Быстро, просто, безопасно!», и все они не укладывались в определение инвестиций, которое дал Грэм. Вот лишь некоторые из форм спекуляций, которые пользовались популярностью в прошлом.

- **Торговля по календарю.** Эта форма спекуляции основывалась на так называемом «эффекте января», который заключается в том, что в короткий период с конца года до начала следующего вложения в акции мелких компаний становятся высокодоходными. В 1980-е гг. об этом много писали и в научных журналах, и в книгах. Исследования показывали, что если инвестор приобретал акции мелких компаний во второй половине декабря, то в январе их доходность оказывалась на 5–10 % выше среднерыночной. Эксперты были поражены. Это был настолько легкий способ заработать деньги, что, когда о нем узнали все участники рынка, «эффект января» сошел на нет.

Чем объяснялся «эффект января»? Во-первых, многие инвесторы в конце года продавали наименее прибыльные акции, чтобы зафиксировать убытки и платить меньше налогов. Во-вторых, профессиональные управляющие инвестиционными фондами в конце года вели себя более осторожно, стараясь сохранить прибыль (или хотя бы не ухудшить и без того низкие показатели). Поэтому они отказывались от приобретения падающих акций или даже сбрасывали их. При этом они старались избавиться прежде всего от акций мелких компаний. В результате такие акции могли стать источником дополнительного дохода. В январе, когда налоговые декларации уже были поданы, необходимость продавать падающие «мелкие» акции отпадала, и они, как правило, начинали расти в цене, быстро принося значительную прибыль.

«Эффект января» не исчез бесследно, просто он стал проявляться слабее. По мнению профессора Уильяма Шверта (Рочестерский университет), покупая акции мелких компаний в конце декабря и продавая их в начале января, в период с 1962 по 1979 г. можно было получать прибыль, превышающую среднерыночные показатели на 8,5 процентных пункта. В период с 1980 по 1989 г. превышение составило бы 4,4, а с 1990 по 2001 г. – 5,8 процентных пункта⁴⁷.

Чем больше участников рынка узнавали об «эффекте января», тем больше акций мелких компаний они скупали в декабре, что приводило к снижению доходности этих акций.

⁴⁶ В 2000 и 2001 гг. акции Amazon.com и Qualcomm упали соответственно на 85,8 и 71,3 %.

⁴⁷ Результаты исследований Шверта представлены в блестящей работе *Anomalies and Market Efficiency* (<http://schwert.ssb.rochester.edu/papers.htm>).

Кроме того, «эффект января» наблюдался прежде всего для акций мелких компаний. А согласно данным Plexus Group – известной фирмы, специализирующейся на изучении брокерских издержек, – доля расходов на оплату услуг брокеров при операциях с акциями мелких компаний может составить до 8 % объема инвестиций⁴⁸. Поэтому, сыграв на «эффекте января», вы рискуете обнаружить, что вся полученная прибыль ушла брокерам.

• **Выбирай то, что «работает».** В 1996 г. никому не известный управляющий акциями по имени Джеймс О’Шонесси написал книгу под названием «Что “работает” на Уолл-стрит» (*What Works on Wall Street*). В ней утверждалось, что любой инвестор способен добиться более высокой прибыли, чем в целом по рынку. Автор уверял, что в период с 1954 по 1994 г. \$10 000 можно было превратить в \$8 074 504, получив прибыль, в 10 раз превышающую среднерыночную, и добившись годового показателя доходности на уровне 18,2 %.

Что должен был сделать инвестор, чтобы получить такую прибыль? Купить 50 акций с самой высокой годовой доходностью, непрерывно растущей на протяжении пяти лет, причем их доходность не должна была превышать цену более чем в 1,5 раза⁴⁹.

Этот Эдисон с Уолл-стрит запатентовал свою «беспроигрышную стратегию» и получил патент за номером 5978778. Он создал четыре взаимных инвестиционных фонда, работающие по его методу. На конец 1999 г. эти фонды привлекли более \$175 млн, и в ежегодном обращении к акционерам О’Шонесси торжественно заявил: «Я надеюсь, что совместными усилиями нам удастся достичь долгосрочных целей, придерживаясь избранного курса и проверенной временем инвестиционной стратегии».

