Комментарии к главе 9

Учитель спрашивает ученика: “Допустим, у тебя есть 12 овец и одна из них перепрыгнет через изгородь и убежит. Сколько овец у тебя останется?

Ученик отвечает: “Ни одной”.

“Да..., — качает головой учитель, — считать то ты так и не научился. Это уж точно”.

“Может быть считать я и не умею, — говорит ученик, — но я хорошо знаю своих овец”.

Старая техасская шутка

Само совершенство ... почти

Чисто американское изобретение, – взаимный инвестиционный фонд, появилось в 1924 году. Его основал бывший торговец кухонной утварью Эдвард Дж. Леффлер *(Edward G. Leffler)*. Расходы инвесторов на операции с акциями взаимных фондов довольно-таки небольшие; их активы широко диверсифицированы; к их услугам профессиональные управляющие, за деятельностью которых, к тому же, неусыпно бдит государство. Превратив инвестиционные операции с ценными бумагами в легкий и доступный практически для каждого человека процесс, инвестиционные фонды вовлекли в неё средства свыше 54 миллионов американских семей (не забудьте добавить многие миллионы людей во всем мире). Это, по всей видимости, самое большое достижение в области финансовой демократии.

Но и «на солнце бывают пятна». Взаимные инвестиционные фонды — это *почти* совершенный институт. В этом ***почти*** как раз и заключается вся

проблема (как справедливо отмечает одна французская пословица, дьявол кроется в мелочах). Вследствие своего несовершенства большинство инвестиционных фондов имеют меньшую доходность, чем фондовый рынок в среднем; они взимают излишние средства со своих инвесторов; они создают налоговые проблемы для них. Кроме того, доходность инвестиционных фондов подвержена резким колебаниям. Разумный инвестор должен выбирать инвестиционные фонды с особой осторожностью во избежание больших неприятностей.

Фонды-лидеры: изнанка успеха

Большинство инвесторов действуют просто: они приобретают акции тех инвестиционных фондов, курс которых быстро растет, предполагая, что он будет увеличиваться и в дальнейшем. А почему бы им и не поступать таким образом?

Психологи доказали, что людям свойственна убежденность в том, что они могут предвидеть далекое будущее, исходя из сложившихся краткосрочных тенденций. Более того, наш собственный жизненный опыт свидетельствует, что одни сантехники лучше других справляются со своей работой; в баскетбольной команде всегда есть лидеры, чаще других игроков поражающие кольцо; только в нашем любимом ресторане всегда подают исключительные блюда и что старательные и сообразительные ученики постоянно получают хорошие отметки. Итак, вокруг нас постоянно встречаются ситуации, подтверждающие следующее правило: чем усерднее работает искусный и квалифицированный работник, тем большее вознаграждение он получает. Отсюда мы делаем такой интуитивный вывод: если инвестиционный фонд сейчас обеспечивает инвестору большую

доходность, чем фондовый рынок в среднем, то это превосходство будет сохраняться и в дальнейшем.

К сожалению, для успешной работы на финансовых рынков больше важна удача, чем имеющаяся квалификация. Если управляющий инвестиционного фонда случайно оказывается «в нужном месте в нужное время», то его результаты выглядят просто блестящими. Но все же слишком часто то, «настроение» кардинально рынка меняется, соответственно катастрофически падает результативность работы инвестиционного управляющего. Со стороны это видится так, будто недавно еще умный инвестиционный управляющий внезапно резко поглупел. Данные табл. 9.1 показывают, что случилось с инвестиционными фондами, акции которых пользовались наибольшей популярностью в 1999 году.

Таблица 9.1. Клуб неудачников

Инвестиционный фонд	*Доходность*				*Стоимость 10 000 долларов, инвестированных 01.01.1999, на 31.12.02*
	1999	*2000*	*2001*	*2002*	
Van Wagoner Emerging	291,2	-20,9	-59,7	-64,6	4 419

Growth					
Monument Internet	273,1	-56,9	-52,2	-51,2	3 756
Amerindo Technology	248,9	-64,8	-50,8	-31,0	4 175
PBHG Technology & Communications	243,9	-43,7	-59,7	-64,6	4 198
Van Wagoner Post-Venture	237,2	-30,3	-62,1	-67,3	2 907
ProFunds Ultra OTC	233,2	-73,7	-69,1	-69,4	829
Van Wagoner Technology	223,8	-28,1	-61,9	-65,8	3 029
Thurlow Growth	213,2	-56,0	-26,1	-31,0	7 015
Firsthand Technology Innovators	212,3	-37,9	-29,1	-54,8	6 217
Janus Global Technology	211,6	-33,7	-40,0	-40,9	7 327
Фондовый индекс *Wilshire 5000* (рынок акций в целом)	23,8	-10,9	-11,0	-20,8	7 780

Источник: Lipper

Примечание: инвестиционный фонд Monument Internet впоследствии был переименован в Orbitex Emerging Technology.

Компании, упомянутые в таблице, продемонстрировали в 1999 г. доходность, которая была одной из наиболее высоких за все время деятельности инвестиционных фондов. Но затем, как мы видим, Фортуна отвернулась от них, и инвесторы потеряли за следующие три года даже больше, чем получили раньше.

Это еще одно напоминание о том, что самый «горячий» сектор фондового рынка (в 1999 году это был сектор высокотехнологических компаний) часто и

практически мгновенно охлаждается до температуры абсолютного нуля. При этом, что крайне важно, это происходит без какого-либо предупреждения[1].

Следует понимать, что приобретение акций инвестиционного фонда, основанное исключительно на предыдущей доходности, — один из наиболее глупых поступков, которые может совершить инвестор. Ученые-финансисты, изучавшие деятельность взаимных инвестиционных фондов на протяжении как минимум 50 лет, фактически единогласно пришли к следующим выводам.

- Средний инвестиционный фонд не в состоянии настолько хорошо выбрать акции для своего портфеля, чтобы результаты выбора покрыли затраты на проведенный анализ и торговлю этими акциями.
- Чем больше издержки инвестиционного фонда, тем ниже его доходность.
- Чем чаще инвестиционный фонд торгует своими акциями, тем меньше он сможет заработать.
- Инвестиционные фонды с высокими показателями волатильности своих акций, т.е. размах вариации доходности фонда превышает средний, вероятнее всего, и в дальнейшем будут характеризоваться столь же высокой волатильностью.
- Инвестиционным фондам с высокой доходностью в прошлом, скорее всего, не удастся длительно поддерживать ее на таком же уровне и в будущем[2].

---

[1] *Существуют секторные инвестиционные фонды, специализирующиеся на деятельности в практически любой сфере, — они появились в 1920-е годы. Даже 80 лет спустя приобретенный ранее опыт вновь дает о себе знать: наиболее прибыльный и наиболее популярный сектор в любое момент текущего года может обрести наименее привлекательные черты. Точно так же как и ленивые руки являются проделкой дьявола, секторные инвестиционные фонды являются возмездием для инвестора.*

Ваши шансы выбрать инвестиционный фонд с высокой доходностью в будущем на основе его прошлых достижений так же велики, как и возможность выиграть миллион в лотерею. Другими словами, ваши шансы не равны нулю, но очень близки к этой цифре. (См. врезку дальше в этих комментариях.)

Но есть и хорошая новость. Во-первых, понимание того, насколько сложно найти хороший инвестиционный фонд, поможет вам повысить квалификацию разумного инвестора. Во-вторых, поскольку прогнозы на основе прошлого опыта ненадежны, существуют другие факторы, которые вы можете использовать, чтобы увеличить свои шансы при поиске хорошего инвестиционного фонда. И, наконец, инвестиционный фонд может представлять для вас определенную ценность даже в том случае, если его результативность меньше среднерыночной. Дело в том, что его использование дает в руки инвестора экономный способ диверсификации его активов, и высвобождает его время для многих полезных дел, которыми он может заняться вместо того, чтобы самостоятельно выбирать для себя акции.

Первый будет последним

Почему преуспевающие инвестиционные фонды не могут долго оставаться в группе лидеров? Дело в том, что чем лучшие результаты показывает инвестиционный фонд, с тем большими трудностями сталкиваются его инвесторы.

---

[2] *Исследование доходности взаимных инвестиционных фондов слишком объемном для цитирования. Полезные обобщения и ссылки можно найти по адресам: www.investorhome.com/mutual.htm#do, www.ssrn.com (введите* “mutual fund” *в окне поиска) и www.stanford.edu/~wfsharpe/art/art.htm.*

Мигрирующее руководство

Инвесторы должны знать, что за управляющими инвестиционных фондов, которые, подобно царю Мидасу превращают в золото все, к чему бы они не прикоснулись, «охотятся» компании-конкуренты. Если вы покупаете акции инвестиционного фонда *Transamerica Premier Equity Fund*, чтобы заработать на умении Глена Бикерстафа *(Glen Bickerstaff)* управлять фондом, доходность которого в 1997 году составила 47,5%, очень скоро вы убедитесь, что поставили не на того, кого следует. Компания *TCW* переманила его к себе середине 1998 года, чтобы он управлял ее инвестиционным фондом *TCW Galileo Select Equities Fund.* В результате доходность *Transamerica Premier Equity Fund* на протяжении трех из последующих четырех лет уступала доходности фондового рынка. Если вы хотите купить акции инвестиционного фонда *Fidelity Aggressive Growth Fund* в начале 2000 год, чтобы сколотить капитал на умении зарабатывать деньги Эрин Сулливал *(Erin Sullival)*, которая почти утроила с 1997 года инвестиции акционеров этого фонда, знайте, что она ушла, чтобы основать в 2000 году собственный хеджинговый инвестиционный фонд, а ее бывший инвестиционный фонд потерял более трех четвертей своей стоимости на протяжении следующих трех лет[3].

У гигантов свои проблемы

Если инвестиционный фонд показывает отличные результаты, то инвесторы, заметив это, часто вкладывают в него за считанные недели сотни миллионов долларов. В такой ситуации у управляющего инвестиционным фондом есть несколько вариантов действий — и все они плохие. Первый: он

---

[3] *Никто не утверждает, что судьба этих инвестиционных фондов была бы намного лучше, если бы их руководители-“суперзвезды” возглавляли их дальше; все, о чем в этой ситуации можно говорить,— что у двух инвестиционных фондов без этих руководителей снизилась доходность.*

может приберечь эти деньги «на черный день», положив их в банк или вложив в низкорисковые инструменты денежного рынка. Но если фондовый рынок будет расти, то низкая доходность операций фонда на денежном рынке ухудшит результативность работы инвестиционного фонда.

Второй: можно купить дополнительно акции тех компаний, которыми фонд уже владеет. Однако, если курс этих акций растет, то выброс на рынок новых миллионов долларов может лишь подстегнуть темпы его роста, что приведет к опасной переоценке акций. Третий: можно приобрести акции новых компаний, которые до этого управляющему фонда не особо нравились. В этом случае придется контролировать акции большего числа компаний, чем ранее.

Рассмотрим еще одну проблему, связанную с ростом активов фонда. Допустим, что инвестиционный фонд *Nimble* с активами в 100 миллионов долларов вкладывает 2% от них (или 2 миллиона долларов) в акции *Minnow Corp.*, рыночная капитализация которой составляет 500 миллионов долларов. Другими словами, он покупает менее 0,5% капитала корпорации *Minnow*. Но если размер инвестиционного фонда *Nimble* увеличивается до 10 миллиардов долларов, то инвестиции в размере 2% от стоимости его активов составят 200 миллионов долларов — или почти половину общей стоимости акций *Minnow*. Такой уровень контроля капитала уже противоречит федеральному законодательству. Если управляющий инвестиционного фонда *Nimble* все еще горит желанием видеть в своем портфеле акции небольших компаний, то ему придется разделить деньги между большим количеством компаний. Что, скорее всего, приведет к чрезмерному распылению его внимания.

Из «инкубатора» - на волю: падение доходности

Некоторые компании специализируются на создании т.н. «инкубировании» инвестиционных фондов, которое состоит в том, что перед тем, как предложить акции фондов к открытой продаже, они сначала функционируют

в закрытом режиме. (Как правило, единственными акционерами этих фондов являются работники инвестиционной компании и ее аффилированные лица.) Инвестиционная компания использует небольшие «инкубационные» фонды в качестве подопытных кроликов для рискованных инвестиций, которые лучше срабатывают с небольшими суммами денег. Речь идет о приобретении акций мелких компаний или операциях с IPO-акциями. Если отрабатываемые стратегии оказываются успешными, то инвестиционный фонд, публикуя высокие показатели доходности, начинает массово завлекать инвесторов. В других случаях, управляющий инвестиционным фондом “временно отказывается” (или пропускает начисление) от платы за управление фондом, поднимая за счет этого чистую доходность фонда. Свою прибыль он получит позже, после того, как высокая доходность привлечет огромное количество покупателей. Практически во всех случаях доходность «инкубационных» фондов и фондов с отстроченной оплатой управленческих услуг падала до посредственного уровня после того, как внешние инвесторы вкладывали в них миллионы долларов.

Рост издержек

Часто торговля большими пакетами акций обходится дороже, чем операции с небольшими пакетами. Дело в том, что фонду требуется больше усилий для того, чтобы найти покупателей или продавцов на крупные пакеты акций. Инвестиционный фонд с активами в 100 миллионов долларов может тратить на торговые издержки 1% от стоимости своих активов. Но, если рост доходности фонда приведет к росту его активов до 10 миллиардов долларов, то торговые издержки легко могут вырасти до 2% от его активов. В портфеле типичного инвестиционного фонда акции находятся на протяжении лишь 11 месяцев, а потому торговые издержки съедают, как коррозия, все его доходы. В то же время прочие издержки, связанные с деятельностью инвестиционного

фонда, не снижаются — а иногда и увеличиваются — с ростом. С учетом операционных издержек (составляющих в среднем 1,5% от стоимости активов) и торговых издержек (2%, соответственно), доходность типичного инвестиционного фонда должна на 3,5% превышать среднерыночную только лишь для того, чтобы его чистая доходность сравнялась со среднерыночной.

Чем больше фонд, тем меньше он склонен к риску

С ростом доходности инвестиционного фонда в действиях его управляющих все больше начинает проявляться робость и ординарность операций. С ростом инвестиционного фонда растет и оплата управляющих — а потому они уже не склонны к “раскачиванию лодки”. Огромные риски, на которые шли управляющие, чтобы добиться высоких результатов, могут теперь отпугнуть инвесторов — и тем самым подвергнуть риску их огромные гонорары. Потому большие инвестиционные фонды напоминают стадо абсолютно одинаковых и перекормленных баранов, которые пассивно двигаются в одном направлении, блея в одно и то же время. Почти все инвестиционные фонды, ориентированные на рост стоимости акций, владели акциями *Cisco*, *GE*, *Microsoft*, *Pfizer* и *Wal-Mart* — и почти в одинаковых пропорциях. Это поведение настолько распространено, что ученые-финансисты называют его стадным инстинктом[4]. Защищая свой собственный

---

[4] *В этом заключается четвертый урок: чтобы преуспеть, индивидуальный инвестор должен либо избегать приобретения акций из списка, которым руководствуются при выборе акций гигантские инвестиционные фонды, либо же более спокойно относиться к этим акциям. Посмотрите следующие работы: Erik R. Sirri and Peter Tufano, “Costly Search and Mutual Fund Flows,” The Journal of Finance, vol. 53, no. 8, October, 1998, pp. 1589-1622; Keith C. Brown, W.V. Harlow, and Laura Starks, “Of Tournaments and Temptations,” The Journal of Finance, vol. 51, no. 1, March, 1996, pp. 85-110; Josef Lakonishok, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, “What Do Money Managers Do?” working paper, University of Illinois, February, 1997; Stanley Eakins, Stanley Stansell, and Paul Wertheim, “Institutional Portfolio Composition,” Quarterly Review of Economics and Finance, vol. 38, no. 1, Spring, 1998, pp. 93-110; Paul Gompers and Andrew Metrick, “Institutional Investors and Equity Prices,” The Quarterly Journal of Economocs, vol. 116, no. 1, February, 2001, pp. 229-260.*

доход, управляющие инвестиционных фондов жертвуют своими талантами приносить отличную доходность для внешних инвесторов.

Из-за больших издержек, связанных с осуществлением торговых операций и неэффективной деятельностью, большинству инвестиционных фондов не удается сохранить высокую доходность. Без сомнения, высокая доходность «тает» почти так же быстро, как и лед на весеннем солнце. Больше того, с течением времени тяжелое бремя чрезмерных издержек отбрасывает назад все больше и больше инвестиционных фондов, как показано на рис. 9.2[5].

Сколько инвестиционных фондов смогли принести своим инвестором доходность, превышающую доходность индексного фонда *Vanguard 500 Index Fund*

(по состоянию на 31 декабря 2002 года)?

На протяжении одного года:

1 186 из 2 423 инвестиционных фондов (или 48,9%)

На протяжении трех лет:

1 157 из 1 944 инвестиционных фондов (или 59,5%)

---

[5] *Удивителен тот факт, что эта иллюстрация* преуменьшает *преимущества индексных фондов, поскольку база данных, из которой взята эта информация, не включает записи о сотнях инвестиционных фондов, которые исчезли за этот период времени. При более точной оценке преимущество индексного инвестирования будет большим.*

На протяжении пяти лет:

786 из 1 494 инвестиционных фондов (или 51,4%)

На протяжении десяти лет:

227 из 728 инвестиционных фондов (или 31,2%)

На протяжении пятнадцати лет:

125 из 445 инвестиционных фондов (или 28,1%)

На протяжении двадцати лет:

37 из 248 инвестиционных фондов (или 14,9%)

Источник: *Lipper Inc.*

Рис. 9.1. «Воронка» доходности инвестиционных фондов

Что же должен делать разумный инвестор?

Прежде всего, осознать, что индексный фонд, в портфель которого входят все акции без каких либо претензий на выбор “лучших” и “худших” — в долгосрочном периоде будет более выгодным, чем большинство инвестиционных фондов. Низкий уровень его затрат — операционные издержки на уровне 0,2% в год и торговые издержки в размере лишь 0,1% — обеспечивают индексному фонду несокрушимое преимущество. Если допустить, что ежегодная доходность акций составит 7% на протяжении следующих 20 лет, то использование такого недорогого индексного фонда, как *Vanguard Total Stock Market*, обеспечит вам примерно 6,7% годовой доходности. (Такая доходность превратит инвестицию размером в 10 000 долларов в больше чем 36 000 долларов). Но средний инвестиционный фонд с 1,5% операционных издержек и примерно 2% торговых издержек, будет просто счастлив получать ежегодную доходность в размере 3,5%. (В результате инвестиция размером в 10 000 долларов превратится лишь в

примерно 20 000 долларов — то есть вы заработаете практически на 50% меньше, чем при использовании индексного фонда.)

У индексных фондов есть лишь один существенный недостаток: владение их акциями скучно . Вам никогда не удастся за шашлыком похвалиться тем, что вы владеете акциями наиболее успешного инвестиционного фонда в стране. Вы никогда не будете самонадеянно хвастать, что «побили» фондовый рынок, поскольку предназначение индексного фонда как раз и состоит в достижении среднерыночной доходности, а не в том, чтобы превзойти ее. Управляющий вашего инвестиционного фонда не собирается убеждать своих инвесторов в перспективности вложений их средств в акции именно телекоммуникационных, авиакосмических и т.п. компаний, доказывая перспективность той или иной отрасли. Для него они все одинаковы, так как индексный фонд всегда владеет акциями всех компаний, не обращая внимание на предсказания аналитиков. С течением времени инвестор, увидев как постепенно прирастает его капитал, убедится в преимуществе низких затрат на владение акциями индексного фонда. Владея акциями индексного фонда на протяжении 20 лет или больше, и дополнительно вкладывая в них ежемесячно определенную сумму, инвестор сможет превзойти большинство как профессиональных, так и индивидуальных инвесторов. На склоне своих лет Грэхем считал индексные фонды наилучшим выбором для индивидуальных инвесторов. Уоррен Баффетт *(Warren Buffett)* полностью согласен с ним в этом[6].

---

[6] *См. публикацию:* Benjamin Graham: Memoirs of the Dean of Wall Street, Seymour Chatman, ed. (McGraw-Hill, New York, 1996), p.273, *и публикацию:* Janet Lowe, The Rediscovered Benjamin Graham: Selected Wrightings of the Wall Street Legend (John Woley & Sons, New York, 1999), p. 273. *Как писал Уоррен Баффет* (Warren Buffett) *в годовом отчете за 1996 год: "Для большинства инвесторов, как институциональных, так и индивидуальных, выгоднее всего владеть акциями индексного фонда, который устанавливает наиболее низкую плату за свои операции. Те, кто придерживается такого подхода, по чистой доходности (после вычета затрат на оплату услуг и издержек фонда) смогут превзойти*

Инвестиционные фонды: а что же лучшие?

После рассмотрения всех проблем в деятельности инвестиционных фондов, чудом кажется тот факт, что некоторым из них все-таки удается превзойти по доходности фондовый индекс. Но, что есть – то есть. Вот только удается это очень немногим. Какими же общими чертами обладают такие фонды?

Успешные фонды: общие черты

Их управляющие являются наиболее крупными акционерами

Конфликт интересов между тем, что лучше для управляющего инвестиционным фонд и что лучше для его инвесторов, смягчается в том случае, если управляющий принадлежит к группе наиболее крупных акционеров своего фонда. Некоторые компании, такие как *Logleaf Partners*, даже запрещают своим служащим вкладывать средства в какие-либо иные ценные бумаги, – они обязаны приобретать акции только своего инвестиционного фонда. В компании *Logleaf* и некоторых других, таких как *Davis* и *FPA*, управляющие владеют такой большой частью акций инвестиционного фонда, что склонны управлять средствами инвесторов как своими. Тем самым снижаются опасения инвесторов относительно того, что управляющие завысят оплату своих услуг или же допустят неоправданное раздувание активов фонда. Данные о долях управляющих в акутивах их фондов можно найти в материалах *Securities and Exchange Commission* (www.sec.gov) и в базе данных *EDGAR*.

подавляющее большинство профессионалов в области инвестирования" (См. сайт www.berkshirehathaway.com/1996ar/1996.html.)

Небольшие издержки

Один из наиболее популярных мифов инвестиционного бизнеса: “Вы получаете то, за что платите” — то есть высокая доходность оправдывает высокие издержки инвестора. Эти аргумент, во-первых, неправдив; поскольку десятилетия исследований доказали, что инвестиционные фонды с более высокой стоимостью услуг в долгосрочном периоде приносят более низкую доходность. Во-вторых, высокая доходность является временным явлением, в то время как высокая стоимость услуг не подлежит никаким колебаниям. Если вы покупаете акции инвестиционного фонда в надежде на его высокую доходность, вы можете внезапно оказаться на бобах — но затраты на владение акциями этого инвестиционного фонда, скорее всего, не изменятся, независимо от того, что при этом будет происходить с доходностью акций.

Они отваживаются на то, чтобы быть непохожими на других

Создав инвестиционный фонд *Fidelity Magellan,* его управляющий Питер Линч *(Peter Lynch)* сформировал его портфель из недорогих акций, не обращая внимание на активы других инвестиционных фондов. В 1982 году его наиболее дорогой покупкой были облигации Казначейства США*(Treasury bonds).* Сразу же после этого он сделал упор на акциях *Crysler*, несмотря на то, что большинство экспертов считали, что эта автомобилестроительная компания скоро обанкротится. Затем, в 1986 году, Линч вложил почти 20% средств *Fidelity Magellan* в акции таких зарубежных компаний, как *Honda*, *Norsk Hydro* и *Volvo*. Поэтому, прежде чем покупать акции американского инвестиционного фонда, сравните акции, перечисленные в его последнем отчете со списком акций, входящих в расчетную базу индекс *Standard &*

Poor's 500. Если они выглядят почти одинаково, выберите другой инвестиционный фонд[7].

Только для старых акционеров

Лучшие инвестиционные фонды часто закрывают дверь перед новыми инвесторами, разрешая покупать акции только уже существующим акционерам. Это позволяет бороться с неистовством новых покупателей, желающих вложить средства в самый лучший инвестиционный фонд, и защищает фонд от болезненных последствий неоправданного наращивания активов. Также это сигнал того, что управляющие инвестиционных фондов не рассматривают личное обогащение в качестве своей основной цели. Но закрытие должно произойти до, а не после того, как разрастутся размеры инвестиционного фонда. В качестве достойного примера для подражания можно назвать следующие компании, которые в свое время закрыли свои двери перед новыми инвесторами: *Longleaf*, *Numeric*, *Oakmark*, *T.Rowe Price*, *Vanguard и Wasatch*.

Они не рекламируют свою деятельность

Платон в своей *Республике* отмечал, что идеальные руководители — это те, которые не хотят управлять. Точно так же и самые лучшие управляющие инвестиционных фондов часто ведут себя так, будто им не нужны ваши деньги. Они не мелькают на телеэкранах и не запускают рекламу, в которой инвестиционный фонд расхваливается как самый лучший по доходности на фондовом рынке. У небольшого стабильного инвестиционного фонда *Mairs & Power Growth Fund* до 2001 года даже не было веб-сайта, и он все также

---

[7] *Полный список компаний, составляющих фондовый индекс* Standard & Poor's 500, *можно найти на сайте* www.standardandpoors.com.

продает акции только в 24 штатах. Инвестиционный фонд *Torray Fund* со времени своего основания в 1990 году никогда не пользовался рекламой.

На что еще следует обращать внимание? Большинство покупателей акций инвестиционных фондов, прежде всего, изучают их доходность, потом узнают о репутации управляющего, затем оценивают рискованность операций фонда и лишь после этого интересуются (если интересуются вообще) издержками инвестиционного фонда[8].

Разумный инвестор тоже учитывает все эти моменты, но в противоположном порядке.

Поскольку издержки инвестиционного фонда можно намного точнее спрогнозировать, чем его будущий риск или доходность, они должны служить для вас самым первым фильтром. Нет веской причины переплачивать свыше указанных далее уровней ежегодных операционных издержек по категориям инвестиционных фондов:

Активы фонда	Издержки (% от стоимости активов)
Облагаемые налогом и муниципальные облигации	0,75%
Акции корпораций США (большие и средние компании)	1,0%
Высокодоходные (бросовые) облигации	1,0%

[8] *См. публикации: Noel Capon, Gavan Fitzsimons, and Russ Alan Prince, "An Individual Level Analysis of the Mutual Fund Investment Decisions," Journal of Financial Services Research, vol. 10, 1996, pp. 59-82; Investment Company Institute, "Understanding Shareholders' Use of Information and Advisers," Spring, 1997, на сайте www.ici.org/pdf/rpt_undstnd_share.pdf, p. 21; Gordon Alexander, Jonathan Jones, and Peter Nigro, "Mutual Fund Shareholders: Characteristics, Investor Knowledge, and Sources of Information", OCC working paper, December, 1997, на сайте www.occ.treas.gov/ftp/workpaper/wp97-13.pdf.*

Акции корпораций США (небольшие компании)	1,25%
Акции зарубежных компаний	1,50%[9]

Дальше следует оценить риск. В своих проспектах каждый инвестиционный фонд должен показать график своих наиболее существенных убытков за календарный квартал. Также стоит проверить рейтинг инвестиционного фонда в соответствии с оценками *Morningstar*. Эта компания лидирует в области инвестиционных исследований. *Morningstar* присуждает "звездный рейтинг" инвестиционным фондам на основе того, насколько рискованны их операци (самый худший рейтинг — одна звезда, самый лучший — пять звезд). Но, как и при определении предыдущего финансового состояния, эти рейтинговые оценки также основываются на прошлом опыте. Они говорят вам, какой из инвестиционных фондов был лучшим, а не какой будет лучшим в будущем. Фактически у инвестиционных фондов с рейтингом пять звезд есть одна сбивающая с толку привычка: в дальнейшем приносить более низкую доходность, чем инвестиционные фонды с одной звездой. Все это подтверждает, что для начала вам нужно найти инвестиционный фонд с низкими издержками, управляющие которого являются его основными акционерами, имеют смелость быть непохожими на других, не рекламируют свою доходность и изъявляют желание закрыть инвестиционный фонд до того, как он станет слишком большим для управления. Только и только после этого смотрите рейтинг компании *Morningstar*[10].

---

[9] *Инвесторы могут легко найти инвестиционные фонды, которые отвечают условиям относительно низких издержек, воспользовавшись соответствующими инструментами сайтов www.morningstar.com и http://money.cnn.com.*

[10] *См.:* Mattew Morey, "Rating the Raters: An Investigation of Mutual Fund Rating Services", Journal of Investment Consulting, vol. 5, no. 2, November / December, 2002. *Несмотря на то, что рейтинги мало помогают при прогнозировании*

Закрытый мир закрытых инвестиционных фондов

Инвестиционные фонды закрытого типа, специализирующиеся на операциях с акциями, популярные в 1980-е годы, постепенно утратили свои позиции. Сегодня существует только 30 диверсифицированных инвестиционных фондов, которые владеют акциями американских корпораций. Большинство этих фондов крошечные, объемы операций составляют только несколько сотен акций в день, издержки при этом высоки и стратегии непонятны. Например, инвестиционный фонд *Morgan Fun-Shares* специализируется на акциях винодельческих, табачных и игорных компаний, т.е. таких компаний, продукция которых удовлетворяет специфические человеческие потребности, связанные с получением удовольствия. Исследование Дональда Кассидли *(Donald Cassidly)*, эксперта по закрытым инвестиционным фондам компании *Lipper Inc.* подтверждает рассмотренные ранее наблюдения Грэхема: диверсифицированные инвестиционные фонды закрытого типа, акции которых продаются с дисконтом, не только приносят более высокую доходность, чем те фонды, акции которых продаются с премией, но также превосходят по доходности средние взаимные открытые инвестиционные фонды. Жаль только, что акции диверсифицированных инвестиционных фондов закрытого типа не всегда доступны для их покупки с дисконтом[11].

будущих результатов, Morningstar *все же единственный наилучший источник информации об инвестиционных фондах для индивидуальных инвесторов.*

[11] *В отличие от взаимных инвестиционных фондов открытого типа, закрытые фонды не выпускают новые акции непосредственно для любого, кто желает их приобрести. Вместо этого инвестор должен приобретать акции не непосредственно в инвестиционном фонде, а у другого акционера, который хочет с ним поделиться. Таким образом,*

Но существуют сотни инвестиционных фондов закрытого типа, которые специализируются на операциях с облигациями. Среди них особенно популярны фонды, оперирующие с муниципальными облигациями. Если такие инвестиционные фонды продают свои акции с дисконтом, то доходность инвестора растет. В этом случае акции таких фондов могут быть привлекательными, поскольку их годовые издержки не превышают рассмотренные выше пороговые значения[12].

Инвестору также стоит обратить внимание на новое поколение индексных фондов – т.н. ETF-фонды. Они обычно не требуют от инвестора высоких издержек. К тому же, иногда, только с их помощью он может получить доступ в определенный сектор фондового рынка, такой как, скажем, группа компаний, расположенных в Бельгии, или акции предприятий полупроводниковой промышленности. Разные ETF-фонды предлагают довольно широкий выбор отраслей. Но все же ETF-фонды неприемлемы для тех инвесторов, которые хотят регулярно вкладывать дополнительные средства, поскольку большинство брокеров будут взимать отдельные комиссионные за каждое новое вложение средств[13].

