

Комментарии к предисловию

Если вы построили замок в воздухе, то это совсем не значит, что вы зря потратили силы. Замок и должен быть в воздухе. Просто теперь под него необходимо подвести фундамент

Генри Дэвид Торо, Уолден, или Жизнь в лесу

Обратите внимание заявление, сделанное Грэхемом в самом начале, о том что его книга не раскроет секретов победы над рынком. И ни одна из правдивых книг этого не сделает.

Вместо этого, прочитав книгу Грэхема, вы извлечете из нее три значимых урока. Вы узнаете о том

- как можно свести к минимуму шансы пострадать от необратимых убытков;
- как можно максимизировать шансы на получение приемлемой прибыли.
- как можно удерживать себя от стремления “пуститься во все тяжкие”, которое неизбежно ведет к провалу и не позволяет большинству инвесторов раскрыть свой настоящий потенциал.

Если вернуться в годы бума на фондовом рынке в конце 1990-х, когда акции технологических компаний удваивали свой курс каждый день, тогда замечание, что вы можете потерять все свои деньги, казалось просто абсурдным. Но в конце 2002 года акции многих дот-комов и

телекоммуникационных компаний потеряли 95% или более своей цены. Однажды потеряв 95% своего капитала, вы должны получить выйти на доходность в 1900% только для того, чтобы вернуться к исходной точке¹. Принятие на себя неразумного риска может настолько глубоко загнать вас в яму, что вы уже просто не сможете выбраться оттуда. Вот почему Грэхем постоянно акцентирует внимание на важности избежания убытков — не только в главах 6, 14 и 20, но и во всех предостережениях, которые он сплетает воедино по всей книге.

И независимо от того, насколько вы осторожны, ваши инвестиции время от времени будут падать в цене. Поскольку никто не может исключить риск, Грэхем покажет вам, как управлять им — и как держать под контролем ваши страхи.

Являетесь ли вы разумным инвестором?

А теперь давайте ответим на жизненно важный вопрос. Что в действительности подразумевает Грэхем под “разумным” инвестором? Давая определение этому термину в первом издании своей книги, он четко разъясняет, что в его понимании разумное поведение не имеет ничего общего с высоким коэффициентом умственного развития. Разумный инвестор – это терпеливый, дисциплинированный и ненасытный к знаниям инвестор. Одновременно, вы, как разумный инвестор, должны быть готовы

¹ Говоря другими словами, как часто в Вашей жизни встречается возможность купить акции по 30 долларов и затем продать их по 600 долларов?

контролировать свои эмоции и думать о своем будущем. Этот вид разума, считает Грэхем, “имеет больше отношения к характеру, чем к мозгу”².

Факты свидетельствуют, что высокого коэффициента умственного развития и диплома о высшем образовании еще не достаточно для того, чтобы сделать инвестора разумным. В 1998 году хеджинговый фонд *Long-Term Capital Management L.P.*, которым управлял “батальон” математиков, компьютерщиков и два Нобелевских лауреата в области экономики, буквально в течение несколько недель потерял более 2 миллиардов, поставив на то, что рынок облигаций вернется к “нормальному” состоянию. Но рынок вместо этого продолжал становиться все более и более ненормальным. В итоге *LTCM* занял столько денег, что его коллапс чуть не разрушил глобальную финансовую систему³.

А теперь немного исторических фактов. Весной 1720 года сэр Исаак Ньютон был одним из акционеров компании *South Sea*. Акции этой компании расходились в то время как “горячие пирожки”. Чувствуя, что ситуация на фондовом рынке выходит из-под контроля, великий физик произнес, что он “может рассчитать движения небесных тел, но не безумие людей”. Ньютон избавился от своих акций, получив 100%-ную прибыль, которая составила 7000 фунтов. Но лишь через месяц, вдохновленный диким энтузиазмом фондового рынка, Ньютон приобрел эти акции по более высокой цене — и

² Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (Harper & Row, 1949), p.4.

³ Хеджинговый фонд — это денежный фонд, который обычно не находится под правительственным контролем, и который занимается агрессивным инеестированием для своих богатых клиентов. Более подробно можно прочесть о LTCM: Roger Lowenstein, *When Genius Failed* (Random House, 2000).

потерял 20000 фунтов (более 3 миллионов долларов на сегодня). До конца своей жизни он запретил произносить *South Sea* в своем присутствии⁴.

Сэр Исаак Ньютон был одним из наиболее умных людей, которые когда-либо жили, и которых большинство из нас признает разумными. Но, с точки зрения Грэхема, Ньютону было очень далеко до разумного инвестора. Позволив толпе изменить свое мнение, величайший ученый поступил как дурак.

В двух словах, — если вы потерпели неудачу, занимаясь инвестициями на фондовом рынке, то это произошло не потому, что вы глупы. А потому, что подобно сэру Исааку Ньютону, вы не смогли усмирить свои эмоции, без чего не может быть успешного инвестирования. В главе 8 Грэхем описывает, как развить ваш разум, обуздать ваши эмоции, и не позволить увлечь себя нерациональным поведением фондового рынка. Прочитав ее, вы можете усвоить его урок о том, что определение “разумный инвестор” больше зависит от “характера”, чем от “мозга”.

Летопись бедствий

А теперь давайте рассмотрим наиболее важные финансовые события нескольких последних лет.

1. Самый большой крах фондового рынка со времен Великой депрессии, акции компаний США потеряли 50,2% своей стоимости — или 7,4 триллиона долларов — с марта 2000 года по октябрь 2002 года.

⁴ John Carswell, *The South Sea Bubble* (Cresset Press, London, 1960), pp. 131, 199. Также можно посмотреть веб-сайт www.harvard-magazine.com/issues/mj99/damnd.html.

2. Наиболее глубокое падение цен на акции наиболее “горячих” компаний 1990-х, включая *AOL*, *Cisco*, *JDS Uniphase*, *Lucent* и *Qualcomm* — плюс полный крах сотен Интернет-компаний.
3. Обвинения в массовых финансовых мошенничествах руководства ряда наиболее крупных и уважаемых корпораций США, включая *Enron*, *Tyco* и *Xerox*.
4. Банкротства таких некогда блестящих компаний, как *Conseco*, *Global Crossing* и *WorldCom*.
5. Утверждения о том, что аудиторские фирмы фальсифицируют бухгалтерскую отчетность и даже уничтожают записи с целью помочь своим клиентам ввести в заблуждение инвесторов.
6. Обвинения в адрес высшего руководства ведущих компаний в том, что они перекачали сотни миллионов долларов на свои личные счета.
7. Доказательство того, что финансовые аналитики с Уолл-стрит высоко оценивают акции тех или иных компаний в своих публичных заявлениях, но в частных беседах признают их “мусором”.
8. Фондовый рынок, который даже после чудовищного спада все еще кажется переоцененным, по мнению многих экспертов, будет падать и дальше.
9. Непрерывное падение процентных ставок, которое оставило инвесторов без привлекательных твердопроцентных финансовых инструментов.
10. Инвестиционное сообщество “ощетинилось” из-за непрогнозируемых последствий глобального терроризма и войны на Ближнем Востоке.

Многих из этих опасностей могли избежать (и избежали) инвесторы, которые следовали принципам Грэхема. Как говорил Грэхем: “Энтузиазм может быть необходим для великих свершений где-либо, но на Уолл-Стрит он почти неизбежно приводит к катастрофам”. Увлекаясь акциями Интернет-компаний или акциями “роста”, или же акциями в целом, многие люди совершают такие же глупые ошибки, как и сэр Исаак Ньютон. Они позволяют мнению других инвесторов определять их собственное. Они игнорируют предупреждение Грэхема, что “действительно чудовищные убытки” всегда происходят после того, как “покупатель забывает спросить: “Сколько?” И больше всего то, что, теряя самообладание как раз в тот момент, когда оно больше всего необходимо, эти люди подтверждают правоту утверждения Грэхема, что “главной проблемой инвестора — и даже его главным врагом — является он сам”.

“Стопроцентное” верное дело ...

так ли это?

Многие из тех, кто позволил увлечь себя акциями технологических или Интернет-компаний, верили активной рекламе, что эта сфера будет продолжать свой рост из года в год, если не всегда. Приведем лишь некоторые факты, красноречиво говорящие о царившей тогда атмосфере.

- В середине 1999 года, обеспечив 117,3% доходности всего лишь за первые пять месяцев года, Александр Чеунг, управляющий портфелем инвестиционного фонда *Monument Internet*, спрогнозировал, что его фонд принесет 50% в год на протяжении

следующих трех или пяти лет, а средняя доходностью будет составлять 35% “на протяжении следующих 20 лет”⁵.

- После роста активов *Amerindo Technology Fund* на невероятные 248,9% в 1999 году, его управляющий портфелем Альберто Вилар смеялся над всеми, кто подвергал сомнению тот факт, что Интернет является вечной машиной для зарабатывания денег: “Если вы выйдете из этого сектора, вы будете получать меньше прибыли. Вы на коне, а у меня спортивный автомобиль. Вам не нравятся возможности десятикратного роста? Тогда работайте с кем-то другим”⁶.
- В феврале 2000 года управляющий хеджинговым фондом Джеймс Д. Крамер заявил, что акции компаний, бизнес которых связан с Интернетом, “являются единственными, которыми стоит владеть на текущий момент”. Эти “победители нового мира”, как он их назвал, “являются единственными, которые постоянно поднимаются вверх в хорошие и плохие дни”. Крамер даже

⁵ Constance Loizos, “O&A: Alex Cheug,” *InvestmentNews*, May 17, 1999, p. 38. *Наиболее высокий уровень 20-летней доходности за всю историю взаимных инвестиционных фондов составлял 25,8% в год. Он был достигнут легендарным Петером Линчем из Fidelity Magellan на протяжении более чем двух десятилетий, которые закончились 31 декабря 1994 года. Благодаря такой доходности Линчу удалось превратить 10000 долларов за 20 лет в 982000 долларов. Чеунг прогнозировал, что его инвестиционный фонд превратит 10000 долларов в больше чем 4 миллиона долларов за такой же период времени. Вместо того, чтобы посмеяться над супероптимистичными прогнозами Чеунга инвесторы наперегонки побежали к нему с деньгами, вложив в его инвестиционный фонд за один год более 100 миллионов долларов. 10000 долларов, инвестированных в мае 1999 года в Monument Internet Fund, сократились до конца 2002 года до примерно 2000 долларов. (Monument больше не существует в своей изначальной форме, сейчас он известен под названием Orbitex Emerging Technology Fund).*

⁶ Lisa Reilly Cullen, “*The Triple Digit Club*,” *Money*, December, 1999, p. 170. *Если бы вы инвестировали 10000 долларов в инвестиционный фонд Вилара в конце 1999 года, то в конце 2002 года у вас бы осталось 1195 долларов — один из наиболее разрушительных примеров потери богатства за всю историю существования взаимных инвестиционных фондов.*

критиковал Грэхема: “Вы должны выбросить все свои формулы и учебники, которыми пользовались до наступления эпохи Интернета... Если бы мы использовали что-то из того, чему нас учат Грэхем и Додд, у нас в управлении никогда не было бы и ломаного гроша”.⁷

Все эти так называемые эксперты игнорировали здравомыслящие предупреждения Грэхема: “Явные перспективы роста бизнеса сами по себе не превращаются в явную прибыль для инвесторов”. Предвидение, какая отрасль будет расти быстрее всего, не имеет реальной ценности, если большинство других инвесторов уже ожидают того же. К тому времени, когда уже почти каждый инвестор решит, что та или иная отрасль является “явно” лучшей, в которую следует инвестировать, стоимость акций компаний настолько взвинчивается, что у будущей доходности нет иного пути, кроме как вниз.

Сейчас, по крайней мере, никто нагло не заявляет, что высокотехнологические отрасли будут наиболее растущими в мире. Но убедитесь, что вы запомнили следующее: люди, которые сейчас заявляют, что следующим “верным делом” будет здравоохранение, или энергетика, или недвижимость, или золото, в конце концов, вероятнее всего окажутся в ситуации, аналогичной истории с акциями технологических компаний.

Серебряная обивка

Если в 1990-е годы курсы акций вообще не казались слишком высокими, то в 2003 году они упали до таких значений, что уже ни одни из акций не

⁷ См. www.thestreet.com/funds/smarter/891820.html. Любимые акции Крамера обманули его ожидания. К концу 2002 года одна из 10 компаний стала банкротом, и 10000 долларов, вложенных равномерно в акции, выбранные Крамером, потеряла 94% своей стоимости. При этом остаток инвестиции составил 597,44 доллара. Возможно, Крамер имел в виду, что его акции будут “победителями” не в “новом мире”, а в грядущем.

рассматривались как слишком дешевые. Итак, маятник снова совершил свое очередное колебание, а Грэхем всегда знал, что именно это постоянно происходит: движение от нелогичного восторга до неоправданного пессимизма и наоборот. В 2002 году инвесторы вывели 27 миллиардов долларов из взаимных инвестиционных фондов, оперирующих с акциями, а обследование, проведенное Securities Industry Association определило, что каждый из 10 инвесторов потерял на инвестициях в акции как минимум 25%. Те люди, которые активно покупали акции в конце 1990-х — когда их цена увеличивалась, то есть, они становились дорогими — продавали акции, когда они падали в цене, то есть, по определению, становились дешевле.

Как Грэхем чудесно показал в главе 8, все должно происходить с точностью до наоборот. Разумный инвестор отдает себе отчет в том, что акции становятся более, а не менее рискованными при повышении цены — и менее, а не более, рискованными, при падении цен. Разумный инвестор опасается состояния фондового рынка с тенденциями к повышению цен, поскольку приобретение акций становится дорогим. И наоборот, вам нужно приветствовать состояние фондового рынка с тенденциями к понижению курса акций, поскольку он выставляет на распродажу дешевые акции⁸.

Итак, мужайтесь: смерть “бычьего” рынка не настолько уж и плохая новость, как все думают. Благодаря падению курсов акций теперь наступили более безопасные — и более рассудительные — времена для накопления богатства. Начинайте читать, и позвольте Грэхему рассказать вам, как это можно сделать.

⁸ Единственным исключением из этого правила является то, что инвестор глубокого пенсионного возраста, может не пережить длительный период фондового рынка с низкой оценкой ценных бумаг. Но даже пожилому инвестору не стоит продавать свои акции просто потому, что их стоимость снизилась; этот подход не только превращает убытки на бумаге в реальные убытки, но и лишает наследников потенциального права унаследовать эти акции при дешевой стоимости для упрощения процедуры обложения налогом.