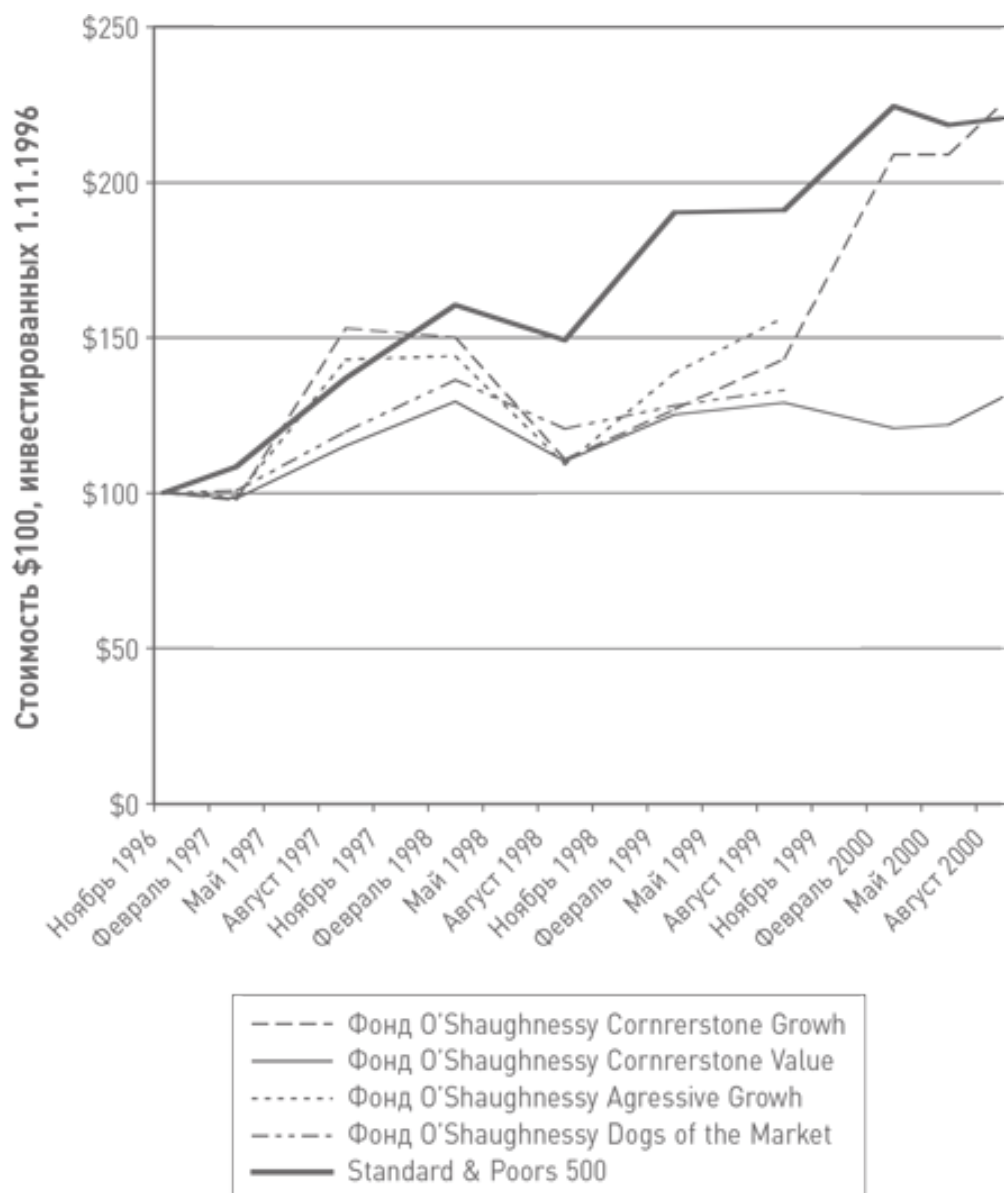
Но то, «что “работало” на Уолл-стрит», перестало «работать» после того, как О’Шонесси опубликовал свою книгу. Как показано на рис. 1.2, у двух из его фондов дела пошли настолько плохо, что в начале 2000 г. они прекратили свое существование, а рынок в целом (как показывает индекс S&P 500) на протяжении следующих четырех лет постоянно демонстрировал более высокие результаты, чем фонды О’Шонесси.

Дело закончилось тем, что в июне 2000 г. О’Шонесси передал созданные им фонды другому управляющему и оставил клиентов один на один со своей «проверенной временем инвестиционной стратегией»⁵⁰. Вкладчики, возможно, пострадали бы не так сильно, если бы он дал своей книге более точное название – например, «Что “работало” на Уолл-стрит до того, как я написал свою книгу».

⁴⁸ См.: Plexus Group Commentary 54, “The Official Icebergs of Transaction Costs,” январь 1998 г. <http://www.plexusgroupe.com/>.

⁴⁹ James O’Shaughnessy, *What Works on Wall Street* (McGraw-Hill, 1996), с. xvi, 273–295.

⁵⁰ Парадоксально, но факт: после того, как О’Шонесси покинул свой пост, два выживших инвестиционных фонда (сегодня они называются фондами Хеннесси) начали работать гораздо лучше. Но вкладчики были в ярости. В чате на сайте www.morningstar.com один из них буквально кипел от злости: «Видимо, О’Шонесси считает, что долгосрочный период – это три года... Сочувствую всем пострадавшим. Я тоже верил в его метод... Я порекомендовал фонд нескольким друзьям и родственникам, но, к счастью, они не понесли в него деньги».



Источник: Morningstar, Inc.

Рис. 1.2. Что «работало» на Уолл-стрит

• **Метод Motley Fool, или «дурацкая четверка».** В середине 1990-х сайт компании Motley Fool (и некоторые книги) всюду рекламировали стратегию, получившую название «дурацкая четверка» (The Foolish Four). Согласно рекомендациям Motley Fool, тратя всего 15 минут в год на «планирование инвестиций», в течение 25 лет можно получать прибыль, превышающую как среднерыночные показатели, так и показатели взаимных инвестиционных фондов, и, что самое главное, с минимальным риском. Для этого предлагалось делать следующее.

- Выбрать пять самых дешевых акций, входящих в расчет фондового индекса Доу – Джонса, с самой высокой дивидендной доходностью.
- Исключить из их числа самую дешевую акцию.
- Вложить 40 % средств в акции, занимающие второе место в списке самых дешевых.
- Вложить по 20 % средств в каждые из трех оставшихся акций.

- Через год снова выбрать акции из числа входящих в расчет индекса Доу – Джонса в соответствии с теми же критериями и повторить действия согласно п. 1–4.
- Повторять до тех пор, пока не разбогатеете.

Компания Motley Fool уверяла, что благодаря этому методу в течение 25 лет прибыль инвестора будет на 10,1 процентных пункта выше среднегодовой доходности рынка. А еще через 20 лет, по мнению экспертов Motley Fool, каждые \$20 000, вложенные в акции по методу «дурацкой четверки», превратятся в \$1 791 000. (Эти эксперты также уверяли, что можно добиться еще более высокой прибыли, если выбрать пять акций из числа входящих в расчет индекса Доу – Джонса, имеющих максимальное отношение дивидендной доходности к квадратному корню из цены, исключить акции с самым высоким соотношением и купить оставшиеся четыре.)