стоимость акций колеблется, становясь в зависимости от соотношения предложения и спроса, то выше, то ниже стоимости чистых активов активов фонда,.

[12] *Больше информации по этому вопросу можно получить на сайтах: www.morningstar.com и www.etfconnect.com.*

[13] *В отличие от индексных взаимных инвестиционных фондов, операции с акциями ETF-фондов, требуют начисления комиссионных — и эти комиссионные часто устанавливаются на любые дополнительные объемы приобретения акций или реинвестирования дивидендов. Более подробную информацию можно найти на сайтах: www.ishares.com, www.streettracks.com, www.amex.com и www.indexfunds.com.*

Знайте, когда свернуть деятельность

Важный вопрос, который волнует акционеров инвестиционного фонда, связан с определением того, что пришло время их продавать? Стандартный ответ: когда доходность фонда на протяжении определенного периода (одном, двух или трех годах подряд) оказывается ниже среднерыночной. Но этот совет не имеет смысла. Со дня своего учреждения в 1970 году и до 1999 года инвестиционный фонд *Sequoia Fund* показывал более низкую доходность, чем фондовый индекс *Standard & Poor's 500* на протяжении 12 из 29 лет — или больше 41% всего времени существования. При этом, на протяжении этого периода инвестиционный фонд *Sequoia* заработал более 12500 % прибыли, в то время как среднерыночная доходность составила 4900%[14].

Доходность большинства инвестиционных фондов подвержена колебаниям. Причина этого заключается в том, что курс акций, которыми они владеют, время от времени снижается. Если вы нанимаете управляющего, чтобы он занимался вложением ваших средств совершенно определенным образом, то зачем же увольнять его за то, что он именно это и делал. Продавая акции своего фонда в то время, когда избранный им стиль инвестирования не приносит ожидаемых результатов, вы, тем самым, не только обрекаете себя на убытки, но и лишаетесь возможности получить доходы после того, как курс акций, входящих в портфель фонда, вновь вырастет. Одно из исследований показало, что те из инвесторов, которые изменяли избранному стилю инвестирования (покупали акции фонда дорого и продавали дешево) получили с 1999 по 2001 годы доходность на 4,7% ниже, чем если бы они не

---

[14] *Отчет для акционеров инвестиционного фонда* Sequoia *от 30 июня 1999 года — на сайте* www.sequoiafund.com/Reports/Quarterly/SemiAnn.99.htm. Sequoia *закрыл дверь для новых инвесторов с 1982 года, это еще больше увеличило его доходность.*

обращали внимания на колебания курсов акций, входящих в портфель фонда, и продолжали владеть акциями фонда[15].

Но, все же, когда же инвестору следует продавать акции фонда? Приведем несколько четких правил.

- **Резкое и неожиданное изменение стратегии фонда.** Примером может служить приобретение акций высокотехнологических компаний в 1999 году инвестиционными фондами, которые до этого ориентировались использование принципа «цена акции – стоимость акции» при формировании своих портфелей. Или же покупка в 2002 году инвестиционными фондами, ориентированными на «акции роста», большого количества акций страховых компаний.
- **Увеличение издержек инвестиционного фонда**. Это может свидетельствовать о том, что управляющие фондов стали больше заботиться о своих собственных карманах.
- **Увеличение объемов и частоты налоговых выплат,** обусловленное излишне большим объемом торговли.
- **Внезапные странные колебания доходности фонда**. К примеру, фонд, декларирующий консервативную инвестиционную политику, принес огромные убытки (или же огромную прибыль).

Почему мы любим наш спиритический столик?

Вера — или просто надежда — в то, что инвестор может выбрать инвестиционные фонды, которые покажут в будущем наилучшие результаты, существенно улучшает его настроение. Людям начинает казаться, что они в силах контролировать свою судьбу на поприще инвестирования. Подобная уверенность в

[15] *Jason Zweig, "What Fund Investors Really Need to Know," Money, June, 2002, pp. 110-115.*

способности контролировать события присуща человеческой природе. Это явление психологи называют чрезмерной убежденностью. Приведем несколько примеров.

- В 1999 году журнал *Money* провел опрос более 500 людей, желая выяснить, удалось ли им получить доходность выше, чем в среднем по фондовому рынку. Один из четырех отвечал положительно. При попытке более точно определить свою доходность эти инвесторы, все же, называли цифры ниже среднерыночных. (Четыре процента понятия не имели, насколько выросли активы их портфеля, но, тем не менее, все равно были уверены, что его доходность была выше среднерыночной!)
- Шведские ученые в ходе опроса водителей автомобилей, которые попали в серьезные аварии, попросили их оценить свои навыки управления автомобилем. Эти люди — включая тех, кого полиция признала виновными в совершении аварии, и тех, которые оказались на больничной койке, — настаивали на том, что водят машину лучше, чем обычные водители.
- Опросив в конце 2000 года более 1000 людей, *Time* и *CNN* пытались выяснить мнение людей относительно того, принадлежат ли они к 1% населения с очень высоким доходом. 19 процентов опрошенных посчитали себя входящими в 1% наиболее обеспеченных американцев.
- В конце 1997 года опрос 750 инвесторов выявил, что 74% из них верили в то, что доходность их взаимного инвестиционного фонда “постоянно превышает рыночную доходность (измеренную на основании фондового индекса *Standard & Poor’s 500)*”. На самом же деле, если брать долгосрочный период, то большинству инвестиционных фондов не удалось превзойти рыночную доходность, а многим вообще не удавалось сделать это в любом из проанализированных лет[1].

Хотя такого рода оптимизм — нормальный признак здоровой психики, в инвестиционной политике это вряд ли является плюсом. Стоит все же учитывать следующий факт: спрогнозировать можно только то, что фактически подлежит прогнозированию. При отсутствии реализма, действия инвестора могут привести к провалу.

[1] *Jason Zweig, “Did You Beat the Market?” Money, January, 2000, pp. 55-58; Time / CNN poll # 15, October 25-26, 2000, question 29.*

Консультант по инвестированию Чарльз Эллис *(Charles Ellis)* приводит такое сравнение: “Если вы не готовы к семейной жизни, то вам не стоит идти под венец”[16]. Инвестирование ничем не отличается от приведенного примера. Если вы не готовы держать акции инвестиционного фонда, по крайней мере, на протяжении трех неприбыльных лет, вам изначально не следует вкладывать в него свои средства. Терпение — это единственный наиболее действенный союзник инвестора, приобретающего акции инвестиционного фонда.

---

16 *См. интервью с Эллисом в работе Джейсона Цвейга:* Jason Zweig, “Wall Street’s Wisest Man,” Money, June, 2001, pp. 49-52.

Комментарии к главе 10

Я одобряю ту остроумную служанку-милетянку, которая, видя, что ее хозяин философ Фалес постоянно занят созерцанием небесного свода и взор его всегда устремлен ввысь, подбросила там, где он должен был проходить, какой-то предмет, чтобы он споткнулся; она хотела дать ему понять, что он успеет насладиться заоблачными высями после того, как обратит внимание на то, что лежит у его ног. Она таким образом правильно посоветовала ему смотреть больше на себя, чем на небо.

Мишель Монтень

Вам нужна помощь?

В славные дни конца 1990-х многие инвесторы предпочитали действовать в одиночку. Они самостоятельно занимались исследованиями фондового рынка, самостоятельно выбирали акции и самостоятельно торговали ими при помощи Internet-брокеров. Инвесторы старались, тем самым, избежать оплаты дорогостоящих услуг профессионалов фондового рынка: аналитиков, консультантов и торговцев ценными бумагами. К несчастью, многие из таких “мастеров на все руки” ударились в самостоятельное «плавание» незадолго до наиболее сильного, со времен Великой депрессии, краха фондового рынка. Результат очевиден – они «оказались в дураках».Справедливости ради скажем, что убытки понесли и те из инвесторов, кто действовал по старинке, проводя свои операции через обычные брокерские конторы.

Но многие инвесторы весьма комфортно себя чувствуют, полагаясь на опыт и советы своих финансовых консультантов. Одним инвесторам советы консультантов необходимы для того, чтобы понять, на какую ставку доходности они могут рассчитывать в том или ином случае. Другие же

нуждаются в психологической защите, перекладывая ответственность за убытки на плечи своих консультантов. Так им легче переносить потери. Как бы то ни было, нет ничего постыдного в том, что инвестор может привлечь профессионалов для управления своим портфелем[1].

Как же определить, нуждаетесь ли вы в помощи? Приведем ряд «сигналов», наличие которых говорит о том, что вам необходим помощь.

Большие убытки

Если рыночная стоимость вашего портфеля в конце 2002 года упала больше, чем на 40% по сравнению с началом 2000 года, то это говорит о том, что вы сработали хуже, чем фондовый рынок в целом. И не имеет большого значения, почему это произошло: из-за вашей лени, опрометчивости или просто невезения. Столь огромные убытки равнозначны сигналу SOS.

Неконтролируемый бюджет

Если вы постоянно «сводите концы с концами»; не имеете понятия, куда уходят ваши деньги, вам не удается регулярно пополнять свои сбережения и хронически не хватает денег для своевременной оплаты счетов, то это значит, что ваши финансы вышли из-под контроля. Консультант способен помочь «обуздать» ваши расходы, разработав финансовый план, в котором будут четко определены доходы и расходы.

---

[1] *Более подробно эти вопросы рассмотрены в работе* Уолтера Апдегрейва: Walter Updegrave, “Advice on Advice,” Money, January, 2003, pp. 53-55.

Хаотичность формирования инвестиционного портфеля

Слишком много инвесторов думают, что они диверсифицировали свои портфели, приобретя в конце 1990-х годов акции 39 “разных” Интернет-компаний или же вложили деньги в акции семи “разных” инвестиционных фондов, специализирующихся на «акциях роста». Но это все равно, что ждать лучшего исполнения песни *Old Man River* от хора, который состоит из одних сопрано, чем от исполнения солиста с баритоном. Независимо от того, сколько сопрано вы добавите, хор никогда не сможет взять все низкие ноты, пока вы не найдете баритон. Аналогично, если ваши инвестиции одновременно либо теряют стоимость, либо же возрастают в цене, то это означает, что вам не хватает инвестиционной гармонии, которая обеспечивается настоящей диверсификацией. Вам необходим профессионально разработанный план “размещения активов”.

Жизненные проблемы

Если вы озабочены тем, за счет каких средств будете жить после выхода на пенсию; если финансы ваших пожилых родителей не в порядке или же вы ломаете голову над тем, как накопить средства на обучение детей, то и здесь на помощь придет консультант. Он не только успокоит вас, но и сможет на деле улучшить качество вашей жизни. Более того, квалифицированный профессионал может показать как можно к вашей выгоде использовать положения налогового и пенсионного законодательства.

Доверяй, но проверяй

Помните, что процветание финансовых аферистов основано том, что люди доверяют им, забывая при этом проверить их репутацию. Перед тем как вручить свое будущее в руки финансового консультанта, обязательно найдите себе такого из них, с которым вы не просто ощущаете себя комфортно, но и уверены в его безупречных рекомендациях. Как гласит поговорка: “Доверяй, но проверяй”. Приступайте к выбору консультанта с опроса нескольких людей, которых вы хорошо знаете и которым доверяете, относительно того, могут ли они посоветовать вам консультанта, которому они *доверяют* и который, по их мнению, сполна отрабатывает свой гонорар. Уверенный ответ того, кому вы доверяете, будет хорошим началом в поиске необходимого вам финансового консультанта[2].

Как только у вас есть имя консультанта, а также сферу его деятельности (кто он — фондовый брокер? консультант по финансовому планированию? бухгалтер? страховой агент?) и название фирмы — вы можете начинать аналитическую работу. Введите имя консультанта и название его фирмы в окошко поисковика типа *Google*, чтобы проверить информацию, которая появиться (особое внимание обращайте на ссылки, в которых встречаются “жалобы”, “судебные разбирательства”, “дисциплинарные взыскания”, “временное отстранение от должности”). Если ваш консультант — биржевой брокер или страховой агент, свяжитесь с региональным представителем Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам (удобный справочник он-лайновых ссылок можно найти на сайте www.nasaa.org) и поинтересуйтесь, не было ли наложены на него дисциплинарные взыскания, а может кто-либо из

---

[2] *Если же вы не можете получить рекомендацию от людей, заслуживающих вашего доверие, то можно найти консультанта по вопросам финансового планирования на сайте www.napfa.org (или www.feeonly.org).*

клиентов подавал на него жалобу?[3]. Если вы выбираете бухгалтера, который также исполняет обязанности финансового консультанта, аналогичные сведения можно получить, запросив органы, регулирующие бухгалтерскую деятельность (их вы можете найти через Национальную бухгалтерскую ассоциацию США *(National Association of State Boards of Accountancy)* на сайте www.nasba.org)).

Консультанты по финансовому планированию (или же фирмы, занимающиеся такой деятельностью) должны быть зарегистрированы либо федеральной Комиссией США по ценным бумагам и фондовым биржам, либо ее штатными отделениями. Один из этапов регистрации — заполнение консультантом так называемого документа *Form ADV*, состоящего из двух частей. Вы можете просмотреть и скачать этот документ по адресам www.advisorinfo.sec.gov, www.iard.com. Особое внимание уделите разделу *Disclosure Reporting Pages*, в котором консультант должен сообщать о наложенных дисциплинарных взысканиях. (Имейте в виду, что недобросовестные консультанты убирают эти страницы перед тем, как вручать *Form ADV* потенциальному клиенту. Поэтому необходимо получить полную версию этого документа). В представленной далее врезке рассмотрены дополнительные советы по осмотрительному выбору финансового консультанта.

Слова, слова ... как о многом они могут сказать!

Осторожность в общении с финансовым консультантом следует соблюдать и после того, как вы его выбрали. Мелани Сентер Лубин *(Melanie Senter Lubin)*,

---

[3] *Само по себе наличие жалоб клиентов не достаточно для дисквалификации консультанта; но постоянные жалобы послужит веской причиной для отказа в его услугах. А дисциплинарное взыскание со стороны уполномоченных штата или федеральных уполномоченных обычно четко свидетельствует о том, что вам стоит подыскать другого консультанта. Еще один источник для проверки информации о фондовых маклерах можно найти на сайте http://pdpi.nasdr.com/PDPI*

уполномоченная Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам в штате Мэриленд, считает, что нужно обращать особое внимание на слова и фразы, которые могут повлечь за собой неприятности. Если ваш консультант постоянно их повторяет — “вам стоит очень быстро связываться с властями”, — предупреждает Лубин. Далее приведены слова, которые должны служить для вас знаком тревоги:

“Офшор”

“Эксклюзивный”

“Возможность на всю жизнь”

“Вы должны фокусировать внимание на результатах, а не на оплате моих услуг”

“Стоимость этой акции будет колебаться”

“Разве вы не хотите быть богатым?”

“Гарантировано”

“Нельзя потерять такой шанс”

“Вам следует поспешить”

“Верхний предел цены очень высок”

“Само собой разумеется”

“Наша собственная компьютерная модель”

“Я даю моей маме те же советы”

“Доверяйте мне”

“Опционная стратегия ”

“Месячная доходность”

“Тенденция движения конъюнктуры на фондовом рынке очевидна и не требует особого анализа”

“Стратегия активного размещения капитала”

“Вы не можете себе позволить не купить это”

“Мы можем получить доходность выше, чем в среднем по фондовому рынку”

“Никто больше не знает, как это делать”

“Вы пожалеете, если не сделаете...”

Позвольте узнать себя

Не столь давно на страницах одного журнала, специализирующегося на вопросах финансового планирования, десяток специалистов детально обсуждал следующую проблему: что, в первую очередь, следует выяснить в ходе встречи с финансовым консультантом[4]. В ходе отбора консультантов инвестор должен получить ответы на следующие вопросы.

- Действительно ли консультант хочет помочь вам?
- Понимает ли он сущность фундаментальных принципов инвестирования так, как они определены в этой книге.
- Достаточен ли его уровень образования и опыта для того, чтобы помочь вам?

Далее приведены некоторые вопросы, которые, по мнению известных специалистов в области финансового планирования, должны задавать будущие клиенты своим потенциальным финансовым консультантам.

Почему вы занимаетесь этим делом? Какова миссия вашей фирмы? Кроме будильника, что заставляет вас просыпаться по утрам?

В чем состоит философия инвестирования, которой вы придерживаетесь? Вы рекомендуете акции корпораций или взаимных инвестиционных фондов? Используете ли вы технический анализ? Практикуете ли вы использование тайминга? (Ответ “Да” на последние два вопроса должен служить сигналом “Нет” для вас.)

---

[4] *Роберт Верес* (Robert Veres), *редактор и издатель журнала* Inside Information *любезно предоставил эти ответы для нашей книги. Аналогичные проверочные вопросы можно найти на сайтах* www.cfp-board.org *и* www.napfa.org.

Вы даете советы исключительно в области управления капиталом или также консультируете по вопросам налогообложения, пенсионному и финансовому планированию, управления долгами и страхования? Ваше образование, опыт и дипломы об образовании дают вам право предоставлять такого рода финансовые консультации[5]?

С какими потребностями обычно к вам обращаются клиенты? Как вы можете помочь мне в достижении моих целей? Как вы будете прослеживать мои успехи и информировать меня об этом? Есть ли у вас перечень контрольных вопросов, с помощью которого я смогу отслеживать успешность реализации разработанного вами финансового плана?

Каким образом вы выбираете объекты для инвестиций? Какой метод инвестирования вы считаете наиболее успешным? Какие доказательства об успешности ваших советов вы можете привести? Как вы поступаете в том случае, если доходность инвестиций на протяжении года является низкой? (Консультанта, который ответит на этот вопрос “Продаю”, нанимать не стоит.)

Если вы рекомендуете определенные объекты для инвестиций, получаете ли вы оплату (в любой форме) от третьих лиц? Почему да или почему нет? При каких обстоятельствах? Во сколько долларов вы оцениваете плату за свои услуги на протяжении первого года? Что будет влиять на рост или снижение этой оплаты с течением времени? (Если размер оплаты будет превышать 1%

---

[5] *Сертификаты типа* CFA, CFP *или* CPA *подтверждают, что консультант имеет основательную подготовку и сдал экзамены. (Большинство прочих сертификатов, которыми размахивают консультанты по финансовому планированию, включая “*CFM*” или “*CMFC*”, на самом деле значат очень мало.) И что еще более важно, вы должны связаться с организацией, которая выдает сертификаты, проверить записи и удостовериться в том, что он не получал дисциплинарных взысканий за нарушение правил и этики.*

от годовой стоимости ваших активов, вам, скорее всего, стоит поискать другого консультанта[6].)

Сколько у вас клиентов и как часто вы связываетесь с ними? Каким было ваше наилучшее достижение для клиента? Какими достоинствами обладают ваши любимые клиенты? Какой наиболее приятный был опыт работы с клиентом и как вы решили эту ситуацию? По какому принципу вы определяете, с кем общается клиент: с вами или с вашим персоналом? Насколько долго обычно сотрудничают с вами клиенты?

Могу я посмотреть пример счета за ваши услуги? (Если вы не можете его понять, попросите консультанта объяснить вам. Если вы не понимаете его объяснение, то консультант вам не подходит.)

Считаете вы себя успешным в финансовом плане? Почему? Что вы подразумеваете под финансовым успехом?

Насколько высокую среднюю доходность, на ваш взгляд, могут обеспечить мне мои инвестиции? (Все варианты свыше 8% или 10% нереалистичны.)

Можете вы предоставить мне свое резюме, *Form ADV* и хотя бы три рекомендации? (Если консультант или его фирма должны заполнять *Form ADV*, но он не предоставляет вам копию, вставайте и уходите — и держите одну руку на своем бумажнике, когда будете уходить.)

Сталкивались ли вы когда-нибудь с жалобами на вас? Почему ваш последний клиент, который отказался от услуг, сделал это?

---

[6] *Если вы собираетесь инвестировать меньше 100 000 долларов, то возможно, и не найдете финансового консультанта, который возьмется за такую работу. В этом случае купите акции низкозатратных индексных фондов, следуя советам, содержащимся в книге Грэхема. Когда ваш портфель со временем вырастет, вы сможете позволить себе пользоваться услугами консультанта.*

Победа над своим злейшим врагом

И, наконец, запомните, что хорошие финансовые консультанты не растут на деревьях. Лучшие из них уже имеют сложившийся круг клиентов, в число которых сложно попасть. Возможно, финансовый консультант и захочет оказывать вам услуги, но только в том случае, если вы подойдете ему. В этом случае он тоже может задать вам несколько вопросов. Вот их примерный перечень.

Почему вам кажется, что вы нуждаетесь в консультанте?

Каковы ваши долгосрочные цели?

Каким было ваше самое большое разочарование при сотрудничестве с другими консультантами?

У вас есть финансовый план? Вы живете по средствам? Какой процент от своих активов вы тратите ежегодно?

Если вернуться на год назад, что мне следовало бы на этот момент сделать, чтобы вы были довольны своим финансовым положением?

Как вы решаете конфликты или преодолеваете возражения?

Насколько эмоционально вы реагировали на «медвежий» рынок, начавшийся в 2000 году?

Каковы ваши самые страшные финансовые опасения? Ваши самые сокровенные финансовые надежды?

Какой уровень доходности на свои инвестиции вы считаете разумным? (Основывайте свой ответ на данных главы 3.)

Консультант, который не задает подобные вопросы — и который не проявляет к вам достаточного интереса, чтобы интуитивно понять, какие еще вопросы помогут сформировать его мнение о вас, вам не подходит.

Кроме всего сказанного, вы должны достаточно доверять своему консультанту, чтобы позволить ему защитить вас от вашего злейшего врага — себя. “Вы нанимаете консультанта, — объясняет Ник Мюррей *(Nick Murray)*, — не для того, что бы управлять вашими деньгами, а для того, чтобы управлять вами”.

“Если консультант защищает вас от ваших же наихудших импульсивных желаний, — говорит специалист по финансовому планированию Роберт Верес *(Robert Veres*), — то он взамен должен обладать инструментами, которые позволит вам обоим их контролировать”. К этим инструментам относятся:

- *всеобъемлющий финансовый план*, который указывает, как вы будете зарабатывать, сберегать, тратить, занимать и инвестировать свои деньги;
- *заявление об инвестиционной политики*, которое определяет ваш фундаментальный подход к инвестированию;
- *план размещения капитала*, который детализирует, сколько денег вы вкладываете в разные инвестиционные инструменты.

Это основные блоки, на которых должны основываться хорошие финансовые решения, и они должны разрабатываться совместно — вами и вашим консультантом — а не диктоваться в одностороннем порядке. Вам не следует заниматься инвестициями до того, как вы удостоверитесь, что у вас они есть в наличии.

Комментарии к главе 11

“Скажите, пожалуйста, куда мне идти?”

“Это во многом зависит от того, куда вы хотите попасть”, — сказал Кот.

Льюис Кэрролл, “Алиса в стране чудес”

Сколько стоит будущее?

Какие факторы определяют ваше решение относительно того, сколько вы пожелаете заплатить за акцию? Почему акции одной компании оцениваются рынком в 10 раз дороже ее прибыли, а другой — в 20 раз? Можно ли быть уверенным в том, что за свои деньги вы получите действительно ценные бумаги, которые не превратятся в простые «фантики»?

Грэхем считает, что решающим для инвестора, являются следующие пять факторов[1]. Он формулирует их следующим образом:

- “общие долгосрочные перспективы” компании;
- качество управления компанией;
- ее финансовая сила и структура капитала;
- история выплаты дивидендов;
- и текущий уровень дивидендов.

---

[1] *Поскольку очень мало сегодняшних инвесторов покупают облигации, то наша дискуссия ограничиться анализом акций. Более подробно об облигационных инвестиционных фондах читайте в Комментариях к главе 4.*

Давайте рассмотрим эти факторы с точки зрения сегодняшнего фондового рынка.

Долгосрочные перспективы

Сегодня разумный инвестор должен начинать свой анализ с ознакомления с годовыми отчетами компании (формы 10-Q) как минимум за пять лет на сайте компании или базы данных *EDGAR* на сайте www.sec.gov[2]. Потом необходимо тщательно изучить финансовую отчетность, собрав данные, которые помогут получить ответ на два главные вопроса. Какие факторы обуславливают рост компании? За счет чего она получает (и будет получать в дальнейшем) свою прибыль?

Среди прочего следует рассмотреть и такие возможные проблемы.

- **Компания является “серийным покупателем”.** В среднем больше двух или трех приобретений на протяжении года — это признак потенциальной проблемы. Подумайте сами: если компания с б*о*льшим желанием покупает акции других предприятий, чем инвестирует в свой собственный бизнес, не значит ли это, что вам также следует последовать ее примеру и поискать другое место для вложения своих инвестиций? И не забудьте проверить, чего достигла компания в результате своих покупок. Будьте осторожны с компаниями, страдающими «корпоративной булемией», т.е. фирмами, которые с жадностью “пожирают” других только для того, что бы потом «вернуть» их

---

[2] *Также следует получить квартальные отчеты, по крайней мере, за один год (форма* 10-Q*). В соответствии с определением мы предполагаем, что вы — “активный” инвестор, который хочет серьезно заниматься своим портфелем. Если рассмотренные в этой главе шаги кажутся вам непосильными, это свидетельствует о том, что такая позиция недостаточно подходит для вас.*

обратно. *Lucent*, *Mattel*, *Quaker Oats* и *Tyco International* принадлежат к компаниям, которые были вынуждены отказаться от своих приобретений, приносивших им убытки. Другие компании хронически занимаются списаниями своих активов или же анализ их баланса показывает, что они явно переплатили за последние приобретения[3].

- **Компания подсела на «финансовую иглу»**, привлекая ресурсы за счет кредитов или денег акционеров. В годовом отчете о денежных потоках эти поступления называются “доходами от финансовой деятельности”. Для слабой компании они могут создать иллюзию роста даже в том случае, если ее собственный бизнес не приносит достаточно средств — как уже показал пример компаний *Global Crossing* и *WorldCom*[4].
- **Практически все доходы компании зависят от одного (или нескольких) клиентов**. В октябре 1999 года компания *Sycamore Networks*, производящая оптическое волокно, впервые вышла со своими акциями на фондовый рынок. Из проспекта эмиссии было видно, что вся продукция компании (на сумму 11 миллионов

---

[3] *Обычно информацию о подробностях приобретений можно найти в разделе формы 10-Q* “Management’s Discussion and Analysis”*; проверьте ее на наличие примечаний к финансовой отчетности. Больше информации о “серийных приобретениях” — в комментариях к главе 12.*

[4] *Чтобы определить, является ли компания собирателем чужих денег, смотрите раздел “Денежные потоки”* (“Statement of Cash Flows”) *в финансовой отчетности. На этой странице приток и отток капитала обозначен как “операционная деятельность”, “инвестиционная деятельность” и “финансовая деятельность”. Если объем денежных средств от операционной деятельности постоянно отрицателен, а объемы денежных средств от финансовой деятельности постоянно положительны, у компании есть привычка желать больше денег, чем может обеспечить ее собственный бизнес — вам не следует присоединяться к “деятелям” с приверженностью к таким привычкам. Более подробно о компании* Global Crossing *можно узнать в комментариях к главе 12. Более подробно о компании* WorldCom *можно прочесть во врезке в комментариях к главе* 6.

долларов) продавалась одной-единственной компании — *Williams Communications*. Рынок оценил компанию *Sycamore* в 15 миллиардов долларов. К сожалению, компания *Williams Communications* обанкротилась уже через два года. Несмотря на то, что компания *Sycamore* расширила круг своих клиентов, ее акции с 2000 по 2002 год потеряли 97% своей стоимости.

Инвестор также должен обращать внимание не только на негативные, но и на позитивные сигналы. К последним можно отнести следующие.

- Если **компания обладает конкурентным преимуществом**, то ее бизнес защищен широким “крепостным рвом”. Некоторые компании, как и некоторые замки, могут легко пасть под ударами завоевателей-конкурентов, в то время как другие почти недосягаемы. Наличие нескольких сильных сторон могут расширить “крепостной ров” компании. Перечислим некоторые из них: *сильная торговая марка* (к примеру, покупатели продукции компании *Harley Davidson* делают татуировку логотипа компании на своих телах); *монопольное (или почти) положение на рынке*; *экономия на росте масштаба производства*, т.е. способность дешево производить огромные объемы товаров (например, компания *Gillette*, которая производит миллиарды бритвенных лезвий); *уникальные нематериальные активы* (компания *Coca-Cola*, секретная формула напитка которой не имеет материальной ценности, но является бесценной для покупателей); *невозможность использовать товары-заменители* (у

большинства предприятий нет альтернативы электрораспределительным компаниям)[5].

- **Компания действует в стиле бегуна-марафонца, а не спринтера**. Анализируя финансовую отчетность компании, посмотрите насколько стабильно росла ее выручка и чистая прибыль на протяжении предыдущих 10 лет. В одном из номеров журнала *Financial Analysts* говорилось о результатах разных исследований (и грустном опыте многих инвесторов), которые показали, что компании, имеющие наиболее высокие темпы роста прибыли, скорее всего, «сойдут с дистанции»[6]. Если долгосрочный ежегодный темп роста валовой прибыли составляет 10% (или же 6% или 7% для чистой прибыли), то такой рост может считаться устойчивым. Но, если компания устанавливает для себя цель добиться 15-ти процентных темпов ежегодного роста, — то это иллюзия. А еще более высокие темпы роста — или неожиданный взрыв роста на протяжении одного или двух лет — говорят о том, что, скорее всего, компания сгорит, так же, как неопытный марафонец, который пытается пробежать весь марафон с такой же скоростью, как и спринтер стометровку.
- **Компания развивает свой бизнес**. Не зависимо от того, насколько хороша ее продукция или сильна торговая марка, компания должна развивать новые направления своего бизнеса. И хотя расходы на НИОКР и не являются сегодня источником роста,

---

[5] *Более подробно использование "крепостных рвов" в бизнесе рассмотрено в классическом труде профессора Гарвардской школы бизнеса Майкла Портера:* Michael E. Porter, Competitive Strategy, Free Press, New York, 1998.

[6] *Cyrus A. Ramezani, Luc Soenen, and Alan Jung, "Growth, Corporate Profitability, and Value Creation," Financial Analysts Journal, November / December, 2002, pp. 56-67; а также* http://cyrus.cob.calpoly.edu/.

они могут принести прибыль завтра — особенно если компания доказала в прошлом, что она может эффективно заниматься коммерциализацией новых разработок. Какого-то единого стандарта доли расходов на НИОКР не существует. В 2002 году компания *Procter & Gamble* израсходовала около 4% от объема продаж на исследования и разработки, в то время как компания *3M* — 6,5%, а *Johnson & Johnson* — 10,9%. В долгосрочном периоде компания, которая ничего не тратит на исследования и разработки, будет, как минимум, настолько же уязвимой, как и компания, которая расходует слишком много.

Качество управления компанией

У руководства компании дела не должны расходиться со словами. Изучите отчеты за прошедшие периоды, чтобы отследить насколько удалось руководству достичь запланированных целей. Руководители должны признавать свои ошибки и отвечать за них, а не искать причины неудач в “экономике”, “слабом спросе” и т.п. Проверьте, не изменяется ли тон и суть обращения руководства компании к акционерам в зависимости от того, что происходило на Уолл-Стрит. (Обратите особое внимание на такие периоды резкого подъема деловой активности, как 1999 год. Не было ли неожиданных заявлений со стороны компаний-производителей цемента или нижнего белья о том, что они находятся “на передовых позициях компьютерной революции”?)