Комментарии к главе 1

Причиной всех человеческих несчастий является одно: незнание того, как оставаться спокойным.

Блез Паскаль

Как вы думаете, почему брокеры Нью-йоркской фондовой биржи всегда радуются, услышав сигнал об окончании рабочего дня, — независимо от того, как вел себя рынок? Дело в том, что *свои* деньги, торгуя акциями для вас, они зарабатывают всегда, независимо от того, заработали *вы* на этих операциях или нет. Занимаясь спекуляцией вместо инвестиций вы уменьшаете шансы увеличить свое благосостояние и увеличиваете шансы разбогатеть для других.

Определение инвестиционной деятельности, сформулированное Грэхемом, является очень четким: “Инвестиционная деятельность означает, что инвестор на основании серьезного анализа предусматривает как возмещение вложенного капитала, так и получение соответствующего дохода. Операции, которые не отвечают этим требованиям, являются спекулятивными”¹. Обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность, по Грэхему, состоит в равной степени из трех основных элементов:

¹Грэхем идет даже дальше, конкретизируя каждый из основных терминов в этом определении: “серьезный анализ” свидетельствует об “изучении фактов с точки зрения принятых стандартов оценки значений безопасности и стоимости”, в то время как “безопасность вложенного капитала” характеризует “защиту капитала от потерь при допущении, что операции проводятся при нормальных условиях и колебаниях рынка” и “соответствующий” (или “удовлетворительный”) доход” относится к “такой минимальной величине уровня доходности или объема прибыли, на которую согласится, действуя рассудительно” (*Security Analysis, 1934 ed., pp. 55–56*).

- вам следует со всей *серьезностью* проанализировать положение дел в компании и соответствующей отрасли, прежде чем покупать ее акции;
- вы должны со знанием дела защищать *вложенный капитал* от серьезных убытков;
- вам следует стремиться к “*адекватному*”, а не сверхъестественному, результату.

Инвестор рассчитывает стоимость акций основываясь на стоимости бизнеса компании. Спекулянт же покупает акции, рассчитывая на то, что их курс вырастет из-за того, что кто-то еще готов заплатить за них большую цену. Как в свое время определил Грэхем, инвестор выводит “рыночную цену акций на основании определенных правил (стандартов) определения их стоимости”, в то время как спекулянты “основывают свои стандарты оценки акций на их рыночных ценах”². Для спекулянта непрерывный поток котировок акций является необходимым, как кислород, его перекрытие равносильно смерти. Для инвестора значение рыночной стоимости акций, которую Грэхем называет “котировочной”, не столь важна. Грэхем советует инвестировать только в том случае, если вы будете уверенно чувствовать себя при владении этими акциями, даже если у вас нет возможности получать ежедневную информацию о стоимости акций³.

Как игра в казино или ставки на скачках, спекуляция на рынке может быть увлекательной или даже прибыльной (если вам повезет поймать удачу). Но это самый худший из возможных способов стать состоятельным человеком.

² *Security Analysis, 1934 ed., p. 310.*

³ Как Грэхем посоветовал в интервью: “Задайте себе вопрос: если бы на рынке не проводились сделки с этими акциями, хотели ли бы вы купить их при таких условиях?” (*Forbes, 1 января, 1972 года, стр. 90*).

Это объясняется тем, что фондовая биржа, подобно игорным домам в Лас-Вегасе или ипподромам выстраивает шансы игроков таким образом, что в результате в выигрыше оказывается *заведение*, а не игрок, пытающийся взять вверх с помощью спекулятивной игры.

С другой стороны, *инвестирование* можно рассматривать как особенный случай игры в казино — такой, в котором в итоге вы не можете проиграть, поскольку играете только по правилам, которые поворачивают события в вашу пользу. *Инвесторы* зарабатывают деньги для себя, а *спекулянты* — для своих брокеров. Это, в свою очередь, объясняет, почему фондовая биржа постоянно недооценивает преимущества инвестиционной деятельности и превозносит безвкусные проявления спекуляции.

Опасен на высокой скорости

Ошибочно, как предупреждает Грэхем, смешивать спекуляцию и инвестиции. В 1990-х такая ошибка привела к значительным потерям на фондовом рынке. Казалось, что почти все его участники в один момент потеряли терпение, и Америка стала Nation of Speculators, населенной торговцами, которые бросались от одних акций к другим подобно кузнечикам на сенокосе в августе.

Люди начали верить в то, что для подтверждения справедливости методов (техники) инвестиционной деятельности достаточно просто убедиться в том, что они “работают”. Если на протяжении какого-либо периода удавалось достичь лучших результатов, чем показывал рынок, вне зависимости от того, насколько опасными или бессмысленными были методы работы на фондовом рынке, то люди хвастались тем, что были “правы”. Но рассудительный инвестор не заинтересован в том, чтобы доказывать свою правоту в краткосрочном периоде. Среди подходов, которые стали массовыми при

проведении операций на фондовом рынке 1990-х годов, можно назвать следующие:

- внутридневная торговля (дэй-трейдинг),
- игнорирование диверсификации,
- создание “быстрых” взаимных инвестиционных фондов,
- использование различных “систем” для выбора акций.

И всем казалось, что они “работают”. Но эти методы торговли акциями были бесполезными для долгосрочного инвестирования, поскольку не отвечали ни одному из трех критериев Грэхема, определяющих суть инвестиционных операций с акциями.

Чтобы убедиться в том, что временное достижение высоких уровней доходности ничего не доказывают, представим себе пункты А и Б, расстояние между которыми составляет 150 км. Если я еду со скоростью 75 км. в час, я могу проехать это расстояние за два часа. Но если скорость будет составлять 150 км. в час, то я, конечно же, смогу добраться в конечный пункт всего лишь за один час. Если я попробую проехать “с ветерком” и выживу, буду ли я при этом “прав”? Нужно ли вам пытаться поступать также после того, как вы услышите мое хвастовство по поводу того, что мой метод “работает”? Хвастливые приемы победы над рынка являются чем-то подобным: на краткосрочных отрезках времени и при вашем везении, они срабатывают. Но со временем они способны вас уничтожить.

В 1973 году, когда Грэхем в последний раз готовил новое издание “Разумного инвестора”, коэффициент годового оборота Нью-йоркской фондовой биржи составлял 20%. Это означает, что в среднем время владения акциями составляло пять лет. К 2002 год коэффициент оборота достиг 105% — то есть время владения акциями сократился до 11,4 месяца. Вернемся к 1973 году, когда средний взаимный инвестиционный фонд владел акциями

около трех лет; и сравним это значение с 2002 годом, когда период владения сократился лишь до 10,9 месяца. Со стороны это выглядит таким образом, что управляющие взаимными фондами, которые по долгу службы призваны тщательно изучать инвестиционные качества акций перед их покупкой, спустя непродолжительное время после их покупки решили, что им не стоило этого делать. Поэтому они быстро “сбрасывают” недавно купленные акции, и все идет по новому кругу.

Даже наиболее уважаемые компании по управлению капиталом свое время обуревало беспокойство. В начале 1995 года у Джеффри Виника (*Jeffrey Vinik*), управляющего *Fidelity Magellan* (в дальнейшем самого крупного в мире взаимного инвестиционного фонда) 42,5% активов были вложены в акции высокотехнологических компаний. Виник заявлял, что большинство акционеров его фонда “вложили деньги в инвестиционный фонд, преследуя долгосрочные цели... Я думаю, их цели совпадают с целями нашего фонда, поскольку они так же, как и я, полагают, что долгосрочный подход является наилучшим вариантом”. Но через шесть месяцев после этих великодушных слов Виник продал почти все акции высокотехнологических компаний, высвободив почти 19 миллиардов долларов за восемь сумасшедших недель. Не слишком уж много для “долгосрочного периода”! И в 1999 году брокерское подразделение компании *Fidelity* подталкивал своих клиентов торговать ценными бумагами везде и в любое время, используя карманные компьютеры — что вполне соответствовало новому девизу фирмы: “С учетом каждой секунды” (“*Every second counts*”). В качестве примера посмотрим на оборачиваемость акций ряда компаний в рамках торговой системы *NASDAQ*⁴.

⁴ Источник: Отчет о выполненном исследовании. *Steve Galbraith, Sanford C. Bernstein & Co*, 10 января 2000 года. Средняя доходность инвестиций в акции, представленных на этом рисунке, составила в 1999 году 1196,4%. Однако, в

В 1999 году акции компании *Puma Technology*, к примеру, переходили из рук в руки в среднем каждые 7,2 дня. Несмотря на впечатляющий девиз торговой системы *NASDAQ* — “Фондовый рынок следующих столетий” (“*The Stock Market of the Next Hundred Years*”) — многим из ее участников с трудом удавалось владеть акциями на протяжении ста часов.

Финансовая видеоигра

Финансовые компании рекламируют систему онлайн-торговли ценными бумагами как прямой путь к быстрому богатству. Специализирующаяся на электронной торговле акциями компания *Disciver Brokerage* (подразделение почтенной брокерской фирмы *Morgan Stanley*) создала телевизионную рекламу, в которой водитель грязного грузовика подвозит преуспевающего служащего. Увидев фотографию тропического пляжа на приборной доске, служащий спрашивает: “Как провели отпуск”? “По правде говоря, это мой дом”, — отвечает водитель. “Похоже на остров”, — замечает служащий. С тихим триумфом водитель отвечает: “И знаете, — это мой остров”.

Такая пропаганда продолжалась и дальше. Торговля в режиме онлайн не требует усилий и размышлений. В телевизионной рекламе компании *Ameritrade*, онлайн-брокера, были показаны две домохозяйки, вернувшиеся с утренней пробежки; одна включает компьютер, щелкает мышкой несколько раз и говорит: “Думаю, я заработала около 1700 долларов”! В телевизионной рекламе брокерской фирмы *Waterhouse* некто спрашивает капитана баскетбольной команды Фила Джексона (*Phil Jackson*):

дальнейшем положение кардинально изменилось. Потери их владельцев составили в среднем 79,1% в 2000 году, 35,5% в 2001 году и 44,5% в 2002, что разрушило все заработанное ими ранее.

“Ты знаешь о торгах?”. На что он отвечает: “Я собираюсь как раз этим заняться”. (Во скольких играх *NBA* одержит победу команда Джексона, если он разрекламирует эту философию на всю страну? Как бы то ни было, но ничего не зная о других командах, но заверяя “Я готов играть с ними хоть сейчас” не серьезно рассчитывать на чемпионский титул).

В 1999 году, по крайней мере, шесть миллионов человек принимали участие в электронных торгах ценными бумагами — и примерно десятая часть из них занимались дэй-трейдингом, используя возможности Интернет для мгновенной покупки и продажи акций. Каждый из них, начиная с великой Барбры Стрейзанд (*Barbara Streisand*) до Николаса Бирбаса (*Nicolas Birbas*), 25-летнего бывшего официанта *Queens* в Нью-Йорке, торговля акциями с молниеносной быстротой. “Прежде, — смеялся Бирбас, — я вкладывал инвестиции на долгосрочной основе и пришел к выводу, что это неумно”. Теперь Бирбас перепродает акции до 10 раз в день и предполагает зарабатывать 100000 долларов в год. “Я не могу видеть красные чернила (т.е. записи о падении котировок — прим. научн. ред.) в моих финансовых записях, — заявила Стрейзанд в интервью журналу *Fortune*. — Я по гороскопу телец, потому и реагирую на красный цвет. Если я вижу красные чернила, я быстро продаю свои акции”⁵.

Просмотр текущих данных по акциям в барах и парикмахерских, на кухнях и в кафетериях, на остановках такси, с помощью финансовых веб-сайтов и финансовых телепрограмм превратил фондовый рынок в постоянную национальную видеоигру. Население страны ознакомлено с деятельностью фондового рынка, как никогда раньше. К сожалению, несмотря на то, что

⁵ Вместо того, чтобы жить по гороскопу, Стрейзанд следовало обратиться к трудам Грэхема. Рассудительный инвестор никогда не продаст по заниженной цене акции только потому, что упала их цена. Он прежде всего задаст себе вопрос, не изменилась ли стоимость корпорации-эмитента.

люди тонут в данных, знаний при этом не прибавляется. Акции становятся вдвое дороже изначальной стоимости компании только благодаря тому, что им удается засветиться на телевизионном экране или на экране компьютера. Только это мелькание приводит к росту, и ничего больше.

20 декабря 1999 года компания *Juno Online Services* представила на общее рассмотрение новаторский бизнес-план, цель которого состояла в том, чтобы потерять как можно больше денег. Компания *Juno* объявила, что она с этого времени предлагает все услуги для своих небизнес-клиентов бесплатно — никакой платы за пользование почтой, бесплатный доступ в Интернет. К тому же она израсходует миллионы долларов больше на рекламу, начиная со следующего года. После этого заявления о корпоративном хакари стоимость ее акций увеличилась с 16,375 доллара до 66,75 доллара буквально за два дня⁶.

Почему вам скучно изучать, является ли бизнес прибыльным, или какие товары и услуги производит компания, или кто возглавляет ее, или даже как называется компания? Все, что вам нужно, — знать биржевой код (тикер) акций: *CBLT*, *INKT*, *PCLN*, *TGLO*, *VRSN*, *WBVN*⁷. В конце 1998 года акции крошечной строительной компании *Temco Services*, операции с которыми проводились очень редко, в буквальном смысле слова в течение минуты подскочили в цене в три раза до рекордного значения. Почему? Из-за неспособности читать финансовые показатели тысячи торговцев купили *Temco* по ошибке, спутав тикер *TMCO* с тикером компании *Ticketmaster*

⁶ 12 месяцев спустя цена акции упала до 1,093 доллара.

⁷ Тикер акции — сокращенное обозначение, которое обычно содержит от одного до четырех символов названия компании для идентификации акции в целях торговли.

Online (TMCS), Интернет-компания, акции которой в этот день впервые стали доступны для публичной продажи⁸.