Посмотрим, укладывается ли эта «стратегия» в определение инвестиций по Грэму.

- О каком «тщательном анализе ситуации» можно говорить, если инвестор отказывается от акций, наиболее привлекательных с точки зрения цены и дивидендной доходности, и выбирает акции, наименее привлекательные по этим показателям?
- Следует ли считать «минимизацией риска» вложение 40 % средств в акции одной компании?
- Можно ли считать портфель, включающий акции всего четырех компаний, диверсифицированным и обеспечивающим «сохранность инвестиций»?

Короче говоря, метод «дурацкой четверки» был самым дурацким методом работы на Уолл-стрит из всех когда-либо существовавших. Эксперты Motley Fool допустили ту же ошибку, что и О'Шоннесси. Дело в том, что, анализируя большой массив данных за продолжительный период, нетрудно обнаружить множество иллюзорных «закономерностей», на основании которых можно строить различные модели работы на рынке. Лишь по чистой случайности компании, дивидендная доходность которых выше средней по рынку, могут иметь и другие сходные черты. А поскольку между этими чертами и доходностью нет причинно-следственной связи, на их основании нельзя ничего прогнозировать.

Ни одна из «открытых» экспертами Motley Fool формул (исключение из списка самых дешевых акций; вложение 40 % средств в акции, занимающие второе место в списке; деление дивидендной доходности на квадратный корень из цены акции) никоим образом не может повлиять на будущую динамику цен акций или хотя бы объяснить ее. В журнале *Money* отмечалось, что вероятность успеха при использовании метода «дурацкой четверки» не выше, чем, например, при выборе акций компаний, в названии которых нет повторяющихся букв. Причина одна: в обоих случаях успеха можно добиться только случайно⁵¹. Как не уставал повторять Грэм, будущая доходность акций зависят только от того, как идут дела у компании-эмитента, и ни от чего другого.

В «дурацкой» истории все кончилось именно так, как и следовало ожидать. Дурацкие рекомендации одурачили тысячи людей, которые понесли убытки, поверив в силу очередной волшебной «формулы успеха» на фондовом рынке. В 2000 г. четыре «дурацкие акции» – Caterpillar, Eastman Kodak, SBC и General Motors – упали на 14 %, в то время как индекс Доу – Джонса снизился всего на 4,7 %.

Как показывают приведенные выше примеры, единственная акция, которая всегда высоко ценится на Уолл-стрит, – это «акция» дурацких идей. Все рассмотренные выше «стратегии» противоречат «закону Грэма». Все так называемые «формулы успеха» на фон-

⁵¹ См.: Jason Zweig, “False Profits,” *Money*, август 1999 г., с. 55–57. Более подробно о методе «дурацкой четверки» можно узнать на сайтах <http://www.investor.home.com/> и <http://www.fool.com/>.

довом рынке являются разновидностью «разрушительного процесса, который сродни закону убывающей доходности». Они не обеспечивают обещанной доходности по двум причинам. Во-первых, если «формула успеха» основывается на иллюзорных закономерностях (как метод «дурацкой четверки»), то с течением времени станет ясно, что в ее основе лежат ложные предпосылки. Во-вторых, если такая «формула» действительно когда-то «работала» (как «эффект января»), то по мере того, как о ней узнают все больше участников рынка, ее эффективность снижается, и вероятность получения более высокой прибыли по сравнению с рынком стремится к нулю.

Все вышесказанное вновь заставляет вспомнить предупреждение Грэма о том, что к спекуляциям следует относиться так же, как опытные игроки относятся к игре в казино.

- Всегда следует понимать, чем именно вы занимаетесь – инвестициями или спекуляциями, и не путать одно с другим.
- Чрезмерное увлечение спекуляциями делает их чрезвычайно опасными.
- Следует четко определить, какой суммой вы можете позволить себе рисковать.

Подобно опытному игроку, который берет с собой в казино не более сотни долларов, оставляя все остальное в гостиничном сейфе, разумный инвестор пускает на спекуляции лишь небольшую часть своих сбережений – «шальные деньги». Большинство инвесторов используют на эти цели не более 10 % активов, полагая, что это максимальная сумма, которую можно потратить на рискованные операции. Ни в коем случае не держите деньги, предназначенные для спекуляций, на том же счете, что и деньги, предназначенные для инвестиций. Никогда и не позволяйте «спекулятивным» идеям влиять на вашу инвестиционную деятельность. Ни в коем случае не тратьте на спекуляции более 10 % ваших активов (независимо от ситуации на рынке).

Хорошо это или плохо, но азарт у человека в крови, и поэтому большинству людей не стоит и пытаться подавить в себе инстинкт игрока. Но этот инстинкт можно обуздать. Только научившись им управлять, можно быть уверенным в том, что вы никогда не попадете в беду, не отличив вовремя спекуляцию от инвестиции.

Глава 2

Инвестор и инфляция

Тема инфляции и борьбы с ней в последние годы приобрела особую популярность. Падение покупательной способности доллара в прошлом и опасения инвесторов (и надежды спекулянтов), связанные с ожиданием серьезного экономического спада в будущем, сильно повлияли на намерения участников фондового рынка. Понятно, что от роста стоимости жизни в первую очередь пострадают держатели облигаций: инфляция съест как текущий процентный доход, так и номинальную стоимость облигаций, получаемую при погашении. А для держателей акций, наоборот, снижение покупательной способности доллара в определенной степени компенсируется ростом дивидендов и курса акций.