Ответы на следующие вопросы также могут вам помочь при определении того, будет ли руководство компаний действовать в интересах владельцев компании.

- **Стремится ли компания стать лидером?** Фирма, которая платит своему генеральному директору 100 миллионов долларов в год, должна иметь для этого очень вескую причину. (Возможно, он разработал — и запатентовал — эликсир молодости? Или, открыв *Эльдорадо*, приобрел золотые прииски по цене 1 доллар за акр? Или обнаружил жизнь на другой планете и подписал контракт, по условиям которого инопланетяне должны осуществлять закупки только у его компании на Земле?) В иных случаях такая непристойно большая заработная плата говорит о том, что руководство фирмы ведет дел в своих интересах.

  Если компания проводит переоценку своих управленческих опционов для инсайдеров, держитесь от нее подальше. В ходе такой операции компания аннулирует существующие (как правило, обесценившиеся) управленческие опционы, заменяя их новыми, более привлекательными для своих работников. Зададим себе вопрос: «Если компания не допускает падения цены управленческих опционов, сохраняя, в то же время, их безграничный прибыльный потенциал, то как можно требовать от работников такой компании эффективного управления ее активами?». Любая компания, проводящая такого рода операции — так, как поступали многие высокотехнологические компании — не достойна вашего внимания. И любой инвестор, который покупает акции такой компании, оказывается в роли овцы, которую остригут наголо.

  Изучая примечания к годовому отчету, касающиеся управленческих опционов, вы можете увидеть дополнительный объем эмиссии акций в случае, если эти опционы будут реализованы. Компания *AOL Time Warner*, например, заявила в

начале своего отчета о том, что у нее в обращении находится 4,5 миллиарда обычных акций (на 31 декабря 2002 года). Однако, в примечании к отчету было отмечено, что компания выпустила опционы еще на 657 миллионов акций. Таким образом, будущая прибыль *AOL* будет распределяться еще и на 15% дополнительных акций. Вы должны учитывать это обстоятельство, проводя оценку стоимости компании[7].

"Форма 4", которую можно найти в базе данных *EDGAR* по адресу www.sec.gov, содержит данные о купле-продаже акций компании ее сотрудниками и руководством. Конечно, у них могут быть вполне оправданные причины для продажи акций — диверсификация их активов, покупка более просторного дома, и т.п. Но, если вы видите, что руководство избавляется от акций своей компании – это явный сигнал вам задуматься о положении дел в компании. Действительно, можно ли требовать от инвестора покупки акций, если руководители компании продают их.

- **О чем больше думает руководство: о бизнесе компании или о рекламе этого бизнеса?** Руководство должны посвящать основную часть своего рабочего времени управлению компанией, а не ее рекламе инвесторам. Очень часто генеральные директора жалуются на то, что их акции недооценены независимо от того, насколько высоко поднимается их курс, забывая при этом наставления Грэхема о том, что менеджеры должны оберегать акции от слишком низкого падения их цены или слишком

---

[7] *Джейсон Цвейг* (Jasom Zweig) *является служащим компании* AOL Time Warner *и владеет опционами компании. Более подробно об опционах читайте в комментариях к главе 19.*

высокого роста[8]. В то же время слишком много финансовых директоров ежеквартально предоставляют свои “предположения относительно доходности” компании. Отдельные же фирмы просто заваливают рынок пресс-релизами, в которых во всю расписываются имеющиеся у их бизнеса “возможности”.

Небольшая группа компаний — включая корпорации *Coca-Cola*, *Gillette* и *USA Interactive* — перестали идти на поводу у близоруких прогнозов Уолл-Стрит. Эти смельчаки предоставляют детализированную информацию о текущих бюджетах и долгосрочных планах, но отказываются давать свои предположения о том, что могут принести следующие 90 дней. (Пример того, как компании могут открыто и правдиво взаимодействовать со своими акционерами, можно найти в базе данных *EDGAR* по адресу www.sec.gov и просмотрев базу данных, составленную компанией *Expeditors International of Washington*, которая периодически издает пресс-релизы — диалоги с акционерами по типу вопрос-ответ.)

И наконец, задайте себе вопрос о том, в какой мере учетная политика компании делает ее финансовые результаты прозрачными. Если “эпизодические издержки” почему-то сохраняют периодичность, “чрезвычайная” статья встречается настолько часто, что кажется обычной, акронимы типа *EBITDA* используются вместо чистой прибыли, то, скорее всего, перед

---

[8] *Смотрите примечание 19 в комментариях к главе 19.*

вами фирма, которая еще не научилась служить в первую очередь долгосрочным интересам своих акционеров[9].

Финансовая мощь и структура капитала

Основным из возможных определений хорошего бизнеса является такое: он приносит больше денег, чем потребляет. Хорошие руководители постоянно ищут способы вложения денег для эффективного использования. В долгосрочном периоде стоимость компаний, которые отвечают этому определению, практически всегда увеличивается, независимо от того, что происходит на фондовом рынке.

Начинайте с рассмотрения денежных потоков в годовом отчете компании. Посмотрите, являются ли рост операционных поступлений постоянным на протяжении последних 10 лет. Теперь вы можете двигаться дальше. Уоррен Баффет разработал концепцию прибыли собственника. Она рассчитывается как сумма чистой прибыли и амортизации, из которой вычитаются капитальные затраты нормального уровня. Управляющий портфелем Кристофер Дэвис из компании *Davis Selected Advisors* конкретизирует эту концепцию с помощью такого вопроса: “Если вы владеете 100% своего бизнеса, то сколько денег будет у вас в кармане в конце года”? Поскольку в таком расчете учитывается амортизация, которая не влияет на баланс денежных средств компании, прибыль собственника может быть показателем лучшим, чем балансовой чистая прибыль. Чтобы точно урегулировать

---

[9] *Более подробно о таких выпусках читайте в комментариях к главе 12 и у Джозефа Фуллера и Майкла Дженсена: Joseph Fuller and Michael C. Jensen, “Just Say No to Wall Street” на сайте http://papers.ssrn.com.*

определение прибыли собственника, вы должны также вычесть из балансовой чистой прибыли следующие позиции:

- любые издержки на реализацию управленческих опционов, которые служат перераспределению прибыли из рук акционеров компании в руки инсайдеров;
- любые “необычные”, “непостоянные” и “чрезвычайные” издержки;
- любую “прибыль” из пенсионного фонда компании.

Если показатель «прибыль собственника на акцию» постоянно возрастает в среднем как минимум на 6% или 7% на протяжении последних 10 лет, то можно считать, что компания способна зарабатывать деньги для акционеров, и она имеет хорошие перспективы роста.

Дальше изучите структуру капитала компании. Обратитесь к данным баланса и посмотрите, какова задолженность компании (включая привилегированные акции). В целом долгосрочная задолженность не должна превышать 50% общего капитала компании. В примечаниях к финансовым отчетам проверьте, являются ли проценты по долгу фиксированными или варьирующимися, которые могут расти с ростом процентных ставок.

Найдите в годовом отчете сведения о соотношении прибыли компании и ее фиксированных платежей. Из отчета компании *Amazon.com* за 2002 год видно, что прибыли компании было не достаточно для того, чтобы заплатить на 145 миллионов долларов процентов. В будущем компания *Amazon.com* должна зарабатывать намного больше на своих операциях или найти способ привлекать деньги на более выгодных условиях. Иначе она будет принадлежать не акционерам, а владельцам облигаций, но тем владельцам облигаций, которые могут подать в суд на компанию и отсудить часть ее активов, если они не найдут другого способа обеспечения полагающихся им

процентных платежей. (Откровенно говоря, соотношение прибыли *Amazon.com* и ее фиксированных платежей в 2002 году было лучше, чем два года назад, когда компания не могла за счет своей прибыли выплатить процентов на 1,1 миллиарда долларов.)

И несколько слов по поводу дивидендов или акционерной политики (более подробно эти вопросы рассматриваются в главе 19).

- Компания несет тяжелую ношу, поскольку ей приходится доказывать своим акционерам, что для них же лучше, если дивиденды выплачиваться не будут. Если фирма постоянно обеспечивает доходность использования своего капитала выше средней, независимо от того, является ситуация на фондовом рынке хорошей или плохой, менеджерам действительно удается найти оптимальное применение денежным средствам. Если же доходность бизнеса колеблется или акции приносят более низкую доходность, чем акции фирм-конкурентов, то руководство компании неправильно поступает, отказываясь выплачивать дивиденды.
- Компании, которые время от времени дробят свои акции — и активно рекламируют эти события в захватывающих пресс-релизах — держат своих инвесторов за дурачков. Вспомним историю про бывшего американского бейсболиста Йоги Берра, которого как-то раз в пиццерии спросили, на сколько кусков ему разрезать пиццу — на шесть или на восемь. Берра ответил: «На шесть, пожалуйста, я не настолько голоден, чтобы съесть восемь». Так же ведет себя и акционеры, которым нравятся дробления акций. Две акции стоимостью 50 долларов стоят не больше, чем одна акция стоимостью 100 долларов. Менеджеры, которые

используют дробление акций для рекламы своих акций, играют на неведении инвесторов, и разумный инвестор должен дважды подумать, прежде чем вкладывать деньги в такие акции[10].

- Компании должны выкупать свои акции обратно в том случае, если их стоимость падает — а не в то время, когда курс достигает рекордной отметки. К сожалению, в последнее время среди компаний стала слишком распространенной политика выкупа акций в то время, когда их курс находится на пике. Это не более чем циничная трата денежных средств компании — поскольку реальная цель этого маневра — «снятие сливок» служащими компании при продаже ими своих опционов с целью “улучшения акционерной стоимости”.

Жизнь приводит многочисленные, порой анекдотические свидетельства того, что руководство компаний, твердящее об “улучшении акционерной стоимости”, редко занимается этим. В инвестировании, как, впрочем и в жизни, наибольших успехов достигают те, кто делает, а не просто болтает языком.

---

[10] *Дробление акций рассматривается далее в комментариях к главе 13.*

Комментарии к главе 12

Легче всего отнять у вас деньги прощелыге с авторучкой, чем гангстеру с пистолетом.

Бо Диддли, выдающийся американский гитарист и композитор

Цифровая эквилибристика

Даже Грэхем поразился бы тому, до какой степени директорам и бухгалтерам компаний за последние годы удалось раздвинуть допустимые границы морали. Получая огромные доходы за счет управленческих опционов, высшее руководство компаний осознало, что может стать сказочно богатым, просто увеличив прибыль компании в течении нескольких лет[1]. Мы видим, что руководство сотни компаний если и не нарушило формальные правила учетной политики, то выхолостило ее дух. Финансовая отчетность превратилась малопонятный набор цифр. Непривлекательные результаты деятельности компаний приукрашаются различными «косметическими» приемами, касающимися как маскировки расходов, так и получением прибыли «из воздуха». Давайте рассмотрим несколько примеров такой отвратительной практики.

[1] *Более подробно о том, как управленческие опционы могут обогатить корпоративное руководство — но не обязательно внешних акционеров — читайте в комментариях к главе 19.*

Допустим, что...!

Возможно, наиболее распространенным бухгалтерским фокусом были фантазии на тему “ориентировочной” прибыли. Это именно тот случай, когда можно сказать, что «хотели как лучше, а вышло как всегда». Исходная идея концепции «ориентировочной прибыли» заключалась в том, чтобы дать инвесторам картину долгосрочного роста прибыли компании, очищенной от влияния разного рода случайных событий. Например, в пресс-релизе компании может быть сказано, что заработала бы компания на протяжении последнего года, если бы другая фирма, которую она только что приобрела, входила бы в состав компании в этом году.

Давайте рассмотрим примеры такого рода жульнических «допущений».

- Компания *InfoSpace* рассчитала, какой была бы ее ориентировочная прибыль за третий квартал 1999 года, если бы она не выплатила 159,9 миллиона долларов дивидендов по привилегированным акциям.
- Компания *Bea Systems* представила расчет того, какой была бы ее ориентировочная прибыль за третий квартал 2001 года, если бы она не уплатила 193 миллиона долларов в виде налогов по управленческим опционам.
- Корпорация *JDS Uniphase* рассчитала, какой была бы ее ориентировочная прибыль за первый квартал 2001 года, если бы она не выплатила 4 миллиона долларов в виде налогов на заработную плату; не потеряла бы 7 миллионов долларов от неудачных операций с акциями и не понесла издержки, связанные с поглощением и гудвилом, в размере 2,5 миллиарда долларов.

Короче говоря, ориентировочная прибыль позволяет компании показать, какие бы хорошие результаты она могла получить, если бы она не сработала столь плохо[2]. Единственное, что вы, как разумный инвестор, должны делать с ориентировочной прибылью — игнорировать их.

Учетная политика: гибкость, но не до такой же степени

В 2000 году телекоммуникационный гигант *Qwest Communications International* выглядел сильным и здоровым. Акции компании упали меньше чем на 5%, несмотря на то, что весь фондовый рынок потерял больше 9%.

Но в финансовых отчетах *Qwest Communications International* была скрыта небольшая хитрость. В конце 1999 года компания решила отобразить выручку от своих телефонных справочников сразу же после их публикации — даже несмотря на то, что любой, кто когда-либо пользовался рекламой в “Желтых страницах”, знает, что многие компании платят за эту рекламу ежемесячные взносы. Абракадабра! Это пустяковое “изменение учетной политики” привело к увеличению чистой прибыли за 1999 год на 240 миллионов долларов — на пятую часть от объема всех заработанных в этом году денег.

Подобно тому, как небольшой кусок льда, возвышающейся над водой, свидетельствует о массивной части айсберга, скрытой от наших глаз, которая видна над водой, точно так же и обнаружение нами значительного роста прибыли, часто является предупреждением об огромной надвигающейся

---

[2] *Все представленные примеры взяты непосредственно из пресс-релизов, опубликованных самими компаниями. Чудесной сатирой по отношению к тому, какой могла бы быть повседневная жизнь, если бы мы начали оправдывать наше поведение таким же образом, как компании оправдывали свою доходность, является работа Роба Уолкера: Rob Walker, “My Pro Forma Life”, http://slate.msn.com/?id=2063953.*

опасности. Именно так и было в случае с *Qwest Communications International*. В начале 2003 года, после оглашения своих предыдущих финансовых отчетов, компания объявила о том, что в ее отчетах была указана еще не полученная прибыль от продажи оборудования; были неправильно учтены издержки на оплату услуг других компаний; затраты были учтены в качестве капитальных активов издержек; обмен активами был неправильно учтен как продажа активов. За счет этих манипуляций выручка компании за 2000 и 2001 год была завышена на 2,2 миллиарда долларов — включая 80 миллионов долларов от рассмотренного раньше “изменения учетной политики”[3].

Капитальные затраты: так - расходы, а так – доходы

В конце 1990-х руководство компании *Global Crossing Ltd.* вынашивало амбициозные планы. Компания намеревалась построить “первую интегрированную глобальную волоконно-оптическую сеть” протяженностью более 100 тысяч миль. Эта сеть должна была быть проложена по океанскому

---

[3] *В 2002 году компания* Qwest *была одной из 330 открытых акционерных компаний, которые заявили о пересмотре своих финансовых показателей. Согласно данным* Huron Consulting Group *столь большое число компаний было рекордным за все время существования фондового рынка. Вся информация о компании* Qwest *взята из финансовых документов, подаваемых в Комиссию по ценным бумагам и фондовым биржам (годовой отчет, форма 8-К и форма 10-К), из базы данных* EDGAR *на сайте* www.sec.gov. *Что же происходило с акциями компании на протяжении этого периода? В конце 2000 года курс акций составляла 41 доллар, общая рыночная стоимость компании составила 67,9 миллиарда долларов. В начале 2003 года курс акций упал до примерно 4 долларов, и при этом вся капитализация компании стоила меньше 7 миллиардов долларов. Т.е. компания потеряла 90% своей рыночной стоимости. Падение цены акций связано не только с завышением прибыли. Недавний анализ деятельности 27 фирм, обвиняемых Комиссией по ценным бумагам и фондовым биржам в мошенничестве с финансовой отчетностью, показал, что эти фирмы переплатили 320 миллионов долларов федерального налога на прибыль. И хотя, большая часть этих денег должна быть возвращена обратно, большинство акционеров слабо верят в то, что они выиграют что-нибудь от этого. (См. работу Merle Erickson, Michele Hanlon, and Edward Maydew, “How Much Will Firms Pay for Earnings that Do Not Exist?” на сайте http://papers.ssrn.com).*

дну. После прокладки кабеля компания *Global Crossing* намеревалась продать коммуникационным компаниям права на использование своей сети. Только в 1998 году компания *Global Crossing* израсходовала более 600 миллионов долларов для прокладки кабеля. Причем почти треть от этой суммы была записана на счет доходов компании – под названием “стоимость проданных мощностей”. Если бы не эти 178 миллионов долларов т.н. «дохода», то компания, имевшая чистых убытков в размере 96 миллионов долларов, вряд ли смогла бы представить в отчете чистую прибыль в размере примерно 82 миллионов долларов.

В следующем году, как говорится в примечании к годовому отчету за 1999 год, компания *Global Crossing* стала «учитывать контракты на обслуживание”. Компания отказалась от учета своих затрат как выручки от «продаж мощностей» (фишка 1998 г.). Вместо этого основная часть затрат на строительство рассматривались не как производственные затраты, а как капитальные вложения — таким образом, они увеличивали общую стоимость активов компании вместо снижения чистого дохода[4].

Вуаля! Одним движением руки активы компании в виде “имущества и оборудования” выросли на 575 миллионов долларов. Одновременно выручка от продаж увеличились на 350 миллионов долларов.

---

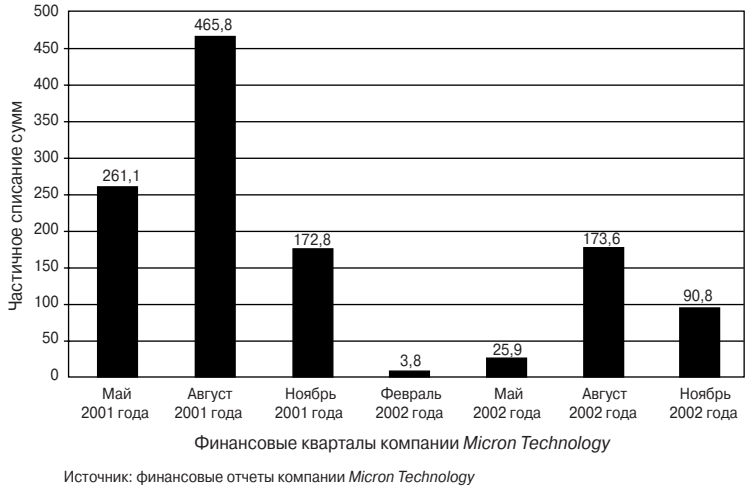
[4] *Компания* Global Crossing *раньше записывала большинство затрат на реализацию проекта на счет выручки от продаж или аренды прав на строящуюся сеть. Клиенты обычно платили за использование этих прав авансом, хотя некоторые могли платить по частям на протяжении периода до четырех лет. Но* Global Crossing *не учитывала сразу большинство авансовых платежей. Вместо этого, она распределяла доходы на весь период аренды. Теперь же, поскольку сеть оценила период своей эксплуатации в 25 лет, компания* Global Crossing *начала учитывать эти права как амортизируемые долгосрочные капитальные активы. Несмотря на то, что такая трактовка соответствует общепринятым стандартам бухгалтерского учета* (Generally Accepted Accounting Principles), *непонятно, почему* Global Crossing *не использовала такой способ учета до 1 октября 1999 года или что стало причиной такого изменения. В марте 2001 года стоимость акций компании* Global Crossing *составляла 12,6 миллиарда долларов. Компания объявила о банкротстве 28 января 2002 года, что привело к практически полному обесцениванию ее акций.*

Капитальные вложения для менеджеров являются важным средством, которое способствует росту и улучшению хорошего бизнеса. Но вольная трактовка правил бухучета позволяет менеджерам раздувать отчтетную прибыль с помощью трансформации обычных операционных издержек в капитальные активы. Как показывает пример компании *Global Crossing*, разумный инвестор должен быть уверен в том, что он понимает, почему именно расходы компании капитализируются в виде ее активов.

Сага о запасах

Как и многие производители полупроводников, компания *Micron Technology* испытала падение продаж после 2000 года. Фактически, компания настолько сильно пострадала от падения спроса, что вынуждена была пойти на списание стоимости своих запасов — ее клиенты не хотели покупать продукцию по ценам, которые запрашивала компания *Micron Technology*. В конце второго квартала 2001 года компания сократила стоимость своих запасов на 261 миллион долларов. Большинство инвесторов рассматривали такую операцию в качестве чрезвычайного события.

Но посмотрите, что произошло после этого (рис. 12.1).



Источник: финансовые отчеты компании *Micron Technology*

Рис 12.1. Как списывают чипы

Компания *Micron Technology* и в дальнейшем занималась списанием стоимости запасов в каждом из шести следующих кварталов. Было ли списание стоимости запасов компании эпизодическим событием или же превратилось в хроническую операцию? Мнения могут различаться в этом конкретном случае, но ясно одно: разумный инвестор должен всегда отслеживать “эпизодические” затраты[5].

Размеры пенсии

В 2001 году компания *SBC Communications*, которая владеет акциями компаний *Cingular Wireless*, *PacTel* и *Southern New England Telephone*, заработала 7,2 миллиарда долларов чистой прибыли — выдающийся успех для плохого года в телекоммуникационной отрасли. Но эта прибыль была заслугой не только компании *SBC Communications*. 1,4 миллиарда из этой суммы — 13% чистой прибыли компании — поступили из пенсионного фонда компании.

Поскольку у *SBC Communications* оказалось больше денег в пенсионном фонде, чем было необходимо для осуществления будущих выплат служащим, компания посчитала эту разницу текущей прибылью. Одной из простых причин такого избытка стало то, что в 2001 году компания подняла уровень ожидаемой доходности по инвестициям пенсионного фонда с 8,5% до 9,5% — занижая объемы средств, которые сегодня необходимо вложить в фонд.

Компания объясняла такие новые розовые ожидания тем, что “для каждого из трех лет, заканчивая 2001 годом, фактическая доходность инвестиций за 10-летний период превышал 10%”. Другими словами, наши прежние доходы

---

[5] *Я благодарен Ховарду Шилиту* (Howard Schilit) *и Марку Хамелу* (Mark Hamel) *из Центра финансовых исследований и анализа за предоставление этих данных.*

были высокими, а потому давайте предположим, что и будущие доходы будут такими же. Но это не только не соответствовало элементарной логике, но и игнорировало тот факт, что процентные ставки в это время упали до рекордно низкого уровня, что отрицательно сказалось на будущей доходности облигаций, составлявших часть портфеля пенсионного фонда.

В том же году компания Уоррена Баффетта *Berkshire Hathaway* фактически занизила ожидаемый уровень доходности по своим пенсионным активам с 8,3% до 6,5%. Было ли реалистичным для компании *SBC Communications* предположить, что управляющие ее пенсионного фонда смогут значительно превзойти лучшего в мире инвестора? Скорее всего, нет: в 2001 году пенсионный фонд компании *Berkshire Hathaway* обеспечил доходность на уровне 9,8%, а пенсионный фонд компании *SBC Communications* потерял 6,9%[6].

Вот вопросы, о которых должен задуматься разумный инвестор. Составляет ли “чистая прибыль пенсионного фонда” больше 5% процентов чистой прибыли компании? (Если да, то что вы будете делать, если в будущем прибыль пенсионного фонда существенно сократится?) Является ли ориентировочный “долгосрочный уровень доходности пенсионных активов” разумным? (Что касается 2003 года, любая доходность, которая превышает 6,5%, невозможна.)

---

[6] *Доходность рассчитывается как отношение фактической прибыли пенсионных активов к их чистой стоимости на начало года.*

Предупрежден – значит, вооружен

дадим несколько советов-предупреждений, которые помогут вам удержаться от приобретения акций, в которые заложена «бухгалтерская» бомба.

Читайте с конца

При исследовании финансовых отчетов компании начинайте читать с последней страницы и постепенно, страница за страницей, добирайтесь до первой. То, что компания не хочет вам открывать, спрятано в конце — где вам и рекомендуется искать сначала.

Читайте примечания

Никогда не покупайте акций, не прочитав примечания к финансовым показателям в годовом отчете. Обычно под названием “Обобщение важных аспектов учетной политики” одно из ключевых примечаний рассказывает о том, как компания трактует доходы, отображает запасы, учитывает маркетинговые затраты и т.п.[7]. В других примечаниях внимательно рассматривайте объяснения долгов компании, опционов, займов клиентам, резервов на случай возникновения убытков и других “факторов риска”, которые могут поглотить большую часть прибыли. То, что должно служить для вас сигналом, — это технические термины типа “капитализированный”, “отсроченный” и “реструктуризированный”, и простые слова, которые являются сигналом того, что компания изменила учетную политику,

---

[7] *Не позвольте одурачить себя скучными фразами примечаний к бухгалтерской отчетности. Они разработаны специально для того, чтобы отпугивать нормальных людей от их чтения — вот почему вы должны упорно настаивать на своем.*

наподобие “начали”, “изменили” и “все же”. Ни одно из этих слов не свидетельствует о том, что вам не стоит покупать акции этой компании, но все они говорят, что вам нужно провести более тщательный анализ. Будьте внимательны, сравнивайте примечания с аналогичными в финансовых отчетах, по крайней мере, одной из фирм, которая является близким конкурентом интересующей вас фирмы.

Больше читайте

Если вы относите себя к числу активных инвесторов, которые кипят желанием направить свою энергию на управление инвестиционным портфелем, то вы сами должны больше узнавать о финансовой отчетности. Это единственный способ уменьшить риск быть введенным в заблуждение неправдивой финансовой отчетностью. Три хорошие книги, которые содержат много актуального материала, — это

- *Martin Fridson, Fernando Alvarez* Financial Statement Analysis,
- *Charles Mulford, Eugene Comiskey* The Financial Numbers Game,
- *Howard Schilit Financial* Shenanigans[8].

[8] *Martin Fridson and Fernando Alvarez, Financial Statement Analysis: A Practitioner’s Guide (John Wiley & Sons, New York, 2002); Charles W. Mulford and Eugene E. Comiskey, The Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices (John Wiley & Sons, New York, 2002); Howard Schilit, Financial Shenanigans (McGraw-Hill, New York, 2002). И книга Benjamin Graham, The Interpretation of Financial Statements (HarperBusiness, New York, 1998 reprint of 1937 edition) остается чудесным кратким введением в основные принципы изучения доходов и издержек, активов и обязательств.*

Комментарии к главе 13

В военно-воздушных силах существует правило: «проверка на шесть часов». Это означает, что всегда надо знать, кто находится сзади и может сбить вас. Большинство самолетов сбивают из-за того, что пилот забывает посмотреть назад – «проверить на шесть часов». Опасно считать себя в безопасности! Вы всегда должны «проверять на шесть часов».

Дональд Кутына (*Donald Kutyna*) Генерал военно-воздушных сил США

Бизнес Е-компаний

По примеру Грэхема давайте сравним акции четырех компаний, и постараемся найти общие и отличительные черты между ними. Для этого рассмотрим отчеты компании за 1999 год. Это даст нам возможность отследить как сказалось на положении компаний наиболее резкий, за всю историю, рост фондового рынка.

Компания *Emerson Electric* (тикер *EMR*) была основана в 1890 году и является единственной компанией из квартета Грэхема, которой удалось выжить. Она производит широкий ассортимент продукции, включая инструменты, кондиционеры и электрические моторы.

Корпорация *EMC Corp.* (тикер *EMC*) основана в 1979 году. Она занимается автоматизацией хранение электронной информации с помощью компьютерных сетей.

Корпорация *Expeditors International of Washington* (тикер *EXPD*) основана в Сиэтле в 1979 году, и помогает компаниям в решении вопросов логистики их грузов по всему миру.

Корпорация *Exodus Communications* (тикер *EXDS*) разрабатывает и управляет сайтами корпоративных клиентов, а также предоставляет прочие Интернет-услуги. Она впервые вышла на фондовый рынок в марте 1998 года.

В табл. 13.2 обобщена информация о ценах акций, финансовом состоянии и оценках этих компаний на конец 1999 года.

Таблица 13.2. E-компании

	Emerson Electric	*EMC Corp.*	*Exodus Communications, Inc.*	*Expeditors International of Washington*
Капитализация				
Цена закрытия на 31.12.99, (долл. за акцию)	57,37	54,62	44,41	21,68
Совокупная доходность за 1999 год (%)	-3,1	157,1	1005,8	109,1
Совокупная рыночная капитализация на 31.12.99 (млн. долл.)	24845,9	111054,3	14358,4	2218,8

Совокупный долг (включая привилегированные акции), (млн. долл.)	4600,1	27,1	255,7	0
Прибыль				
Совокупная выручка за 1999 год (млн. долл.)	14385,8	6715,6	242,1	1444,6
Чистая прибыль за 1999 год (млн. долл.)	1313,6	1010,6	-130,3	59,2
Среднегодовые темпы роста прибыли с 1995 года по 1999 год (%)	7,7	28,8	NM	19,8
Прибыль на акцию (*EPS*) за 1999 год (полностью распределенная) (долл.)	3,00	0,53	-0,38	0,55
Среднегодовые темпы роста EPS на протяжении 1995-1999 гг. (%)	8,3	28,8	NM	25,8

Размер годовых дивидендных выплат за 1999 год (в долларах на акцию)	1,30	0	0	0,08
Баланс				
Текущие активы (млн. долл.)	5124,4	4320,4	1093,2	402,7
Текущие обязательства (млн. долл.)	4590,4	1397,9	150,6	253,1
Балансовая стоимость акции на 31.12.99(долл.)	14,27	2,38	0,05	2,79
Коэффициенты				
Цена акции / чистая прибыль (P/E)	17,7	103,1	NM	39,4
Цена акции / балансовая стоимость акции (P/B)	3,7	22,9	888,1	7,8
Чистая прибыль / доход (%)	9,2	17,4	NM	4,1
Чистая прибыль / балансовая	21,0	22,2	NM	19,7

стоимость (%)				
Оборотный капитал / долг	0,1	107,8	0,4	Долг отсутствует
Рыночная капитализация / доход	1,7	16,5	59,3	1,5

Источники: Value Line, Thomson / Baseline, Bloomberg, finance.yahoo.com, *данные компаний, предоставляемые в* SEC.

Примечания. Все данные учитывают более позднее дробление акций. Значения долга, дохода и прибыли указаны за фискальные периоды. Рыночная капитализация: общая стоимость обыкновенных акций.

NM*: не имеет значения.*

Emerson Electric

Бизнес компании *Emerson Electric,* принадлежащий к т.н. «Старой Экономике», выглядел в 1990-х годах скучным. (В век Интернета кого могла заинтересовать компания, производящая громоздкие пылесосы для сухой и влажной очистки?) Акции компании, казалось, замерли в анабиозе. За 1998 - 1999 годы рост их курса отстал от роста фондового индекса *Standard & Poor* на 49,7%.