Оскар Уайльд (*Oscar Wilde*) как-то сказал, что циник “знает цену всему и ничего не ценит”. В соответствии с этим определением фондовый рынок всегда циничен, но в конце 1990-х он шокировал бы и самого Оскара. А как еще мы можем относиться к тому факту, что высказывания отдельных людей о *цене* акций могут удвоить ее даже в том случае, если стоимость бизнеса никак не исследовалась. В конце 1998 года Генри Блоджет (*Henry Blodget*), аналитик компании *CIBC Openheimer*, предупредил, что “как и в случае с остальными акциями Интернет-компаний, оценка является скорее искусством, чем наукой”. Затем, анализируя возможные перспективы, он высказал мнение о том, что “прогнозируемая цена” акций *Amazon.com* вырастет с теперешних 150 до 400 долларов. Рост курса акций *Amazon.com* составил в тот день, когда это мнение стало известным рынку, 19% и, несмотря на протесты Блоджета, что он давал прогноз на год, целевой ориентир в 400 долларов был достигнут спустя три недели. Год спустя Вальтер Печик (*Walter Piecyk*) аналитик компании *Paine Webber*, огласил свой прогноз роста курса акций компании *Qualcom* до 1000 долларов в течение 12 месяцев. Курс акций — рост которого и так составил 1842% за 1999 год — увеличился еще на 31% в этот день, таким образом, составив 659 долларов за акцию⁹.

⁸ Это не отдельный случай; по крайней мере, в трех других случаях в конце 1990-х дэй-трейдеры способствовали росту курсов акций обычных компаний, делая ошибочные заявки на покупку акций из-за схожего написания тикеров.

⁹ В 2000 и 2001 годах акции *Amazon.com* и *Qualcom* потеряли соответственно 85,8% и 71,3% своей стоимости.

От формулы к поражению

Но торговля акциями в тот момент, когда на вас дымятся штаны – не единственная форма спекуляции. На протяжении последнего десятилетия мы имели возможность наблюдать возникновение, распространение и исчезновение различных формул спекулятивной деятельности. Все они имели общую особенность: “Это быстро! Это просто! Это безопасно!” — и все они нарушали хотя бы одно из правил Грэхема по определению различий между инвестиционной деятельностью и спекуляцией. Далее приведены некоторые из самых модных формул, которые уже, впрочем, сошли на нет.

Зарабатываем с помощью календаря

“Эффект января” — закономерность, связанная с тем, что доходность инвестиций в акции небольших компаний превышает доходность вложений в акции крупных компаний в период конца одного года и начала следующего года. Эта тенденция широко обсуждалась в научных статьях и книгах в 1980-х годах. Исследования показали, что если вы приобрели акции небольших компаний во второй половине декабря, то в январе рост их курса превысит рост рынка на 5–10%. Этот факт поразил многих экспертов. Поскольку это было так легко, практически каждый мог узнать об этом, и многие стали применять этот способ, такая возможность вскоре улетучилась.

Что привело к возникновению “эффекта января”? Прежде всего, многие инвесторы продавали в конце года свои наиболее убыточные акции, чтобы получить скидку при уплате налогов. Во-вторых, профессиональные управляющие инвестиционных фондов становятся более осторожными в конце года, изыскивая возможность сохранить достигнутый уровень доходности. Поэтому они не стремятся приобретать (или даже искать) акции, курс которых падает. И если к тому же это акции небольших компаний, то

управляющий фондом изъявит еще меньше желания увидеть их в своем портфеле. Все эти факторы превращают акции небольших компаний в источник дополнительного дохода. Когда в январе исчезает необходимость в продажах этих акций (в связи с прекращением действия налоговых факторов) они, как правило, вырастают в цене, принося обильную и быструю прибыль.

Эффект января не исчез совсем, просто его действие немного ослабло. По словам профессора по финансам Вильяма Шверта (*William Schwert*) из Рочестерского университета (*University of Rochester*), если вы покупали акции небольших компаний в конце декабря и продавали их в начале января, вы в результате могли превзойти среднерыночную доходность на 8,5 процентных пунктов с 1962 года по 1979 год, 4,4 с 1980 по 1989 годы и 5,8 с 1990 по 2001 годы”¹⁰.

Чем больше людей узнавали об эффекте января, тем больше торговцев стали скупать “мелкие” акции в декабре, что стало снижать доходность операций с ними. И хотя эффект января с наибольшей силой проявляется для акций небольших компаний, но учитывая данные компании *Plexus Group*, специализирующейся на изучении брокерских издержек, общие затраты на куплю-продажу “мелких” акций могут составить до 8% от величины инвестиций¹¹. Может случиться так, что оплатив услуги биржевого брокера, вы обнаружите, что на это ушли все январские доходы.

¹⁰ Шверт рассматривает эти факты в исследовательской работе “*Anomalies and Market Efficiency*”, доступной на сайте <http://schwert.ssb.rochester.edu/papers.htm>.

¹¹ См. *Plexus Group Commentary 54*, “*The Official Icebergs of Transaction Costs*,” January, 1998, на веб-сайте www.plexusgroup.com/fs_research.html.

Просто используйте "лучшие методы" работы на Уолл-Стрит

В 1996 году неизвестный управляющий денежными фондами Джеймс О'Шоннеси (*James O'Shaughnessy*) опубликовал книгу под названием *What Works on Wall Street*. В ней он утверждал, что "инвесторы могут добиться *намного более лучших* результатов, чем рынок". О'Шоннеси сделал следующее заявление: с 1954 по 1994 годы вы могли превратить 10 000 долларов в 8 074 504 долларов, "сработав" в 10 раз лучше, чем рынок акций в целом, и добившись годового показателя доходности в 18,2%.

Каким же образом должен действовать инвестор, пожелавший воспользоваться этим методом работы на фондовом рынке? Для этого ему следует сформировать портфель из 50 акций, имеющих следующие характеристики:

- наиболее высокие показатели годовой доходности;
- стабильный рост прибыли компании на протяжении пяти лет;
- коэффициент "цена акции/доход компании в расчете на 1 акцию" должен быть меньше 1,5¹².

Словно Эдисон на *Wall Street*, О'Шоннеси (*O'Shaghnessy*) получил патент США номер 5978778 на эту "автоматизированную стратегию", и создал группу из четырех взаимных инвестиционных фондов, использующих открытые им методы работы на рынке. На конец 1999 года инвестиционные фонды привлекли больше 175 миллионов долларов, и в своем ежегодном письме к акционерам О'Шоннеси величественно отметил: "Как всегда, я надеюсь, что совместными усилиями нам удастся достичь долгосрочных

¹² *James O'Shaughnessy, What Works on Wall Street (McGraw-Hill, 1996), pp. xvi, 273-295.*

целей, придерживаясь нашего курса и проверенных временем инвестиционных стратегий”.

Но “лучшие методы работы на Уолл-Стрит” перестали быть таковыми после того, как О’Шоннеси опубликовал это письмо. У двух из его фондов дела шли настолько плохо, что они закрылись в начале 2000 года, и весь фондовый рынок (как показывает индекс *Standard & Poor’s 500 stock*) безуданно наносил поражения каждому из фондов О’Шоннеси на протяжении следующих четырех лет.

В июне 2000 года О’Шоннеси приблизился к своим “долгосрочным целям”, перестал управлять своими фондами, оставив своих клиентов один на один со своими “испытанными временем инвестиционными стратегиями”¹³. Акционеры О’Шоннеси, возможно, были бы меньше расстроены, если бы он дал своей книге более точное название – например, “Лучшие методы работы на *Уолл-Стрит* ...до того, как я написал эту книгу”.

Метод *Motley Fool*: "дурацкая четверка"

В середине 1990-х годов веб-сайт *Motley Fool*, а также несколько книг, расхвалили и разъяснили технику под названием “дурацкая четверка” (“*The Foolish Four*”). В соответствии с рекомендациями *Motley Fool*, вы можете “превзойти уровень средней доходности фондового рынка за 25 лет” и “обойти взаимные инвестиционные фонды”, уделяя лишь 15 минут в год

¹³ По иронии, два выживших инвестиционных фонда О’Шоннеси (теперь известные как инвестиционные фонды Хеннеси (Hennessy)) начали работать достаточно хорошо сразу же после того, как О’Шоннеси объявил о том, что он отказывается от управления фондами. Акционеры фондов были разъярены. В чате на сайте www.morningstar.com один из них кипел от злости: “Думаю, долгосрочный период для О’Шоннеси – это 3 года... Понимаю Вашу боль. Ведь я тоже верил в его метод... Я рассказал нескольким друзьям и родственникам о его фонде, и теперь просто счастлив, что они не последовали моему совету”.

“планированию своих инвестиций”. И что важнее всего, эта техника обеспечивала “минимальный риск”. Вы должны сделать лишь следующее.

1. Выбрать пять акций из состава биржевого индекса *Dow Jones Industrial Average* с наиболее низкой ценой акций и наибольшими значениями дивидендной доходности.
2. Исключить из них наиболее дешевую.
3. Вложить 40% своих средств в акции, которые занимают вторую позицию по критерию наиболее низкой цены.
4. Вложить 20% денег в каждую из трех оставшихся акций.
5. Через год провести повторную выборку акций из состава *Dow Jones Industrial Average* аналогичным образом и пересмотреть состав портфеля в соответствии с пп. 1–4.
6. Повторять до тех пор, пока не разбогатеете.

На протяжении 25 лет, по заявлению *Motley Fool*, этот метод принесет инвестору 10,1 процентных пунктов сверх среднегодовой доходности. На протяжении следующих 20 лет, по мнению специалистов из *Motley Fool*, 20 000 долларов, вложенные согласно метода “дурацкой четверки”, должны превратиться в 1 791 000 долларов. (И, по их мнению, можно получить даже более высокую доходность, если выбрать из акций, входящих в расчет индекса *Dow*, пять акций с наиболее высокими значениями коэффициента “дивидендная доходность/квадратный корень из цены акции”, исключая акции с наиболее высоким коэффициентом, и покупая оставшиеся четыре).

Давайте рассмотрим, соответствует ли эта “стратегия” определению понятия “инвестиции” в соответствии с представлениями Грэхема.

- Что это за “серьезный анализ”, в соответствии с которым из списка акций-претендентов исключаются одни из них на основании всего лишь того, что их цена наименьшая, и остаются остальные акции с худшими значениями цены?
- Каким образом вложение 40% ваших средств в акции только одной компании может считаться “минимизацией риска”?
- И как портфель, состоящий всего лишь из четырех акций, может быть достаточным образом диверсифицированным для обеспечения “сохранности инвестированного капитала”?

В общем, метод “дурацкой четверки” был наиболее необъяснимой формулой для достижения успеха на Уолл-стрит из всех, когда-либо изобретенных. Специалисты *Motley Fool* допустил ту же ошибку, что и О’Шоннесси. Дело в том, что если вы проанализируете большое количество данных, собранных на протяжении достаточно продолжительного периода, то вполне можете подобрать себе такие факты, которые, хотя и собраны вместе совершенно случайно, но при этом очень удобно “ложатся” в ту или иную модель работы на фондовом рынке. Только благодаря воле случая у компаний, которые имеют доходность по акциям выше средней, некоторые характеристики будут общими. Но так как *не они* служат факторами получения избыточной доходности, то их нельзя использовать для целей прогнозирования и отбора акций.

Ни один из факторов, которые под фанфары “открыли” специалисты *Motley Fool* — отбрасывание акций с наилучшими показателями; приобретение вдвое большего количества акций со вторым по критерию наиболее низкой цены значением; деление дивидендной доходности на квадратный корень цены акции — не мог каким-то образом повлиять на будущие позиции акции или хотя бы объяснить их. В журнале *Money* отмечалось, что портфель из акций, в

названии которых нет повторяющихся букв, будет иметь примерно такой же успех, как и “дурацкая четверка” — по той же простой причине: всего лишь по воле случая¹⁴. Как постоянно напоминал Грэхем, доходы, которые способны принести акции, напрямую зависят от того, как идут дела у компании, их выпустившей — ни больше, ни меньше.

В нашей истории все кончилось так, как и можно было ожидать. Дурацкие советы привели к околпачиванию тысяч людей, которые понесли убытки, поверив в силу очередной “магической формулы” успеха на фондовом рынке. В 2000 году четыре “дурацких акции” — *Caterpillar*, *Eastman Kodak*, *SBC* и *General Motors* — упали на 14%, в то время как индекс *Dow* снизился всего лишь на 4,7%.

Как показывают эти примеры, единственная вещь, которой всегда удается раскачать фондовый рынок и создать на нем “медвежье” настроение — это глупые идеи. Каждый из рассмотренных нами т.н. “подходов” к проведению инвестиционной деятельности не соответствует Закону Грэхема. Все т.н. формулы для достижения успеха на фондовом рынке являются “разновидностью саморазрушительного процесса — сродни закону снижающейся доходности”. Есть две причины уменьшения доходности. Если формула основывалась случайных связях между данными (как “дурацкая четверка”), то дальнейший ход времени покажет, что первоначальные предположения не имели смысла. С другой стороны, если формула фактически срабатывала в прошлом (как эффект января), то ее обнаружение всегда ведет к ослаблению — и обычно к исчезновению — возможности для получения избыточной доходности в будущем.

¹⁴ См. статью Jason Zweig, “False Profits”, *Money*, August, 1999. pp. 55-57. Более подробное обсуждение “дурацкой четверки” можно найти на сайте www.investor.home.com/fool.htm.

Все это напоминает о предупреждении Грэхема о том, что вы должны относиться к спекуляции так, как игроки-ветераны относятся к своим походам в казино:

- Вы никогда не должны обманывать себя относительно того, чем вы на самом деле занимаетесь на фондовом рынке – инвестициями или спекуляцией.
- Спекуляция становится смертельно опасной в тот момент, когда вы начинаете заниматься ею серьезно.
- Вы должны установить четкие ограничения на объем денежных средств, которыми вы можете позволить себе рисковать.

Так же как и здравомыслящие игроки, которые берут с собой в казино лишь 100 долларов, а все остальное закрывают в сейфе в номере гостиницы, разумный инвестор определяет крошечную часть своего портфеля в качестве счета для “сумасшедших денег”. Для большинства из нас 10% всех денег — максимально допустимый объем, который может быть подвержен спекулятивному риску. Никогда не объединяйте деньги на своем спекулятивном счете с деньгами на своих инвестиционных счетах; никогда не позволяйте своему спекулятивному мышлению распространиться на всю вашу инвестиционную деятельность; никогда не используйте более 10% ваших активов для спекуляции ценными бумагами, независимо от того, что происходит.