Эти неоспоримые факты позволяют многим финансистам сделать два вывода: 1) облигации по определению – не лучший объект инвестиций и 2) вкладывать средства следует, соответственно, в акции. Случалось, что благотворительным организациям советовали включать в инвестиционные портфели исключительно акции и полностью отказываться от облигаций⁵². В новых условиях управляющим компаниям рекомендуется весь капитал держать исключительно в акциях, хотя ранее закон ограничивал их вложения первоклассными облигациями (в отдельных случаях можно было использовать привилегированные акции).

Несомненно, читатели без труда поймут, что даже самые надежные акции не являются предпочтительным инструментом инвестиций *ни при каких условиях* – даже на пике роста рынка или при более низкой текущей дивидендной доходности акций по сравнению с доходностью облигаций. Утверждение о предпочтительном характере акций столь же нелепо, как и распространенное в прошлом представление о безусловно более высокой надежности облигаций. В данной главе мы постараемся показать, как инфляционные ожидания инвестора сказываются на его поведении, и понять, каким образом он должен на них реагировать.

Как и в других финансовых вопросах, рассматривать будущую политику следует опираясь на прошлый опыт. Можно ли считать инфляцию (по крайней мере столь высокую, какую мы наблюдаем после 1965 г.) новым явлением для США? Если мы уже сталкивались с таким же, как сегодня, или более высоким уровнем инфляции, какие уроки сейчас можно извлечь из поведения инвесторов в прошлом? Начнем с таблицы 2.1, где представлена динамика общего уровня цен, доходности и рыночной стоимости акций с 1915 г., т. е. за 55 лет (с интервалом в пять лет). (Мы использовали данные за 1946 г., поскольку в 1945 г., во время Второй мировой войны, государство регулировало цены.)

Прежде всего необходимо отметить, что в прошлом в США уже наблюдались скачки инфляции. Самый высокий рост цен имел место в 1915–1920 гг., когда стоимость жизни выросла почти вдвое. Этот рост сопоставим с динамикой цен в 1965–1970 гг., когда инфляция росла на 15 % в год. Всего с 1915 по 1970 г. наблюдалось три периода падения и шесть периодов роста цен. На основании такой динамики инвесторы вполне могут ожидать продолжающегося или нового роста инфляции.

⁵² В конце 1990-х гг. поступать так рекомендовали не только некоммерческим и благотворительным организациям с практически неограниченным инвестиционным горизонтом, но и индивидуальным инвесторам, чей жизненный «горизонт», увы, ограничен. В вышедшей в 1994 г. книге «Долгосрочные инвестиции в акции» (Stocks for the Long Run) специалист по финансам Джереми Сигел (Уортонская школа бизнеса) советовал «безрассудным» инвесторам использовать механизм маржинальной торговли таким образом, чтобы заемные средства составляли не менее трети от величины их собственного капитала, и вкладывать все 135 % активов в акции. Этой рекомендации следовали даже правительственные чиновники. В феврале 1999 г. на конференции, посвященной проблемам инвестирования, глава Казначейства штата Мэриленд Ричард Диксон заявил: «Не вижу никакого смысла вкладывать деньги в облигации».

Можем ли мы предугадать вероятные темпы инфляции? Таблица 2.1 не дает однозначного ответа на этот вопрос. Однако имеет смысл посмотреть на динамику за последние 20 лет, когда потребительские цены росли в среднем на 2,5 % в год. В 1965–1970 гг. этот показатель составлял 4,5 %, причем только в 1970 г. – 5,4 %. Государство принимает решительные меры по борьбе с инфляцией, и есть основания полагать, что в будущем эффективность этих мер возрастет⁵³. Поэтому инвесторам, видимо, следует ориентироваться на *возможный* (не путать с прогнозным!) уровень инфляции – около 3 % в год. (Этот показатель сопоставим с показателем 1915–1970 гг. – 2,5 % в год {1}).

Таблица 2.1. **Общий уровень цен, доходность и цены акций, 1915–1970 гг.** (с интервалом в пять лет)

Годы	Цены*		S&P 500**		По сравнению с предыдущим годом, %			
	Цены производителей	Потребительские цены	Доходность акций	Цены акций	Цены производителей	Потребительские цены	Доходность акций	Цены акций
1915	38,0	35,4		8,31				
1920	84,5	69,8		7,98	+96,0	+96,8		-4,0
1925	56,6	61,1	1,24	11,15	-33,4	-12,4		+41,5
1930	47,3	58,2	0,97	21,63	-16,5	-4,7	-21,9	+88,0
1935	43,8	47,8	0,76	15,47	-7,4	-18,0	-21,6	-26,0
1940	43,0	48,8	1,05	11,02	-0,2	+2,1	+33,1	-28,8
1946***	66,1	68,0	1,06	17,08	+53,7	+40,0	+1,0	+55,0
1950	86,8	83,8	2,84	18,40	+31,5	+23,1	+168,0	+21,4
1955	97,2	93,3	3,62	40,49	+6,2	+11,4	+27,4	+121,0
1960	100,7	103,1	3,27	55,85	+9,2	+10,5	-9,7	+38,0
1965	102,5	109,9	5,19	88,17	+1,8	+6,6	+58,8	+57,0
1970	117,5	134,0	5,36	92,15	+14,6	+21,9	+3,3	+4,4

* 1957 г. = 100. Если 1947 г. = 100, то в 1970 г. средний уровень цен производителей составлял 110,4, потребительских цен – 116,3.

** В 1941–1943 гг. среднее значение индекса составляло 10 пунктов.

*** Данные за 1946 г., когда не действовало государственное регулирование цен.

Что это означает для инвестора? Инфляция и рост стоимости жизни будут съедать около половины доходов, которые сегодня приносят надежные среднесрочные не облагаемые налогом облигации (или качественные корпоративные облигации после уплаты налогов). Сокращение доходов будет серьезным, но опасность не стоит преувеличивать. Реальная стоимость активов (или покупательная способность) инвестора с течением времени уменьшится. Если он потратит половину чистого процентного дохода, покупательная способность его активов останется неизменной даже при 3 %-ной годовой инфляции.