Но это мы охарактеризовали акции компании. А как же обстояли дела с самой компанией *Emerson*? В 1999 году компания продала товаров и предоставила услуг на 14,4 миллиарда долларов, почти на 1 миллиард больше, чем в предыдущем году. Из этой выручки 1,3 миллиарда долларов составила чистая прибыль, или на 6,9% больше, чем в 1998 году. На протяжении предыдущих пяти лет среднегодовые темпы роста EPS составили 8,3%. Дивидендные выплаты компании *Emerson* более чем удвоились до уровня 1,30 доллара на акцию. Балансовая стоимость акции увеличилась с 6,69 доллара до 14,27 доллара. По информации *Value Line*, на протяжении 1990-х годов

показатели «чистая прибыль/доход» и доходности капитала компании *Emerson* — ключевые показатели ее эффективности ее бизнеса — оставались стабильно высокими, — соответственно около 9% и 18%. Больше того, прибыль компании *Emerson* росла на протяжении 42 лет подряд, а дивиденды — в течение 43 лет кряду — это пример наиболее длительного роста в американском бизнесе. В конце года акции компании *Emerson* оценивались рынком в 17,7 раз выше значения чистой прибыли в расчете на акцию компании. Как и ее продукция, компания *Emerson* никогда не бросалась в глаза, но ее акции были надежными и не «перегретыми».

EMC corp.

Акции корпорации *EMC* в 1990-х годах продемонстрировали удивительную доходность, поскольку их цена выросла — или следует сказать вознеслась — больше чем на **81000%.** Если бы вы вложили 10000 долларов в акции компании *EMC* в начале 1990 года, то в 1999 году у вас бы было 9,1 миллиона долларов. Акции *EMC* обеспечили своим владельцам доходность 157,1% в 1999 году — больше, чем на протяжении предыдущих восьми лет вместе взятых. Компания никогда не выплачивала дивиденды, вместо этого она использовала всю свою прибыль в качестве “капитала для продолжительного роста компании”[1]. При стоимости 54,625 доллара на 31 декабря акции компании продавались в 103 раз выше прибыли компании, заявленной за весь год — примерно в шесть раз выше аналогичных оценок для акций компании *Emerson*.

[1] *Как мы увидим в главе 19, это логическое обоснование на практике часто служит для того, чтобы “обеспечить средства для продолжительного роста благосостояния высшего руководства компании”.*

А как же бизнес компании *EMC*? В 1999 году объем выручки увеличился на 24%, или до 6,7 миллиарда долларов. Ее прибыль на акцию достигла 92 цента по сравнению с 61 центом в предыдущем году, то есть выросла на 51%. За пятилетний период, который заканчивался в 1999 году, прибыль компании *EMC* увеличивалась ежегодно на 28,8%. А будущее выглядело еще более впечатляющим, поскольку каждый ожидал, что бум Интернет-коммерции будет сохраняться и в дальнейшем. На протяжении 1999 года генеральный директор компании *EMC* неоднократно высказывал предположения о том, что выручка в 2001 года вырастет до 10 миллиардов долларов — с 5,4 миллиарда долларов в 1998 году[2]. Для этого потребуется достичь среднего годового уровня роста на уровне 23%. Эти цифры означают, что бизнес компании должен расшириться очень и очень значительно. Но аналитики Уолл-Стрит и большинство инвесторов были уверены в том, что компании *EMC* удастся достичь таких показателей. В конце концов, на протяжении предыдущих пять лет компании удалось более чем удвоить объемы своей выручки и более чем утроить чистую прибыль.

Но с 1995 по 1999 года, в соответствии с информацией *Value Line*, значение коэффициента «чистая прибыль / доход» *EMC* уменьшилось с 19,0% до 17,4%, в то время как доходность капитала упала с 26,8% до 21%. Несмотря на все еще высокий уровень, доходность компании уже начала снижаться. И в октябре 1999 года компания *EMC* приобрела корпорацию *Data General*,

---

[2] *30 декабря 1999 года на канале* CNBC *ведущая программы Рон Инсана* (Ron Insana) *задала вопрос генеральному директору компании* EMC *Майклу Руттгерсу (*Michael Ruettgers): *“Будут ли 2000 и последующие годы такими же хорошими, как 1990-е”. “Кажется, нас ожидают даже более высокие достижения”, — заявил Руттгерс. На вопрос Инсаны, не переоценены ли акции компании* EMC*, Руттгерс ответил: “Я думаю, если вы посмотрите на возможности, которые открылись перед нами, то обнаружите, что они практически неограниченны… Поскольку трудно предусмотреть, являются ли акции сегодня переоцененными, я считаю, что если вам удастся найти победителя сегодня — а я убежден, что компания* EMC *на сегодняшний день является одним из победителей — вы будете хорошо вознаграждены в будущем”.*

которая добавила примерно 1,1 миллиарда долларов к объему выручки компании *EMC* за этот год. Просто уменьшив выручку на дополнительные объемы за счет корпорации *Data General*, можно увидеть, что объем существующего бизнеса вырос с 5,4 миллиарда долларов в 1998 году до 5,6 миллиарда долларов в 1999 году, всего лишь на 3,6%. Другими словами, настоящий уровень роста компании *EMC* фактически был почти равен нулю — даже на протяжении года, когда страх перед компьютерной "проблемой 2000" заставил многие компании расходовать рекордные объемы средств на новые технологии[3].

Expeditors International of Washington

В отличие от акций *EMC*, курс акций компания *Expeditors International* еще не похож на стремительный взлет ракеты.. Несмотря на то, что в 1990-х рыночная стоимость акций ежегодно возрастала на 30%, большая часть этого роста была достигнута благодаря самому последнему году, когда в 1999 году доходность акций составила 109,1%. За год до этого акции компании *Expeditors* поднялись лишь на 9,5%, отстав при этом от фондового индекса *Standard & Poor* больше чем на 19 процентных пунктов.

А что происходило с бизнесом компании? Он рос достаточно быстро. С 1995 года ее выручка ежегодно в среднем увеличивалась на 19,8% и к концу 1999 года почти утроилась, составив 1,4 миллиарда долларов. Прибыль на

---

[3] *"Проблема 2000 года" — предположение о том, что миллионы компьютеров во всем мире должны были перестать функционировать после полуночи 1 января 2000 года, поскольку программисты в 1960-е и 1970-е годы не предусмотрели возможность использования дат после 31.12.1999 в операционном коде. Компании США израсходовали миллиарды долларов в 1999 году, чтобы убедиться, что их компьютеры избежат данной проблемы.*

акцию возрастала на 25,8% ежегодно, в то время как дивиденды увеличивались на 27% в год. У компании *Expeditors* не было долгосрочной задолженности, и оборотный капитал почти удвоился с 1995 года. В соответствии с информацией *Value Line*, балансовая стоимость акции увеличилась на 129% и доходность капитала увеличился больше чем на одну треть, составив 21%.

С учетом любого из стандартов компания *Expeditors* была отличным бизнесом. Но маленькое грузовое транспортно-экспедиционное предприятие, расположенное в Сиэтле и осуществляющее большинство своих операций в Азии, никому не было известно на Уолл-Стрит. Только 32% акций были во владении институциональных инвесторов. Фактически, у компании *Expeditors* было только 8500 акционеров. В 1999 году акции оценивались рынком в 39 раз больше удельного значения чистой прибыли — не мало, но все же намного меньше головокружительных оценок компании *EMC*.

Exodus Communications Inc.

В конце 1999 года казалось, что акционеры компании *Exodus Communications*, оказались прямо в стране обетованной, где текут «молочные реки в кисельных берегах». Стоимость акций в 1999 году увеличилась на 1005,8% — достаточно, чтобы инвестированные 1 января 10000 долларов превратить на 31 декабря в больше чем 110000 долларов. Ведущие аналитики Уолл-Стрит, включая очень влиятельного Генри Блоджета *(Henry Blodget)* из *Merrill Lynch*, предсказывали, что рост стоимости акций компаний составит от 25% до 125% в следующем году.

И больше того, акции компании были очень выгодны для онлайновых торговцев акциями. Дело в том, что акции компании трижды на протяжении 1999 года пережили деление 2-к-1. С помощью такого деления компания

удваивала количество своих акций и в два раза уменьшила их стоимость. Таким образом каждый инвестор владел в два раза большим количеством акций, каждая из которых стоила половину прежней стоимости. Что же такого выдающегося в этом? Представьте себе, что вы дали мне монету в 10 центов, а потом я дал вам две монеты по пять центов и спросил: “Разве теперь ты не чувствуешь себя богаче?” Вы скорее всего подумаете, что я либо идиот, либо обманул вас. Но в сумасшествии 1999 года по отношению к акциям Интернет-компаний онлайновые трейдеры вели себя так, словно две монеты по 5 центов действительно стоили больше 10 центов. Фактически, просто новость об очередном делении акций могла тотчас же увеличить стоимость акции на 20% и больше.

Почему? Потому что приобретение большего количества акций вселяет в людей ощущение того, будто они становятся богаче. Тот, кто приобрел 100 акций компании *Exodus* в январе, наблюдал за тем, как они превращаются в 200 акций после деления акций в апреле; потом эти двести превратились в 400 в августе; затем 400 стали 800 в декабре. Для этих людей было захватывающим узнать, что они получили еще 700 акций, вначале владея всего лишь 100. Для них это казалось чем-то наподобие находки денег — и никто не принимал во внимание, что цена акций также делилась на два при делении акций[4]. В декабре 1999 года один ликующий акционер компании *Exodus*, который повелся на подобную практику “дармовых денег”, торжествовал в чате: “Я собираюсь владеть этими акциями до 80 лет,

[4] *Более подробно о недальновидности деления акций читайте в работе: Jason Zweig, “Splitsville,” Money, March, 2001, pp. 55-56.*

поскольку после несчетных делений на протяжении следующих лет я буду близок к тому, чтобы стать исполнительным директором этой компании”[5].

А как же обстояли дела с бизнесом компании *Exodus*? Грэхем не за что бі ни стал вкладівать средства в такую компанию. Выручка компании росла — с 52,7 миллиона долларов в 1998 году до 242,1 миллиона долларов в 1999 году — но она потеряла 130,3 миллиона долларов в том же 1999 году, и эти убытки вдвое превышали прошлогодний уровень потерь. Общая задолженность компании *Exodus* составляла 2,6 миллиарда — при этом компания настолько нуждалась в средствах, что только в декабре одолжила 971 миллион долларов. В соответствии с годовым отчетом компании *Exodus*, этот новый долг увеличит больше чем на 50 миллионов долларов процентные платежи в следующем году. Компания начала 1999 год, имея 156 миллионов долларов на счету, и, при этом, даже после привлечения 1,3 миллиарда долларов за счета кредитов, в конце года баланс денежных средств составил 1 миллиард — это свидетельствует о том, что бизнес поглотил больше 400 миллионов долларов на протяжении 1999 года. Когда же этой компании удастся погасить свои долги?

Но, конечно же, онлайновые трейдеры были озабочены тем насколько и как быстро увеличивается стоимость акций, а не тем, как обстоят дела с ее бизнесом. “Рост этих акций, — хвастался один из трейдеров под псевдонимом *“Launch_Pad1999”* — продолжится бесконечно”[6].

---

[5] *Сообщение №3622 от 7 декабря 1999 года на доске объявлений компании* Exodus Communications *на сайте компании* Raging Bull *(http://ragingbull.lycos.com/mboard/boards.cgi?board=EXDS&read=3622).*

[6] *Сообщение №3910 от 15 декабря 1999 года на доске объявлений компании* Exodus Communications *на вебсайте Raging Bull (http://ragingbull.lycos.com/mboard/boards.cgi?board=EXDS&read=3910).*

Абсурдность прогнозов *“Launch_Pad1999”* — как может быть “бесконечным рост”? — вновь и вновь заставляет нас вспомнить одно из классических предостережений Грэхема. “Нынешний инвестор, — говорит нам Грэхем, — настолько увлечен будущими перспективами, что готов щедро платить за них. При этом, он забывает, что ... если ожидаемый результат будет не совсем таким, как он запланировал, то он может столкнуться с серьезными временными или даже долгосрочными убытками”[7].

Как же закончилась история E-компаний

Насколько успешными оказались рассматриваемые нами акции после 1999 года?

Доходность акций компания *Emerson Electric* в 2000 году составила 40,7%. Несмотря на то, что акции компании падали в цене как в 2001 году, так и в 2002 году, все же в 2002 года их курс никогда не опускался меньше, чем на 4% по сравнению с концом 1999 года.

Доходность акций компании *EMC* в 2000 году составила 21,7%. Но потом акции потеряли 79,4% стоимости в 2001 году и еще 54,3% — в 2002 году. Это привело к падению курса на 88% на конец 1999 года. А как же прогноз о 10 миллиардах долларов выручки в 2001 году? Выручка компании *EMC* за этот год составила лишь 7,1 миллиарда долларов (а чистые убытки — 508 миллионов долларов).

[7] *Более подробно можно прочесть в приложении к докладу Грэхема “The New Speculation in Common Stocks”, p. 563.*

Тем временем, с завершением «медвежьего» рынка, акции компании *Expeditors International* в 2000 году выросли на 22,9%, в 2001 году — на 6,5% и в 2002 году — еще на 15,1% — в итоге в этом году цена акций была на 51% выше цены на конец 1999 года.

Акции компании *Exodus* потеряли 55% стоимости в 2000 году и 99,8% — в 2001-м. 26 сентября 2001 компания начала процедуру банкротства. Большинство активов компании было куплено компанией *Cable & Wireless*, – британским телекоммуникационным гигантом. В начале 2003 года последней котировкой акций компании был один цент за акцию.

Комментарии к главе 14

Кто ищет одних лишь верных прибылей, навряд ли станет очень богат; а кто вкладывает все имущество в рискованные предприятия, зачастую разоряется и впадает в нищету; поэтому надлежит сочетать риск с известным обеспечением на случай убытков.

Сэр Фрэнсис Бэкон

Начинаем

Как же вам приняться за рутинную, но важную, работу по отбору подходящих акций? Грэхем считает, что пассивный инвестор может “попросту” купить акции всех компаний, входящих в расчет фондового индекса *Dow Jones Industrial Average*. Сегодня пассивный инвестор может поступить даже лучше — приобрести акции инвестиционного фонда, владеющего практически всеми акций фондового рынка, которые стоят того. Низкозатратный индексный инвестиционный фонд — самый лучший инструмент из всех, когда-либо созданных для занятия инвестированием пассивным инвестором. И любая попытка создать нечто иное потребует от пассивного инвестора существенно больше усилий (а также риска и затрат), чем он может себе позволить.

Проведение исследований и ваш собственный выбор акций не являются обязательными. Для большинства людей они даже не желательны. Но все же, некоторым пассивным инвесторам действительно нравится увлекательная и интеллектуальная задача, связанная с отбором акций — и если вы выжили при «медвежьем» рынке и все еще получаете удовольствие от выбора акций, то

ничего из сказанного Грэхемом или мной не сможет разубедить вас. В этом случае вместо выбора всего фондового рынка в качестве своего портфеля сделайте этот процесс основой своего набора акций. Один раз проведя такой отбор, вы можете экспериментировать со своими решениями по выбору тех или иных акций. Держите 90% своего инвестиционного капитала в инвестиционном фонде, а с 10% экспериментируйте, пытаясь выбрать свои акции. Только после построения такой конструкции вы должны начинать свои исследования. (Если хотите узнать почему настолько важна такая широкая диверсификация, прочтите представленную далее врезку.)

Зачем заниматься диверсификацией?

Во времена «бычьего» рынка 1990-х годов одна из наиболее популярных нападок на диверсификацию состояла в том, что она снижает возможности для получения больших прибылей. В конце концов, если бы вы могли определить какая из компаний станет следующей *Microsoft*, то не было бы благоразумно для вас вложить все свои яйца в одну корзину?

Да, несомненно. Как писал юморист Уилл Роджерс *(Will Rogers)*: “Не играйте в азартные игры. Возьмите все свои сбережения и купите акции хорошей компании и владейте ею до того времени, когда поднимется ее стоимость, а потом продайте ее. Если же курс этих выпуска акций не растет, то не покупайте их.”

Но, как известно, вряд ли кто из инвесторов способен выдавать стопроцентно верные прогнозы. Независимо от того, насколько мы уверены в своих предположениях, у нас нет способа выяснить, будет ли курс акции увеличивать и дальше после того, как мы ее приобретем. Таким образом, акции компании, которые, как вы считаете, могут озолотить вас, ввиду того, что они вырастут столь же высоко , как и акции *Microsof*‘, могут, вместо этого, повторить путь акций *MicroStrategy*. (Стоимость акций этой бывшей звезды фондового рынка с 3130 долларов в марте 2000 года упала до 15,10 доллара в конце 2002 года)[1]. Вложение денег в акции различных компаний и различных отраслей — это единственный надежный способ страхования инвестиционных рисков.

Но диверсификация не только минимизирует ваши шансы на ошибку. Также она максимизирует вашу возможность принять правильное решение. На протяжении

длительных периодов времени небольшая группа акций становится “суперакциями”, рыночная стоимость которых возрастает на 10000% и больше. Журнал *Money* определил акции 30 компаний, которые были наиболее успешными на протяжении 30 лет (1973 - 2002). Мы видим, что вместо акций высокотехнологических или медицинских компаний в списке разместились акции таких компаний, как *Southwest Airlines*, *Worthington Steel*, сети магазинов-дискаунтеров *Dollar General* и производителя нюхательного табака *UST Inc*[2]. Мы полагаем, что вряд ли вам в 1972 году довелось бы предположить, что покупка именно этих акций принесет вам наибольшую выгоду.

Поразмышляйте об этой ситуации следующим образом: в огромном «стоге сена» фондового рынка спрятаны лишь только несколько «иголок» компаний, которые принесут колоссальную прибыль. Чем больше сена в вашем распоряжении, тем выше ваши шансы в конце концов отыскать хотя бы одну из этих иголок. Владея всем стогом сена (в идеале через инвестиционный фонд, который охватывает весь фондовый рынок США), вы можете быть уверены в том, что вы нашли все иголки, и в этом случае вам достались прибыли от всех суперакций. Зачем же искать «иголки», если можно просто приобрести весь «стог сена», особенно если вы являетесь пассивным инвестором?

[1] С учетом делений акций. Для многих инвесторов будущее компании *MicroStrategy* в начале 2000 года действительно выглядело многообещающе. Курс ее акций вірос на 566,7% в 1999 году, и ее генеральный директор, Майкл Сейлор *(Michael Saylor)* заявил: “Наше будущее сегодня является лучшим, чем было 18 месяцев назад”. Комиссия США по ценным бумагам и фондовым биржам позже обвинила компанию *MicroStrategy* в мошенничестве с финансовой отчтеностью, и Сейлор заплатил штраф в размере 8,3 миллиона долларов.

[2] Jon Birger, “The 30 Best Stocks,” Money, Fall 2002, pp. 88-95.

Еще раз о критериях

Давайте немного обновим критерии Грэхема для выбора акций.

Адекватный размер компании. Сегодня для того, чтобы “исключить мелкие компании”, большинство пассивных инвесторов должны отказываться от

покупки акций компаний с рыночной стоимостью до 2-х миллиардов долларов. В начале 2003 года таких компаний в фондовом индексе *Standard & Poor's 500* было 437.

Но все же пассивный инвестор сегодня — в отличие от пассивного инвестора во времена Грэхема — может владеть мелкими компаниями условно, приобретая акции взаимного инвестиционного фонда, который специализируется на операциях с интересующими его акциями. И опять же, инвестиционные фонды типа *Vanguard Small-Cap Index* — это первое, на что он должен обратить внимание, хотя доступны и другие низкозатратные инвестиционные фонды таких компаний, как *Ariel*, *T. Rowe Price*, *Royce* и *Third Avenue*.

Достаточно устойчивое финансовое положение. В соответствии со взглядами стратегов фондового рынка Стивом Галбрейтом *(Steve Galbraith)* и Джеем Ласусом *(Jat Lasus)* из компании *Morgan Stanley*, в начале 2003 года у приблизительно 120 компаний из фондового индекса *Standard & Poor's 500* коэффициент «текущие активы / текущие обязательства» равняется 2, что отвечает критерию Грэхема. Имея объем текущих активов, по крайней мере, в два раза превышающий текущие обязательства, эти фирмы обладали достаточной величиной оборотного капитала для того, чтобы, как правило, пережить в тяжелые времена.

Уолл-Стрит всегда отличался ироническим отношением к компаниям-«выскочкам». Испытали его на себе и компании высокотехнологического сектора экономики, курс акций которых сначала стремительно рос в 1999 и 2000 году, но в дальнейшем так же стремительно упал. Однако в начале 2003 года мы видим, что ситуация кардинально изменилась. Большинство компаний, о которых только что шла речь, превратились в финансово устойчивые, – с хорошим уровнем оборотного капитала, не испытывающими

недостатка в денежных средствах и, часто, не обремененные долгами. В табл. 14.8 представлены такие примеры.

Таблица 14.8. Все новое — хорошо забытое старое

Компания	*Текущие активы*	*Текущие обязательства*	*Текущие активы / текущие обязательства*	*Долгосрочные обязательства*	*Долгосрочные обязательства / оборотный капитал*
Applied Micro Circuits	1091,2	61,9	17,6	0	нет
Linear Technology	1736,4	148,1	11,7	0	нет
QLogic Corp.	713,1	69,6	10,2	0	нет
Analog Devices	3711,1	467,3	7,9	1274,5	0,39
Qualcomm Inc.	4368,5	654,9	6,7	156,9	0,04
Maxim Integrated Products	1390,5	212,3	6,5	0	нет
Applied Materials	7878,7	1298,4	6,1	573,9	0,09
Tellabs Inc.	1533,6	257,3	6,0	0,5	0,0004

Scientific-Atlanta	1259,8	252,4	5,0	8,8	0,01
Altera Corp.	1176,2	240,5	4,9	0	нет
Xilinx Inc.	1108,8	228,1	4,9	0	нет
American Power Conversion	1276,3	277,4	4,6	0	нет
Chiron Corp.	1393,8	306,7	4,5	414,9	0,38
Biogen Inc.	1194,7	265,4	4,5	39	0,04
Novellus Systems	1633,9	381,6	4,3	0	нет
Amgen Inc.	6403,5	1529,2	4,2	3039,7	0,62
LSI Logic Corp.	1626,1	397,8	4,1	1287,1	1,05
Rowan Cos.	469,9	116,0	4,1	494,8	1,40
Biomet Inc.	1000,0	248,6	4,0	0	нет
Siebel Systems	2588,4	646,5	4,0	315,6	0,16

Все цифры — в миллионах долларов из самого последнего отчета о финансовых результатах на 31.12.2002 года. Оборотный капитал рассчитывается как разница между текущими активами и текущими обязательствами. Долгосрочные обязательства включают привилегированные акции за вычетом различных налоговых обязательств.

Источник: Morgan Stanley*;* Baseline*; база данных* EDGAR *на сайте* www.sec.gov.

В 1999 году большинство из этих компаний принадлежали к числу наибольших любимцев фондового рынка, обещая инвесторам потенциально высокие темпы роста. В начале 2003 года мы видим, что рыночная стоимость этих акций имеет под собой прочную и справедливую основу.

Какой же урок следует извлечь из этого? Он состоит не в том, что вы должны были купить именно акции компаний, приведенных в табл. 14.8[1]. Нет, урок совсем в другом: вам следует понимать , что пассивный инвестор всегда может извлечь выгоду, занимаясь терпеливым и спокойным выбором акций среди развалин «медвежьего» рынка. Критерий финансовой силы Грэхема все еще актуален: если вы формируете диверсифицированный набор акций компаний, текущая стоимость активов которых как минимум вдвое превышает объем текущих обязательств, а долгосрочные обязательства не превышают оборотный капитал, то в итоге вы получите компании с консервативным финансированием и устойчивой способностью приносить прибыль. Самый лучший выбор на сегодняшний день заключается в некогда «горячих», но уже «остывших» акциях.

Отсутствие убытков на протяжении последних десяти лет. В соответствии с данными *Morgan Stanley*, у 86% компаний, входящих в расчет фондового индекса *Standard & Poor's 500,* за 1993 - 2002 гг. Не имели убытков. Потому убежденность Грэхема в том, что компания "на протяжении каждого из последних десяти лет должна быть прибыльной" остается надежным критерием. Его использование позволяет избежать выбора компаний с хроническими убытками, и, одновременно, сформировать достаточно представительный портфель акций.

История выплаты дивидендов. В начале 2003 года, в соответствии с информацией *Standard & Poor's*, 354 компании, входящие в расчет фондового индекса *Standard & Poor's 500* (или 71% общего их количества) выплачивали дивиденды. Не менее 255 компаний выплачивали дивиденды на протяжении как минимум двадцати лет подряд. И, в соответствии с данными *Standard &*

---

[1] *На момент чтения вами этой книги много уже изменилось с конца 2002 года.*

Poor's, 57 компаний увеличивали свои дивидендные выплаты как минимум на протяжении последних 25 лет (табл. 14.9). Хотя это и не гарантия того, что такая тенденция сохранится и в будущем, но все же это хороший знак.

Таблица 14.9. Стабильные вершины

Эти компании с каждым без исключения годом выплачивали более высокие дивиденды

Компания	*Сектор*	*Дивиденды, выплачиваемые в каждом году с …*	*Количество лет, когда ежегодные дивиденды росли за последние 40 лет*
3M Co	Промышленность	1916	40
Abbott Laboratories	Здравоохранение	1926	35
ALLTEL Corp	Телекоммуникационные услуги	1961	37
Altria Group (в прошлом Philip Morris)	Потребительские товары	1928	36

AmSouth Bancorp	Финансовые услуги	1943	34
Anheuser-Busch Cos	Потребительские товары	1932	39
Archer-Daniels-Midland	Потребительские товары	1927	32
Automatic Data Proc	Промышленность	1974	29
Avery Dennison Corp	Промышленность	1964	36
Bank of America	Финансовые услуги	1903	36
Bard (C. R.)	Здравоохранение	1960	36
Becton, Dickinson	Здравоохранение	1926	38
CenturyTel Inc	Телекоммуникационные услуги	1974	29
Chubb Corp	Финансовые услуги	1902	28
Clorox Co	Потребительские товары	1968	30
Coca-Cola Co	Потребительские товары	1893	40
Comerica Inc	Финансовые услуги	1936	39
ConAgra Foods	Потребительские товары	1976	32
Consolidated Edison	Коммунальные услуги	1885	31
Donnelley (R. R.) & Sons	Промышленность	1911	36
Dover Corp	Промышленность	1947	37
Emerson Electric	Промышленность	1947	40
Family Dollar Stores	Потребительский сектор	1976	27
First Tenn Natl	Финансовые услуги	1895	31

Gannett Co	Потребительский сектор	1929	35
General Electric	Промышленность	1899	35
Grainer (W. W.)	Промышленность	1965	33
Heinz (H. J.)	Потребительские товары	1911	38
Household Intl.	Финансовые услуги	1926	40
Jeffeson-Pilot	Финансовые услуги	1913	36
Johnson-&-Johnson	Здравоохранение	1944	40
Johnson Controls	Потребительский сектор	1887	29
KeyControls	Финансовые услуги	1963	36
Kimberly-Clark	Потребительские товары	1935	34
Leggett & Platt	Потребительский сектор	1939	33
Lilly (Eli)	Здравоохранение	1885	38
Lowe's Cos.	Потребительский сектор	1961	40
May Dept Stores	Потребительский сектор	1911	31
McDonald's Corp.	Потребительский сектор	1976	27
McGraw-Hill Cos.	Потребительский сектор	1937	35
Merck & Co	Здравоохранение	1935	38
Nucor Corp.	Материалы	1973	30
PepsiCo Inc.	Потребительские товары	1952	35
Pfizer, Inc.	Здравоохранение	1901	39
PPG Indus.	Материалы	1899	37

Procter & Gamble	Потребительские товары	1891	40
Regions Financial	Финансовые услуги	1968	32
Rohm & Haas	Материалы	1927	38
Sigma-Aldrich	Материалы	1970	28
Stanley Works	Потребительский сектор	1877	37
Supervalu Inc.	Потребительские товары	1936	36
Target Corp.	Потребительский сектор	1965	34
TECO Energy	Коммунальные услуги	1900	100
U.S. Bancorp	Финансовые услуги	1999	35
VF Corp.	Потребительский сектор	1941	35
Wal-Mart Stores	Потребительский сектор	1973	29
Walgreen Co.	Потребительские товары	1933	31

Источник: Standard & Poor's Corp.

Данные на 31.12.2002 года

Рост прибыли. Сколько же компаний в составе фондового индекса *Standard & Poor's 500-stock* увеличили показатель «прибыль на акцию» (EPS) "как минимум на одну треть", как требует Грэхем, на протяжении 10-ти лет, т.е. к концу 2002 года? (Мы усредним доходность компании с 1991 по 1993 года, а затем определим, была ли средняя прибыть с 2000 по 2002 год как минимум на 33% выше этого значения.) В соответствии с информацией компании *Morgan Stanley*, 264 компании, входящих в расчетную базу индекса *Standard & Poor's 500*, отвечали этому требованию. Но в этом случае, кажется, Грэхем установил очень низкий барьер; 33%-ный кумулятивный рост на протяжении десятилетия обеспечивается ежегодным уровнем роста, который не

превышает 3%. Кумулятивный рост прибыли на акцию в размере как минимум 50% — или 4% среднегодового роста — является менее консервативным. Не менее 245 компаний в фондовом индексе *Standard & Poor's 500* соответствовали этому критерию в начале 2003 года, обеспечив, таким образом, пассивному инвестору большой список для выбора. (Если вы удвоите барьер кумулятивного роста до 100%, или среднегодового роста в размере 7%, то выборку составят 198 компаний.)

Умеренное значение коэффициента P/E. Грэхем рекомендует ограничивать свой выбор акциями, текущая рыночная стоимость которых превышает среднюю прибыль за последние три года не больше, чем в 15 раз. Невероятно, но сегодня на Уолл-Стрит широко распространена оценка акции с помощью деления их текущей стоимости на "прибыль следующего года". Такой показатель называют "будущим коэффициентом *P/E»*. Но бессмысленно рассчитывать соотношение цена / прибыль путем деления известной текущей стоимости акции на неизвестную будущую прибыль. В долгосрочном периоде, как показал анализ инвестиционного управляющего Дэвида Дрэмена *(David Dreman),* 59% ожидаемых на на Уолл-Стрит прогнозов прибыли не удается подтвердиться на практике, причем фактическое значение сильно отличается от прогнозного — как минимум на 15% в ту или иную сторону от прогнозных значений[2]. Инвестировать свои деньги на основании того, что прогнозируют на следующий год такие горе-предсказатели, столь же рискованно, как и подставляться под выстрел слепого лучника, удерживая в качестве цели яблоко на голове. Вместо этого вычислите коэффициент *P/E*

[2] *David Dreman, "Bubbles and the Role of Analysts' Forecast," The Journal of Psychology and Financial Markets, vol. 3, no. 1 (2002), pp. 4-14.*

сами с использованием формулы Грэхема, в соответствии с которой текущая цена акции делится на среднюю прибыль за последние три года[3].

Сколько же акций в фондовом индексе *Standard & Poor's 500* на начало 2003 года имели стоимость, превышающую среднюю прибыль компании с 2000 по 2002 год не большем, чем в 15 раз? В соответствии с данными *Morgan Stanley*, 185 компаний соответствовали критерию Грэхема.