Хорошо это или плохо, но инстинкт игрока — это составляющая человеческой природы — поэтому многим людям бесполезно даже пытаться подавить его. Но вы должны ограничивать и сдерживать его. Это единственный наилучший способ быть уверенным в том, что вы никогда не введете себя в заблуждение, спутав спекуляцию с инвестиционной деятельностью.

Комментарии к главе 2

Американцы становятся сильнее. Двадцать лет назад, чтобы унести купленные на 10 долларов товары из бакалейного магазина, нужны были два человека. Сегодня это может сделать пятилетний ребенок.

Генни Янгмен

Инфляция? Разве она кого-нибудь волнует?

Дело в том, что с 1997 по 2002 годы ежегодный рост стоимости товаров и услуг в среднем не превышал 2,2% — и экономисты верят, что даже такой низкий уровень может быть завышенным¹. (Вспомните, например, о том, как быстро упали цены на компьютеры и домашнюю электронику — и насколько улучшилось качество многих товаров. Это служит подтверждением, что за свои доллары покупатели получают большую ценность.) В последние годы реальный уровень инфляции в США ежегодно составлял примерно 1% — с ростом до такой степени ничтожно малым, что многие ученые заявили о “смерти инфляция”².

¹ Бюро статистики труда США (The U.S. Bureau of Labour Statistics), которое рассчитывает индекс потребительских цен, измеряющий инфляцию, поддерживает свой собственный весьма ценный веб-сайт: www.bls.gov/cpi/home.htm.

² Живое обсуждение сценария “Инфляция мертва” смотрите на вебсайте www.pbs.org/newshour/bb/economy/july-dec97/infation_12-16.html. В 1996 году Boskin Commission, группа экономистов, которой правительство поручило исследовать, является ли точным официальный уровень инфляции, определила, что он был завышен, часто примерно на два процентных пункта в год. Отчет комиссии можно найти на сайте www.ssa.gov/history/reports/boskinrpt.html. Многие эксперты по инвестиционной деятельности сейчас ощущают, что дефляция, или падение цен, составляет сегодня даже более высокую угрозу, чем инфляция; наилучший способ хеджирования этого риска — использование облигаций в качестве постоянного компонента в своем портфеле. (Более подробно в комментариях к главе 4.)

Иллюзия денег

Есть и еще одна причина, по которой инвесторы учитывают важность инфляции: то, что психологи называют “иллюзией денег”. Если вы достигли 2%-го роста своих активов при уровне инфляции 4%, вы, конечно же, будете чувствовать себя намного лучше, чем при убытках в размере 2% с нулевой инфляцией. Но все же обе ситуации приводят к виртуально идентичной ситуации — на 2% хуже в результате инфляции. Пока номинальное (или абсолютное) изменение является позитивным, мы рассматриваем его как хороший факт, даже если фактический результат (с учетом инфляции) является негативным. Понятно, что любое изменение вашей собственной заработной платы является более ясным и конкретным, чем общее изменение цен в экономике в целом³. Точно так же инвесторы были довольны доходностью в 11% по банковским депозитным сертификатам в 1980 году и разочарованы, получив лишь около 2% в 2003 году, несмотря на то, что ранее они теряли деньги в результате инфляции, тогда как сейчас она не слишком досаждала им. Номинальный уровень процентной ставки по нашим депозитам опубликован в рекламных проспектах банка. Ее довольно высокие цифры приносят нам удовлетворение. Но инфляция тихо сводит их на нет. Мы не видим инфляцию в рекламе банка, но хорошо ощущаем ее по состоянию наших кошельков. Вот почему инфляцию так легко проглядеть — и почему так важно измерять ваши успехи в инвестиционной деятельности не непосредственно по тому, сколько вы заработали, а по тому, насколько вы преуспели с учетом инфляции.

³ Больше примеров подобных поведенческих ловушек можно найти в книге: Eldar Shafir, and Amos Tversky, “Money Illusion”, in Daniel Kahneman and Amos Tversky, eds., *Choices, Values, and Frames* (Cambridge University Press, 2000), pp. 335-355.

И поэтому разумный инвестор всегда должен быть готовым к неожиданным и недооцененным факторам. Есть три веские доказательства того, что инфляция не умерла.

- Не так давно — в 1973-1982 гг. Соединенные Штаты прошли через наиболее болезненный всплеск инфляции за всю историю страны. Если судить по Consumer Price Index, то цены на протяжении этого периода более чем удвоились, возрастая примерно на 9% в год. Только в 1979 году инфляция составила 13,3%, парализовав экономику, при этом она привела к возникновению нового термина — “стагфляция” — и заставила многих задуматься над тем, может ли Америка конкурировать на мировом рынке⁴.
- С 1960 года 60% стран мира с рыночной экономикой пострадали, как минимум, на протяжении одного года, когда среднегодовой уровень инфляции достигал 25% и больше. В среднем, во время этих инфляционных периодов средства инвесторов потеряли 53% своей покупательной способности⁵. Было бы неразумно не отдавать себе отчет в том, что Америке еще повезло не прочувствовать в полной мере эту стихию. Но еще большим

⁴ В этом году президент Джимми Картер (Jimmy Carter) провозгласил свою знаменитую “малазийскую” речь, в которой предостерег от “кризиса уверенности”, который “поражает сердце, душу и дух стремление нашей нации” и “угрожает уничтожением социалистических и политических фабрик Америки”.

⁵ См. Stanley Fischer, Ratha Sahay, and Carlos A. Vegh, “Modern Hyper- and High Inflation”, *National Bureau of Economic Research, Working Paper 8930* на сайте www.nber.org/papers/w8930.

безумием было бы утверждать, что подобное никогда не может здесь произойти⁶.

- Рост цен позволил дядюшке Сэму уплатить свои долги, поскольку деньги, благодаря инфляции стали более дешевыми. Полное искоренение инфляции противоречит экономическому своекорыстию любого правительства, которое регулярно одалживает деньги⁷.

Полухеджирование

Что же может предпринять разумный инвестор против инфляции? Стандартным ответом является “приобретать акции” — но, как это обычно бывает с распространенными ответами, он не полностью правдивый.

В годы, когда цены на потребительские товары и услуги падали, то есть слева на графике, доходность акций была ужасной — фондовый рынок терял до 43% своей стоимости⁸. Когда инфляция превышала 6% (справа на графике), акции тоже поднимались в цене. Фондовый рынок терял деньги на

⁶ Фактически Соединенные Штаты пережили два периода гиперинфляции. Во время Американской революции цены возрастали почти в три раза каждый год с 1777 по 1779 год, в революционном Массачусетсе фунт масла стоил 12 долларов, а баррель муки достигал около 1600 долларов. В ходе Гражданской войны инфляция достигала ежегодного уровня 29% (на Севере) и около 200% (в Конфедерации). Не так давно, — в 1946 году инфляция в Соединенных Штатах составляла 18,1%.

⁷ Я признателен Лоренсу Сигелу (Laurence Siegel) из Фонда Форда (Ford Foundation) за циничный, но точный, взгляд. И, наоборот, в период дефляции (или стабильного падения цен) более выгодно давать деньги в долг, чем брать их в долг — вот почему инвесторы должны вкладывать хотя бы малую часть своих активов в облигации с целью страхования от дефляции.

⁸ Если инфляция принимает отрицательные значения, используют технический термин “дефляция”. Регулярно снижающиеся цены могут сначала показаться привлекательными, если не принимать во внимание пример Японии. Цены в Японии понижались с 1989 года, недвижимость и фондовый рынок при этом испытывали падение из года в год — непрекращающаяся пытка для страны, которая занимает второе место в мире по экономике.

протяжении восьми лет из 14, когда инфляция превышала 6%; средняя доходность за эти 14 лет составила ничтожные 2,6%.

В то время как умеренная инфляция позволяет компаниям переложить увеличение стоимости используемого сырья на покупателей, высокая инфляция вызывает у потребителей стремление сокращать свои покупки и замораживает активность в рамках экономики.

Итак, мы можем сделать такие выводы. Начиная с 1926 года можно выделить 64 периода пятилетних периода (1926-1930, 1927-1931, 1928-1932 и так далее до 1998-2002 гг.). На протяжении 50 из 64 периодов (или 78% всего времени) темпы роста курса акций опережали темпы инфляции⁹. Это впечатляет, но не в полной мере. Такая ситуация свидетельствует о том, что акциям не удавалось помогать инвестору справляться с инфляцией на протяжении более 20% всего времени.

Два спасительных инструмента

К счастью, вашей борьбе с инфляцией могут помочь два финансовых инструмента, связанных с использованием акций. Уже после написания книги Грэхема, инвесторы получили в свое распоряжение два эффективных финансовых инструмента.

⁹ *Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, and Inflation, 2003 Handbook (Ibbotson Associates, Chicago, 2003), Table 2.8. Аналогичный пример очевиден не только для Соединенных Штатов: в Бельгии, Италии и Германии, где инфляция была особо высокой в XX веке, “инфляция, как оказалось, была источником негативного влияния как на фондовые рынки, так и на рынки облигаций”, отмечали Элрой Димсон (Elroy Dimson), Пол Марш (Paul Marsh) и Майк Стаунтон (Mike Staunton) в Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Return (Princeton University Press, 2002), p. 53.*

Трасты по операциям с недвижимостью (*REITs* или *Real Estate Investment Trusts*)

Это компании, владеющие недвижимостью, и сдающие ее в аренду другими лицам¹⁰. Объединенные во взаимные фонды по операциям с недвижимостью (*REIT-фонды*), трасты помогают инвесторам справиться с инфляцией. Лучшим выбором является *REITs Index Fund*; другие относительно недорогие варианты выбора включают *Cohen & Steers Realty Shares*, *Columbia Real Estate Equity Fund* и *Fidelity Real Estate Investment Fund*¹¹. И хотя *REIT-фонд* не может полностью защитить вас от инфляции, в долгосрочном периоде он может предоставить вам определенный уровень защиты против разрушения покупательной способности и уменьшения общих объемов доходов.

Антиинфляционные казначейские ценные бумаги (*Treasury Inflation-Protected Securities* или *TIP*)

Это облигации правительства Соединенных Штатов, впервые выпущенные в 1997 году, которые автоматически поднимаются в цене при росте инфляции. Поскольку за ними стоит кредитоспособность американского правительства, то эти облигации свободны от дефолта или риска неуплаты процентов. Кроме того, облигации также гарантируют, что стоимость ваших инвестиций не

¹⁰ Точную, хотя иногда устаревшую, информацию по этим трастам можно найти на сайте www.nareit.com.

¹¹ Более подробную информацию можно найти на сайтах www.vanguard.vom, www.cohenandsteers.com, www.columbiafunds.com и www.fidelity.com. Инвестирование в трастовые фонды является более слабым в том случае, если вы владеете домом, поскольку имеет место внутренний риск владения недвижимостью.

пострадает от инфляции. С помощью этих облигаций вы страхуете себя от финансовых потерь и потери покупательной способности¹².

Но есть одна загвоздка. Когда стоимость облигаций поднимается вместе с инфляцией, *Internal Revenue Service* (налоговая служба США Прим. научн. ред.) предупреждает, что рост стоимости является доходом, который подлежит обложению налогом, — даже если вы ничего не делаете с облигациями, т.е. не продали их по новой, более высокой цене. Почему это имеет значение для *Internal Revenue Service*? Рассудительный инвестор запомнит разумные слова финансового аналитика Марка Швебера (*Mark Schweber*): “Никогда не задавайте бюрократу вопрос “Почему?” Из-за несносных налоговых сложностей облигации лучше всего подходят для использования пенсионных накоплений в рамках счетов типа *IRA*, *Keogh* или *401(k)* с налоговыми льготами. Тогда они не увеличат объемы облагаемого налогом дохода.

Эти облигации можно приобрести непосредственно через правительственный сайт Соединенных Штатов www.publicdebt.treas.gov/of/ofinflin.htm или вложив средства во взаимный инвестиционный фонд типа *Vanguard Inflation-Protected Securities* или *Fidelity Inflation-Protected Bond Fund*¹³. Прямо или с помощью инвестиционного фонда, но все же облигации являются идеальным заменителем части ваших пенсионных накоплений, которые в ином случае вы будете хранить в виде наличных средств. Не продавайте их: стоимость облигаций может колебаться

¹² Хорошее описание облигаций можно найти на сайте www.publicdebt.treas.gov/of/ofinflin.htm. Больше информации представлено на сайте www.federalreserve.gov/Pubs/feds/2002/200232/200232pap.pdf, www.tiaa-crefinstitute.org/Publications/73_09-2002.htm и www.bwater.com/research_ibonds.htm.

¹³ Более подробную информацию об этих инвестиционных фондах можно найти на сайте: www.vanguard.com или www.fidelity.com.

в краткосрочном периоде, поэтому они приносят более высокую доходность за весь период владения ими. Для большинства инвесторов, по крайней мере, 10% пенсионных активов, вложенных в облигации этого вида, являются разумным способом сохранять часть своих денег абсолютно безопасными — и в целом вне зоны досягаемости когтей невидимой долгосрочной инфляции.

Комментарии к главе 3

Вам следует быть осторожным, если вы не знаете, куда идете, поскольку можете туда не попасть.

Йоги Бэрра

Хвастовство “бычьего” рынка

В этой главе Грэхем демонстрирует свои пророческие способности. Он дает прогноз на два года вперед, предсказывая “катастрофическое” состояние “медвежьего” рынка в 1973-1974 гг., на протяжении которых акции компаний Соединенных Штатов потеряют 37% своей стоимости¹. Он также предсказал события последующих двух десятилетий, лишив тем самым всяческого смысла логику высказываний гуру фондового рынка и авторов последующих бестселлеров, которых даже и не было видно на горизонте во времена Грэхема.

Основой аргументов Грэхема является то, что разумный инвестор не должен прогнозировать ситуацию на фондовом рынке, экстраполируя сложившиеся на нем тенденции. К сожалению, именно это было ошибкой, которую в 1990-х годах один за другим совершали многие эксперты. Поток книг о “бычьем” рынке, начало которому положила изданная в 1994 книга профессора по финансам из Вартонской школы бизнеса Джереми Сигела (*Jeremy Siegel*) *Stock for the Long Run* завершают труды Джеймса Глассмана и Кевина Гассета (*James Glassman and Kevin Hassett's*) *Dow 36,000*, Дэвида

¹ Если не включать дивиденды, стоимость акций упадет на 47,8% на протяжении этих двух лет.