Но при этом, естественно, возникает целый ряд вопросов: может ли инвестор рассчитывать на более высокую прибыль, покупая другие ценные бумаги помимо первоклассных облигаций, несмотря на беспрецедентно высокую доходность последних в 1970–1971 гг.? Может быть, целесообразно включать в инвестиционный портфель лишь акции, не «разбавляя» их облигациями? Разве обыкновенные акции не защищают инвестора от инфляции автоматически? Разве они по определению не приносят в долгосрочной перспективе более высокий доход, чем облигации? Разве за рассматриваемые 55 лет акции не обеспечили инвесторам более высокую прибыль, чем облигации?

Ответить на эти вопросы нелегко. Действительно, на протяжении длительного периода в прошлом обыкновенные акции были более выгодным по сравнению с облигациями объектом инвестиций. Если среднегодовое значение индекса Доу – Джонса с 1915 по 1970 г. выросло с 77 до 753 пунктов, значит, ежегодный рост составил 4 %. К этому следует прибавить соответствующий 4 %-ный рост среднегодовой дивидендной доходности по акциям в абсолютном выражении. (Данные по S&P примерно такие же.) Суммарное значение на

⁵³ Это одно из немногих заблуждений Грэма. В 1973 г., всего через два года после того, как президент Ричард Никсон ввел регулирование заработной платы и цен, инфляция достигла 8,7 % – самого высокого уровня со времен Второй мировой войны. Период с 1973 по 1982 г. отличался самой высокой инфляцией за всю новейшую историю США: стоимость жизни возросла более чем вдвое.

уровне 8 % в год, конечно, свидетельствует о более высокой доходности акций по сравнению с облигациями на протяжении 55 лет. Но этот показатель не превышает *сегодняшней* доходности высококачественных облигаций. Значит, возникает еще один вопрос: существуют ли веские основания считать, что обыкновенные акции в будущем станут еще более выгодным объектом инвестиций, чем они были на протяжении последних пяти с половиной десятилетий?

Ответ на этот вопрос может быть только отрицательным. Обыкновенные акции *могут* принести более высокую прибыль в будущем, но полной уверенности в этом нет. Мы имеем дело с двумя разными временными отрезками. В первом случае речь идет о долгосрочном периоде (скажем, следующие 25 лет), а во втором случае – о том, что может произойти с инвестором (как в финансовом, так и в психологическом плане) в кратко– или среднесрочной перспективе (например, в течение 5–6 лет). Представления инвестора, его надежды и опасения, успехи и разочарования и в конечном счете его намерения определяются не столько результатами анализа инвестиционных операций за предшествующие десятилетия, сколько его собственным опытом работы на фондовом рынке.

Одно можно сказать с уверенностью: тесной временной связи между темпами инфляции (или дефляции), с одной стороны, и изменением доходности акций и их рыночной стоимости, с другой стороны, не существует. Очевидным примером может служить последний рассматриваемый интервал – с 1966 по 1970 г. Стоимость жизни выросла аж на 22 % (самый высокий показатель с 1946–1950 гг.), однако и доходность акций, и их стоимость в целом снизились по сравнению с 1965 г. Такая же противоположно направленная динамика этих показателей наблюдалась и в течение предшествующих 5-летних периодов.

Инфляция и прибыль корпораций

Другой серьезный подход к проблеме связан с анализом нормы прибыли американского бизнеса. Разумеется, этот показатель меняется в зависимости от уровня деловой активности в стране, но, в отличие от цен производителей и стоимости жизни, он не проявляет тенденции к постоянному росту. Напротив, несмотря на инфляцию, за последние 20 лет он значительно снизился (отчасти вследствие либерализации политики в области регулирования амортизационных отчислений (таблица 2.2)). Анализ данных свидетельствует о том, что инвестор не вправе рассчитывать на значительно более высокую прибыльность, чем прибыльность компаний, входящих в расчет индекса Доу – Джонса за последние пять лет – около 10 % по отношению к балансовой стоимости их чистых материальных активов {2}. Поскольку рыночная стоимость акций компаний, входящих в расчет индекса Доу – Джонса, намного превышает их балансовую стоимость (например, в середине 1971 г. их рыночная стоимость составляла 900, а балансовая – 560 пунктов), прибыльность по отношению к рыночной стоимости составляет всего 6,5 %. (На практике обычно используют обратный показатель – отношение стоимости акций к прибыли компании. Так, если значение индекса Доу – Джонса составляет 900 пунктов, оно в 18 раз превышает фактическую прибыль компаний за 12 месяцев, с июля 1970 по июнь 1971 г. включительно.)

Эти данные убедительно подтверждают справедливость приведенных в главе 1 рассуждений о том, что инвестор вправе рассчитывать на среднюю дивидендную доходность на уровне 3,5 % рыночной стоимости акций плюс доход на реинvestированные дивиденды, скажем, на уровне 4 %. (При этом мы исходим из того, что при увеличении балансовой стоимости на \$1 рыночная стоимость возрастает примерно на \$1,60.)

Таблица 2.2. **Задолженность, прибыль и норма прибыли корпораций, 1950–1969 гг.**

Год	Чистая задолженность корпораций, \$ млрд	Прибыль корпораций		Норма прибыли, %	
		Прибыль до уплаты налога, \$ млн	Прибыль после уплаты налогов, \$ млн	Компании, входящие в расчет S&P*	Другие компании**
1950	140,2	42,6	17,8	18,3	15,0
1955	212,1	48,6	27,0	18,3	12,9
1960	302,8	49,7	26,7	10,4	9,1
1965	453,3	77,8	46,5	10,8	11,8
1969	692,9	91,2	48,5	11,8	11,3

* Среднегодовое отношение прибыли компаний, входящих в расчет индекса Standard & Poor's, к балансовой стоимости.