Умеренное значение коэффициента P/B. Грэхем рекомендует всыбирать акции, ориентируясь на значение коэффициента "цена / активы" (или «цена акции / балансовая стоимость акции») не превышающее 1,5. В последние годы значительная часть стоимости компаний формировалась за счет таких нематериальных активов, как франшизы, брэнды, патенты. Если очистить балансовую стоимость компании от такого рода нематериальных активов, то обнаружится, что большинство компаний сегодня имеют более высокие значения коэффициентов *P/B*, чем во времена Грэхема. По данным компании *Morgan Stanley*, у 123 компаний в фондовом индексе *Standard & Poor's 500* (или одна из четырех) значение *P/B* ниже 1,5. Для 273 компаний (или 55% компаний в фондовом индексе) величина *P/B* не превышала 2,5. А как же насчет предложения Грэхема о том, чтобы умножить коэффициент P/E на коэффициента P/B и проверить, будет ли полученный результат ниже 22,5? На основе данных компании *Morgan Stanley*, как минимум 142 компании в фондовом индексе *Standard & Poor's 500* соответствовали этому критерию в начале 2003 года, включая такие, как *Dana Corp.*, *Electronic Data Systems*, *Sun Microsystems* и *Washington Mutual*. Таким образом, "смешенный

---

[3] *Вы можете рассчитать это соотношение вручную, использовав годовые отчеты компаний или же получить данные на веб-сайтах www.morningstar.com или http://finance.yahoo.com.*

коэффициент” Грэхема все еще служит первоначальным фильтром для определения перспективных акций.

Процедура due diligence

Не имеет значения, насколько вас можно считать пассивным инвестором. С точки зрения Грэхема любой инвестор, который хочет минимизировать свое время для выбора акций, должен пройти ряд обязательных этапов.

Выполняйте домашнее задание. С помощью базы данных *EDGAR* вы получаете мгновенный доступ к годовым и квартальным отчетам компаний, которые раскрывают информацию о вознаграждении менеджеров, собственности и потенциальных конфликтах интересов. Изучите информацию как минимум за пять лет[4].

Проверяйте соседей. Такие веб-сайты, как http://quicktake.morningstar.com, http://finance.yahoo.com и www.quicken.com, содержат сведения о том, какой процент акций компании находится в собственности институциональных инвесторов. Значения выше 60% свидетельствуют о закрытости компании. (Когда большие институциональные инвесторы продают принадлежащие им значительные объемы акций, то это может привести к катастрофическим результатам для курса акций.) Эти веб-сайты также расскажут вам о том, кто является наиболее крупным владельцем акций. Если это инвестиционные компании, стиль инвестирования которых напоминает ваш, это хороший знак.

---

[4] *Более подробно о том, что следует искать, читайте в комментариях к главам 11, 12 и 19. Если вы не желаете прилагать даже минимальные усилия к определению финансового здоровья компании по годовым отчетам за пять лет, вы являетесь слишком пассивным для того, чтобы вообще проводить операции с акциями. Перестаньте думать о самостоятельном отборе акций и вложите деньги в инвестиционный фонд, который вам подходит.*

Комментарии к главе 15

В мире легко жить в соответствии с мнением большинства; одиночка предоставлен самому себе. Но велик тот человек, который посреди толпы хранит с совершенной безмятежностью независимость одиночества.

Ральф Уальдо Эмерсон ***(Ralph Waldo Emerson)***

Практика, практика и еще раз практика

Максу Хейне *(Max Heine)*, основателю инвестиционного фонда *Mutual Series Funds*, нравилось говорить, что “много дорог ведет в Иерусалим”. Под этими словами мастер по отбору акций подразумевал, что его собственный метод отбора акций, основанный на использовании принципа «цена - стоимость», не являлся единственным для того, чтобы быть успешным инвестором. Здесь мы рассмотрим несколько подходов, использующихся некоторыми из ведущих на сегодняшний день инвестиционными управляющими для отбора акций.

Во-первых, стоит напомнить, что для большинства инвесторов отбор акций отдельных компаний не является необходимым. Более того, иногда он вовсе нежелателен. Тот факт, что большинство профессионалов занимаются нудной работой по выбору акций, не значит, что у большинства любителей получится делать это лучше. Преобладающее большинство тех, кто осуществляет отбор акций, приходят к выводу, что в итоги они оказываются не настолько успешными, как ожидали. Успешные инвесторы приходят к этому быстро, а у менее удачливых уходят годы на то, что прийти к такому выводу. Лишь

незначительный процент инвесторов может преуспевать в выборе акций. Всем остальным лучше обращаться за помощью, и идеальным в этом отношении является индексный фонд.

Грэхем советует инвесторам сначала попрактиковаться, поскольку даже величайшие атлеты и музыканты тренируются или репетируют перед каждым выступлением. Он советует потратить год на отслеживание и выбор акций (но без использования денег)[1]. Сегодня же вы можете использовать для этого специальные программы, доступ к которым возможен на сайтах www.morningstar.com, http://finance.yahoo.com, http://money.cnn.com/services/portfolio/ и www.marketocracy.com.

Проверка своих подходов до того, как вы начнете вкладывать реальные средства, дает возможность совершать ошибки, не неся убытков, выработать дисциплину с целью избежания частых торгов, сравнить своих подходы с подходами наиболее успешных инвестиционных управляющих и выяснить наиболее эффективные приемы работы. И, что лучше всего, отслеживание результатов всех ваших попыток отобрать акции не позволит вам забыть, что некоторые из ваших предчувствий оказались неудачными. Это заставит вас проанализировать свои успешные и неудачные операции. Через год сравните свои результаты с тем, чтобы вы имели на сегодняшний день, если бы год назад вложили все свои деньги в индексный фонд *S & P 500*. Если вам не понравился эксперимент или ваш портфель оказался неудачным, ничего страшного не произошло — просто индивидуальный отбор акций не для вас. Вложите свои сбережения в индексный фонд, и не тратьте зря время на отбор акций.

---

1 Patricia Dreyfus, “Investment Analysis in Two Easy Lessons” (interview with Graham), Money, July, 1976, p. 36.

Если же вам понравился эксперимент, вы получили достаточно большую прибыль, постепенно формируйте свой портфель акций — но ограничьте его 10% всего портфеля (остальные средства вложите в индексный фонд). И помните о том, что вы всегда можете прекратить эту деятельность, если она вас перестанет интересовать или прибыль окажется плохой.

Поиск в нужном месте

Так как же вам проводить поиск потенциально прибыльных акций? Вы можете использовать такие сайты, как http://finance.yahoo.com и www.morningstar.com для ранжирования акций с помощью фильтров, рассмотренных в главе 14. Или же вы можете воспользоваться более терпеливым, искусным подходом. Вопреки большинству, наиболее успешные профессиональные инвесторы впервые проявляют интерес к компании в тот момент, когда курс ее акций падает, а не увеличивается. Кристофер Браун *(Christopher Browne)* из инвестиционного фонда *Tweedy Browne Global Value Fund*, Уильям Нигрен *(William Nygren)* из инвестиционного фонда *Oakmark Fund*, Роберт Родригес *(Robert Rodriguez)* из инвестиционного фонда *FPA Capital Fund*, Робер Торрей *(Robert Torray)* из инвестиционного фонда *Torray Fund* практикуют ежедневный просмотр списка новых акций, стоимость которых падает или остается после этого на низком уровне на протяжении 52 недель. Такой список публикуется в *Wall-Street Journal* или же в разделе “Маркетинговая неделя” издания *Barron*. С помощью этих списков вы можете определить акции и отрасли, которые в настоящее время немодны или нелюбимы и потому дают возможность неплохо заработать при изменении отношения к ним рынка.

Кристофер Девис *(Christopher Davis)* из инвестиционного фонда *Davis Funds* и Уильям Миллер *(William Miller)* из инвестиционного фонда *Legg Mason Value Trust* при отборе акций обращают внимание на рост показателя *ROIC* – «доходность инвестированного капитала». С его помощью мы можем измерить то, насколько эффективно компания генерирует то, что Уоррен Баффет называет "прибылью собственника"[2]. (Более подробно об этом — в представленной далее врезке.)

От EPS к ROIC

Расчет коэффициента «чистая прибыль в расчете на акцию» *(EPS)* в последние годы искажал истинное положение дел в компании из-за таких факторов, как управленческие опционы и бухгалтерские уловки при расчете расходов и доходов компании. Чтобы увидеть правдивую доходность капитала, который компания использует в своем бизнесе, перейдем от *EPS* к *ROIC*, или к коэффициенту «прибыли на инвестированный капитал». Кристофер Дэвис *(Christopher Davis)* из инвестиционного фонда *Davis Funds* рассчитывает его значение с помощью следующей формулы:

ROIC = прибыль собственника / инвестированный капитал,

где **прибыль собственника** равна:

операционной прибыли

плюс амортизация

плюс амортизация нематериальных активов

минус федеральный налог на прибыль (который выплачивается по средней для компании ставке)

минус стоимость опционов на акции

минус затраты на поддержание капитала

[2] *См. комментарии к главе 11.*

минус любая прибыль, которая получена перемножением капитала компании на ставку доходности пенсионных фондов (в 2003 году она равнялась 6,5%).

Инвестированный капитал равен:

Совокупным активам

минус денежные средства (а также краткосрочные инвестиции и безпроцентные текущие обязательства)

плюс предыдущие списания, которые уменьшают инвестированный капитал.

ROIC имеет преимущество, поскольку показывает сколько фактически зарабатывает компания в результате своего бизнеса и насколько эффективно она использовала деньги акционеров для зарабатывания своейприбыли. Привлекательным является 10%-ный показатель *ROIC.* Даже 6%-ный или 7%-ный показатель *ROIC* может быть привлекательным для инвестора, если компания обладает известными торговыми марками и эффективным менеджментом.

С помощью проверки цен, по которым в разное время покупались акции “сопоставимых” компаний, такие инвестиционные управляющие, как Нигрен (компания *Oakmark*) и О. Масон Хоукинс (компания *Longleaf Partners*), лучше ориентируются в том, сколько стоят отдельные компании. Для индивидуального инвестора такая работа трудоемка и трудна. Начать эту работу можно с просмотра с колонки “Отрасль деятельности” в годовом отчете компании, где обычно указываются сектор экономики, выручка и прибыль каждой компании. (Раздел “Исследование менеджмента и анализ” тоже может быть полезным). Дальше поищите в базе новостей типа *Factiva*, *ProQuest* и *LexisNexis* примеры других фирм в этих же отраслях, которые недавно были приобретены. Используя базу данных *EDGAR* на сайте www.sec.org, вы сможете найти их последние годовые отчеты. Дальше можно использовать рассмотренное выше соотношение для оценки того, насколько много должен платить корпоративный покупатель за подразделение компании, подобное тому, в которое вы инвестируете свои денежные средства.

Отдельно проанализировав таким образом каждое из подразделений компаний, вы можете оценить, стоит ли они больше своей текущей рыночной стоимости. Хоукинсу (компания *Longleaf Partners*) нравится находить, как он выражается, “60-центовые доллары” или компании, акции которых продаются по цене 60% или меньше оценки, которую он определяет для этого бизнеса. Это помогает обеспечить маржу безопасности, на которой настаивает Грэхем.

Кто является боссом?

И, конечно же, наиболее успешные профессиональные инвесторы хотят видеть, что компанией управляют люди, которые, по словам Уильяма Нигрена из компании *Oakmark*, “думают как собственники, а не только как менеджеры”. Два простых теста. Легко ли понять финансовые отчеты компании? Являются ли “непостоянные”, “чрезвычайные” или “необычные” издержки таковыми на самом деле или же для них характерна практика превращения в постоянные?

Масон Хоукинс из компании *Longleaf* ищет корпоративных менеджеров, которые являются “хорошими партнерами” — то есть, таких, которые откровенно говорят о проблемах, составляют четкие планы по использованию текущих и будущих поступлений компании, и владеют значительной долей акций компании (желательно их приобретение за деньги, а не с помощью опционов). Но “Если менеджмент больше говорит о стоимости акций, чем о бизнесе, — предупреждает Роберт Торрей *(Robert Torrey)* из инвестиционного фонда *Torray Fund*, — мы не инвестируем”. Кристофер Дэвис из инвестиционного фонда *Davis Funds* отдает предпочтение фирмам, которые ограничивают выпуск опционов на акции примерно 3% от числа всех выпущенных акций.

В инвестиционном фонде *Vanguard Primecap Fund* Ховард Шоу отслеживает, “о чем компания заявляет на протяжении одного периода, и что происходит в следующем. Мы желаем проследить не только за тем, является ли менеджмент честным со своими акционерами, но также являются ли они честными сами с собой”. (Если босс компании настаивает на том, что все является привлекательным, когда бизнес трещит по швам, будьте осторожны!) Сегодня вы можете прослушивать регулярные конференции компании, если вы владеете только несколькими ее акциями; чтобы узнать о графике проведения конференций, позвоните в отдел по связям с инвесторами в штаб-квартиру компании или зайдите на сайт компании.

Роберт Родригес *(Robert Rodriguez*) из инвестиционного фонда *FPA Capital Fund* открывает последнюю страницу годового отчета компании, на которой перечислены руководители ее подразделений. Если за один или два года правления нового исполнительного директора изменилось много имен, это, скорее всего, хороший знак. Он очищает дерево от мертвых веток. Но если такие изменения продолжаются и в дальнейшем, это превращается в сумбур.

Следите за дорогой

Конечно, в Иерусалим ведет больше дорог, чем мы рассмотрели. Некоторые известные инвестиционные управляющие, такие как Дэвид Дреман *(David Dreman)* из инвестиционного фонда *Dreman Value Management* и Мартин Уитмэн *(Martin Whitman)* из инвестиционного фонда *Third Avenue Funds*, фокусируют внимание на акциях компаний, для которых характерны очень низкие значения отношения их цены к активам, прибыли или денежным потокам. Другие, такие как Чарльз Ройс *(Charles Royce)* из инвестиционного фонда *Royce Funds* и Джоэл Тиллингаст *(Joel Tillinghast)* из инвестиционного

фонда *Fidelity Low-Priced Stock Fund*, охотятся за недооцененными маленькими компаниями. В представленной далее врезке описан подход наиболее уважаемого на сегодняшний день инвестора — Уоррена Баффетта — к отбору компаний.

Подход Уоррена

Наиболее успешный из учеников Грэхема, Уоррен Баффетт, стал наиболее успешным в мире инвестором благодаря использованию новых подходов, опирающихся на идеи Грэхема. Баффетт и его партнер, Чарльз Мангер *(Charles Munger)* объединили "маржу безопасности" Грэхема и его беспристрастное отношение к рынку с критерием будущего роста компании.

Он ищет то, что называет "франчайзинговыми" компаниями с сильным потребительским брэндом, простым и понятным бизнесом, крепким финансовым положением и почти монопольной позицией на своем рынке. К таким компаниям можно отнести *H & R Block*, *Gillette* и *Washington Post Co*. Баффетту нравится покупать акции, когда вокруг них разгорается скандал, имеют место большие убытки и прочие плохие новости проходят над ней как штормовое облако — именно в такой период он купил акции компании *Coca-Cola* вскоре после ее катастрофического вывода на рынок нового продукта *"New Coke"* и краха фондового рынка в 1987 году. Он также желает видеть менеджеров, которые устанавливают и достигают реалистические цели; строят свой бизнес не прибегая к приобретениям других компаний; разумно используют капитал и не выплачивают себе сотни миллионов долларов за счет управленческих опционов. Баффетт настаивает на необходимости постоянного роста прибыли компании, ибо в таком случае компания будет стоить больше в будущем, чем сегодня.

В своих годовых отчетах на сайте www.berkshirehathaway.com Баффетт открыто делится своими мыслями со всеми желающими. Вероятнее всего, ни один из инвесторов, включая Грэхема, более открыто о своих подходах не заявлял или не писал такие убедительные эссе. Каждый разумный инвестор может — и должен — учиться, читая этого мастера.

Следующий подход может быть весьма полезным: наблюдайте за тем, кто из известных профессиональных инвестиционных управляющих владеет такими же акциями, что и вы. Если есть один или два таких человека, зайдите на сайты этих инвестиционных компаний и скачайте их последние отчеты. Просмотрев, какими еще акциями владеют эти инвесторы, вы сможете узнать больше о качестве, которым они обладают; прочитав комментарии менеджеров, вы сможете найти идеи, как усовершенствовать ваш собственный подход[3].

Независимо от используемого при отборе акций подхода, для успешных профессионалов в области инвестиционной деятельности характерны два качества. Во-первых, они дисциплинированы и последовательны, отказываются изменять свой подход, даже если он не в моде. Во-вторых, они думают о том, что они делают и как они делают это, но при этом обращают очень мало внимания на то, что происходит на фондовом рынке.

---

[3] *Также существует множество пресс-релизов, посвященных анализу профессиональных портфелей, но изучение большинства из них — пустая трата времени и денег даже для наиболее активного инвестора. Исключением для людей, которые могут потратить свои деньги, является* Outstanding Investor Digest *(www.oid.com).*

Комментарии к главе 16

Не оживет то, что ты сеешь, если не умрет.

Послание к Коринфянам, XV:36

Старания новообращенного

Хотя конвертируемые облигации и называются “облигациями”, они ведут себя подобно акциям; имеют черты опционов. Кроме того, их скрывают в неизвестности.

Если вы владеете конвертируемой облигацией, вы также обладаете и своеобразным опционом: вы можете или владеть облигацией и продолжать получать проценты по ней, или же можете обменять ее в определенном соотношении на обыкновенные акции компании. (Опцион дает своему владельцу право купить или продать другую ценную бумагу по обусловленной цене на протяжении определенного периода времени). Поскольку конвертируемые облигации можно обменять на акции, процентіе ставки по ним более низкие, чем у большинство схожих облигаций. Кроме того, если курс акций растет, то конвертируемые облигации, которые можно обменять на эти акции, показывают лучшие результаты, чем обычные облигации. (И наоборот, типичные конвертируемые облигации — с более низким уровнем процента — будут менее успешными при падении рынка облигаций)[1].

[1] *В качестве примера поведения конвертируемых облигаций рассмотрим конвертируемые облигации с процентной ставкой 4,75%, выпущенных компанией* DoubleClick *в 1999 году. По ним выплачивались 47,50 доллара процентных*

С 1957 по 2002 год, в соответствии с данными *Ibbotson Associates*, конвертируемые облигации в среднем обеспечивали ежегодную доходность в размере 8,3% — только на процент меньше общей доходности акций, но при более стабильных ценах и менее ощутимых убытках[2]. Финансисты Уолл-Стрит часто характеризуют конвертируемые облигации как лучший инвестиционный инструмент в мире акций и облигаций. Но разумный инвестор быстро поймет, что конвертируемые облигации менее доходные и более рискованны, чем другие виды облигаций. Поэтому вполне логично и оправданно их можно назвать худшим из возможных инвестиционных инструментов. Какого мнения будете придерживаться вы, зависит от того, как вы будете их использовать.

По правде говоря, конвертируемые облигации больше напоминают акции, чем облигации. Доходность конвертируемых облигаций примерно на 83% коррелирует с доходностью фондового индекса *Standard & Poor's 500* — но только на 30% связана с доходностью казначейских облигаций. Это отражает

платежей в год, и каждая из них могла быть обменена на 24,24 обыкновенные акции компании, то есть "коэффициент конверсии" составил 24,24. В конце 2002 года акции компании DoubleClick *оценивались в 5,66 доллара за единицу, при этом "конверсионная стоимость" облигации составила 137,20 доллара (5,66 доллара х 24,24). Но облигации продавались в шесть раз дороже по цене 881,30 доллара — таким образом, создавалась "конверсионная премия", или излишек сверх стоимости конверсии, в размере 542%. Если вы купили по этой цене, то ваш "период окупаемости" был очень долгим. (Вы заплатили примерно на 750 долларов или больше сверх конверсионной стоимости облигации, а потому вам нужно почти 16 лет получать процентные платежи в размере 47,50 доллара, чтобы "получить назад" эту конверсионную премию). Поскольку каждую облигацию компании* DoubleClick *можно обменять только на 24с небольшим обычные акции, то акции должны вырасти в цене с 5,66 доллара до свыше 36 долларов для того, чтобы вы решили использовать свое право (опцион) на конверсию облигаций до истечения срока их обращения в 2006 году. Такая ситуация не является невозможной, но она граничит со сверхъестественным.*

[2] *Подобно многому на Уолл-Стрит, это также является гипотетическим. Оно отражает прибыль, которую вы могли бы заработать в условном индексном фонде, который владеет всеми основными конвертируемыми ценными бумагами. Этот расчет не включает в себе средства по управлению капиталом или стоимость осуществления торговых операций (которые довольно значительны для конвертируемых ценных бумаг). В реальном мире ваши доходы были бы примерно на два процента ниже.*

основное различие между конвертируемыми и неконвертируемыми облигациями. Для консервативных инвесторов, которые вкладывают большую часть или все свои активы в облигации, формирование диверсифицированного портфеля конвертируемых облигаций является разумным способом получения доходности, близкой к доходности акций. При этом, от них не требуется прямая покупка акций. Вы можете называть конвертируемые облигации “акциями для детей”.

По словам Ф. Барри Нельсона, эксперта по конвертируемым облигациям из *Advent Capital Management*, объем операций с конвертируемыми облигациями со времен Грэхема увеличился до 200 миллиардов долларов. Большинство конвертируемых облигаций являются среднесрочными, с периодом погашения от 7 до 10 лет; примерно половина из них принадлежат к инвестиционной категории; и многие облигации сегодня обладают защитой от выкупа до истечения срока погашения. Все эти факторы благоприятствуют снижению уровня риска, который они создавали раньше[3].

Следует иметь в виду, что торговать небольшими лотами конвертируемых облигаций достаточно дорого, а диверсификация непрактична, если вы собираетесь инвестировать в них меньше 100000 долларов. К счастью, сегодня разумный инвестор обладает возможностью вкладывать средства в низкозатратные инвестиционные фонды.

---

[3] *Но все же большинство конвертируемых облигаций обладают младшим статусом по сравнению с долгосрочным долгом и банковскими займами. Поэтому, при банкротстве владельцы конвертируемых облигаций не обладают правом первого требования на активы компании. И поскольку они не настолько рискованны, как “бросовые” облигации, многие конвертируемые облигации все еще размещаются компаниями с не очень высоким кредитным рейтингом. И, наконец, большой сегмент рынка конвертируемых ценных бумаг принадлежит хеджинговым фондам, чьи молниеносные операции могут увеличить волатильность цен облигаций.*

Компании *Fidelity* и *Vanguard* предлагают взаимные инвестиционные фонды, годовые издержки которых не превышают 1%. Акции других закрытых инвестиционных фондов также доступны при разумном уровне издержек (и даже иногда могут быть куплены с дисконтом по отношению к стоимости чистых активов)[4].

На Уолл-Стрит проницательность и сложность идут рука об руку — и конвертируемые облигации в этом плане не являются исключением. Среди новых разновидностей можно назвать различные ценные бумаги с аббревиатурами в названии: *LYONS*, *ELKS*, *EYES*, *PERCS*, *MIPS*, *CHIPS* и *YEELDS*. Их использование может оградить вас от значительных убытков, но они, также, не позволяют заработать существенную прибыль. Как и большинство инвестиционных инструментов, которые подразумевают защиту от убытков (см. врезку), эти ценные бумаги в целом приносят больше забот, чем сами по себе стоят. Лучшей защитой от убытков может служить не приобретение одного из этих новых хитроумных инвестиционных инструментов, а разумная диверсификация всего вашего портфеля на сектора денежных средств, облигаций, акций американских корпораций, акций зарубежных компаний.

И вновь опционы «колл»

В 2003 году на «медвежьем» рынке вновь активно использовался старый прием: торговля защищенными опционами “колл”. (Результат недавнего поиска на сайте *Google* по запросу “выписка опционов “колл” — 2600 источников.) Что же представляют собой защищенные опционы и как они работают? Представьте себе, что вы покупаете 100 акций корпорации *Ixnay* по цене 95 долларов за единицу. Потом вы продаете (или “выписываете”) опцион “колл” на свои акции. В обмен на

---

[4] *Более подробно о таких возможностях можно узнать на сайтах этих компаний: www.vanguard.com и www.morningstar.com. Разумный инвестор никогда не позволит себе приобрести конвертируемые облигации инвестиционного фонда, годовые операционные издержки которого превышают 1%.*

это вы получаете денежный платеж, которая называется “опционной премией”. (Давайте предположим, что она составляет 10 долларов на акцию.) Покупатель опциона, между тем, имеет право выкупить акции корпорации *Ixnay* по взаимообусловленной цене — скажем, по 100 долларов за акцию. Вы будете владеть акцией на протяжении того периода времени, пока ее стоимость не превышает 100 долларов, и вы получите 1000 долларов прибыли, которая послужит страховкой при падении стоимости акций корпорации *Ixnay*.

Чем меньше риск, тем больше прибыль. Конечно же, такие акции будут нравиться. А теперь представим, что стоимость акций корпорации за одну ночь поднимается к 110 долларам. В этом случае заявит о своих правах покупатель опциона, которому заблагорассудится выкупить эти акции по 100 долларов за каждую. Вы опять же получите свою 1000 долларов прибыли, но он-то отберет у вас акции — и чем больше будет повышаться их стоимость, тем больше вы будете корить себя[1.]

Поскольку потенциальный размер прибыли по акциям неограничен, а убытки при этом не могут превысить 100%, единственным, кто обогатится в результате использования этой стратегии, будет брокер. Вы ограничиваете свои убытки, но при этом вы также устанавливаете потолок и на свою возможность получить прибыль. Для индивидуальных инвесторов страхование убытков никогда не стоит отказа от возможного роста стоимости ценных бумаг.

[1] Вы, опять же, можете вновь выкупить опцион “колл”, но при этом вам придется понести на этом убытки — а по опционам издержки на осуществление торговых операций еще выше, чем по акциям.

Комментарии к главе 17

Бог мудрости, Воден, поймал короля троллей и захотел узнать у него, как порядок может победить хаос. “Дай мне свой левый глаз, — сказал тролль, — и я расскажу тебе”. Без колебаний Воден отдал свой левый глаз: “А теперь скажи мне.” Тролль сказал: “Секрет в том, чтобы смотреть в оба!”

Джон Гарднер ***(John Gardner)***

Все течет... но ничего не меняется

Грэхем рассматривает четыре ситуации:

- переоцененный “неустойчивый гигант”;
- империя-конгломерат;
- слияние, в котором небольшая фирма берет контроль над большой;
- первоначальное публичное размещение акций ничего не стоящей компании.

Последние несколько лет столь значительно обогатили копилку случаев, соответствующих классификации Грэхема, что можно уже составлять энциклопедию. Далее приведены некоторые примеры.

Lucent, непрозрачная компания

В середине 2000 года акциями компании *Lucent Technologies* владело больше инвесторов, чем каким-либо другими акциями в США. По размеру

своей рыночной капитализации (192,9 миллиарда долларов) она занимала 12-е место среди всех корпораций в Америке.

Чем была подтверждена столь гигантская стоимость компании? Давайте рассмотрим наиболее важные показатели из финансового отчета компании *Lucent* за 2-й квартал 2000 года (табл. 17.2)[1].

Таблица 17.2. Корпорация *Lucent Technologies* (млн. долл.)

	Периоды	
	2-й квартал 2000 года	*2-й квартал 1999 года*
Прибыль		
Выручка	8713	7403
Прибыль (убыток) от текущих операций	(14)	622
Прибыль (убыток) от приостановленных операций	(287)	141
Чистая прибыль	(301)	763
Активы		
Денежные средства	710	1495
Дебиторская задолженность	10101	9486

[1] *Этот документ, как и все финансовые отчеты, которые цитируются в комментариях к главе, можно найти в базе данных* EDGSR *на сайте* www.sec.gov.

Гудвилл	8736	3340*
Капитализированные издержки на разработку программного обеспечения	576	412
Общая сумма активов	46340	37156

*Прочие активы, которые включают гудвилл.

Источник: квартальные финансовые отчеты (Form 10-Q) компании Lucent Technologies.

Более внимательное рассмотрение отчета компании *Lucent* позволяет обнаружить много тревожных фактов.

- Компания *Lucent* только что купила компанию *Chromatis Networks*, производящую оптическое оборудование, за 4,8 миллиарда долларов — из которых 4,2 миллиарда долларов — “гудвилл” (т.е. превышение цены покупки над балансовой стоимостью компании). Вот характеристики компании *Chromatis:* 150 служащих, отсутствие покупателей, нулевая выручка. Мы считаем, что термин “гудвилл” неадекватно отражает ситуацию. Если компания *Chromatis* не сумеет реализовать свои планы, то *Lucent* нужно будет списать стоимость гудвилла за счет будущей прибыли.
- В примечаниях говорится о том, что *Lucent* прокредитовала на 1,5 миллиарда долларов своих покупателей. Компания также выдала гарантии на 350 миллионов долларов долгов своих покупателей. Общая сумма такого “финансирования покупателей” удвоилась за год. А что будет, если у них не будет средств, чтобы погасить свои долги?

- И наконец, компания учла затраты на разработку нового программного обеспечения как “капитальные активы”. А не были ли они обычными, а не капитальными затратами?

Заключение. В августе 2001 года компания *Lucent* закрыла подразделение *Chromatis* после того, как выяснилось, что на ее продукцию есть только два покупателя[2]. На протяжении 2001 года компания *Lucent* потеряла 16,2 миллиарда долларов; в 2002 году она потеряла еще 1,9 миллиарда долларов. В эти убытки входят 3,5 миллиарда долларов за “обеспечение невозвратных долгов и финансирования клиентов”, 4,1 миллиарда долларов за “увеличение издержек, связанных с гудвилом” и 362 миллиона долларов на издержки, “связанные с капитализированным программным обеспечением”.

Одна акция компании *Lucent*, стоимость которой составляла 51,062 доллара по состоянию на 30 июня 2000 года, в конце 2002 года стоила 1,26 доллара — потери составили примерно 190 миллиардов долларов рыночной стоимости за два с половиной года.

Покупать, покупать и еще раз покупать

Чтобы описать корпорацию *Tyco International*, мы можем только перефразировать Уинстона Черчилля и сказать, что никогда так много и так дорого не покупалось одной маленькой компанией. С 1997 по 2001 этот конгломерат, расположенный на Бермудских островах, израсходовал больше 37 миллиардов долларов — большую часть в виде акций *Tyco* — для

[2] *Приобретение* Chromatis *рассматривалось в* The Financial Times, *August 29, 2001, p. 1, and September 1 / September 2, 2001, p. XXIII.*

приобретения компаний. Компания вела себя подобно тому, как кинозвезда покупает туфли. Только в 2000 году, согласно данным годового отчета, *Tyco* приобрела “примерно 200 компаний” — в среднем больше одной компании в день.

Что же в результате? *Tyco* росла феноменально быстрыми темпами. За пять лет ее доходы выросли с 7,6 до 34 миллиардов долларов. 476 миллионов долларов убытков превратилась в 6,2 миллиарда долларов прибыли. Общая рыночная стоимость компании в конце 2001 года составила 114 миллиардов долларов.

Но финансовые отчеты *Tyco* были, как минимум, такие же изумительными, как и ее рост. Практически каждый год в отчетах отмечались сотни миллионов долларов издержек, связанных с приобретением компаний. Эти издержки можно разделить на три основные категории.