Элиаса (*David Elias*) *Dow 40,000* и Чарльза Кадлека (*Charles Kadlec*) *Dow 100,000*, изданные в 1999 году. Их авторы доказывали, что начиная с 1982 года среднегодовая доходность акций составила 7% (без учета инфляции). Исходя из этого они утверждали, что именно этого и следует ожидать инвесторам в будущем.

Некоторые “фанаты” бычьего рынка пошли еще дальше. Так как акции “всегда” на протяжении любого периода из последних 30 лет приносили более высокую доходность, чем облигации, то акции должны быть менее рискованными инструментами, чем облигации или даже наличные средства в банке. И если вы можете исключить весь риск приобретения акций, просто владея ими на протяжении достаточно долгого периода времени, то зачем придирается к тому, сколько вы заплатили за них в самом начале? (Чтобы узнать зачем, посмотрите приведенную далее врезку).

В 1999 году и в начале 2000 года хвастовство о могуществе “бычьего” рынка было слышно отовсюду. Приведем лишь некоторые факты.

- 7 декабря 1999 года Кевин Лендис, управляющий портфелем взаимного фонда *Firsthand*, появился в утренней телевизионной программе на *CNN*. На вопрос о том, не завышен ли курс акций компаний, действующих в сфере беспроводных телекоммуникаций, многие из которых имеют баснословно высокое значение коэффициента Р/Е, Лендис ответил следующим образом: “Ничего подобного. Обратите внимание на темпы роста курса акций, и его абсолютные значения. Они великолепны”.
- 18 января 2000 года Роберт Фройлих, ведущий специалист по стратегии *Kemper Funds*, заявил в *Wall Street Journal*: “Это новый мировой порядок. Можно видеть людей, которые отказываются от покупки акций правильных компаний, руководимых правильными

менеджерами, имеющими правильное видение из-за того, что стоимость их акций слишком высока. Это наибольшая ошибка, которую может совершать инвестор”.

- 10 апреля 2000 года в журнале *Business Week* Джеффри Эплгейт, в то время главный специалист по стратегии инвестирования компании *Lehman Brothers*, задал риторический вопрос: “Является ли фондовый рынок более рискованным сегодня, чем два года назад, просто из-за того, что курс акций выше? Нет”.

Но правильный ответ — да. Он всегда был рискованным. И всегда будет.

Когда Грехема спросили: “Может ли такая необдуманная политика остаться безнаказанной?” — он знал, что извечный ответ на этот вопрос один: “Нет”. Как разъяренный греческий бог Зевс, фондовый рынок уничтожил всех, кто поверил в то, что высокая доходность в конце 1990-х была чем-то сродни божественного права. Вы только посмотрите на эти прогнозы Лендиса, Фройлиха и Эплгейта.

- С 2000 года по 2002 наиболее любимые акции Лендиса — акции компании *Nokia*, производителя мобильных телефонов — понесли убытки в размере “только” 67% — в то время как компания *Winstar Communications* потеряла 99,9% стоимости своих акций.
- Любимые акции Фройлиха — *Cisco Systems* и *Motorola* — упали более чем на 70% в конце 2002 года. Инвесторы потеряли более 400 миллиардов долларов только по акциям *Cisco* — больше, чем размер годового валового продукта Гонконга, Израиля, Кувейта и Сингапура, вместе взятых.
- В апреле 2000 года, когда Эплгейт задал свой риторический вопрос, фондовый индекс *Dow Jones Industrial Average* оставался на уровне 18187; фондовый индекс *NASDAQ* составлял 4446. В

конце 2002 года фондовый индекс *Dow Jones Industrial Average* хромал на уровне 8300, в то время как *NASDAQ* был парализован на уровне примерно 1300 — искореняя все прибыли, которые наблюдались на протяжении предыдущих шести лет.

Выживание избранных

Фатальная ошибка состояла в убежденности, что доходность акций “всегда превышает” в долгосрочном периоде доходность облигаций. Однако у нас нет надежных данных до 1871 года. Фондовые индексы, которые представляли доходность фондового рынка Соединенных Штатов на протяжении более раннего периода, были представлены всего лишь семью (да, всего лишь 7!) акциями². Однако, мы знаем, что в 1800 году в Америке было уже 300 компаний (большинство из них действовало в сферах бизнеса, являвшихся аналогами современного Интернет-бизнеса — строительство дорог и каналов). Большинство из них вскоре стали банкротами, и инвесторы остались “без порток”.

Но при расчете фондовых индексов не принимались во внимание данные о курсах акций компаний, которые потерпели банкротство на протяжении этих лет. Эта проблема технически называется “ошибка выживаемости” (*survivorship bias*). Таким образом, анализируемые фондовые индексы сильно переоценивали результаты, которые в действительности были получены реальными инвесторами. И только горстка компаний, включая *Bank of New York*, постоянно с 1790-х получала прибыль. Но на каждого такого чудом уцелевшего приходились тысячи финансовых катастроф наподобие *Diesmal Swap Canal*, корпораций *Pensylvania Cultivation of Vines* и *Snickers's Gap Turnpike* — и все они не были учтены при расчете “исторических” фондовых индексов.

По данным Джереми Сигела (*Jeremy Siegel*) можно сделать вывод о том, что с учетом инфляции с 1802 по 1870 г. ежегодная доходность акций составляла 7,0% в год, облигаций — 4,8%, и депозитов в банках — 5,1%. Но по оценкам Элроя

² В 1840 году эти индексы были расширены и включали максимум семь акций финансовых компаний и 27 видов акций железнодорожных компаний — все еще абсурдно нерепрезентативная выборка для сравнительного молодого фондового рынка Соединенных Штатов.

Димсона (*Elroy Dimson*) и его коллег из Лондонской школы бизнеса (*London Business School*), цифры доходности за период до 1871 года завышены, по крайней мере, на два процента в год³. В реальном мире, таким образом, доходность акций не лучше, чем доходность депозитов и облигации, а, возможно, даже немного хуже. Любой, кто пытается утверждать о гарантированном превосходстве акций над облигациями или депозитами в плане доходности, является ни кем иным, как профаном.

Чем выше поднимаешься, тем больнее падать

В качестве противоядия от неразумных действий на “бычьем” рынке Грэхем заставляет разумного инвестора ответить на некоторые простые, скептические вопросы. Почему будущая доходность акций всегда будет такой же, как и в прошлом? Если каждый инвестор станет верить в то, что акции гарантированно приносят прибыль в долгосрочном периоде, не приведет ли это, в конце концов, к значительной переоценке курса акций? И если это случится, то насколько высокой может быть будущая доходность акций?

Вопросы Грэхема, как всегда, базируются на логике и здравом смысле. Стоимость любого инвестиционного инструмента есть и всегда будет функцией от заплаченной за него цены. В конце 1990-х инфляция была ничтожной, корпоративные прибыли казались огромными, и значительная часть планеты пребывала в мире. Но эти обстоятельства отнюдь не означали, — и не могли означать,— что акции стоят покупать по любой цене.

³ См. книгу Jason Zweig, “New Cause for Caution on Stocks”, *Time*, May 6, 2002, p. 71. Как отмечал ранее Грэхем, даже с 1871 по 1920-е года индексы не учитывали ошибку выживаемости благодаря автомобильным, авиационным и радиокорпорациям, которые становились банкротами без каких-либо записей по ним. Эти цифры доходности, также могут быть завышены на один или два процента.

Так как прибыли компаний могут быть ограниченными, стоимость, которую инвесторы будут готовы заплатить за эти акции, также должна быть ограничена.

Давайте попытаемся объяснить это следующим образом. Майкл Джордан (*Michael Jordan*), возможно, был классным баскетболистом в свое время, и он притягивал фанатов на стадион в Чикаго, как магнит. “Чикагские быки” получали прибыль, выплачивая Джордану 34 миллиона долларов в год, чтобы иметь возможность получать доход от игры в баскетбол. Но это не значит, что “Быки” считали бы оправданным выплачивать Джордану 340 миллионов, или 3,4 миллиарда, или 34 миллиарда в сезон.

Границы оптимизма

Фокусирование на недавней доходности фондового рынка, когда она была великолепной, как предупреждает Грэхем, приведет к “вполне нелогичному и опасному выводу о том, что можно ожидать одинаково хороших результатов от обыкновенных акций и в будущем”. С 1995 года по 1999, когда фондовый рынок приносил, как минимум, 20% доходности в год, — впервые в истории Соединенных Штатов — покупатели акций стали более, чем когда бы то ни было, оптимистичными:

- В середине 1998 года инвесторы, активность которых по заданию брокерской фирмы PaineWebber исследовала компания Gallup, ожидали, что их портфели принесут доходность на протяжении следующего года в среднем 13%. К началу 2000 года их средняя ожидаемая доходность увеличилась до 18%.
- “Опытные профессионалы” также заразились “бычьим” настроением рынка относительно своей будущей доходности. В 2001 году, например, компания CBS Communications увеличила

уровень прогнозируемой доходности по своим пенсионным сбережениям с 8,5% до 9,5%. В 2002 году средний предполагаемый уровень доходности пенсионных сбережений компаний, входящим в расчет фондового индекса *Standard and Poor's composite* достиг рекордного уровня 9,2%.

Дальнейшая информация свидетельствует о глупой переоценке чрезмерного энтузиазма.

- Компания Gallup, проводя исследования на протяжении 2001 и 2002 гг., пришла к выводу, что ожидаемая доходность акций уменьшились, составив всего 7%, хотя инвесторы могли теперь покупать акции на 50% дешевле, чем в 2000 году.⁴
- Неоправдавшиеся ожидания доходности пенсионных сбережений обойдутся компаниям из списка *Standard and Poor's 500* как минимум в 32 миллиарда долларов на протяжении 2002–2004 гг.

Даже несмотря на то, что инвесторы прекрасно понимают необходимость покупать акции когда они дешевы, и продавать когда они дороги, на практике понимание этого часто приходит позже. Предостережение Грэхема в этой главе очень простое: “Поступать вопреки правилам”. Чем больше энтузиазма проявляют инвесторы по поводу долгосрочного успеха фондового рынка, тем большей становится возможности их поражения в краткосрочном периоде. 24 марта 2000 года общая капитализация фондового рынка Соединенных Штатов достигла 14,75 триллиона долларов. В октябре 2002 года, спустя всего 30 месяцев, общая капитализация фондового рынка Соединенных Штатов составила 7,34 триллиона долларов, или на 50,2% меньше, — убытки

⁴ Дешевизна акций, конечно же, не свидетельствует о том, что ожидания инвесторов по поводу 7% доходности оправдаются.

составили 7,41 триллиона долларов. Теперь, многие профессионалы стали уже играть на понижение, прогнозируя умеренную или даже отрицательную доходность на фондовом рынке на несколько грядущих лет, или даже на десятилетия.

С этой точки зрения Грэхем задал бы такой простой вопрос: принимая во внимание то, насколько губительно не правы были “эксперты” на протяжении последнего времени относительно всего, в чем соглашались друг с другом, почему опять разумный инвестор должен им верить?

Что же дальше?

Давайте успокоимся и подумаем о будущей доходности с точки зрения Грэхема. Состояния рынка акций зависит от трех факторов.

- Реального роста (рост прибыли компаний и дивидендов).
- Роста инфляции (общий рост цен в рамках экономики).
- Спекулятивного роста — или спада (любого подъема или спада в “аппетите” публики относительно покупки акций).

В долгосрочном периоде годовой рост корпоративной прибыли в расчете на одну акцию в среднем составляет от 1,5% до 2% (без учета инфляции)⁵. В начале 2003 года инфляция составляла 2,4% в год; дивидендная доходность равнялась 1,9%. Таким образом,

от 1,5% до 2%

+ 2,4%

⁵ См. *Jereme Siegel, Stocks for the Long Run (McGraw-Hill, 2002), p. 94, and Robert Arnott and William Bernstein, “The Two Percent Dilution,” working paper, July, 2002.*

+ 1,9%

= от 5,8% до 6,3%

Приведенный расчет свидетельствует о том, что вы с полной ответственностью можете ожидать, что в долгосрочной перспективе доходность акций составит 6% (или 4% с учетом инфляции). Если инвесторы вновь заболевают “спекулятивной горячкой”, то доходность временно увеличивается. Если же, наоборот, инвесторы начинают всего бояться, как в 1930-х и 1970-х годах, то доходность акций временно снижается. (Именно это произошло в 2003 году.)

Роберт Шиллер (*Robert Shiller*), профессор по финансам Йельского университета, говорит, что Грэхем восхищался его подходом к оценке акций. Шиллер (*Shiller*) сравнивает текущее значение фондового индекса *Standard and Poor's 500* со средними прибылями корпораций за последние 10 лет (с учетом инфляции). Просматривая данные предыдущих периодов, Шиллер (*Shiller*) показал, что если этот коэффициент падает ниже 20, то фондовый рынок вследствие обычно показывает плохую доходность. Когда он падает намного ниже 10, акции типично приносят довольно-таки хорошую доходность. В начале 2003 года, в соответствии с расчетами Шиллера (*Shiller*), стоимость акций была примерно в 22,8 раза выше средней прибыли (с учетом инфляции) за последние 10 лет — все еще опасная зона, но это уже намного ниже безумного значения этого коэффициента в декабре 1999 года 44,2.

Как же вел себя фондовый рынок в прошлом, когда курс была примерно на таком же уровне, как сегодня? В табл. 3.4 представлены предыдущие периоды, когда акции были примерно на таком же высоком уровне, и как они вели себя на протяжении десятилетия:

Таблица 3.1

<i>Год</i>	<i>Коэффициент P/E</i>	<i>Ежегодная доходность течение следующих 10 лет (%)</i>
1898	21,4	9,2
1900	20,7	7,1
1901	21,7	5,9
1905	19,6	5,0
1929	22,0	-0,1
1936	21,1	4,4
1955	18,9	11,1
1959	18,6	7,8
1961	22,0	7,1
1962	18,6	9,9
1963	21,0	6,0
1964	22,8	1,2
1965	23,7	3,3
1966	19,7	6,6
1967	21,8	3,6
1968	22,3	3,2
1972	18,6	6,7

1992	20,4	9,3
В среднем	20,8	6,0

Источники: http://www.aida.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.htm;

Jack Wilson and Charles Jones, "An Analysis of the S&P 500 Index and Cowles' Extensions: Price Index and Stock Returns, 1870-1999", *The Journal of Business*, vol. 75, no. 3, July, 2002, pp. 527-529; Ibbotson Associates.