** Источники: данные за 1950 и 1955 гг. — Cottle and Whitman; данные за 1960–1969 гг. — Fortune.

Читатель может возразить, что наши расчеты не учитывают роста доходности и стоимости акций вследствие прогнозируемого 3 %-ного роста инфляции. В свое оправдание мы можем сослаться на полное отсутствие свидетельств того, что в прошлом инфляция сопоставимого уровня оказывала какое-либо *непосредственное* влияние на величину прибыли в расчете на акцию. Сухие цифры показывают, что значительный рост прибыльности акций компаний, входящих в расчет индекса Доу – Джонса, за последние 20 лет *всегда* происходил вследствие соответствующего увеличения объема инвестированного капитала, полученного за счет реинвестирования прибыли. Если бы инфляция выступала самостоятельным благоприятным фактором, она приводила бы к росту стоимости ранее вложенного капитала, что,

в свою очередь, повышало бы и его норму прибыли и, следовательно, рентабельность и старого, и нового капитала вместе взятых. Но в действительности за последние 20 лет ничего подобного не наблюдалось, несмотря на то, что цены производителей выросли почти на 40 %. (Цены производителей оказывают более серьезное влияние на прибыль корпораций, чем потребительские цены.) Инфляция может привести к росту стоимости обыкновенных акций лишь через повышение нормы прибыли инвестированного капитала. Но, как показывают данные, на практике этого не происходило.

В прошлом в рамках экономических циклов рост экономики всегда сопровождался ростом цен, а спад – их снижением. Принято было считать, что небольшая инфляция способствует росту прибыли. Эта точка зрения не противоречит ситуации 1950–1970 гг., когда бизнес процветал на фоне роста цен. Но цифры говорят о том, что позитивное влияние инфляции на способность номинированного в акциях капитала приносить прибыль было весьма ограниченным. Практически его даже не хватало для поддержания нормы прибыли инвестированного капитала. Очевидно, серьезные противодействующие факторы препятствовали увеличению прибыльности американских корпораций. Надо полагать, важнейшие из этих факторов включали (1) опережающие темпы роста заработной платы по сравнению с темпами роста производительности труда и (2) огромную потребность в притоке нового капитала, сдерживавшую рост соотношения объема продаж к величине вложенного капитала.

Данные таблицы 2.2 показывают, что инфляция не только не способствовала росту прибыли корпораций и доходов акционеров, но, напротив, приводила к их снижению. С 1950 по 1969 г. задолженность корпораций росла колоссальными темпами. Поразительно, как мало внимания экономисты и финансовые аналитики уделяют этой очевидной и тревожной тенденции. Корпоративный долг вырос почти в 5 раз, в то время как прибыль до налогообложения увеличилась немногим более чем вдвое. Учитывая значительный рост процентных ставок в этот период, становится понятно, что сегодня задолженность становится серьезной проблемой для многих компаний. (Обратите внимание, что в 1950 г. прибыль после уплаты процентов (но до уплаты налога) составляла примерно 30 % корпоративного долга, а уже в 1969 г. – всего 13,2 %. В 1970 г. этот показатель должен был снизиться.) Таким образом, значительная доля 11 %-ной прибыли на акционерный капитал была получена благодаря значительному объему новых займов, обслуживание которых обходится корпорациям примерно в 4 %. Если задолженность корпораций сохранится на уровне 1950 г., уровень доходности на акционерный капитал упадет еще ниже, несмотря на инфляцию.

Фондовый рынок исходит из того, что главной жертвой инфляции становятся компании коммунального сектора, страдающие как от роста стоимости заемного капитала, так и от невозможности повышения регламентируемых государством тарифов на свои услуги. Однако нелишне заметить, что стоимость электроэнергии, газа и телефонной связи растет намного медленнее, чем общий уровень цен, что дает коммунальным компаниям стратегические преимущества в будущем {3}. Закон разрешает компаниям коммунального сектора устанавливать тарифы на свои услуги, обеспечивающие приемлемый уровень доходности инвестированного капитала. Возможно, именно это обстоятельство послужит защитой для акционеров в будущем, как это случалось в периоды инфляции в прошлом.

Все вышеизложенное заставляет вернуться к выводу о том, что у инвестора нет веских оснований надеяться на уровень доходности, превышающий средние показатели фондового рынка на уровне 8 % по состоянию на конец 1971 г. (акции компаний, входящих в расчет индекса Доу – Джонса, приобретенные по ценам конца 1971 г.). Но даже если ожидания инвестора будут оправданы, это не значит, что ему следует вкладывать средства исключительно в акции. Единственное, что можно гарантировать, так это то, что ни доходность акций, ни рынок в целом не будут расти стабильно и равномерно на 4 % (или на любую другую вели-

чину). Как говаривал небезызвестный Джон Пирпонт Морган: «Рынок будет колебаться»⁵⁴. Это означает, во-первых, что покупатель акций (и сегодня, и в будущем) рискует рано или поздно понести убытки. Акции компании General Electric (как и индексу Доу – Джонса) понадобилось 25 лет, чтобы оправиться от потерь, понесенных в результате биржевого краха 1929–1932 гг. Кроме того, если инвестор формирует портфель исключительно из акций, он рискует серьезно пострадать в результате как значительного роста, так и серьезного падения их курса, особенно если в своих действиях он руководствуется инфляционными ожиданиями. В этом случае в условиях бычьего рынка он воспримет его рост не как сигнал о неизбежном последующем падении и возможности продать акции на выгодных условиях. Напротив, он увидит в этом подтверждение правильности инфляционной гипотезы и будет продолжать покупать акции независимо от того, насколько вырос рынок и в какой степени сократилась дивидендная доходность. Результаты такой инвестиционной политики оказываются весьма плачевными.