1. “Слияние” или “реструктуризация” или “прочие непериодические” издержки.
2. “Издержки связанные с уменьшением стоимости актива с длительным периодом жизни”.
3. “Списание долгов по приобретенным исследованиям и разработкам”.

Давайте первую категории издержек обозначим «издержки типа А», вторую — «издержки типа Б», а третью — «издержки типа В». Посмотри на их динамику (табл. 17.3).

Таблица 17.3. Корпорация *Tyco International (сотни млн. долл.)*

	Период	*Издержки типа А*	*Издержки типа Б*	*Издержки типа В*
	1997	918	148	361
	1998	0	0	0
	1999	1183	335	0
	2000	4175	99	0
	2001	234	120	184
Итого		2510	702	545

Источник: ежегодные отчеты корпорации Tyco International *(Form 10-Q).*

Как вы можете видеть, издержки типа А, которые рассматриваются как непериодические, имели место на протяжении четырех периодов из пяти и в общем составили чудовищную сумму — 2,5 миллиарда долларов. Издержки типа Б появлялась с такой же периодичностью, общая сумма превысила 700 миллионов долларов. Издержки типа В составили полмиллиарда долларов[3].

Разумный инвестор поставил бы следующие вопросы.

- Если стратегия компании *Tyco,* направленная на обеспечение роста за счет приобретений, была такой искусной, каким же образом ей пришлось расходовать в среднем 750 миллионов

[3] *Бухгалтерский учет издержек типа В позволил* Tyco *снизить часть цены, которую она уплачивала за гудвилл. Поскольку издержки типа В списывались сразу, а стоимость гудвилла (согласно бухгалтерским правилам, которые были в силе в то время) должна была списываться на протяжении длительного периода, то этот маневр позволил* Tyco *минимизировать влияние стоимости гудвилла на будущую прибыль компании.*

долларов в год для того, чтобы должным образом проводить такого рода сделки?

- Если, как это совершенно ясно, бизнес *Tyco* был связан не с производством продукции, а с приобретением других компаний, которые и занимались реальным производством, почему издержки типа А были “непериодическими”? Не были ли они просто частью обычных издержек *Tyco* на ведение бизнеса?
- Можно ли спрогнозировать, что произойдет в будущем году, если каждый год компания вынуждена нести огромные издержки, связанные с приобретением других компаний?

Фактически, инвестор даже не сможет сказать, какой была прибыль компании *Tyco* за предыдущие периоды. В 1999 году, после проверки Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам *Tyco* добавила 257 миллионов долларов к издержкам типа А за 1998 год. Это свидетельствовало о том, что эти “непериодические” издержки фактически и в этом году имели место. В то же время компания пересчитала изначально заявленные в 1999 году издержки: издержки типа А снизились до 929 миллионов долларов, в то время как издержки типа Б увеличились до 507 миллионов долларов.

Мы совершенно ясно видим, что размер компании *Tyco* рос, но чего мы не знаем, так это того, насколько прибыльным был этот рост для инвесторов? Никто из внешних инвесторов не сможет дать безошибочный ответ.

Заключение. В 2002 году компания *Tyco* потеряла 9,4 миллиарда долларов. Стоимость закрытия акций в конце 2001 года составила 58,90 доллара, в конце

2002 года — 17,08 доллара. Компания потеряла 71% своей стоимости за 12 месяцев[4].

Медуза глотает кита

10 января 2000 года корпорации *America Online* и *Time Warner* заявили о своем объединении. Стоимость сделки оценивалась в 156 миллиардов долларов.

На 31 декабря 1999 года активы *AOL* составляли 10,3 миллиарда долларов, а выручка за предыдущие 12 месяцев равнялась 5,7 миллиарда долларов. Компания *Time Warner* владела активами на 51,2 миллиарда долларов и ее выручка составила 27,3 миллиарда долларов. *Time Warner* была намного больше по всем параметрам за исключением одного: оценки рынком ее акций. Интернет-бизнес *America Online* ослеплял инвесторов колоссальными перспективами, что привело к тому, что ее акции продавались по огромной цене, в 164 раза превышающей прибыль компании. Акции компании *Time Warner*, бизнес которой был связан с кабельным телевидением, производством кинофильмов, музыкальной индустрией и издательским делом, продавались по цене, в 50 раз превышающей ее прибыль.

В объявлении о сделки предстоящее слияние было названо “стратегическим слиянием равных партнеров”. Исполнительный директор *Time Warner* Джеральд М. Левин *(Gerald M. Levin)* заявил, что “возможности безграничны для всех, кто связан с *AOL Time Warner*”, прежде всего, добавил он, для ее акционеров.

---

[4] *В 2002 году бывший исполнительный директор компании* Tyco, *Л. Деннис Козловски* (L. Dennis Kozlowski) *был обвинен в махинациях с налогом на прибыль и неправомерном переводе корпоративных активов* Tyco *на собственные*

Подавляющее большинство акционеров *Time Warner* восторженно поддержало сделку. Но они не придали значения нескольким фактам.

- Это “слияние равных партнеров” было предусмотрено для того, чтобы акционеры компании *America Online* получили 55% капитала объединенной компании — несмотря на то, что компания *Time Warner* была в пять раз больше.
- Во второй раз за три года Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам разбирала, правомерно ли компания *America Online* учитывает маркетинговые издержки.
- Почти половина общей стоимости активов *America Online* — 4,9 миллиарда долларов — была представлена акциями компаний, в том числе и высокотехнологическими. Понятно, что при падении курса этих акций большая часть активов *America Online* также бы обесценилась.

Заключение. 11 января 2001 года фирмы завершили операции по слиянию. Корпорация *AOL Time Warner* потеряла 4,9 миллиарда долларов в 2001 году и понесла самые большие убытки, когда-либо зарегистрированные среди корпораций в 2002 году, — еще 98,7 миллиарда долларов. Значительная часть потерь произошла из-за списания стоимости активов *America Online*. В конце 2002 года акционеры, которым Левин предсказывал “неограниченные” возможности, могли похвастаться разве что потерей 80% стоимости акций с момента первого объявления о слиянии компаний[5].

нужды, включая изъятие 15000 долларов на оборудование стойки с зонтом на скачках и 6000 — на покупку занавески для душа. Козловский отверг все эти обвинения.

[5] *Джейсон Цвейг является служащим корпорации* Time, *которая в прошлом была подразделением компании* time Warner, *а сегодня входит в состав корпорации* AOL Time Warner.

Доигрались

20 мая 1999 года корпорация *eToys* разместила 8% своих акций на фондовом рынке. Четыре наиболее престижных инвестиционных банка Уолл-Стрит — *Goldman, Sachs & Co.*; *BancBoston Robertson Stephens*; *Donaldson, Lufkin & Jenrette*; и *Merrill Lynch & Co.* — выступили андеррайтерами на 8320000 акций по цене 20 долларов за акцию на общую сумму 166,4 миллиона долларов. За первый день торгов курс акций компании вырос очень существенно, — цена закрытия в первый день составила 76,5625 доллара. Прибыль при этом составила 282,8%. При таких ценах рыночная стоимость компании *eToys* (учитывая количество акций – 102 миллиона) составила 7,8 миллиарда долларов[6].

Какой же бизнес купили акционеры *eToys*? Продажи *eToys* увеличились на 4261% в предыдущем году, и только за последний квартал количество клиентов увеличилось на 75000. Но за 20 месяцев существования бизнеса компании ее общие продажи составили 30,6 миллиона долларов, а чистый убыток — 30,8 миллиона долларов. Это свидетельствовало о том, что *eToys* тратили 2 доллара для того, чтобы продать игрушек на 1 доллар.

В проспекте эмиссии также было сказано, что компания *eToys* намерена приобрести еще одну Интернет-компанию *Babe-Center*, убытки которой составили 4,5 миллиона долларов при выручке 4,8 миллиона долларов на

---

[6] *В проспекте эмиссии компании* eToys *была вкладка, изображающая кадры мультфильма, в которых изображалось, насколько проще покупать игрушки для детей в магазине* eToys, *чем традиционном магазине игрушек. Как сказал* Associated Press *в день размещения акций компании* eToys, *аналитик Гейл Бронсон* (Gail Bronson) *из* IPO Monitor. *"Компании* eToys *за прошлый год удалось очень разумно координировать свое развитие и представить себя в качестве детского центра в Интернете". Он добавил: "Ключом к успеху* IPO, *особенно* IPO *Интернет-компаний, является хороший маркетинг и брэнд". Бронсон был частично прав: это ключ успеха* IPO *компании и ее банкиров. К сожалению, для инвесторов ключом успеха* IPO *является прибыль, которой у* eToys *не было.*

протяжении предыдущего года. (Чтобы получить этот приз, *eToys* пришлось заплатить более 205 миллионов долларов.) Также *eToys* создаст “резерв” 40,6 миллиона обычных акций для будущего размещения их среди руководства. Таким образом, если бы компания *eToys* когда-либо начала зарабатывать деньги, то ее чистая прибыль делилась бы не на 102 миллиона акций, а на 143 миллиона — уменьшая будущую прибыль в расчете на акцию примерно на треть.

Сравнение компании *eToys* с корпорацией *Toys “R” Us* — самым крупным из ее конкурентов — просто шокирует. На протяжении предыдущих трех месяцев корпорация *Toys “R” Us* получила 27 миллионов долларов чистой прибыли и продала в 70 раз больше товаров, чем *eToys* за весь год. Но, как показано в табл. 17.4, фондовый рынок оценил компанию *eToys* на 2 миллиарда дороже, чем корпорацию *Toys “R” Us*.

Заключение. 7 марта 2001 года компания *eToys* начала процедуру банкротства после того, как ее чистые убытки составили свыше 398 миллионов долларов. Акции, стоимость которых достигла 86 долларов за единицу в октябре 1999 года, впоследствии продавались буквально за центы.

Таблица 17.4. История с игрушками (млн. долл.)

	Корпорация eToys	*Корпорация “R” Us*
	Год, который закончился 31.03.1999	*Квартал, который закончился 01.05.1999*
Чистые продажи	30	2166
Чистая прибыль	(29)	27
Денежные средства	20	289

Общие активы	31	8067
Рыночная стоимость обычных акций (20.05.1999)	7780	5650

Источник: данные компании в архивах Комиссии США по ценным бумагам и фондовым биржам.

Комментарии к главе 18

Что было, то и будет; и что делалось, то и будет делаться, и нет ничего нового под солнцем. Бывает нечто, о чем говорят: "смотри, вот это новое"; но это было уже в веках, бывших прежде нас.

Экклезиаст, I: 9–10.

Давайте воспользуемся классической методикой Грэхема, которую он применял для сравнения восьми парам компаний, читая лекции в Колумбийской бизнес-школе и Нью-Йоркском институте финансов, и проанализируем современные нам компании Следует помнить, что мы анализируем акции этих компаний в определенный момент времени. Дешевые акции впоследствии становятся переоцененными; дорогие акции могут стать дешевыми. В какое-то мгновение практически каждая акция представляет собой выгодный объект для инвестирования. В другое время она становится излишне дорогой. Несмотря на то, что существуют хорошие и плохие компании, не существует такого понятия, как хорошая акция. Есть только хорошая цена акции.

Пара 1: *Cisco* и *Sysco*

27 марта 2000 года корпорация *Cisco Systems* стала наиболее дорогой компанией в мире. В этот день ее капитализация составила 548 миллиардов долларов. *Cisco*, которая производит оборудование для обмена данными в Интернете, впервые вышла на фондовый рынок только 10 лет назад. Если бы вы купили акции компании *Cisco* во время их первоначального размещения на рынке, то сегодня вы бы получили прибыль, значение которой похоже на

типографскую опечатку: 103697%, или в среднем 217% за год. На протяжении предшествующих четырех кварталов объем продаж *Cisco* составил 14,9 миллиарда долларов, а прибыль равнялась 2,5 миллиарда долларов. Рыночная цена акций *Cisco* в 219 раз превышало ее чистую прибыль. Значение коэффициента P/E было одним из наиболее высоких, когда-либо отмеченных для акций крупной компании.

Корпорация *Sysco* поставляет продукты питания для кафе в различных организациях и учреждениях, а ее акции обращаются на фондовом рынке на протяжении 30 лет. За последние четыре квартала корпорация *Sysco* заработала 17,7 миллиарда долларов выручки, что почти на 20% больше, чем *Cisco* — но ее чистая прибыль составила “только” 457 миллионов долларов. При рыночной стоимости 11,7 миллиарда долларов акции *Sysco* продавались по цене в 26 раз превышающей прибыль, то есть существенно ниже среднерыночного значения, равного 31.

Игра в ассоциации с типичным инвестором могла проходить примерно так:

В: Что первым приходит вам на ум, когда я произношу *Cisco Systems*?

О: Интернет…отрасль будущего…привлекательные акции… «горячие акции»…Можно мне купить несколько, прежде чем их курс взлетит еще выше?

В: А как насчет корпорации *Sysco*?

О: Грузовые фургоны…картофельная запеканка с мясом…школьные обеды…продовольствие для больниц…нет, спасибо, не надо акций.

Общеизвестно, что люди часто оценивают акции, опираясь, в основном, на эмоциональное восприятие компании[1]. Но разумный инвестор всегда идет

[1] *Спросите себя, акции какой компании, скорее всего, продолжат свой рост: той, которая открыла лекарство против рака, или той, которая изобрела новый способ утилизации мусора. Лекарство от рака звучит более*

дальше. Следуя его дорогой, рассмотрим скептически финансовое состояние обеих компаний.

- Большая часть роста выручки и прибыли корпорации *Cisco* была следствием приобретений. Только с сентября *Cisco* раскошелилась на 10,2 миллиарда долларов для покупки 11 других фирм. Каким образом так много компаний смогли быть куплены настолько быстро[2]? Также, следует учесть, что за нарушение налогового законодательства за неправильный выпуск управленческих опционов компания заплатила штраф, примерно равный третей части ее полугодовой прибыли. Интересно, что *Cisco* получила 5,8 миллиарда долларов от продажи неких “инвестиций”, а затем купила их же на 6 миллиардов долларов. У нас возникает естественный вопрос: мы имеем дел с Интернет-компанией или с взаимным инвестиционным фондом? Что будет, если эти “инвестиции” перестанут расти в цене?
- Корпорация *Sysco* также приобрела несколько компаний на протяжении того же периода — но заплатила только около 130 миллионов долларов. Управленческие опционы составили всего лишь 1,5% от всего количества акций в обращении, – по сравнению с 6,9% у корпорации *Cisco*. Если бы владельцы опционов реализовали их, то прибыль компании *Cisco* в расчете

впечатляюще для большинства инвесторов, но новый способ избавления от мусора, вероятно, принесет больше денег. Посмотрите работы Paul Slovic, Melissa Finucane, Ellen Peters, and Donald G. MacGregor, “Affect Heuristic,” in Thomas Gilovich, Date Griffin, and Daniel Kahneman, eds., Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment (Cambridge University Press, New York, 2002), *pp. 397–420,* and Donald G. MacGregor, “Imagery and Financial Judgment,” The Journal of Psychology and Financial Markets, vol. 3, no. 1, *2002, pp. 15–22.*

[2] *Акции “серийных покупателей”, бизнес которых значительно растет в результате покупки других компаний, обычно плохо заканчивают. Более подробно об этом — в комментариях к главе 17.*

на акцию была бы разводнена намного сильнее, чем в случае с корпорацией *Sysco*. Также *Sysco* увеличила квартальные дивиденды с девяти центов за акцию до 10, тогда как *Cisco* дивидендов вообще не выплачивала.

В конце концов, как отмечал профессор по финансам из Уортона Джереми Сигел (Jeremy Siegel), ни одна из больших компаний, подобных *Cisco*, не может расти столь быстро, чтобы оправдать значения коэффициента «цена акцтт / прибыль» выше 60. Тем более невозможен такой рост при его значении свыше 200[3]. Как только компания становится гигантом, темпы ее роста должны падать, или все закончится тем, что эта компания просто поглотит весь мир. Великий американский сатирик Эмброуз Бирс *(Ambrose Bierce)* придумал новое слово *"incompossible"* для описания двух вещей, существование которых возможно только по отдельности, но никак не вместе. Компания либо может быть гигантом, либо ее акциям присуще гигантское значение коэффициента «цена / прибыль», но и то и другое вместе невозможно.

Вскоре от дредноут *Cisco* стал нести потери. Сначала, в 2001 году, пришлось затратить 1,2 миллиарда долларов на "реструктуризацию" бизнеса некоторых из приобретений компании. На протяжении следующих двух лет компания потеряла еще 1,3 миллиарда долларов от снижения стоимости своих т.н. "инвестиций". С 2000 по 2002 год акции корпорации *Cisco* потеряли три четверти своей стоимости. В то же время корпорация *Sysco* продолжала

---

[3] *Jeremy Siegel, "Big-Cap Tech Stocks are a Sucher's Bet," Wall Street Journal, March 14, 2000 (можно найти на сайте www.jeremysiegel.com).*

получать прибыль, а цена акций увеличилась на 56% на протяжении того же периода (см. табл. 18.11).

Таблица 18.11. Cisco и Sysco

	2000	*2001*	*2002*
Cisco			
Совокупная доходность (%)	-28,6	-52,7	-27,7
Чистая прибыль (млн. долл.)	2668	-1014	1893
Sysco			
Совокупная доходность (%)	53,5	-11,7	15,5
Чистая прибыль (млн. долл.)	446	597	680

Примечание: Совокупная доходность за календарный год; чистая прибыль за финансовый год.

Источник: www.morningstar.com

Пара 2: Yahoo! и Yum!

30 ноября 1999 года курс закрытия акций корпорации *Yahoo!* составила закрытии 212,75 доллара, что на 79,6% выше начала этого года. 7 декабря стоимость акций была на уровне 348 долларов — рост на 63,6% за пять торговых дней. Рост курса акций *Yahoo!* продолжался вплоть до конца года, когда 31 декабря их цена закрытия составила 432,687 доллара. Лишь за месяц стоимость акции более чем удвоилась, что добавило примерно 58 миллиардов долларов к стоимости компании, составившей 114 миллиардов долларов[4].

[4] *Акции корпорации* Yahoo! *были разделены в пропорции два к одному в феврале 2000 года; стоимость акций, представленная здесь, не учитывает это деление, чтобы показать те уровни, на которых фактически осуществлялись торги. Но значение доходности и рыночной стоимости* Yahoo!*, которые приводятся здесь, учитывают это деление.*

За предыдущие четыре квартала корпорация *Yahoo!* увеличила объем выручки до 433 миллионов долларов и чистую прибыль — до 34,9 миллиона долларов. Таким образом, акции *Yahoo!* теперь оценивались в 263 раза выше выручки и в 3264 раза выше прибыли. (Вспомните, что значение коэффициента «цена / прибыль» намного выше 25 заставляло Грэхема ухмыляться[5]!)

Почему курс акций корпорации *Yahoo!* непрерывно поднимался? После закрытия торгов 30 ноября 1999 года корпорация *Standard & Poor's* заявила, что 7 декабря включит *Yahoo!* в свой фондовый индекс *Standard & Poor's 500*. Это сделало бы акции *Yahoo!* обязательными для включения в портфель индексных инвестиционных фондов и других больших инвесторов — и столь резкий рост спроса неизменно привел бы к дальнейшему росту этих акций, по крайней мере, временно. Поскольку почти 90% акций корпорации *Yahoo!* были в руках у служащих компании, венчурных капиталистов и прочего узкого круга владельцев, то только часть акций могла обращаться на фондовом рынке. Таким образом, тысячи людей покупали акции этой корпорации только благодаря тому, что другие тоже хотели бы купить их. Цена, при этом, не принималась во внимание.

Тем временем фондовый рынок не баловал вниманием *Yum!* Эта компания, ранее бывшей частью *PepsiCo*, владела тысячами заведений быстрого питания, таких как *Kentucky Fried Chicken*, *Pizza Hut* и *Taco Bell*, и имела 8 миллиардов долларов выручки за последние четыре квартала, из которых чистая прибыль составила 633 миллиона долларов. Таким образом, компания больше чем в 17 раз превышала *Yahoo!* по объему своих операций. Но все же

---

[5] *С учетом результатов приобретений выручка корпорации* Yahoo! *составила 464 миллиона долларов. Грэхем критикует высокие значения коэффициента «цена / прибыль» (среди прочего) главах 7 и 11.*

рыночная оценка компании *Yum!* в конце 1999 года составила лишь 5,9 миллиарда долларов, или 1/19 по сравнению с рыночной капитализацией компании *Yahoo!* При такой стоимости акции *Yum!* продавались лишь в 9 раз дороже ее прибыли и за 73% от ее удельной выручки[6].

Как любит говорить Грэхем, фондовый рынок в краткосрочном периоде служит машиной для подсчета голосов, а в долгосрочном — весами. Корпорация *Yahoo!* выигрывала с точки зрения краткосрочной популярности. Но в итоге определяющим фактором была доходность — которой у *Yahoo!* фактически не было. Как только фондовый рынок перестал голосовать и начал взвешивать, стрелки весов сместились в пользу компании *Yum!* Стоимость акций этой компании увеличилась на 25,4% с 2000 по 2002 год, в то время как компания *Yahoo* потеряла в общей сложности 92,4% (табл. 18.12).

Таблица 18.12. Yahoo! и Yum!

	2000	*2001*	*2002*
Yahoo!			
Совокупная доходность (%)	-86,1	-41,0	-7,8
Чистая прибыль (млн. долл.)	71	-93	43
Yum!			
Совокупная доходность (%)	-14,6	49,1	-1,5
Чистая прибыль (млн. долл.)	413	492	583

Источники: www.morningstar.com

6 *Компания* Yum! *ранее была известна как корпорация* Tricon Global Restaurants, *несмотря на то что ее тикер был* YUM. *Компания официально изменила свое название на* Yum! Brands, Inc. *в мае 2002 года.*

Пара 3: Commerce One и Capital One

По состоянию на май 2000 года акции корпорации *Commerce One* обращались на фондовом рынке меньше года (с июля 1999 года). В своем первом годовом отчете компания, занимающаяся созданием Интернет-бирж для торговли между компаниями, показала активы на 385 миллионов долларов и заявила о чистых убытках в размере 63 миллионов долларов при всего 34 миллионах долларов общей выручки. Курс акций этой компании вырос примерно на 900% со дня первого размещения, а ее общая рыночная капитализация составила 15 миллиардов долларов. Была ли она переоценены? “Да, у нас большая рыночная капитализация, — пожимал плечами Марк Хоффман, исполнительный директор *Commerce One* в одном из интервью. — Но существует большой спрос на нашу продукцию. … Аналитики ожидают, что наша выручка составит 140 миллионов в текущем году. А в прошлом мы даже превысили все ожидания”.

Слова Хоффмана порождают следующие вопросы.

- Поскольку компания *Commerce One* теряла 2 доллара на каждом долларе продаж, то, если она увеличит выручку вчетверо (как “ожидает аналитик”), не будет ли она терять еще больше?
- В каком смысле компании *Commerce One* удалось превысить ожидания “в прошлом”? И в каком прошлом?

На вопрос, сможет ли компания когда-либо опять стать прибыльной, Хоффман с готовностью ответил: “Это даже не вопрос, можем ли мы стать прибыльным бизнесом. Мы планируем стать прибыльными в четвертом квартале 2001 года, на этот год аналитики прогнозируют нашу выручку в размере 250 миллионов долларов”.

И опять аналитики! “Мне нравится *Commerce One* на этом этапе, потому что она развивается быстрее, чем *Ariba* [ближайший конкурент, стоимость акций которого также превышала выручку почти в 400 раз], — сказала Джанет Синг *(Jeanette Sing)*, аналитик инвестиционного банка *Wasserstein Perella*. — Если такие уровни роста сохранятся, рыночная стоимость компании будет превышать удельный объем продаж от 60 до 70 раз в 2001 году”. (Другими словами, я могу акции, которые переоценены даже больше, чем компания *Commerce One*, а потому акции *Commerce One* дешевые)[7].

Другой компанией, которая привлекла наше внимание, является *Capital One Financial Corp.*, которая эмитирует кредитные карточки *MasterCard* и *Visa*. С июля 1999 года до мая 2000 года ее акции потеряли 21,5% своей стоимости. Но все же общая стоимость активов компании составила 12 миллиардов, а выручка в 1999 году — 363 миллиона долларов, то есть на 32% больше, чем в 1998 году. При рыночной стоимости около 7,3 миллиарда долларов акции компании продавались в 20 раз дороже ее чистой прибыли. Все не могло быть хорошо в компании *Capital One* — компания увеличила свои резервы для погашения взятых кредитов.

Что же произошло дальше? В 2001 году прибыль компании *Commerce One* составила 409 миллионов долларов. К сожалению, чистый убыток компании достиг 2,6 миллиарда долларов — или 10,30 доллара на каждую акцию. *Capital One*, в то же время, получила почти 2 миллиарда чистой прибыли с 2000 по 2002 год. Курс ее акций упал на 38% на протяжении этих трех лет —

---

[7] *Более подробно этот материал представлен в публикациях* “CEO Speaks” *и* “The Bottom Line”, Money, May 2000, *pp. 42-44.*

не хуже, чем фондовый рынок в целом. А вот компания *Capital One* потеряла 99,7% своей стоимости[8].

Вместо того, чтобы слушать Хоффмана и его приверженцев, трейдеры должны были принимать во внимание честное предупреждение в годовом отчете компании *Capital One* за 1999 год: “Мы никогда не были прибыльными. Мы предполагаем понести потери в поддающемся предвидению будущем и можем никогда не стать прибыльными”.

Пара 4: Palm и 3Com

2 марта 2000 года корпорация *3Com*, бизнес которой связан с производством оборудования для сетей передачи данных, продала 5% акций своей дочерней компании *Palm, Inc.* на фондовом рынке. Оставшиеся 95% акций компании *Palm* должны были быть распределены среди акционеров *3Com* в следующие несколько месяцев. За каждую акцию корпорации *3Com*, которой они владели, инвесторы должны были получить 1,525 акции компании *Palm*.

Таким образом, было два способа получить 100 акций компании *Palm*: попытаться принять участие в первичном размещении акций или купить 66 акций компании *3Com* и подождать, когда на них можно будет получить акции *Palm*. Получив полторы акции компании *Palm* в расчете на каждую акцию *3Com*, в итоге вы получите 100 акций новой компании — и вы все еще будете владеть акциями компании *3Com*.

---

[8] *В начале 2003 года главный финансовый инспектор ушел в отставку после того, как регулировщики по ценным бумагам обнаружили, что они могут обвинить его в нарушении законов об инсайдерных торговых операциях с ценными бумагами.*

Но кому хочется ждать несколько месяцев? На то время сложилась следующая ситуация: компания *3Com* боролась против конкурента-гиганта *Cisco*, а компания *Palm* занимала лидирующие позиции в сфере производства карманных персональных компьютеров. Поэтому, стоимость акций компании *Palm* увеличилась в ходе первоначального публичного предложения от 38 долларов до примерно 95,06 доллара, то есть их доходность составила 150% за первый день. В этом случае рыночная стоимость компании превысила ее прибыль за последние 12 месяцев более, чем в 1350 раз.

В этот же день цена акций корпорации *3Com* упала со 104,13 доллара до 81,81 доллара. Какой же была цена закрытия по акциям компании *3Com* в этот день, с учетом стоимости *Palm*? Арифметика проста:

- за каждую акцию компании *3Com*, в соответствии с договоренностью, акционеры должны были получить 1,525 акции компании *Palm*;
- цена закрытия каждой акции *Palm* составила 95,06 доллара;
- 1,525 x 95,06 доллара = 144,97 доллара.

Это стоимость каждой акции *3Com* только с учетом доли компании *Palm*. Таким образом, продав акции за 81,81 доллара, торговцы ценными бумагами высказали свое мнение о том, что весь прочий бизнес компании *3Com* в целом стоит на 63,16 доллара на акцию меньше, или, в общем, минус 22 миллиарда долларов! В истории отмечено очень мало случаев столь глупой оценки акций[9].

Но в этой ситуации была еще одна загвоздка: точно так же, как бизнес компании *3Com* в действительности не стоил меньше на 22 миллиарда

---

[9] *Более подробно об этом можно прочесть в работе:* Owen A. Lamont and Richard H. Thaler, “Can the Market Add and Subtrust?” National Bureau of Economic Research working paper no. 8302 на сайте *www.nber.org/papers/w8302*.

долларов, так и компания *Palm* не стоила в 1350 дороже ее прибыли. В конце 2002 года обе компании пострадали из-за падения курсов акций высокотехнологических компаний, но больше всех пострадали акционеры компании *Palm*, поскольку лишились здравого смысла, купив ее акции во время их первоначального размещения (рис. 18.1).

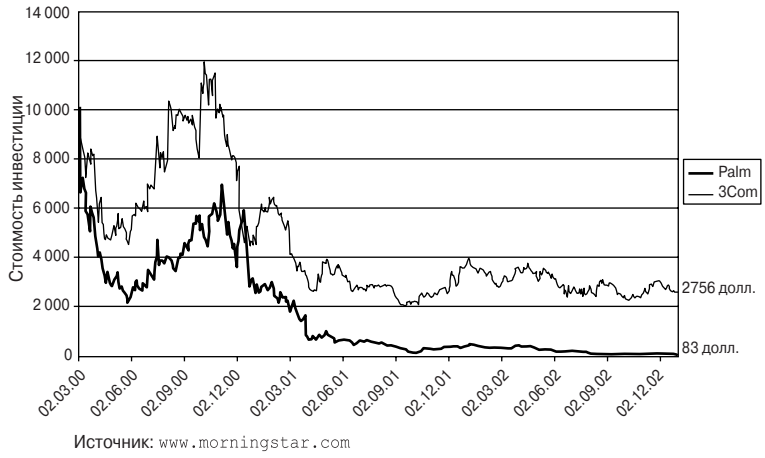


Рис. 18.1. И высокие технологии не спасают от падения

Пара 5: CMGI и CGI

Начало 2000 год для корпорации *CMGI* было очень успешным, поскольку курс ее акций 3 января достиг 163,22 доллара, что на 1126% больше, чем год назад. Компания, выполняющая функции т.н. “Интернет-инкубатора”, финансировала деятельность а также и приобретала начинающие небольшие фирмы, занимающиеся Интеренет-бизнесом. Среди них были и такие звезды, как *theglobe.com* и *Lycos*[10].

В 1998 финансовом году, во время которого курс акций вырос с 98 центов до 8,52 доллара, компания *CMGI* израсходовала 53,8 миллиона долларов на

---

10 CMGH *(*College Marketing Group) *вначале занималась тем, что, информировала академические издательства о профессорах и курсах колледжа — то есть занималась бизнесом, который был схожим с деятельностью компании компании* National Student Marketing*, рассмотренной Грэхемом в главе 9.*

частичное или полное приобретение капитала Интернет-компаний. В 1999 финансовом году, после резкого увеличения стоимости акций с 8,52 доллара до 46,09 доллара, компания *CMGI* раскошелилась на 104,7 миллиона долларов. И на протяжении последних пяти месяцев 1999 года, когда ее акции выросли до 138,44 доллара, *CMGI* потратила 4,1 миллиарда долларов на осуществление очередных приобретений. Рыночная стоимость компании теперь составляла более 40 миллиардов долларов.