Примечание. Коэффициент P/E (цена / прибыль) рассчитан Шиллером как отношение значения индекса Standard and Poor's 500 (на 31 декабря) к среднему значению реальной прибыли компаний за 10 лет.

Таким образом, исходя из данных таблицы, которые схожи с состоянием рынка на начало 2003 года, фондовый рынок в последующие 10 лет иногда сможет принести хорошую доходность, иногда — плохую, и ведет себя противоречиво на протяжении оставшегося периода времени. Мне представляется, что Грэхем, исходя из своего консервативного подхода, должен был бы взять среднее значение доходности за этот период и сделать прогноз, что на протяжении следующего десятилетия акции будут приносить примерно 6% в год или 4% с учетом инфляции. (Интересно, что прогнозы соответствуют оценкам, сделанным нами раньше, когда мы суммировали реальный рост, рост инфляции и спекулятивный рост.) По сравнению с 1990-ми годами 6% кажутся смехотворно малыми. Но все-таки это намного лучше, чем доходность облигаций — и достаточная причина для инвесторов сохранять акции как в своем диверсифицированном портфеле.

Но есть также и второй урок в подходе Грэхема. Единственная вещь, о которой можно говорить с уверенностью при прогнозировании будущей доходности акций, — это то, что вы, вполне вероятно, можете ошибаться. Единственная неоспоримая правда, которой нас учит прошлое, состоит в том, что будущее всегда удивляет нас — всегда! Вывод, следующий из истории таков: фондовый рынок будет наиболее неприятно удивлять тех из инвесторов, которые более всего уверены в том, что они разобрались в будущем развитии событий. Грэхем предостерегает вас от склонности к

рискованным авантюрам, вытекающей из уверенности в вашей способности к прогнозированию ситуации на фондовом рынке.

Итак, вне всякого сомнения, вы должны снизить свои ожидания — но в то же время не позволить угнетать свой дух. Разумный инвестор всегда надеется на весну, потому что она будет. На финансовых рынках чем хуже кажется будущее, тем лучшим оно оказывается. Английский писатель Честертон однажды цинично высказался: “Благословен тот, кто не ожидает ничего, что может его впоследствии расстроить”. Честертон сам себе противоречит? “Благословен тот, кто ничего не ожидает, так как он получит удовольствие от всего”.

Комментарии к главе 4

Когда вы предоставляете полную свободу случаю, внезапно вам перестает сопутствовать удача.

Тренер по баскетболу Пэт Рилей

Насколько агрессивным должен быть характер вашего портфеля?

Это, по словам Грэхема, больше зависит от того, каким инвестором вы являетесь, чем от того, какими финансовыми инструментами вы владеете. Есть два способа быть разумным инвестором.

- Постоянно заниматься исследованием, сбором информации и мониторингом за динамикой цен интересующего вас набора обыкновенных акций, облигаций и акций взаимных фондов.
- Или создать постоянный портфель, управление которым не требует практически никаких усилий, так как ведется на “автопилоте” (но при этом приносит очень мало удовольствия).

Грэхем называет первый подход “активным”, или “предприимчивым”; он требует много времени и больших затрат энергии. “Пассивная” или “оборонительная”, стратегия требует меньше времени и усилий, а также наличия почти аскетической беспристрастности по отношению к заманчивым перспективам к обогащению, открываемым фондовым рынком. Специалист по инвестированию Чарльз Эллис (*Charles Ellis*) объяснял, что предприимчи-

вый подход связан с физическими и интеллектуальными усилиями, в то время как пассивный подход требует контроля над эмоциями¹.

Если у вас есть в избытке время, вы способны к конкурентной борьбе; мыслите как спортивный фанат и получаете удовольствие от решения сложных интеллектуальных задач, то активный подход для вас. Если вы всегда ощущаете напряжение, страстно жаждете простоты и не испытываете наслаждения от мыслей о добывании денег, то тогда пассивный подход идеально подходит вам. (Некоторые инвесторы испытывают больше комфорта, сочетая эти два метода — они создают портфель, который является в основном активным и частично пассивным, или же наоборот.)

Оба подхода являются одинаково разумными, и вы можете быть успешным при использовании любого из них — но только в том случае, если вы достаточно хорошо знаете себя для того, чтобы сделать правильный выбор, следовать ему на протяжении всего периода инвестирования и держать свои издержки, а также эмоции под контролем. Различие между активным и пассивным инвестором, обоснованное Грэхемом, также служит напоминанием о том, что финансовый риск существует не только там, где большинство из нас его ожидают, — в экономике или наших инвестициях — но и в нас самих.

¹ Более подробно различие между физически и интеллектуально тяжелым инвестированием, с одной стороны, и эмоционально тяжелым инвестированием с другой, рассматривается в главе 8, в книге Charles D. Ellis, "Three Ways to Succeed as an Investor" и в издании Charles D. Ellis and James R. Vertin, *The Investor's Anthology* (John Wiley & Sons, 1997), p. 72.

Что вам больше по душе: нападать или обороняться?

Как же следует начинать свою деятельность пассивному инвестору? Первое и основное решение состоит в том, сколько средств следует вложить в акции, сколько — в облигации и сколько наличных средств оставить. (Обратите внимание на то, что Грэхем сознательно рассматривает этот вопрос после главы об инфляции, заранее вооружая вас знанием того, что инфляция является одним из ваших злейших врагов.)

Наиболее выдающимся моментом в рассуждениях Грэхема о том, как распределить средства между акциями и облигациями, является то, что он никогда не упоминает слово “возраст”. Это сразу же противопоставляет его совет множеству традиционных утверждений о том, что величина инвестиционного риска напрямую и в основном связана с вашим возрастом². Традиционное правило гласит о том, что следует вычесть ваш возраст из 100 и полученное значение активов инвестировать в акции, а остаток распределить между облигациями и наличными средствами. (Таким образом, 28-летний инвестор вложит в акции 72% своих сбережений; а 81-летний — только 19%.) В конце 1990-х годов эти пропорции еще больше сместились в сторону акций. В 1999 году в популярном издании утверждалось, что если вам меньше 30 лет, вам следует вложить 95% ваших сбережений в акции — даже если у вас всего лишь “сдержанное” отношение к риску!³

² Последние попытки ввести в системе Google запрос “возраст и размещение активов” в результате приводили к получению больше 30000 онлайн-ссылок.

³ James K. Glassman and Kevin A. Hassett, *Dow 36,000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market* (Times Business, 1999), p. 250.

Не кажется ли вам, что с этим правилом что-то не так? Почему это ваш возраст должен определять объем риска, на который вы можете пойти? Богатая пенсионерка, 89-летняя владелица трех миллионов долларов и толпа ее внуков поступят неправильно, если большая часть их денег будет вложена в облигации. Во-первых, бабушка получает стабильный доход, и, во-вторых, у ее внуков (которые со временем унаследуют все ее акции) впереди есть десятилетия для того, чтобы воспользоваться плодами инвестиций в акции. С другой стороны, 25-летний молодой человек, который копит деньги на свадьбу и покупку дома в кредит, должен совсем выйти из ума, чтобы вложить все свои деньги в акции. Если фондовый рынок стремительно упадет, то доходов от облигаций не хватит для покрытия убытков по акциям.

И что еще более важно, независимо от того, насколько вы молоды, вам внезапно может понадобиться продать акции не через 40 лет, а в течение 40 минут. Вы можете внезапно потерять работу, развестись, покалечиться или пострадать вследствие еще какой-либо неожиданности. Неожиданное событие может настичь любого человека в любом возрасте. Каждый должен придерживаться некоторые активы в безрисковой зоне.

И, наконец, многие люди прекращают операции по инвестированию из-за падения фондового рынка. Психологи считают, что у большинства из нас слабые способности к прогнозированию текущего эмоционального состояния в случае возникновения определенных событий в будущем⁴. Когда стоимость акций поднимается на 15% или 20% в год, как в 1980-х или 1990-х годах, достаточно просто представлять, что вы и ваши акции созданы для совместной жизни. Но если вы наблюдаете, как инвестированный доллар падает в

⁴ Об этом психологическом феномене можно прочесть в книге Daniel Gilbert and Timothy Wilson "Miswanting" на сайте [www.wjh.harvard.edu/~dtg/Gilbert_&Wilson\(Miswanting\).pdf](http://www.wjh.harvard.edu/~dtg/Gilbert_&Wilson(Miswanting).pdf).

цене до 10 центов, тяжело противостоять изъятию денег в пользу “безопасных” облигаций и наличных средств. Вместо приобретения акций и владения ими многие люди заканчивают тем, что покупают дорого, продают дешево и остаются в результате ни с чем. Поскольку лишь немногие имеют мужество оставаться лояльным к акциям в период падения фондового рынка, Грэхем настаивает на том, что каждый должен удерживать минимум 25% средств в облигациях. Эта “подушка”, по его словам, придаст вам мужества в том случае, если курс акций падает.

Чтобы лучше понять, сколько риска вы можете принять на себя, подумайте о самых важных обстоятельствах в вашей жизни, которые могут внезапно произойти или измениться, и каким образом они при этом повлияют на вашу потребность в наличных средствах.

- Вы одиноки или имеете семью? Чем занимается ваш супруг или супруга?
- У вас есть дети или планируете ли вы иметь детей? Когда возникнет необходимость оплачивать обучение?
- Будете ли вы наследовать деньги или же вам придется опекать стареющих и болеющих родителей?
- Какие факторы могут повредить вашей карьере? (Если вы работаете в банковской системе, или компании, которая занимается строительством жилых домов, рост процентных ставок может оставить вас без работы. Если вы работаете в химической промышленности, повышение цен на нефть будет не очень хорошей новостью.)
- Если вы мелкий предприниматель, то что может угрожать вашему бизнесу?

- При вашей заработной плате и текущих потребностях сколько денег можете вы себе позволить потерять по вашим инвестициям?

Если после учета всех этих факторов вы чувствуете, что можете принять больший риск за счет больших вложений в акции, вы должны принять во внимание, что минимальный объем облигаций и наличных средств в соответствии с рекомендациями Грэхема должен составлять 25%. Если нет, то сведите долю акций к минимуму, а долю облигаций и наличных средств, наоборот, доведите до 75%. (Чтобы узнать, можно ли довести долю какого-либо одного из инструментов до 100%, читайте далее врезку “А почему не 100% акций?”)

Установив для себя эти процентные параметры, изменяйте их только в случае изменения ваших жизненных обстоятельств. Не покупайте больше акций, потому что курс акций на фондовом рынке растет; и не продавайте акции из-за его снижения. Сердцевиной теории Грэхема является дисциплина, а не предположения. К счастью, с использованием пенсионного счета 401(к) просто управлять вашим портфелем на “автопилоте”. Давайте предположим, что вы чувствуете себя довольно-таки комфортно при относительно высоком уровне риска — скажем, при 70% доле акций и 30% — облигаций. Если курс акций на фондовом рынке возрастает на 25% (при неизменной стоимости облигаций), у вас теперь будет около 75% акций и только 25% облигаций⁵. Зайдите на сайт своего пенсионного счета 401(к) (или наберите номер бесплатной линии) и продайте столько акций, чтобы вновь сбалансировать портфель в соответствии с изначальным соотношением 70:30. Главным является проведение такого рода балансовой сверки в рамках прогнозируемого графика — не настолько часто, чтобы доводить себя до бешенства, и не

⁵ Для простоты в этом примере предположим, что стоимость возрастает мгновенно.

настолько редко, чтобы вашим целям был нанесен серьезный удар. Я думаю, достаточно проводить повторное балансирование каждые шесть месяцев, не чаще и не реже, по таким хорошо запоминаемым датам, как Новый год и Четвертое июля.

А почему не 100% акций?

Грэхем советует вам никогда не вкладывать больше 75% всех активов в акции. Но почему для любого инвестора нежелательно вкладываться все свои средства в акции? Для незначительного меньшинства инвесторов портфель, сформированный на 100% из акций, может иметь смысл. Вы принадлежите к ним, если вы:

- отложили достаточно денежных средств для поддержки своей семьи, по крайней мере, на один год;
- будете инвестировать постоянно, как минимум, на протяжении следующих 20 лет;
- пережили “медвежий” рынок 2000 года;
- не продавали акции во время “медвежьего” рынка, который начался в 2000 году;
- прочли главу 8 этой книги, разработали и используете составленный вами план контроля своего собственного инвестиционного поведения.

Пока вы честно не пройдете этот тест, вы не можете вкладывать все свои деньги в акции. Любой, кто испытывал ощущение паники во время последнего “медвежьего” рынка, будет паниковать и в следующий раз — и пожалеет о том, что не вложил часть денег в облигации.

Прелесть этого периодического повторного балансирования состоит в том, что оно заставляет вас принимать инвестиционные решения с учетом простого объективного стандарта — я сейчас владею более крупным объемом активов, чем предусмотрено моим планом, или нет? — вместо того, чтобы ломать голову об уровнях процентных ставок или предположениях о последующем сильном падении индекса Доу-Джонса. Некоторые взаимные инвестиционные фонды, включая *T. Rowe Price*, в ближайшем будущем смогут предоставлять услуги по автоматическому повторному балансиру-

нию вашего пенсионного 401(к) портфеля в соответствии с вашими текущими целями, так что вам никогда не придется принимать активные решения.

Детали инвестирования в твердо-процентные бумаги

Во времена Грэхема инвесторы, которые вкладывали средства в облигации, сталкивались с двумя основными проблемами: отдать предпочтение облагаемым налогом или освобожденным от налогов облигациям? краткосрочным или долгосрочным? Теперь появилась еще и третья: облигации или инвестиционные фонды, которые инвестируют средства в облигации?

Облагаемые налогом или освобожденные от налогов облигации? Если вы не находитесь в самой низкой группе по налогообложению⁶, вы должны покупать только освобожденные от налогов (муниципальные) облигации. В противоположном случае вам придется уплатить слишком большие налоги. Единственная причина для покупки налогооблагаемых облигаций заключается в том, что вы используете средства вашего пенсионного счета 401(к) или иного счета, по которому вы не платите налоги по текущим доходам. Соответственно, муниципальные облигации для вложения денег с таких счетов неуместны, так как их преимущество относительно выплаты налогов утрачивает свою силу⁷.

⁶ Для 2003 налогового года самая низкая группа федерального налога для доходов одного лица составляла до 28400 долларов или до 47450 долларов для супружеской пары (общие доходы).