⁵⁴ Джон Пирпонт Морган был самым влиятельным финансистом конца XIX – начала XX в. Поскольку его постоянно спрашивали, что будет происходить на фондовом рынке, он придумал краткий и безошибочный ответ: «Рынок будет колебаться». См.: Jean Strouse, *Morgan: American Financier* (Random House, 1999), с. 11.

Альтернативные способы защиты от инфляции

Если население страны испытывает недоверие к национальной валюте, люди предпочитают хранить сбережения в золоте. Гражданам США (к счастью для них) с 1935 г. поступать таким образом было запрещено законом. За 35 лет (к началу 1972 г.) рыночная цена золота выросла с \$35 до \$48 за унцию, т. е. всего на 35 %. Но в течение всего этого времени золото не приносило дохода тому, кто им владел. Напротив, за хранение драгоценного металла приходилось платить. Очевидно, что более выгодно было держать накопления на сберегательных счетах.

Золото не обеспечивало практически никакой защиты от падения покупательной способности доллара. Поэтому возникали сомнения и в том, что такой защитой могут служить и другие ценности⁵⁵. Со временем росла рыночная стоимость лишь отдельных ценностей, таких как бриллианты, произведения искусства, букинистические издания, редкие почтовые марки, старинные монеты и т. п. Но во многих, можно сказать, практически во всех, случаях стоимость этих ценностей неестественно раздувается, иногда до абсурдной величины. Согласитесь, трудно считать «инвестицией» приобретение за \$67 500 американской монеты 1804 г. (к тому же даже отчеканенной не в том году {4}). Кроме того, подобные операции требуют известного опыта. Лишь немногие читатели согласятся считать их простыми и безопасными.

Долгое время долгосрочными инвестициями, обеспечивавшими надежную защиту от инфляции, считались вложения в недвижимость. К сожалению, цены на недвижимость также подвержены значительным колебаниям. Нелегко правильно выбрать местоположение недвижимости, рассчитать ее стоимость и т. д. К тому же риелторы знают множество способов обмана покупателей. Наконец, для инвестора со скромными средствами диверсификация портфеля нецелесообразна, за исключением различных видов паевого инвестирования и вложений в новые выпуски ценных бумаг, иногда связанные с особыми возможностями (а это по сути мало чем отличается от вложений в акции). Но подобные вопросы выходят за рамки нашей компетенции. Мы можем сказать инвестору лишь одно: «Не зная броду, не суйся в воду».

⁵⁵ Питер Бернштейн, знаток инвестиционной деятельности, считает, что Грэм «чудовищно ошибался» в отношении драгоценных металлов, особенно золота, поскольку темпы роста цен на этот драгоценный металл (по крайней мере после написания Грэмом данной главы) значительно опережали темпы инфляции. Финансовый аналитик Уильям Бернштейн, напротив, признавал, что незначительные вложения в драгоценные металлы (скажем, 2 % общей стоимости активов) не способны существенно повлиять на суммарный объем прибыли инвестора, если цены на золото растут медленно. Но если они растут, золото приносит огромную прибыль (иногда более 100 % в год), и тогда оно одно способно сделать инвестиционный портфель высокодоходным. И все же разумные инвесторы избегают прямых инвестиций в золото по причине высоких затрат на его хранение и страховку. Такие инвесторы предпочитают вкладывать средства в высокодиверсифицированные взаимные инвестиционные фонды, специализирующиеся на акциях компаний, работающих с драгоценными металлами, ограничивая свои вложения 1 % общих расходов. Вложения не должны превышать 2 % общей стоимости активов (или 5 %, если инвестор старше 65 лет).

Выводы

Разумеется, мы вновь и вновь рекомендуем придерживаться инвестиционной политики, о которой шла речь в предыдущей главе. В силу непредсказуемости будущего инвестор не может позволить себе вкладывать все средства в один вид ценных бумаг – ни в облигации, несмотря на их чрезвычайно высокую (с недавнего времени) доходность, ни в акции, несмотря на возможную грядущую инфляцию.

Чем сильнее инвестор зависит от своего портфеля и соответствующих доходов, тем больше он нуждается в защите от неожиданностей, чреватых убытками. Несомненно, консервативный инвестор должен стараться минимизировать риски. Мы убеждены, что риски, связанные с приобретением, скажем, облигаций телефонной компании (доходность которых составляет примерно 7,5 %), ниже рисков, связанных с покупкой акций, входящих в расчет индекса Доу – Джонса (или других фондовых индексов), когда он находится на отметке 900 пунктов. Однако поскольку в долгосрочной перспективе не исключена возможность высокой инфляции, инвестор должен застраховаться от нее. Нельзя с уверенностью утверждать, что акции послужат надежной страховкой от инфляции, но они способны обеспечить более высокий уровень защиты, чем облигации.

То, что мы писали по этому поводу в издании 1965 г., актуально и сегодня.

Читателю должно быть очевидно, что при текущем значении индекса Доу – Джонса на уровне 892 пунктов мы не испытываем особого энтузиазма в отношении акций. Тем не менее по указанным выше причинам портфель пассивного инвестора должен содержать значительную долю акций, даже если мы считаем их меньшим из двух зол. Если в портфеле будут только облигации, риск возрастет.

Комментарии к главе 2

Американцы становятся сильнее. Двадцать лет назад, чтобы унести купленные на \$10 товары из бакалейного магазина, нужны были два человека. Сегодня с этим справится и пятилетний ребенок.
Хенни Янгман

Подумаешь, инфляция! Нашли о чем беспокоиться.