Это была своего рода магическая денежная карусель. Чем больше увеличивалась стоимость акций компании *CMGI*, тем больше компаний она могла позволить себе купить. Чем больше компания *CMGI* могла себе позволить приобрести, тем дороже становились ее акции. Сначала акции могли подняться в цене благодаря слухам, что их, возможно, купит *CMGI*, потом, как только *CMGI* покупала их, ее собственные акции повышались благодаря тому, что она ими владела. Никто не обращал внимания на то, что компания *CMGI* потеряла 127 миллионов долларов по своим операциям за последний финансовый год.

В городе Уэбстер *(Webster)*, штат Массачусетс, примерно на 70 миль южнее штаб-квартиры компании *CMGI* в Эндовере *(Andover)*, находится главный офис *Commerce Group, Inc*. *CGI* были характерны все те черты, которыми не обладала компания *CMGI*: предлагая услуги по страхованию автомобилей, главным образом, водителям штата Массачусетс, ее бизнес не был популярным на фондовом рынке. Акции компании потеряли 23% стоимости в 1999 году — но при этом чистая прибыль компании, которая составила 89 миллионов долларов, уменьшилась только на 7% по сравнению с 1998 годом. *CGI* даже выплачивала дивиденды, размер которых превышал 4% (*CMGI* вообще не выплачивала никаких дивидендов). При общей рыночной стоимости 870 миллионов долларов цена акций компании была не более, чем в 10 раз больше прибыли компании за 1999 год.

А потом, довольно неожиданно, ситуации изменилась с точностью до наоборот. Магическая денежная карусель начала скрипеть, а затем и вовсе остановилась: ее *dot-com*-овские акции резко перестали расти в цене, а потом их стоимость стремительно полетела вниз. *CMGI* должна была принять потерю стоимости как удар по своей прибыли. Компания потеряла 1,4 миллиарда долларов в 2000 году, 5,5 миллиарда долларов — в 2001 году и еще примерно 500 миллионов долларов — в 2002 году. Курс ее акций упали со 163,22 доллара в начале 2000 года до 98 центов в конце 2002 года. Т.е. потеря стоимости в целом составила 99,4%. Скучная старая *CGI* и в дальнейшем приносила стабильные доходы, а стоимость ее акций увеличилась на 8,5% в 2000 году, на 43,6% — в 2000 году и на 2,7% — в 2002 году. Общая доходность акций составила 60%.

Пара 6: Ball и Stryker

С 9 по 23 июля 2002 года акции корпорации *Ball* упали с 43,69 доллара до 33,48 доллара, в результате чего рыночная стоимость компании уменьшилась до 1,9 миллиарда долларов. В течение тех же двух недель акции корпорации *Stryker* упали с 49,55 доллара до 45,60 доллара, то есть на 8%, в результате чего общая стоимость компании составила 9 миллиардов долларов.

Почему стоимость этих двух компаний снизились настолько сильно за столь короткое время? Корпорация *Stryker*, которая производит ортопедические имплантанты и хирургическое оборудование, выпустила только один пресс-релиз на протяжении этих двух недель. 16 июля корпорация *Stryker* объявила, что за второй квартал объем ее продаж увеличился на 15%, до 734 миллионов долларов, в то время как прибыль выросла на 31%, до 86 миллионов долларов. Стоимость акций увеличивалась на 7% каждый день, затем опять начала падать.

Компания *Ball*, которая вывела на рынок широкоизвестное приспособление для консервирования фруктов и овощей *“Ball Jars”*, теперь производит металлические и пластиковые упаковки для промышленных потребителей. Компании *Ball* вообще не выпускала пресс-релизов на протяжении этих двух недель. Но 25 июля компания *Ball* заявила о том, что ее прибыль составила 50 миллионов из 1 миллиарда долларов выручки за второй квартал — чистая прибыль выросла на 61% по сравнению с таким же периодом год назад. В итоге прибыль за четыре квартала составила 152 миллиона долларов, а потому стоимость акций в 12,5 раз превышала размер прибыли компании *Ball*. При том, что балансовая стоимость компании составляла 1,1 миллиард долларов, ее акции можно было купить в 1,7 раза дороже реальной стоимости материальных активов. (Но долг компании составлял 900 миллионов долларов.)

Компания *Stryker* была в другой лиге. На протяжении последних четырех кварталов компания заработала 301 миллион долларов чистой прибыли. Балансовая стоимость компании составляла 570 миллионов долларов. Таким образом, стоимость акций превышала чистую прибыль за предыдущие 12 месяцев в 30 раз, а балансовую стоимость — почти в 16 раз. С другой стороны, с 1992 года и до конца 2001 года прибыль компании *Stryker* увеличивалась на 18,6% ежегодно. Ее дивиденды возрастали примерно на 21% в год. И в 2001 году компания *Stryker* израсходовала 142 миллиона долларов на исследования и разработки, чтобы заложить основу для будущего роста.

Что же привело к обвалу курсов этих двух акций? С 9 по 23 июля 2002 года, после того как неожиданно обанкротилась компания *WorldCom*, биржевой индекс *Dow Jones Industrial Average* упал с 9096,09 до 7702,34, то есть на 15,3%. Хорошие новости компаний *Ball* и *Stryker* потерялись среди плохих

заголовков и обваливающихся фондовых рынков, потянув эти две акции за собой.

Разумный инвестор должен отдавать себе отчет в том, что паника на фондовом рынке дает ему возможность купить по выгодной цене акции хороших компаний. Стоимость акций компании *Ball* в конце 2002 года составляла 51,19 доллара за единицу, на 53% выше, чем в июле; акции *Stryker* при этом оценивались в 64,12 доллара, или же на 47% выше. Подобно многим товарам, выгодные акции и акции «роста» иногда поступают в распродажу. Каким из них вы отдадите свое предпочтение, в большой степени зависит от вас самих, но выгоды несут и те и другие.

Пара 7: Nortel и Nortek

В годовом отчете компании *Nortel Networks*, специализирующейся на производстве оптико-волоконного оборудования, отмечалось, что для компании это был “золотой в финансовом отношении год”. На февраль 2000 года рыночная стоимость компании превышала 150 миллиардов долларов, акции компании *Nortel* продавались в 87 раз выше прибыли, которую аналитики Уолл-Стрит пророчили компании в 2000 году.

Насколько же надежна эта оценка? Годовая дебиторская задолженность компании *Nortel,* т.е. продажи покупателям, которые еще не оплатили своих счетов, увеличилась до 1 миллиарда долларов. Компания объясняла это тем, что рост “был вызван увеличением объема продаж в четвертом квартале 1999 года”. Но все же запасы также увеличились на 1,2 миллиарда долларов, что свидетельствовало о том, что компания *Nortel* производила оборудование даже быстрее, чем эти “увеличившиеся продажи” могли ее разгрузить.

Тем временем “просроченная долгосрочная задолженность” — счета, не оплаченные в соответствии с многолетними контрактами — увеличилась с

519 миллионов долларов до 1,4 миллиарда долларов. Компания *Nortel* также не отличалась особой эффективностью в контроле своих издержек: ее сбытовые, общие и административные издержки (т.е. накладные затраты) увеличились с 17,6% от объема выручки в 1997 году, до 18,7% в 1999 году. Если просуммировать все вышеизложенное, то выяснится, что потери компании в 1999 году составили 351 миллион долларов.

Дальше рассмотрим корпорацию *Nortek*, которая производит продукцию широкого ассортимента (виниловая обшивка, дверные звонки, вытяжные вентиляторы, вытяжки для кухонных плит, уплотнители мусора). В 1999 году корпорация *Nortek* заработала 49 миллионов долларов из 2 миллиардов выручки. В 1997 году компания заработала 21 миллион долларов чистой прибыли и 1,1 миллиард долларов продаж. Маржа прибыли корпорации *Nortek* (чистая прибыль как процент от чистых продаж) увеличилась почти на одну треть с 1,9% до 2,5%. И корпорация *Nortek* урезала накладные затраты с 19,3% доходов до 18,1%.

Если честно, значительная доля расширения корпорации *Nortek* была вызвана приобретением других компаний, а не внутренним ростом. Более того, долг компании составлял 1 миллиард долларов, а это большая сумма для маленькой компании. В феврале 2000 года цена акций компании *Nortek* — которая примерно в пять раз превышала прибыль в 1999 году — содержала здоровую дозу пессимизма.

С другой стороны, стоимость акций *Nortel*, превышающая в 87 раз прибыль следующего года, определенную в соответствии с интуитивными оценками, отражала излишний оптимизм. Как показали дальнейшие события, вместо прибыли в размере 1,30 доллара на акцию, которую прогнозировали аналитики, в 2000 году компания *Nortel* потеряла 1,17 доллара на акцию. В

конце 2002 года компания *Nortel* понесла больше 36 миллиардов долларов убытков.

В то же время, *Nortek* получила 41,6 миллиона долларов прибыли в 2000 году, 8 миллионов — в 2001 году и 55 миллионов долларов — в первые девять месяцев 2002 года. Стоимость ее акций увеличилась с 28 долларов за единицу до 45,75 доллара на конец 2002 года — рост на 63%. В январе 2003 года менеджеры компании *Nortek* выкупили компанию в частную собственность у мелких акционеров по 46 долларов за акцию. Тем временем курс акций компании *Nortel* упал с 56,81 доллара в феврале 2000 года до 1,61 доллара в конце 2002 года — убытки составили 97 %.

Пара 8: Red Hat и Brown Shoe

11 августа 1999 года корпорация *Red Hat*, разработчик программного обеспечения *Linux*, впервые вывела на рынок свои акции. Акции компании *Red Hat* были сверхпопулярными. При цене первоначального размещения в 7 долларов, торги открылись по цене 23 доллара, а цена закрытия составила 26,031 доллара. Таким образом, общий рост составил 272%[11]. За один только день акции компании выросли быстрее, чем акции *Brown Shoe* за предыдущие 18 лет. 9 декабря акции компании *Red Hat* достигли отметки 143,13 доллара — за четыре месяца их стоимость увеличились на 1944%.

Тем временем компания *Brown Shoe* переживала непростые времена. Основанная в 1978 году, компания продает оптом обувь марки *Buster Brown* и владеет примерно 1300 обувных магазинов в США и Канаде. Акции компании *Brown Shoe* 11 августа акции стоили 17,50 доллара, до 9 декабря их стоимость

---

[11] *Все цены акций компании* Red Hot *указаны с учетом деления акций из расчета одна акция к двум в январе 2000 года.*

снизилась до 14,31 доллара. За весь 1999 год акции компании *Brown Shoe* потеряли 17,6% своей стоимости[12].

Что же получили инвесторы компании *Red Hat*? На протяжении девяти месяцев, которые закончились 30 ноября, компания заработала 13 миллионов долларов выручки, и чистые убытки при этом составили 9 миллионов долларов[13]. Бизнес компании *Red Hat* был немного больше гастрономического магазина на углу улицы — но приносил намного меньше прибыли. Но трейдеры, вдохновленные словами “программное обеспечение” и “Интернет”, довели 9 декабря общую стоимость компании *Red Hat* до 21,3 миллиарда долларов.

А как же компания *Brown Shoe*? За предыдущие три квартала компания пррнесла выручку в размере 1,2 миллиарда долларов и 32 миллиона доллара прибыли. Компания *Brown Shoe* располагала примерно 5 долларами денежных средств в расчете на акцию. Она имела недвижимость. Детям все еще покупали обувь марки *Buster Brown*. Еще 9 декабря общая стоимость акций компании *Brown Shoe* составила 261 миллион долларов — примерно 1/80 объема стоимости компании *Red Hat*, несмотря на то, что выручка *Brown Shoe* в 100 раз превышала аналогичный показатель компании *Red Hat*. При этой цене компания *Brown Shoe* была оценена в 7,6 раза выше своей годовой прибыли и меньше одной четверти своего годового объема продаж. Компания *Red Hat*, с другой стороны, вообще не приносила прибыли, несмотря на то,

---

[12] *По иронии, 65 лет назад Грэхем выделил компанию* Brown Shoe *как одну из наиболее стабильных компаний на Нью-йоркской фондовой бирже. Более подробно этот материал представлен в издании* Security Analysis *за 1934 год на стр. 159.*

[13] *Мы использовали период девять месяцев только по той причине, что результаты компании* Red Hot *не получилось определить из ее финансовой отчетности без вычета результатов приобретения.*

что ее акции продавались в 1000 раз дороже величины ее годовых продаж (см. табл. 18.13).

Таблица 18.13. Red Hat и Brown Shoe

	2000	*2001*	*2002*
Red Hat			
Совокупная доходность (%)	-94,1	13,6	-16,8
Чистая прибыль (млн. долл.)	-43	-87	-140
Brown Shoe			
Совокупная доходность (%)	-4,6	28,2	49,5
Чистая прибыль (млн. долл.)	36	36	-4

Примечание: Общая выручка за календарный год; чистая прибыль за финансовый год.

Источник: www.morningstar.com

О чем же мы узнали? О том, как, насмехаясь над принципами Грэхема в краткосрочном периоде, фондовый рынок, все же, в долгосрочном периоде, подтверждает их. Если вы покупаете акции просто потому, что цена взлетела вверх, вместо того, чтобы спросить, увеличивается ли при этом реальная стоимость компании, то рано или поздно вы об этом очень сильно пожалеете. Это факт.

Комментарии к главе 19

Самый страшный вид неправды — немного искаженная правда.

Д.С. Лихтенберг

Почему Грэхем «выбросил полотенце»?

Наверно, ни одна из глав книги “Разумный инвестор” не была так радикально изменена Грэхемом, как эта. В первом издании эта глава занимала почти 34 страницы. Она называлась “Инвестор как владелец бизнеса” и рассказывала о праве голоса акционеров, способах оценки качества корпоративного управления и способах выявления конфликта в интересах между внутренними и внешними инвесторами. При пересмотре последнего издания Грэхем урезал ее до нескольких страниц о дивидендах.

Почему Грэхем изъял более трех четвертей первоначальной главы? После десятилетий исследований он, очевидно, отказался от надежды, что инвесторы когда-либо станут наблюдать за поведением менеджеров корпораций.

Однако последняя эпидемия корпоративных скандалов, связанная с обвинениями руководителей компании в ошибках в управлении, ведении сомнительного бухгалтерского учета или использовании разного рода схем ухода от налогов, касающиеся таких больших фирм как *AOL*, *Enron*, *Global Crossing*, *Sprint*, *Tyco* и *WorldCom,* напомнила о том, что предостережения

Грэхема о необходимости постоянной бдительности сейчас более важны, чем когда-либо. Давайте рассмотрим их в свете сегодняшних событий.

Теория против практики

Грэхем в первом издании (1949) “Разумного инвестора” обращает внимание на то, что в теории “акционеров ... можно назвать королями. Действуя сплоченным большинством, они могут нанимать и увольнять руководство, а также полностью склонять его к своей воле”. Но на практике, говорит Грэхем, «акционеры — полные неудачники. Они не проявляют ни ума, ни бдительности. Они голосуют, подобно овцам, за то, что рекомендует руководство, и независимо от того, насколько плохими могут быть результаты деятельности руководства. … Единственное, что может вдохновить среднего американского акционера на независимые разумные действия, мог бы стать взрыв над его головой. … Мы не можем отрицать тот парадоксальный факт, что Иисус, кажется, был более практичным бизнесменом, чем американские акционеры»[1].

Грэхем хочет, чтобы вы поняли одну простую, но очень важную вещь. Когда вы покупаете акции, вы становитесь собственником компании. Все ее менеджеры, включая генерального директора, работают на вас. Совет директоров компании должен отчитываться перед вами. Денежные средства компании принадлежат вам. Ее бизнес является вашей собственностью. Если вам не нравиться, как управляют вашей компанией, вы имеете полное право

---

[1] Benjamin Graham, The Intelligent Investor *(Harper & Row, New York, 1949), pp. 217, 219, 240. Грэхем объясняет свои сравнения с Иисусом таким образом: “Как минимум, в четырех притчах, в Евангелие даны примеры особо критичных отношений между богатым человеком и людьми, управляющими его собственностью. Больше всего подходят слова, что “один богатый человек” говорит своему управляющему, который обвиняется в растрате денег: “Предоставь мне отчет об ведении моих дел, иначе же не быть тебе в дальнейшем управляющим”. (Луки, 16:2)”. Среди других притч Грэхем, похоже, имеет в виду Матфея, 25:15-28.*

требовать, чтобы было уволено руководство. “Акционеры, — говорит Грэхем, — должны проснуться”[2].

Разумный собственник

Сегодня инвесторы забывают о напутствии Грэхема. В основном все они озабочены как купить акции, немногие – как их продать. Но вообще не обращают внимание на владение ими. “Очевидно, — напоминает Грэхем, — в связи с этим следует различать, что человек может *просто владеть акциями*, а может быть *акционером* ”[3].

Так куда же должны вы, как разумный инвестор, следовать, чтобы быть разумным собственником? Грэхем начинает с тезиса о том, что “есть всего лишь два вопроса, на которые акционеры должны обращать свое внимание.

- Действительно ли менеджмент компании действует эффективно?
- Должным ли образом учитываются интересы средних *внешних* акционеров?”[4]

Вы можете судить об эффективности менеджмента, сравнивая доходность каждой компании, размеры и конкурентоспособность с аналогичными фирмами в этой же отрасли. А что, если вы придете к выводу, что менеджеры

---

[2] Benjamin Graham, *“A Questionnaire on Stockholder-Management Relationship”*, The Analyst Journal, *Fourth Quarter, 1947, p. 62. Грэхем говорит о том, что изучил деятельность примерно 600 профессиональных финансовых аналитиков и пришел к выводу, что более 95% из них верили в то, что акционеры имеют право требовать формального расследования деятельности менеджеров, работа которых не способствует росту стоимости акций. Грэхем сухо добавляет, что “таких примеров фактически не было в реальной жизни”. Это, говорит он, “подчеркивает широкую пропасть между тем, что должно происходить, и тем что происходит в отношениях между руководством и акционерами”.*

[3] Graham and Dodd, Security Analysis *(1934 ed.), p. 508.*

[4] The Intelligent Investor, *1949 edition, p. 218.*

плохо справляются со своими обязанностями? Тогда Грэхем советует сделать следующее.

«Во-первых, акционеры должны убедиться в том, что необходимы изменения, и у них должно возникнуть желание довести дело до конца. Во-вторых, рядовые акционеры должны в полном объеме ознакомиться с рассылаемыми им материалами к собранию акционеров (proxy material)и проанализировать все факты и аргументы. Они должны, по крайней мере, определить тот момент, когда их компания стала работать плохо и быть готовыми потребовать объяснения сложившейся ситуации, а не довольствоваться увертками руководства компании. В-третьих, весьма полезно в том случае, когда видно, что результаты работы компании явно ниже средних, привлечь внешних специалистов для оценки методов работы и компетентности руководства»[5].

Что такое “материалы к собранию акционеров” и почему Грэхем настаивает на том, что вам следует их читать? В этих материалах, рассылаемых каждому акционеру, компания сообщает о повестке дня ежегодного собрания и приводит данные о вознаграждении руководства компании, количестве акций в их собственности, а также о сделках между инсайдерами и компанией. Акционеров просят проголосовать за то, какая фирма должна проводить аудит финансовой деятельности компании и кто должен входить в состав совета директоров. Если вы внимательно и вдумчиво прочтете эти материалы, то они

---

[5] *В издании 1949 года на с. 223 Грэхем добавляет, что участие акционеров в голосовании необходимо для создания независимого комитета из внешних инвесторов и выбора специальной «инжиниринговой фирмы», которая предоставит отчет акционерам, а не совету директоров. Но оплачивать такой проект будет компания. Среди инжиниринговых фирм, о которых говорил Грэхем, были компании по финансовым операциям, рейтинговые агентства и организации финансовых аналитиков. Сегодня инвесторы могут выбирать среди сотен консультационных фирм, консультантов по реструктуризации и членов таких организаций, как* Risk Management Association.

вполне могут сыграть роль «канарейки в угольной шахте», т.е. подать сигнал о том, что что-то идет не так (см. далее врезку о компании *Enron*).

Банкротство компании *Enron*

В 1999 году корпорация *Enron* была седьмой в т.н. списке *Fortune 500,* т.е. перечне самых успешных компаний США. Выручка энергетического гиганта, его активы и прибыль находились на заоблачной высоте.

Давайте посмотрим, что открылось бы взгляду разумного инвестора, если бы он проигнорировал привлекательные и блестящие цифры активов и прибыли, и просто рассмотрел бы с точки зрения здравого смысла материалы к собранию акционеров компании *Enron* за 1999 год? В разделе “Обычные сделки” этих материалов говорилось о том, что главный финансовый директор Эндрю Фастов (*Andrew Fastov*) был одним из представителей руководства в двух компаниях — *LJM1* и *LJM2*, которые покупали “активы, связанными с энергетикой и телекоммуникациями”. А кто же был поставщиком этих активов *LJM1* и *LJM2*? Конечно же корпорация *Enron*! В материалах шла речь о том, что эти компании уже приобрели активы корпорации *Enron* на общую сумму 170 миллионов долларов — иногда с использованием денег, одолженных у компании *Enron*.

Разумный инвестор сразу же спросит:

- Получили ли эти операции поддержку со стороны руководства корпорации *Enron*? (В документах сказано, что получили)
- Фастов получит часть прибыли *LJM*? (Да, говорится в документах)
- Не обязан ли Фастов, как главный финансовый директор *Enron*, действовать исключительно в интересах акционеров корпорации *Enron*? (Конечно)
- Не был ли в этом случае Фастов обязан максимально дорого продать активы *Enron*? (Естественно)
- Но если бы *LJM* купила активы *Enron* дорого, не уменьшило ли бы это потенциальную прибыль *LJM* — и личную прибыль Фастова? (Точно)
- С другой стороны, если компания *LJM* заплатила низкую цену, не увеличило ли это доходы Фастова и его партнеров, но при этом не оказало ли это негативного влияния на объем прибыли корпорации *Enron*? (Однозначно)

- Должна ли корпорация *Enron* одалживать партнерам Фастова какие-либо деньги для покупки активов у *Enron*, что могло способствовать личному обогащению Фастова? (Что?!)
- Не свидетельствует ли это о крайне серьезном конфликте интересов? (Какой-то другой вопрос вряд ли даже можно придумать)
- Что можно сказать в поддержку мнения директоров, которые дали добро на проведение подобных операций? (Только то, что вам следует инвестировать свои деньги в какую-то другую компанию)

Из случая с *Enron* можно извлечь два урока: прежде чем восторгаться блестящими цифрами, подключите свой здравый смысл к анализу истинного положения дел, и всегда читайте материалы, рассылаемые акционерам, перед покупкой акций и после этого.

Анализ показывает, что, в среднем, от одной трети до половины всех индивидуальных инвесторов, совсем не волнуются о том, за что будут отданы их голоса, доверенность на использование которых они передают руководству компаний[6]. Читают ли они материалы, которые им присылаются?

Понимание рассылаемых материалов и участие в голосовании является таким же фундаментальным для разумного инвестора, как и отслеживание новостей и сознательность гражданина при участии в выборах. И неважно, владеете ли вы 10% компании или со своими 100 акциями только 1/10000 от 1%. Если вы никогда не читаете рассылаемые вам как акционеру материалы, а компания при этом становится банкротом, то единственный человек, которого

---

[6] *Сводки о результатах голосования акционеров за 2002 год, собранные и обработанные компаниями* Georgeson shareholder *и* ADP's Investor Communication Services, *свидетельствуют, что уровень участия акционеров в голосовании путем выдачи доверенности в среднем составил от 80% до 85%. Таким образом, примерно 12–20% всех акционеров вообще не используют свое право голоса. Поскольку индивидуальные инвесторы владеют только 40% стоимости всех акций США, и большинство институциональных инвесторов, вроде пенсионных фондов и страховых компаний, официально уполномочены голосовать по доверенностям своих акционеров, то мы видим, что примерно треть всех индивидуальных инвесторов игнорируют возможность проголосовать на собраниях акционеров.*

вам следует винить — это вы сами. Если вы читаете расылаемые материалы и видите вещи, которые беспокоят вас, то:

- голосуйте против всех директоров, чтобы показать свое неодобрение;
- посещайте ежегодные собрания и заявляйте о своих правах;
- найдите он-лайновую доску объявлений, посвященную вашим акциям (вроде той, которая расположена на сайте http://finance.yahoo.com) и объединяйтесь с другими инвесторами.

У Грэхема была еще одна идея, которая может пригодится нынешним инвесторам: «… Существуют преимущества, которые можно получить в результате выбора одного или больше профессиональных и независимых директоров. Это должны быть люди с большим опытом работы в сфере бизнеса, которые могут свежим взглядом оценить проблемы компании… они должны предоставить отдельный годовой отчет для акционеров, выражающий их мнение по поводу основных вопросов, которые интересуют собственников компании: “Оправдывают ли результаты работы компании ожидания внешних акционеров, исходящие из их предположений о должном выполнении своих обязанностей руководством? Если нет, то почему — и что в этом случае следует делать?[7]

Можно только представить, какой ужас должно вызвать это предложение Грэхема у корпоративных закадычных друзей и партнеров по гольфу — сегодня в основном это “независимые” директора. (Не будем предполагать, что от страха у них пробежит дрожь по спине, так как большинство независимых директоров, как нам кажется, — существа бесхребетные.)

---

[7] *Издание 1949 года, стр. 224.*

А чьи же это деньги, собственно говоря?

Давайте теперь рассмотрим второй критерий Грэхема — действует ли руководство копании в интересах ее внешних инвесторов. Менеджеры всегда говорят своим акционерам, что они — менеджеры — лучше знают, что делать с денежными средствами компании. Грэхем рассуждает по этому поводу таким образом. «... Руководство компании может хорошо организовать производственный процесс, но внешние акционеры могут от этого ничего не выиграть, поскольку эффективность производства не обязательно тождественна наиболее выгодному использованию капитала компании. Рост *эффективности производства* подразумевает снижение издержек производства и выпуск наиболее прибыльных товаров. Рост же *финансовой эффективности* требует того, чтобы деньги акционеров использовались в наилучших, с точки зрения их интересов, формах. И именно здесь наблюдается расхождение интересов акционеров и менеджмента компании. Дело в том, что руководство компании обычно хочет как можно больше капитала получить от ее собственников, т.е. акционеров, для того, чтобы минимизировать свои финансовые проблемы. А потому типичный руководитель будет пытаться привлечь в свой бизнес больше денежных средств, чем ему на самом деле нужно, если акционеры пойдут на это — а они обычно это и делают»[8].

В конце 1990-х и в начале 2000-х годов руководство ведущих высокотехнологических компаний вновь «подняло на щит» концепцию “Ваш папа лучше знает, что надо делать». Аргумент выглядел следующим образом:

---

[8] *Издание 1949 года, стр. 233.*

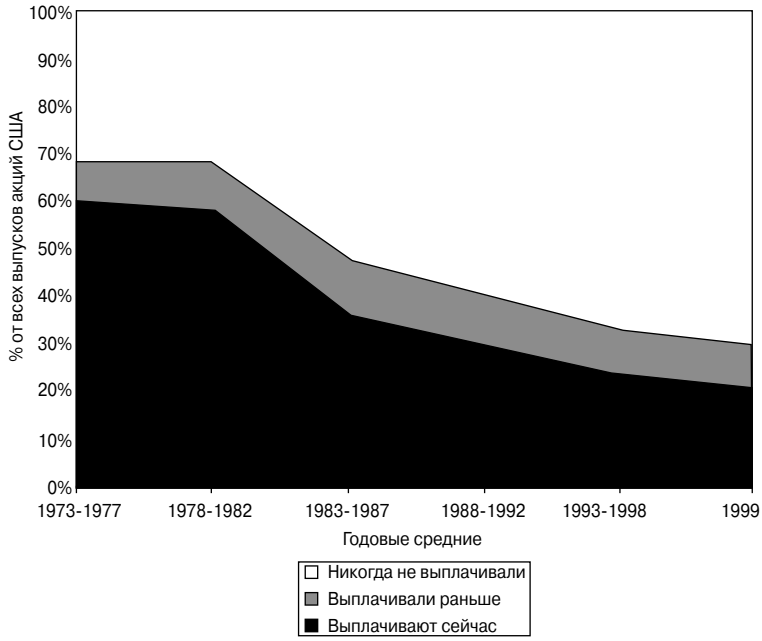
“Зачем вам требовать выплату дивидендов, если мы можем инвестировать эти деньги для вашего же блага и добиться за счет этого роста стоимости акций? Вы только посмотрите, с какой скоростью увеличивается стоимость наших акций — не доказывает ли это, что мы можем превратить ваши центы в доллары лучше, чем вы сами можете?”

Невероятно, но инвесторы попались на этот крючок. Подход “Ваш папа лучше знает, что надо делать” стал настолько распространенным, что в 1999 году только 3,7% компаний, которые впервые разместили свои акции среди индивидуальных инвесторов, выплатили в этом году дивиденды — среднее значение этого показателя для всех случаев первичного размещения в 1960-х годах составляло 72,1%[9]. Только посмотрите, насколько в процентном соотношении уменьшилось количество компаний, выплачивающих дивиденды (рис. 19.1, темная область графика).

Но подход “Папа знает лучше всех” оказался ахинеей. И если одни компании смогли найти достойное применение денежным средствам, то гораздо большее их число, разбившись на две группы, либо просто понапрасну тратили деньги (первая группа), либо накапливали их гораздо быстрее, чем можно было потратить (вторая группа).

---

[9] Eugene F. Fama and Kenneth R. French, “Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?” Journal of Financial Economics, vol. 60, no. 1, April, 2001, *p. 3–43, табл. 1; также* Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, Triumph of the Optimist (Princeton Univ. Press, Princeton, 2002), *p. 159–161. Интересен тот факт, что общая сумма дивидендов, выплаченных по акциям США, увеличилась с конца 1970-х годов, даже с учетом инфляции — но количество акций, по которым выплачивались дивиденды, сократилось примерно на две трети. См.* Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, and Douglas J. Skinner, “Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings” *на сайте* http://papers.ssrn.com.



Источник: *Eugene Fama and Kenneth French, "Disappearing Dividends," Journal of Financial Economics, April 2001*

Рис. 19.1. Кто выплачивает дивиденды?

Компания *Priceline.com*, входившая в первую группу, списала в 2000 году 67 миллионов долларов убытков вследствие провала основанных ею компаний по торговле бакалейными товарами и бензином. Компания Amazon.com вынула из кармана своих акционеров как минимум 233 миллионов долларов, “инвестировав” их в такие провальные проекты, как *Webvan* и *Ashford.com*[10]. И еще два примера огромнейших убытков — 56 миллиардов долларов убытков компании *JDS Uniphase* в 2001 году, и 99 миллиардов долларов убытков компании *AOL Time Warner* в 2002 году. Эти средства были потеряны после того, как компании решили не выплачивать

[10] *Возможно, Бенджамину Франклину, который, как говорили, держал свои монеты в асбестовом кошельке, чтобы деньги не могли прожечь дыру в его кармане, удалось бы избежать этой проблемы, если бы он был генеральным директором.*

дивиденды, а объединиться с другими фирмами в то время, когда их акции были очень сильно переоценены[11].

Входящая во вторую группу корпорация *Oracle* к концу 2001 года накопила на своем счету 5 миллиардов долларов. Компания *Cisco Systems* собрала как минимум 7,5 миллиардов долларов. Компания *Microsoft* собрала 38,2 миллиарда долларов — и при этом их рост составлял в среднем больше чем 2 миллиона долларов в час[12].