⁷ Два хороших онлайн-калькулятора, которые помогут вам при сравнении дохода после выплаты налогов по муниципальным и облагаемым налогом облигациям можно найти на сайтах www.investingbonds.com/cgi-bin/calculator.pl и www.lebenthal.com/index_infocenter.html. Чтобы решить, являются ли муниципальные облигации правильным выбором для вас, найдите значение “эквивалентной доходности по облагаемым налогом облигациям”, а затем сравните его с той доходностью, которую сейчас приносят облигации казначейства (<http://www.money.cnn.com/markets/bondcenter/> и

Краткосрочные или долгосрочные облигации? Стоимость облигаций и процентные ставки по ним колеблются в противоположных направлениях: если процентные ставки растут, стоимость облигаций падает, хотя стоимость краткосрочных облигаций падает намного меньше, чем стоимость долгосрочных облигаций. С другой стороны, если процентные ставки падают, стоимость облигаций растет — и долгосрочные облигации будут более доходными, чем краткосрочные⁸ Вы можете устранить это различие, купив среднесрочные облигации со сроком погашения от пяти до десяти лет, стоимость которых и не повысится, и не будет падать. Для большинства инвесторов среднесрочные облигации являются наиболее простым решением, поскольку дают возможность не ломать голову над тем, что будет в случае изменения уровней процентных ставок.

Облигации или облигационные инвестиционные фонды? Поскольку облигации в основном продаются лотами стоимостью 10000 долларов каждый и вам необходимо как минимум десять видов облигаций, чтобы диверсифицировать риск любого из них, индивидуальное приобретение облигаций имеет смысл лишь в том случае, если у вас есть по крайней мере 100000 долларов. (Единственным исключением являются облигации, выпущенные Казначейством Соединенных Штатов, так как они защищены полной гарантией американского правительства.)

Инвестиционные фонды, которые вкладывают средства в облигации, предлагают дешевый и довольно-таки простой способ диверсификации вместе

<http://www.bloomberg.com/markers/C13.html>). Если доходность облигаций казначейства является более высокой, чем эквивалентная доходность по облагаемым налогом облигациям, то муниципальные долговые обязательства не для вас.

⁸ *Прекрасное введение в инвестиционные операции с использованием облигаций можно найти на сайте <http://www.flagship.vanguard.com/web/planret/AdvicePTIBInvestmentsInvestingInBonds.html#InterestRates>. Для еще более простого анализа облигаций смотрите сайт <http://money.cnn.com/pf/101/lessons/7/>. Портфель, который содержит облигации с разными сроками погашения, — также своего рода способ хеджирования процентного риска.*

с удобным ежемесячным получением дохода, который вы можете реинвестировать обратно в инвестиционный фонд без уплаты комиссионных. Для многих инвесторов инвестиционные фонды, которые вкладывают средства в облигации, более предпочтительны, чем индивидуальные облигационные портфели (исключениями являются ценные бумаги Казначейства и некоторые муниципальные облигации). Крупные инвестиционные компании, такие как *Vanguard*, *Fidelity*, *Schwab* и *T. Rowe Price*, предлагают широкий выбор акций облигационных инвестиционных фондов по довольно низкой цене⁹.

Выбор у инвесторов, которые специализируются на облигациях, значительно расширился, а потому давайте обновим список возможностей, составленный ранее Грэхемом. Что касается 2003 года, то процентные ставки упали до настолько низкого уровня, что инвесторы просто изголодались по прибылям, но есть способы увеличения процентных доходов без принятия чрезмерного риска¹⁰. Все “за” и “против” обобщены в табл. 4.1.

⁹ Более подробную информацию ищите на сайтах www.vanguard.com, www.fidelity.com, www.schwab.com, www.troweprice.com.

¹⁰ В дополнение можно просмотреть онлайн-резюме по инвестированию средств в облигации на сайте www.aaii.com/promo/20021118/bonds.shtml.

Таблица 4.1. Всеобъемлющий мир облигаций

Тип	Срок погашения	Минимальный объем покупки	Риск дефолта	Риск повышения процентной ставки	Легкость продажи до истечения срока возмещения стоимости	Освобождены от налога на прибыль в большинстве штатов?	Освобождены от уплаты федерального налога на прибыль?	Ориентир доходности	Доходность на 31.12.2002
Казначейские векселя	До одного года	1000 долл. (D)	Чрезвычайно низкий	Очень низкий	Высокая	Да	Нет	90 дней	1,2
Казначейские билеты	От одного до десяти лет	1000 долл. (D)	Чрезвычайно низкий	Средний	Высокая	Да	Нет	5 лет	2,7
								10 лет	3,8
Долгосрочные казначейские обязательства	Больше 10 лет	1000 долл. (D)	Чрезвычайно низкий	Высокий	Высокая	Да	Нет	30 лет	4,8
Сберегательные облигации	До 30 лет	25 долл. (D)	Чрезвычайно низкий	Очень низкий	Низкая	Да	Нет	Серии облигации EE, приобретенные после мая 1995 года	4,2
Депозитные сертификаты	От одного месяца до пяти лет	Обычно 500 долл.	Очень низкий; застрахован до 100000 долл.	Низкий	Низкий	Нет	Нет	Среднее значение за 1 год	1,5

Фонды денежного рынка	397 дней или меньше	Обычно 2500 долл.	Очень низкий	Низкий	Высокая	Нет	Нет	Облагаемая налогом средняя денежного рынка	0,8
Обязательства по ипотечному залогу	От одного до 30 лет	2000-3000 долл. (F)	В основном средний, но может быть высоким	От среднего к высокому	От средней к низкой	Нет	Нет	Индекс Lehman Bros. MBS	4.6
Муниципальные городские облигации	От одного до 30 лет или больше	5000 долл. (D); 2000-3000 (F)	В целом средний, но может быть и высоким	От среднего к высокому	От средней к низкой	Нет	Да	Среднее значение по национальному у долгосрочному совместному фонду	4,3
Привилегированные акции	Неограниченный	Нет	Высокий	Высокий	От средней к низкой	Нет	Нет	Нет	Сильно изменчива
Высокодходные («старые») облигации	От семи до 20 лет	2000-3000 долл. (F)	Высокий	Средний	Низкий	Нет	Нет	Высокодходный индекс Меррилла Линча (Merrill Lynch)	11,9
Облигации	До 30 лет	2000-3000	Высокий	Средний	Низкая	Нет	Нет	Среднее по облигационны	8,8

отсталых рынков

долл. (F)

м фондам
отсталых
рынков

Источник: Bankrate.com, Bloomberg, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morningstar, www.savingsbonds.gov.

Примечание. (D): при прямых закупках; (F) — при приобретении через совместный фонд.

“Легкость продажи до истечения срока погашения” показывает, можете ли вы немедленно и по обычной цене продать облигации до наступления срока погашения. Взаимные инвестиционные фонды обычно предлагают более упрощенную процедуру продажи, чем та, доступ к которой имеют индивидуальные владельцы.. Муниципальные облигации в основном освобождаются от налога на доход в рамках того штата, в котором они были выпущены.

А теперь давайте рассмотрим несколько типов инвестирования денежных средств в облигации, которые могут способствовать достижению определенных целей.

Инструменты денежного рынка — это не пустой звук

Как можно выжать больше прибыли из ваших денежных средств? Разумный инвестор должен принимать во внимание размещение средств не только в банковские депозитные сертификаты, которые предлагали достаточно скудные доходы в последнее время.

Ценные бумаги казначейства, такие как облигации правительства Соединенных Штатов, фактически не несут кредитного риска — поскольку, вместо банкротства по своим долгам Дядюшка Сэм может просто поднять налоги или печатать больше денег по желанию. Срок погашения по казначейским векселям составляет 4, 13 и 26 недель. Из-за очень коротких сроков погашения казначейские векселя редко страдают от повышения процентных ставок, которое влияет на цены других доходных инструментов. Долгосрочные казначейские обязательства, тем временем, серьезно страдают от повышения процентных ставок. Процентный доход по ценным бумагам Казначейства в основном освобождается от уплаты подоходного налога штата, но не от федерального. Рынок казначейских обязательств очень большой на нем обращается ценных бумаг на 3,7 триллиона долларов, поэтому вы можете в любой момент найти покупателя, если вам срочно нужно получить деньги до истечения срока действия облигации. Вы можете покупать казначейские векселя, краткосрочные казначейские билеты и облигации без оплаты брокерских услуг прямо на правительственном сайте www.publicdebt.treas.gov.

(Больше информации по защищенным от инфляции казначейским бумагам представлено в комментариях к главе 2.)

Сберегательные облигации, в отличие от казначейских, не обращаются на рынке. Вы не можете продать их другому инвестору и вы лишитесь процентного дохода за три месяца, если вы вернете их раньше, чем через пять лет. Таким образом, они приемлемы в основном как “отложенные деньги”, предназначенные на будущие нужды — подарок в честь религиозной церемонии через несколько лет или стартовый капитал новорожденному для обучения в Гарварде. Они относятся к классу ценных бумаг, которые продаются по самым низким лотам в 25 долларов, поэтому и являются просто идеальным подарком для внучат. Для инвесторов, которые могут с уверенностью оставить неприкосновенной часть своих денежных средств на грядущие годы, защищенные от инфляции “инвестиционные облигации” в последнее время предлагают довольно привлекательный процент — около 4%. Более подробную информацию можно найти на сайте www.savingsbonds.gov.

Что еще можно найти на рынке?

Ипотечные ценные бумаги. Обеспеченные тысячами закладных со всех концов Соединенных Штатов, ипотечные облигации выпускаются следующими агентствами: *Federal National Mortgage Association* (“*Fannie Mae*”) или *Government National Mortgage Association* (“*Ginnie Mae*”). Но они не обеспечены Казначейством Соединенных Штатов, потому уровень их доходности более высокий, что необходимо для покрытия более высокого риска. Ипотечные облигации в целом приносят более низкую доходность, если падают процентные ставки, и доходность становится просто огромной при росте процентной ставки. Хорошие ипотечные облигационные фонды могут предоставить компании *Vanguard*, *Fidelity* и *Pimco*. Но если сам брокер

пытается продать вам одинокую ипотечную облигацию, скажите ему, что вы опаздываете на визит к проктологу.

Аннуитеты. Эти инструменты страхового типа дают вам возможность откладывать уплату текущих налогов и получать доходы после достижения пенсионного возраста. Фиксированные аннуитеты приносят заранее установленные объемы доходов; в то время как изменяемые обеспечивают изменяющуюся доходность. Но от чего в данной ситуации пассивному инвестору действительно нужно защищаться, так это от активных страховых агентов, брокеров и специалистов по финансовому планированию, которые торгуют вразнос аннуитетами по непомерно высоким ценам. В большинстве случаев высокие издержки по владению аннуитетом — включая “выплаты вследствие признания себя несостоятельным должником”, которые появляются как следствие вашего раннего ухода — будут подавлять его преимущества. Немногие хорошие аннуитеты покупаются, а не продаются. Если аннуитет приводит к жирным комиссиям для продавца, вполне вероятно, что прибыли покупателя будут довольно скудными. Рассмотрите только те варианты, которые вы можете купить прямо из рук представителей, предлагающих их по наиболее низкой стоимости, наподобие компаний *Ameritas*, *TIAA-CREF* и *Vanguard*¹¹.

Привилегированные акции. Привилегированные акции — наиболее неудачный способ инвестирования из двух основных его видов. Они менее надежны, чем облигации, поскольку они обладают только правом второго требования на

¹¹ В целом, переменные аннуитеты непривлекательны для инвесторов до 50 лет, которые ожидают находиться в высокой группе по обложению налогом на протяжении пенсионного периода или которые еще не достигли максимума по своим текущим счетам 402(к) или IRA. Постоянные аннуитеты (с заметным исключением из TIAA-CREF) могут изменять свои “гарантированные” права и обрести признаки отратительных платежей по признанию себя несостоятельным должником. Для четкого и объективного анализа аннуитетов просмотрите две статьи Walter Upgrave: “Income for Life”, *Money*, July, 2002, pp. 89-96, и “Annuity Buyer’s Guide”, *Money*, November, 2002, pp. 104-110.

активы компании в случае ее банкротства. И они предлагают более низкий потенциал доходности, чем обыкновенные акции, поскольку компании обычно выкупают обратно свои привилегированные акции, если падает процентная ставка или растут кредитные ставки. В отличие от процентных платежей по большинству облигаций, компании-эмитенты не могут вычитать дивиденды по привилегированным акциям из налоговых обязательств своих компаний. Задайте себе вопрос: если компания достаточно здорова, чтобы заслуживать моего внимания, почему она платит хорошие дивиденды по своим привилегированным акциям вместо того, чтобы выпустить облигации и получить налоговые льготы? Наиболее очевидным будет ответ, что компания не настолько здорова, рынок для ее облигаций насыщен, так что ваша попытка заработать на привилегированных акциях скорее всего провалится.

Обыкновенные акции. Анализ ситуации в начале 2003 года (<http://screen.yahoo.com/stocks.html>) показал, что по 115 акциям, которые входят в фондовый индекс *Standard & Poor's 500 stock*, дивидендная доходность составляет 3% или более. Ни один разумный инвестор, независимо от того, как бы он ни нуждался в получении дохода, никогда не купит акции с учетом только дивидендной доходности. Компания и ее бизнес должны быть прочными, а стоимость акции — разумной. Но, в соответствии с “медвежьим” рынком, который начался в 2000 году, некоторые акции сейчас приносят более высокую доходность, чем долгосрочные казначейские обязательства. Поэтому даже наиболее пассивный инвестор должен понимать, что выборочное включение акций в портфель, который полностью или почти полностью состоит из облигаций, может увеличить его доходность¹².

¹² Более подробно о роли дивидендов см. в главе 19.

Комментарии к главе 5

Преуспевание человека — результат не столько огромного состояния, которое очень редко дается, сколько маленьких выгод, которые предоставляются каждый день.

Бенджамин Франклин

Лучшая защита — это нападение

Почему, после кровавой бани, которая случилась на фондовом рынке в последние годы, пассивные инвесторы все же должны покупать обыкновенные акции?