В конце концов, с 1997 по 2002 г. цены на товары и услуги росли в среднем не более чем на 2,2 %, причем экономисты уверены, что и эти цифры являются завышенными⁵⁶. (Помните, как быстро упали цены на компьютеры и электробытовые приборы, несмотря на то, что их качество повысилось? Или, иными словами, за те же деньги покупатели стали получать больше стоимости.) В последнее время инфляция в США не превышала 1 % в год. Столь низкие показатели заставили многих исследователей говорить о том, что «инфляция мертва»⁵⁷.

Иллюзия денег

Существует еще одна причина, по которой инвесторы недооценивают последствия инфляции. Психологи называют это «иллюзией денег». Если при 4 %-ной инфляции вам повышают зарплату на 2 %, вы, разумеется, чувствуете себя более комфортно, чем если бы при нулевой инфляции вам стали платить на 2 % меньше. Но ведь и в том, и в другом случае ваш доход снижается на 2 %. Нам нравится, когда номинальный доход растет, даже если реальный доход падает из-за инфляции. Понятно, что любые изменения уровня личных доходов более очевидны, чем динамика цен на макроэкономическом уровне⁵⁸. В 1980 г. инвесторы радовались 11 %-ной доходности по банковским депозитным сертификатам, а в 2003 г. грустили, получая всего около 2 %, несмотря на то, что в первом случае с учетом текущего уровня инфляции они теряли деньги, а во втором – компенсировали инфляционные потери. В рекламных проспектах и на витринах банков указывают номинальный уровень процентной ставки по депозитам, и эти довольно высокие цифры нам нравятся. Но инфляция тихо и незаметно превращает проценты в пыль. Рекламные проспекты умалчивают об инфляции, зато о ней красноречиво свидетельствуют наши кошельки. Вот почему инфляцию так легко не заметить, и вот почему об успехе инвестиционной деятельности следует судить не по номинальным, а по реальным доходам с учетом инфляции.

Вот почему разумный инвестор всегда должен быть готов к неожиданностям и принимать в расчет самые разнообразные факторы, значение которых обычно недооценивается. Существует три веских доказательства того, что инфляция жива.

- Сравнительно недавно, в 1973–1982 гг., в США имел место самый значительный скачок инфляции за всю предшествующую историю страны. Если судить по индексу потреби-

⁵⁶ Вот полезная ссылка на сайт Бюро трудовой статистики Министерства труда США, которое рассчитывает индекс потребительских цен (т. е. уровень инфляции): www.bls.gov/cpi/home.htm.

⁵⁷ Оживленная дискуссия о «смерти инфляции» развернулась на сайте <http://www.pbs.org/newshour/>. В 1996 г. правительство поручило экономистам из Комиссии Боскина изучить вопрос о том, насколько точно рассчитывается официальный уровень инфляции. Комиссия пришла к выводу, что его завышают примерно на 2 процентных пункта в год. Отчет комиссии можно найти на сайтах www.ssa.gov/history/reports/boskinrpt.html, <http://www.socialsecurity.gov/history/reports/boskinrpt.html>. Многие эксперты в области инвестиций считают, что дефляция, или падение цен, сегодня представляет собой более серьезную угрозу, чем инфляция. Лучший инструмент хеджирования этого риска – включение в инвестиционный портфель облигаций. (Более подробно этот вопрос рассматривается в комментариях к главе 4.)

⁵⁸ Другие примеры подобных иллюзий можно найти в книге: Eldar Shafir, and Amos Tversky, “Money Illusion,” in Daniel Kahneman and Amos Tversky, eds., *Choices, Values, and Frames* (Cambridge University Press, 2000), с. 335–355.

тельских цен, стоимость жизни за этот период выросла более чем вдвое, т. е. росла примерно на 9 % в год. Только в 1979 г. инфляция составила 13,3 %, вызвав почти полный паралич экономики. Появился новый термин – «стагфляция», возникли сомнения в конкурентоспособности страны на мировом рынке⁵⁹.

- После 1960 г. 69 % стран с рыночной экономикой пережили хотя бы один год, когда инфляция была не менее 25 %. В результате покупательная способность инвесторов упала на 53 %⁶⁰. Только сумасшедший может не радоваться тому, что США удалось избежать подобного бедствия. И только сумасшедший может считать, что страна от него застрахована⁶¹.

- Рост цен позволил Дяде Сэму погасить государственный долг, поскольку деньги благодаря инфляции подешевели. Полная победа над инфляцией противоречит экономическим интересам государства, которое регулярно занимает деньги⁶².

⁵⁹ В 1979 г. президент Джимми Картер произнес свою знаменитую речь о «национальном недуге». В частности, он говорил о том, что «кризис доверия», который «поразил сердце, душу и дух нашей нации», «угрожает разрушением социального и политического устройства Америки».

⁶⁰ См.: Stanley Fischer, Ratha Sahay, and Carlos A. Vegh, “Modern Hyper- and High Inflation,” National Bureau of Economic Research, Working Paper 8930 (www.nber.org/papers/w8930).

⁶¹ Фактически США пережили два периода гиперинфляции. Во время Американской революции, с 1777 по 1779 г., цены ежегодно росли почти на 200 %. В революционном штате Массачусетс фунт масла стоил \$12, а баррель муки – почти \$1600. Во время Гражданской войны инфляция достигала 29 % (на Севере) и 200 % (в штатах Конфедерации). А сравнительно недавно, в 1946 г., инфляция подскочила до 18,1 %.

⁶² Я признателен Лоренсу Сигелу из Фонда Форда за это циничное, но справедливое высказывание. В условиях дефляции (постоянного падения цен), наоборот, выгоднее давать деньги в долг, чем занимать их. Именно поэтому, чтобы застраховаться от дефляции, инвесторы должны вкладывать хотя бы небольшую часть активов в облигации.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.