Эти и другие факты четко указывают на то, что многие компании не знают, как можно превратить свои избыточные денежные средства в дополнительную прибыль. Посмотрим, о чем говорит статистика.

- Согласно исследованию инвестиционных управляющих Роберта Арнота и Клиффорда Аснесса, если размер текущих дивидендов низок, то будущая прибыль компании также окажется низкой. А если текущий уровень дивидендов высок, то такой же высокой будет и прибыль в будущем. Данные за 10-летние периоды показывают, что средние темпы роста прибыли были на 3,9

---

[11] *Согласно анализу, представленному в* BusinessWeek, *с 1995 по 2001 годы 61% из более, чем 300 крупных слияний, закончились тем, что подорвали благосостояние акционеров покупающей их компании — такая ситуация известна под названием "проклятие победителя" или "раскаяние покупателя". И покупатели использовали акции в качестве денежных средств для оплаты сомнительных сделок, в результате которых доходность по сравнению с конкурентами оказалась на 8% ниже. (*David Henry, "Mergers: Why Most Big Deals Don't Pay Off", BusinessWeek, *October 14, 2002, p. 60–70).*

[12] *При рекордно низких процентных ставках такое огромное количество денег приносит огромные доходы, даже если они ничего не делают. Как утверждает Грэхем: "Поскольку эта нераспределенная прибыль остается в компании, внешний инвестор получает мало выгоды от этого" (Издание 1949 года, стр. 232). Действительно, на конец 2002 года денежные средства корпорации* Microsoft *составляли 43,4 миллиарда долларов — это ясно доказывает, что компания не могла найти достойного применения деньгам, которые приносил ее бизнес. Как сказал бы Грэхем, операции корпорации* Microsoft *были эффективны, но финансы такими не были. Чтобы исправить эту ситуацию, корпорации* Microsoft *в начале 2003 года заявила о том, что начинает выплачивать постоянные ежеквартальные дивиденды*.

процентных пункта выше тогда, когда выплачивались бо́льшие дивиденды[13].

- Профессора Колумбийского университета Дорон Ниссим и Амир Зив пришли к выводу, что компании, которые увеличивают размер выплачиваемых дивидендов, имеют не только более высокие показатели доходности акций, но и что “увеличение дивидендов связано с более высокой доходностью как минимум на протяжении четырех лет после изменения уровня дивидендов[14].”

Короче говоря, большинство руководителей компаний ошибаются, когда говорят, что они могут обеспечить лучшее использование денежных средств, чем вы. Выплата дивидендов не гарантирует прекрасных результатов, но она действительно улучшает показатели доходности типичных акций благодаря тому, что забирает из рук руководителей деньги до того момента, когда они либо промотают их, либо запрут в сундуках.

Продаем дешево, покупаем дорого

Теперь рассмотрим тезис, гласящий, что наилучший вариант применения свободных денег компании заключается в их использовании для выкупа ее акций? Когда компания выкупает свои акции, то это уменьшает количество акций, находящихся в обращении. Даже, если ее чистая прибыль остается постоянной, то удельная величина прибыли в расчете на акцию вырастет,

---

13 Robert D. Arnott and Clifford S. Asness, “Surprise! Higher Dividends = Higher Earning Growth”, Financial Analyst Journal, January / February, 2003, *p. 70–87.*

14 Doron Nissim and Amir Ziv, “Dividend Changes and Future Profitability”, The Journal of Finance, vol. 56, no. 6, December, 2001, *p. 2111–2133. Другие ученые также приходят к выводу о том, что увеличение размера дивидендов приводит к более высоким будущим значениям доходности акций. Ссм. более подробно об этом:* Shlomo Benartzi, Roni Michaely, and Richard Thaler, “Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?” The Journal of Finance, vol. 52, no. 3, July, 1997, *p. 1007–1034.*

поскольку общая прибыль будет делиться на меньшее количество акций. Это, в свою очередь, должно поднять стоимость акций. Положительным является то, что, инвестор, который не согласился продать свои акции компании, выигрывает от роста их курса. Но, в отличие от дивидендов, получив которые инвестор уплачивает налог, в данном случае его выигрыш от роста курса акций не облагается налогом[15]. И если курс акций низкий, то направление свободных денежных средств на их выкуп — это прекрасное использование капитала компании[16].

Все это прекрасно выглядит в теории. К сожалению, в реальности все происходит совсем не так и выкуп акций служит отнюдь не праведным целям. В современных условиях, когда широкое распространение, особенно в высокотехнологических компаниях, получила практика выписки управленческих опционов для стимулирования работы топ-менеджмента, компании просто вынуждены эмитировать сотни миллионов акций для того, чтобы дать возможность менеджерам использовать эти опционы[17]. Но это

---

[15] *Налоговая реформа, предложенная президентом Джорджем Бушем в начале 2003 года, могла изменить ситуацию, но судьба этого закона на момент издания книги еще не была известна.*

[16] *Анализ показывает, что компании подходили к выкупу своих акций достаточно разумно, снижая его размеры при высоком курсе своих акций, и увеличивая при низком. После краха фондового рынка 19 октября 1987 года, к примеру, 400 компаний объявили о новом выкупе своих акций на протяжении лишь 12 дней, в то время как только 107 компаний заявили о программах выкупа до этого с начала года, когда цены на акции были намного выше. Более подробно об этом см.:* Murali Jagannathan, Clifford P. Stephens, and Michael S. Weisbach, "Financial Flexebility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases", Journal of Financial Economics, vol. 57, no. 3, September, 2000, *p. 362.*

[17] *Управленческие опционы, предоставляемые компанией своим топ-менеджерам и другим сотрудникам, дают им право (но не обязанность) купить в будущем с дисконтом акции компании. Эта конверсия опционов в акции называется "исполнением" опционов. Работники могут продать купленные с дисконтом акции по текущей рыночной цене и разницу положить в карман в качестве прибыли. Поскольку сотни миллионов опционов могут быть использованы в конкретном году, компания должна увеличить количество выпущенных акций. Таким образом, общая чистая прибыль компании будет делиться на гораздо большее количество акций, снижая тем самым размер прибыли на одну акцию. Поэтому, компания вынуждена выкупать другие акции, чтобы восстановить баланс, нарушенный дополнительным выпуском акций, направленных на реализацию управленческих опционов. В 1998 году 63,5% финансовых директоров компаний*

способствует разводнению количества обращающихся акций, а также сокращает размер прибыли на одну акцию. Чтобы противостоять такому разводнению, компании вынуждены выкупать миллионы акций на фондовом рынке. В 2000 году компании расходовали поразительные суммы — 41,8% общей чистой прибыли — для выкупа своих собственных акций — в то время как в 1980 году этот показатель составлял 4,8%[18].

Давайте в качестве примера рассмотрим корпорацию *Oracle*, занимающуюся производством программного обеспечения. С 1 июня 1999 года по 31 мая 2000 года *Oracle* выпустила 101 миллион обычных акций для руководства и еще 26 миллионов для своих сотрудников на общую сумму 484 миллиона долларов. Одновременно, для противодействия снижению размера прибыли на одну акцию, корпорация израсходовала 5,3 миллиарда долларов, или 52% своей общей выручки за этот год, для выкупа 290,7 миллиона акций. Корпорация выпустила акции для инсайдеров по средней цене 3,53 доллара за акцию, а выкупила акции в среднем по 16,26 доллара. Продавай дешево, покупай дорого: и это называется соблюдением интересов акционеров компании[19]?

признали, что противодействие разводнению акций из-за исполнения управленческих опционов было главной причиной выкупа акций (см. CFO Forum, "The Buyback Track", July, 1998*).*

[18] *Одним из главных факторов, который привел к таким изменениям было решение Комиссии по фондовым биржам и ценным бумагам, принятое в 1982 году, направленное на ослабление существовавшего раньше ограничения на выкуп акций. Более подробно см.:* Gustavo Grullon and Roni Michaely, "Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis", The Journal of Finance, vol. 57, no. 4, August, 2002, *p. 1649–1684.*

[19] *Грэхем настаивает на том, что на корпоративное руководство возложено обязательство убеждаться не только в том, что акции не недооценены, но и в том, что они не являются переоцененными. Как он объясняет в своей книге* "Security Analysis" *(Издание 1934 года, стр. 515), "обязанность руководства действовать в интересах своих акционеров включает обязательство предотвращать — насколько это возможно с их стороны — установления либо абсурдно высоких, или же слишком низких цен; также в обязанности входит проверять, не поднимается ли цена до неоправданных уровней". Если бы только руководство Интернет-компаний следовало мудрым советам Грэхема, в 1999 году!*

К 2002 году стоимость акций корпорации *Oracle* упала более чем на половину после рекордно высокого уровня в 2000 году. Сейчас, при еще меньшем курсе акций, поспешила ли корпорация *Oracle* выкупать свои акции? С 1 июня 2001 года по 31 мая 2002 года корпорация *Oracle* урезала свои операции по выкупу акций до 2,8 миллиарда долларов, частично из-за того, что менеджеры и служащие использовали меньше опционов в этом году. Такие же стратегии продаж по низким ценам и выкупа акций по высоким характерны для десятков других технологических компаний.

Что же происходит в этом случае? Мы сталкиваемся с действием двух удивительных факторов.

- Компании получает налоговые льготы в том случае, когда руководство и сотрудники используют управленческие опционы (которые налоговое ведомство считает “компенсационными издержками” компании)[20]. В 2000–2001 финансовом году, к примеру, корпорация *Oracle* получила 1,69 миллиарда долларов в качестве налоговых льгот в связи с использованием опционов инсайдерами. Корпорация *Sprint* получила 678 миллионов долларов налоговых льгот в связи с использованием ее руководством и сотрудники управленческих опционов 1999 и 2000 году.
- Топ-менеджеры, значительная часть доходов которых формируется за счет исполнения управленческих опционов, заинтересованы в направлении средств на выкуп акций, а не на выплату дивидендов. Почему? По техническим причинам —

---

[20] *Невероятно, но хотя опционы считаются компенсационными издержками по сравнению с налогами компании на прибыль, они не рассматриваются в качестве прибыли в финансовых отчетах акционеров. Инвесторы только могут надеяться на то, что реформа система бухгалтерского учета изменит эту курьезную практику.*

опционы растут в цене, когда усиливается волатильность акции, т.е. колебание ее цены. Однако, выплата дивидендов уменьшают волатильность, что, снижает стоимость их собственных опционов на покупку акций[21].

Не удивительно, что топ-менеджеры компаний скорее всего направят средства на выкуп акций, а не на выплату дивидендов, независимо от того, насколько переоцененными могут быть акции или насколько сильно из-за этого могут быть растрачены средства внешних инвесторов.

Управленческие опционы

И еще об одном обстоятельстве, связанном с совершенно бессовестными способами получения сверхвысоких доходов топ-менеджерами компаний. В 1997 году Стив Джобс, соучредитель корпорации *Apple Computer*, вернулся в компанию на должность “временного” генерального директора. Являясь богатым человеком, Джобс настоял на установлении ему символического денежного вознаграждения в размере 1 доллара в год. В конце 1999 года, чтобы отблагодарить Джобса за его службу в качестве генерального директора “за предшествовавшие 2,5 года без компенсации”, совет директоров презентовал ему в собственность реактивный самолет, который обошелся компании 90 миллионов долларов. В следующем месяце Джобс согласился убрать приставку “временный” из своего титула, и совет

---

[21] *См.* George W. Fenn and Nellie Liang, “Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives”, Journal of Financial Economics, vol. 60, no. 1, April, *p. 45–72. Согласно исследованиям, волатильность средней доходности компаний с программами выкупа акций как минимум в два раза выше, чем у компаний, выплачивающих дивиденды. Большая изменчивость доходности способствует установлению более высоких цен акций. При этом, управленческие опционы становятся более ценными. Сегодня примерно две трети доходов менеджеров формируются за счет исполнения опционов или прочих неденежных форм вознаграждения. 30 лет назад, как минимум, две трети всех доходов были в денежной форме.*

директоров презентовал ему опционы на 20 миллионов акций. (До того Джобс владел в общей сложности двумя акциями корпорации *Apple*.)

Наделение опционами высших руководителей компании предназначено для согласования их интересов с интересами внешних инвесторов. Если вы являетесь внешним инвестором корпорации *Apple*, вы пожелаете, чтобы руководство вознаграждалось только в том случае, если акции *Apple* приносят прекрасную доходность. Но, как отмечал Джон Богл *(John Bogle)*, бывший председатель инвестиционного фонда *Vanguard*, практически все менеджеры продают акции сразу же после исполнения опционов. Можем ли мы считать, что сброс менеджерами миллионов акций сразу же после их покупки согласовывает их интересы с интересами преданных, долгосрочных держателей акций?

Вернемся к нашему примеру с Джобсом. Если стоимость акций компании будет увеличиваться всего на 5% ежегодно, то в начале 2010 года он сможет получить за свои опционы 548,3 миллиона долларов. Другими словами, даже если доходность акций корпорации *Apple* будет всего-лишь на уровне 50% от долгосрочной среднерыночной доходности, то Джобс получит вознаграждение в размере полмиллиарда долларов[22]. Как вам такой пример согласования интересов руководства корпорации *Apple* и ее акционеров?

Внимательное чтение материалов, рассылаемых акционерам в связи с проведением ежегодного собрания, позволит разумному собственнику голосовать против любых схем оплаты менеджеров, которые предусматривают наделение их опционами, превышающими, суммарно, 3% акционерного капитала компании. И вы должны голосовать против любой опционной схемы, которая не привязана к достижению компанией

---

[22] *Материалы корпорации* Apple *к ежегодному собранию в апреле 2001 года, с. 8 (сайт www.sec.gov).*

выдающихся результатов — например, значительного превышения среднеотраслевой 5-летней доходности. Ни один из генеральных директоров не имеет права на обогащение, если результаты его работы вас не устраивают.

Резюме

Давайте вернемся к предположению Грэхема, что независимый совет директоров каждой компании должен в письменном виде представлять акционерам отчет о том, ведется ли бизнес соответствующим образом по поручению его настоящих владельцев. Мы бы добавили к этому еще и подтверждение таким советом политики компании в отношении дивидендов и выкупа акций, а также выяснения того, не было ли переплат руководству компании. Представьте себе, что будет в том случае, если каждый инвестор превратится в разумного собственника и действительно будет читать такой отчет.

Комментарии к главе 20

Если мы не будем готовы к появлению непредсказуемых вещей в мире неограниченных возможностей, то мы можем оказаться в руках кого-то, или чего-то, необъяснимого.

Агент Фокс Малдер, Секретные материалы

Во-первых, нет убыткам

Что такое риск?

Вы получите разные ответы в зависимости от того, кому и когда зададите этот вопрос. В 1999 году риск не означал потерю денег. Он свидетельствовал о получении меньшего дохода, чем у кого-то еще. Люди опасались встретить во время дружеского обеда кого-то еще, кому быстро, всего за день торговли дот-комовскими акциями, удалось стать богаче, чем им самим. Потом, довольно неожиданно, в 2003 году риск стали связывать с тем, что фондовый рынок может продолжать падать до того времени, пока его падение не уничтожит остатки имеющихся у вас средств.

И хотя понятие риска может казаться вам таким же непостоянным и переменчивым, как и финансовые рынки, все же риск обладает некоторыми основными и постоянными чертами. Люди, которые делают наивысшие ставки и получают наиболее высокую доходность во время роста стоимости фондового рынка, почти всегда больше всего страдают и от неизбежного падения курсов акций. (Чувство “правоты” своей позиции толкает спекулянтов на принятие дополнительного риска.) И если вы однажды потеряли огромные деньги, вы должны будете спекулировать еще упорнее для

того, чтобы получить назад все, чем вы владели, как азартные игроки на ипподроме или в казино, которые отчаянно удваивают ставку после каждой неудачной попытки. Если вы не феноменальный везунчик, то это прямой путь к катастрофе. Несмотря на это, когда известного финансиста Д.К. Кингенштейна *(J.K. Kingenstein)* из компании *Westheim & Co.* попросили подытожить, чему он научился за свою долгую карьеру, чтобы стать богатым, он ответил просто: “Не нести убытки”[1]. На рис. 20.1 показано, что он под этим подразумевает.

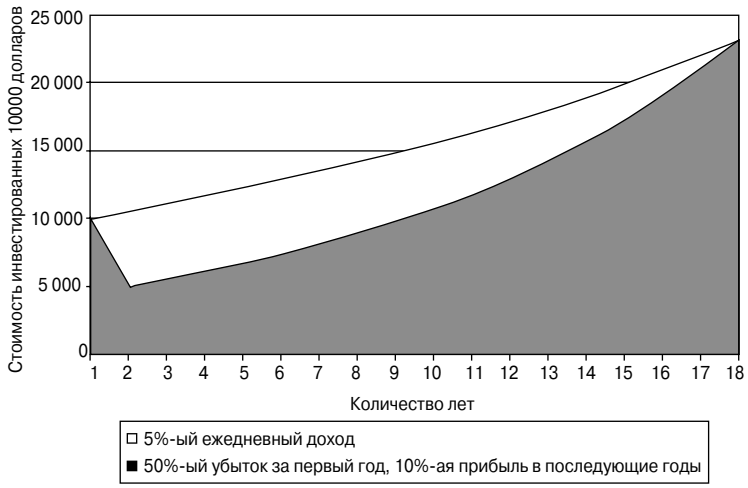


Рис. 20.1. Стоимость потерь

Представьте себе, что вы нашли акции, рост рыночной стоимости которых, по вашему мнению, будет составлять 10% в год, даже если фондовый рынок будет расти только на 5% в год. К сожалению, вы настолько увлечены этой идеей, что заплатили за акции слишком дорого, а акции потеряли 50% своей стоимости на протяжении первого же года. Даже если их доходность акция впоследствии будет вдвое выше среднерыночной, вам потребуется 16 лет,

[1] *Об этом рассказывает консультант по инвестированию Чарльз Эллис (Charles Ellis):* Jason Zweig, “Wall Street’s Wisest Man”, Money, June, 2001, *p. 49–52.*

чтобы сравняться с результатами фондового рынка в целом. Все дело в том, что вы заплатили слишком много и потеряли слишком много с самого начала.

Потеря денег — неотъемлемая часть инвестирования, и вы ничего не можете сделать, чтобы избежать этого. Но для того, чтобы быть разумным инвестором, вы должны принять на себя ответственность за то, что вы никогда не потеряете все или почти все свои деньги. Индийская богиня богатства Лакшми часто изображается стоящей на цыпочках, готовой к немедленному бегству. Для того, чтобы стать богатыми, некоторые из поклонников Лакшми различными способами прикрепляют ноги статуэтки к ее основанию. Разумный инвестор сможет «удержать» Лакшми с помощью “маржи безопасности”. Отказываясь платить слишком много за ценные бумаги, вы сводите к минимуму вероятность того, что ваше богатство когда-либо «убежит» от вас.

Представьте следующую ситуацию: на протяжении четырех кварталов 1999 года корпорация *JDS Uniphase*, занимающаяся производством оптоволокна, продала продукции на 673 миллионов долларов, при этом, ее потери составили 313 миллионов долларов. Ее материальные активы в общей сложности составляют 1,5 миллиарда долларов. 7 марта 2000 года курс акций корпорации *JDS Uniphase* достиг уровня 153 долларов; общая рыночная стоимость компании при этом составила примерно 143 миллиарда долларов[2]. А потом, подобно большинству компаний “Новой Эры”, *JDS Uniphase* потерпела крах. Перспективы всех, кто купили акции этой компании в тот день и все еще владеет ими в конце 2000, показаны на рис. 20.2.

[2] *Цена акций* JDS Uniphase *представлена с учетом последних делений акций.*

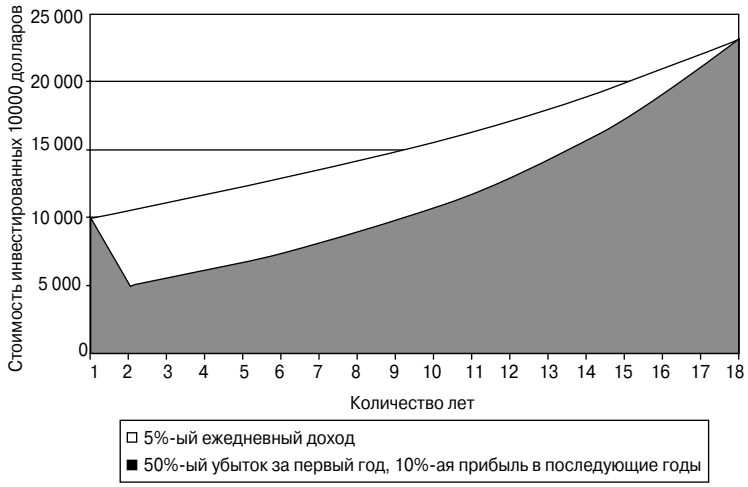


Рис. 20.2. Достигнуть точки безубыточности достаточно сложно

Если вы купили 7 марта 2000 года акции *JDS Uniphase* по пиковой цене 153,421 доллара и все еще владели ими в конце 2002 года (когда стоимость закрытия составила 2,47 доллара), сколько времени вам понадобиться, чтобы возместить вложенные средства при различных среднегодовых значениях доходности акций?

Даже при стабильном уровне доходности 10% вам потребуется более 43 лет, чтобы возместить свои затраты!

Риск не в акциях, а в нас самих

Еще одно измерение риска – психологическое. Если вы переоцениваете свое умение заниматься инвестированием или преувеличиваете свои возможности благополучно переждать временное падение цен акций, не имеет значения, чем вы владеете и что происходит с фондовым рынком. По своей природе финансовый риск зависит не от того, какими инвестиционными инструментами вы владеете, а от того, каким инвестором вы являетесь. Если вы желаете узнать, чем же в действительности является риск, станьте перед зеркалом. Вот он риск, смотрящий на вас из зеркала.

Лауреат Нобелевской премии в области психологии Дэниел Канеман (*Daniel Kahneman*) приводит два фактора, присущие хорошим решениям:

- “хорошо выверенная уверенность” (действительно ли я так хорошо разбираюсь в этой ценной бумаге, как я считаю?);
- “правильно предусмотренное сожаление” (как я буду реагировать, если мой анализ окажется неверным?).

Чтобы выяснить, является ли ваша уверенность хорошо выверенной, посмотрите в зеркало и спросите себя: “Какова вероятность того, что мой анализ правильный?” Тщательно подумайте над приведенными далее вопросами.

- Достаточно ли у меня опыта? Какими были результаты моих подобных решений в прошлом?
- Каковы типичные достижения других людей, которые пытались сделать это в прошлом?
- Если я покупаю, кто-то другой продает. Насколько вероятно, что я знаю нечто такое, что не известно этому человеку или компании?
- Если я продаю, а кто-то другой покупает. Насколько вероятно, что я знаю нечто такое, что не известно этому человеку или компании?
- Рассчитал ли я, насколько должна вырасти стоимость данной ценной бумаги, чтобы достичь точки безубыточности (после вычета налогов и торговых издержек)?

Дальше посмотрите в зеркало, чтобы узнать, являетесь ли вы человеком, который правильно предусматривает свое сожаление. Начните со следующего вопроса: “Полностью ли понимаю я последствия, которые могут иметь место, если мой анализ окажется неверным?” Дайте ответ на такие вопросы.

- Если я прав, я могу заработать много денег. Но что произойдет, если я ошибаюсь? Основываясь на доходности подобных инвестиций в прошлом, сколько могу я потерять?
- Есть ли у меня инвестиции, которые позволят преодолеть затруднения, если это решение окажется неправильным? Действительно ли у меня есть другие инвестиционные инструменты (акции и облигации), стоимость которых имеет доказанную тенденцию к росту, и я много не потеряю, если стоимость рассматриваемых инвестиций уменьшится? Не вкладываю ли я слишком много капитала в рискованную операцию, связанную с анализируемыми инвестиционными инструментами?[3]
- Если я говорю: “У меня высокий уровень толерантности к риску”, откуда я это знаю? Терял ли я когда-либо много денег в результате инвестиций? Я больше покупал или продавал?
- Доверяюсь ли я только своей силе воле в том, чтобы устоять против паники в неподходящее время? Или для контроля над собственным поведением я заранее диверсифицировал инвестиции, подписал инвестиционный контракт, и выбрадл методику усредненного равномерного инвестирования?

Вы всегда должны помнить слова психолога Пола Словика *(Paul Slovic)*, что “Риск содержит в одинаковой пропорции два компонента — вероятность и последствия”[4]. Перед тем, как заниматься инвестированием вам следует

---

[3] *Никто из тех, кто даст подготовленный ответ на этот вопрос никогда не станет заниматься дэй-трейдингом или покупкой акций в ходе их первичного размещения.*

[4] Paul Slovic, “Informing and Educating the Public about Risk”, Risl Analysis, vol. 6, no. 4 *(1986), p. 412.*

удостовериться в том, что вы реалистично оцениваете вероятность своей правоты, и решить, как вы будете реагировать на последствия своей неправоты.

Пари Паскаля

Специалист по инвестированию Питер Бернштейн *(Paul Bernstein)* по иному подводит итоги обсуждаемой нами темы. Он обращается к наследию Блеза Паскаля, великого французского математика и богослова (1623–1662), описывавшего результаты умозрительного эксперимента, в ходе которого неверующий человек должен был заключить пари относительно того, существует Бог или нет. Если вера столь же доказуема, как и неверие, то почему бы не поставить жизнь на существование Бога? Ставкой в пари служит его образ жизни. Расплачиваться за проигрыш он должен судьбой своей души в загробном мире. Если Бога нет, мы ничего не теряем. Если Он существует, мы обретаем жизнь вечную. Существует Бог или нет — только вера может ответить на этот вопрос. Но поскольку вероятность в пари Паскаля равны, результаты достаточно четкие и в конце концов определенные.

Как объясняет Бернштейн: “Представим, что вы признаете существование Бога и основываете свою жизнь на добродетели и умеренности, а Бога в действительности нет. Вы будете отказываться от некоторых благ в жизни, но впоследствии получите за это награду. А теперь представьте, что вы действуете так, будто Бога нет и живете в грехе и похоти, а Бог фактически

существует. Вы можете прожить свою относительно короткую жизнь весело, но у вас возникнут проблемы, когда настанет Судный день.[5]”

Выводы Бернштейна: “При принятии решений в условиях неопределенности последствия должны доминировать над вероятностями. Мы никогда не знаем будущего”. Таким образом, Грэхем в каждой главе своей книги напоминает вам о том, что разумный инвестор должен фокусировать свое внимание не только на правильности проведения анализа. Вы также должны удостовериться в размере убытков на тот случай, если ваш анализ окажется неверным — поскольку даже самые удачные попытки проанализировать ситуацию могут быть обречены на неудачу. Вероятность совершить ошибку как минимум один раз на протяжении всего периода инвестирования равна 100%, и эти шансы абсолютно неподвластны вашему контролю. Но все вы можете контролировать последствия своей неправоты. Многие “инвесторы” вложили практически все свои деньги в акции дот-комов в 1999 году. Он-лайновое анкетирование 1338 американцев журналом *Money* в 1999 году показало, что примерно $^{1}/_{10}$ из них вложили как минимум 85% своих денег в акции Интернет-компаний. Игнорируя требование Грэхема к марже безопасности, эти люди избрали неправильную сторону в пари Паскаля. Несмотря на то, что они знали о вероятности правильного решения, они ничего не предприняли, чтобы защитить себя от последствий своей неправоты.

С помощью постоянной диверсификации своих инвестиций и отказываясь выбрасывать деньги на причуды Господина Рынка, вы можете быть уверены в том, что последствия ваших ошибок никогда не будут катастрофическими. Независимо от того, как ведет себя Господин Рынок, вы всегда сможете с уверенностью сказать: “И это пройдет”.

---

5 “The Wager”, in Blaise Pascal, Pensees (Penguin Books, London and New York, *1995), p. 122–125;* Peter L. Bernstein, Against the Gods *(*John Wiley & Sons, New York, *1996), p. 68–70;* Peter L. Bernstein, “Decision Theory in Iambic Pentameter”, Economics & Portfolio Strategy, January 1, *2003, p.2.*

Комментарии к эпилогу

Успешное инвестирование заключается в управлении риском, а не в его избежании. С первого взгляда, если принять во внимание, что Грэхем вложил 25% средств в акции одной компании, можно решить, что он необдуманно рисковал капиталом своих инвесторов. Но потом, когда вы узна*ете*, что Грэхем тщательно предусмотрел, что сможет продать компанию *GEICO* как минимум за столько же, сколько он заплатил за нее, становится понятно, что финансовый риск Грэхема был незначительным. Но ему нужно было обладать огромным мужеством, чтобы взять на себе огромный психологический риск, вкладывая так много в никому неизвестные акции[1].

Сегодня, как и вчера, жизнь инвестора не назовешь легкой. Достаточно прочесть газетные заголовки, чтобы убедиться в этом: крах фондового рынка в 1990-х, пассивный экономически рост, корпоративное мошенничество, призраки терроризма и войны. “Инвесторам не нравится неопределенность,” — вовсю рассуждают финансисты экранах телевизоров и страницах газет. Но инвесторы никогда не испытывали особой расположенности к неопределенности — а она все-таки остается наиболее фундаментальным и постоянным условием в инвестиционном мире. Она всегда существовала и будет существовать. Между неопределенностью и

---

[1] *Эта история из жизни Грэхема служит напоминанием о том, что те из нас, кто не настолько умен, как он, всегда должны диверсифицировать свои инвестиции, чтобы защитить себя от риска потерь из-за слишком больших вложений в акции одной компании. Если сам Грэхем отмечает, что компания* GEICO *была “удачным мгновением”, то это говорит о том, что большинству из нас не удастся найти такую хорошую возможность. Чтобы уберечь инвестицию от риска, вам нужно диверсифицировать свой капитал.*

инвестированием очень много общего. В реальном мире никто не может точно предвидеть, что какой-то момент является самым лучшим для покупки акций. Без веры в будущее никто и никогда не инвестировал бы вообще. Чтобы быть инвестором, вы должны верить в завтрашний день.

Как наиболее образованный из инвесторов, Грэхем любил “Одиссею” Гомера, а также поэзию Теннисона и Данте. В последние годы своей жизни Грэхему нравилась сцена из “Ада” Данте, когда Одиссей рассказывает, как он вдохновлял свой экипаж плыть на запад в незнакомых водах до ворот Геркулеса:

"О братья, - так сказал я, - на закат
Пришедшие дорогой многотрудной!
Тот малый срок, пока еще не спят

Земные чувства, их остаток скудный
Отдайте постиженью новизны,
Чтоб, солнцу вслед, увидеть мир безлюдный!

Подумайте о том, чьи вы сыны:
Вы созданы не для животной доли,
Но к доблести и к знанью рождены".

Товарищей так живо укололи
Мои слова и ринули вперед,
Что я и сам бы не сдержал их воли.

Кормой к рассвету, свой шальной полет
На крыльях весел судно устремило,

Все время влево уклоняя ход..[2]

Инвестирование такое же приключение, как и морское путешествие. Инвестор отправляется в неизведанное финансовое будущее. С Грэхемом в качестве вашего гида ваше путешествие будет не только волнующим, но и безопасным.

[2] *Данте Алигьери, Ад, Песнь 16Ю Стр. 112–125.*