Во-первых, давайте вспомним, что, согласно взглядам Грэхема, ваша характеристика как пассивного инвестора, зависит не столько от того, в какой мере вы склонны к риску, сколько от того, насколько вы хотите тратить время и энергию на формирование и управление своим инвестиционным портфелем. И если вы будете придерживаться правил, установленных Грэхемом, то инвестирование в акции окажется таким же легким, как и операции с облигациями или инструментами денежного рынка. (В главе 9 говорится о том, как можно купить акции индексного инвестиционного фонда, прилагая такие же усилия, как одеваясь по утрам).

Если вы обожглись на операциях с акциями во время “медвежьего” рынка, начавшегося в 2000 году, то вполне понятно, что вы могли принять решение больше никогда не покупать никаких акций. Как говорить пословица: “Обжегшись на молоке, будешь дуть и на воду”. Поскольку крах фондового рынка 2000-2002 годов был ужасным, многие инвесторы теперь

рассматривают акции как особо рискованные инвестиции. Но, как это ни парадоксально, сам факт крушения избавил фондовый рынок от значительных рисков. До того было горячее молоко, а теперь это вода комнатной температуры.

Если подумать логично, то решение покупать или нет акции сегодня не имеет ничего общего с тем, сколько денег вы могли потерять, владея акциями несколько лет тому назад. Если акции имеют достаточно разумную цену, позволяющую рассчитывать на ее рост в будущем, то вы должны владеть ими независимо от того, какие убытки они могли принести вам в предыдущие годы. Все это превращается в куда более весомые аргументы при низкой доходности облигаций.

Как уже рассматривалось в главе 3, согласно историческим стандартам акции (по состоянию на начало 2003 года) являются всего лишь умеренно переоцененными. Тем временем, еще недавно облигации имели настолько низкую доходность, что инвесторов, которые вкладывали в них деньги с учетом их надежности, можно было бы сравнить с курильщиком, который думает, что может защитить себя от рака легких, если будет курить сигареты с низким содержанием никотина. Независимо от того, насколько пассивным является инвестор, с точки ли зрения Грэхема (незначительный уровень активности на рынке) или же с традиционной точки зрения (низкая склонность к риску), сегодняшние характеристики фондового рынка свидетельствует о том, что вам нужно вкладывать хотя бы часть ваших денег в акции.

К счастью, еще никогда пассивному инвестору не было так просто покупать акции. И портфель с возможностью управления “на автопилоте”, который безо всяких усилий заставляет ваши деньги приносить небольшую доходность на протяжении каждого месяца по заранее определенным видам инвестиций,

может защитить вас от необходимости посвятить большую часть своей жизни выбору акций.

Следует ли вам “покупать то, что вы знаете”?

Прежде всего, давайте рассмотрим, чего всегда должен избегать пассивный инвестор. Это непоколебимой веры в то, что он сможет выбрать акции без какой-либо подготовки. В 1990-х годах один из наиболее популярных лозунгов инвестиционной деятельности гласил, что следует “покупать, то что вы знаете”. Питер Линч (*Peter Lynch*), с 1977 по 1990 год руководивший компанией *Fidelity Magellan* с наилучшими результатами, которые когда-либо получал этот совместный инвестиционный фонд, был наиболее харизматичным проповедником подобных убеждений. Линч утверждал, что инвесторы-любители имеют то преимущество, об использовании которого забыли профессиональные инвесторы — “силу общих знаний”. Когда вы открываете для себя новый ресторан, машину, зубную пасту или джинсы — или если вы замечаете, что места парковки возле близлежащей компании постоянно заняты или что люди все еще работают в штаб-квартире компании долгое время после того, как клерки покинули ее, — то вы формируете собственный взгляд на акции, который профессиональный аналитик или управляющий портфелем может никогда и не получить. Как говорил Линч: “Покупая машины или фотоаппараты, вы начинаете разбираться в том, что хорошо, а что плохо, что продается, а что нет... и наиболее важным является то, что вы знаете это прежде, чем это становится известным на Уолл-Стрит”¹.

¹ *Peter Lynch with John Rothchild, One Up on Wall Street (Penguin, 1989), p. 23.*

Правило Линча — “Вы можете быть успешнее экспертов, если будете использовать свой взгляд на инвестиции в акции компании, бизнес который вы уже поняли” — не является невыполнимым, и тысячи инвесторов получали на его основе прибыль на протяжении многих лет. Но правило Линча может работать только в том случае, если вы тоже следуете его результатам: “Поиск обещающей компании является только первым шагом. Следующим шагом является проведение исследования”. К своей чести, Линч настаивает на том, что нельзя вкладывать средства в компанию, даже выпускающую великолепные продукты или предоставляющую качественные услуги, без изучения ее финансового состояния и оценки стоимости бизнеса.

К сожалению, большинство покупателей акций игнорируют этот этап в своей инвестиционной деятельности.

Барбара Стрейзанд (*Barbara Streisand*), примадонна дэй-трейдинга, воплотила в жизнь путь людей, которые неправильно воспользовались подходом Линча. В 1999 году она заявила: “Мы ходим в *Starbucks* каждый день, поэтому я покупаю акции *Starbucks*”. Но Смешная Девчонка забыла, что независимо от того, насколько вы любите эти кофейни, вам все же следует проанализировать финансовое состояние компании *Starbucks* и убедиться в том, что акции переоценены еще больше, чем кофе. Бесчисленное количество покупателей акций совершают ту же ошибку, надеясь на акции *Amazon.com* лишь потому, что они любят этот сайт, или покупая акции *e*Trade*, поскольку эта компания является их собственным онлайн-брокером.

“Эксперты” также высказались в пользу такого подхода. В интервью на канале *CNN* в конце 1999 года управляющего портфелем компании *Firsthand Funds* Кевина Ландиса (*Kevin Landis*) ведущий спросил: “Как вы делаете это? Почему я не могу добиться таких результатов, Кевин?” (С 1995 года и до конца 1999 года компании *Firsthand Technology Value Funds* имела

великолепную доходность в размере 58,2% годовых.) “Почему же, вы можете сделать это, — щебетал Ландис. — Все, что вам следует сделать — сфокусироваться на том, что вы знаете, быть в курсе дел отрасли и разговаривать каждый день с людьми, которые работают в этой отрасли”².

Наиболее болезненное искажение правила Линча было характерно для корпоративных пенсионных планов. Если вам советуют “покупать то, что вы знаете”, что же может быть лучшей инвестицией для вашего счета 401(к), если не акции вашей собственной компании? К тому же вы работаете здесь; знаете больше о компании, чем любой посторонний человек. Грустно, но работники компаний *Enron*, *Global Crossing* и *WorldCom* — многие из которых вложили почти все свои пенсионные активы в акции собственной компании, практически уничтожив свои сбережения, — поняли, что свои люди часто владеют лишь иллюзией знания, а не знанием реальных вещей.

Психологи во главе с Барухом Фишхофом (*Baruch Fischhoff*) из *Carnegie Mellon University* пришли к заключению, что ознакомление с предметом незначительно снижает склонность людей к преувеличению того, сколько они в действительности знают об этом³. Вот почему “инвестирование в то, что вам знакомо” может быть опасным. Чем больше вы знаете о деятельности компании, тем меньше вам хочется исследовать недостатки приглянувшейся

² Интервью Кевина Ландиса (Kevin Landis) на CNN In the Money, 5 ноября 1999, 11 часов утра по восточному стандартному времени. Если воспользоваться словами Ландиса в качестве подсказки, то фокусирование на “том, что вам знакомо” не является “всем, что вам необходимо делать” для осуществления успешного выбора акций. С конца 1999 года и до конца 2002 года инвестиционный фонд Ландиса (который состоял преимущественно из технологических компаний, по заявкам известным ему “из первых рук” с его базы в Silicon Valley) потерял 73,2% своей стоимости, получив даже больший удар, чем средние технологические фонды на протяжении этого периода.

³ Sarah Lichtenstein and Baruch Fischhoff, “Do Those Who Know More Also Know More about How Much They Know?” *Organizational Behavior and Human Performance*, vol. 20, no. 2, December, 1977, pp. 159-183.

вам компании. Эта разрушительная форма чрезмерной уверенности называется “домашней ошибкой”.

- Индивидуальные инвесторы владеют в три раза большим количеством акций своей местной телефонной компании, чем акциями всех других телефонных компаниях, вместе взятых.
- Типичный взаимный инвестиционный фонд владеет акциями тех компаний, чьи штаб-квартиры находятся на 115 миль ближе к главному офису фонда, чем штаб-квартиры типичных компаний в отрасли.
- Инвесторы, которые владеют счетом 401(к), от 25 до 30% своих пенсионных активов вкладывают в акции своей компании⁴.

Короче говоря, осведомленность порождает самодовольство. В телевизионных передачах разве не сосед, или близкий друг, или отец преступника в шоке произносит: “Он был таким хорошим парнем”? Это потому, что если мы находимся слишком близко к кому-то или чему-то, мы считаем свою веру доказанной, вместо того, чтобы проверить ее действие в несколько отдаленных обстоятельствах. Чем больше мы знаем о компании, тем больше пассивному инвестору хочется превратиться в ленивого инвестора, который думает, что нет необходимости в проведении каких-либо исследований. Не позволяйте, чтобы это случилось и с вами.

⁴ Gur Huberman, “Familiarity Breeds Investment”; Joshua D. Coval and Tobias J. Moskowitz, “The Geography of Investment”; and Gur Huberman and Paul Sengmuller, “Company Stock in 401(k) Plans”, эти работы можно посмотреть на сайте <http://papers.ssrn.com>.

Что вы можете сделать самостоятельно?

К счастью для пассивного инвестора, который горит желанием проводить необходимые исследования для формирования своего инвестиционного портфеля, сейчас наступил Золотой век. Никогда раньше в финансовой истории владение акциями не было таким дешевым и удобным⁵.

Сделайте это сами. С помощью специализированных онлайн-брокерских сервисов наподобие www.sharebuilder.com, www.foliofn.com и www.buyandhold.com вы можете автоматически купить акции, даже если вы располагаете незначительным объемом денежных средств. Эти веб-сайты требуют оплаты 4 доллара за проведение каждой покупки любой из тысячи акций компаний Соединенных Штатов, которые они выставляют на продажу. Вы можете вкладывать инвестиции каждую неделю или каждый месяц, реинвестировать дивиденды и даже постепенно переводить деньги в акции с помощью электронных перечислений с вашего банковского счета или с помощью чековой книжки. *Sharebuilder* устанавливает более высокую плату за операции по продажам, чем по покупкам — тем самым как бы легким щелчком по носу свернутой газетой напоминая, что быстрые продажи не являются инвестиционной деятельностью — в то время как *FolioFN* предлагает услуги по отслеживанию налогов.

⁵ По мнению профессора по финансам Чарльза Джонса (Charles Jones) из Columbia Business School, затраты на проведение небольшой сделки с акциями (покупки или продажи) на Нью-йоркской фондовой бирже упали с примерно 1,25% (при Грэхеме) до 0,25% от величины сделки в 2000 году. Для организаций наподобие взаимных инвестиционных фондов эти издержки на самом деле являются более высокими. (Charles M. Jones, "A Century of Stock Market Liquidity and Trading Costs", см. на сайте <http://papers.ssrn.com>).

В отличие от традиционных брокеров или взаимных инвестиционных фондов, которые не пустят вас на порог с суммой меньше 2000 или 3000 долларов, эти онлайн-фирмы не устанавливают минимальные балансы для счетов и созданы для начинающих инвесторов, которые хотят использовать “автопилот” для управления своими портфелями. Будьте уверены, плата за обслуживание в размере 4 доллара составляет гигантские 8% при инвестициях 50 долларов в месяц — но если это все деньги, которые вы можете потратить, то все эти сайты по микроинвестированию окажут вам большую помощь.

Также вы можете приобретать акции непосредственно у компаний, которые их выпускают. В 1994 году Комиссия США по ценным бумагам и биржам (*U.S. Securities and Exchange Commission*) ослабила узы, которые когда-то давным-давно накинута на операции по прямым продажам акций рядовым инвесторам. Сотни компаний ответили созданием интернет-ресурсов, которые позволяли инвесторам покупать акции без консультации с брокером. Приведем некоторые полезные источники информации по прямой покупке акции: www.dripcentral.com, www.netstockdirect.com (филиал компании *Sharebuilder*) и www.stockpower.com. Прямые программы по покупке акций обычно являются более дешевым вариантом, чем использование услуг брокера.

Но все же обратите внимание на то, что покупка акций для получения небольшой прибыли на протяжении нескольких лет может привести к возникновению такой большой головной боли, как налогообложение. Если вы не готовы постоянно вести изнурительные записи всех ваших покупок, не приобретайте в первом же попавшемся месте. И, наконец, не инвестируйте сбережения только в один вид акций — или просто в ряд различных акций. Если вы не желаете распылять свои вклады, вам не стоит вкладывать вообще. Совет Грэхема владеть акциями от 10 до 30 видов остается хорошей стартовой

точкой для инвестора, который хочет найти свои собственные акции, но все же следует быть уверены в том, что вы не вкладываете все средства в одну отрасль⁶. (Более подробная информация о том, как осуществлять выбор индивидуальных акций при формировании своего портфеля, приведена в начале этой главы, а также в главах 11, 14 и 15.)

Если после формирования такого онлайн-портфеля на “автопилоте” вы участвуете в торгах чаще, чем два раза в год, или тратите на свою инвестиционную деятельность больше, чем час или два в месяц в общей сложности — то что-то в этом не так. Не позволяйте простоте и сиюминутным ощущениям Интернета превратить вас в спекулянта. Пассивный инвестор ведет — и выигрывает — гонки, сидя тихо.

Воспользуйтесь чьей-то помощью. Пассивный инвестор может также приобретать акции с пониженной комиссией с помощью брокера, менеджера по финансовому планированию или универсального биржевого брокера. При использовании брокерских услуги с пониженной комиссией вам придется делать большую часть работы по выбору акций самостоятельно. Принципы Грэхема помогут вам создать базовый портфель, который будет требовать минимальных усилий по управлению и предложит максимальные шансы для получения стабильной доходности. С другой стороны, если вы не можете сэкономить время или мобилизовать ресурсы для того, чтобы заниматься этим самостоятельно, нет причины испытывать смущение по поводу найма того, кто выберет для вас акции компаний или взаимных инвестиционных фонды. Но есть один вид ответственности, который вы не должны никому

⁶ Чтобы определить, являются ли акции, которыми вы владеете, достаточно диверсифицированными среди разных отраслевых секторов, вы можете использовать бесплатную функцию “Instant X-Ray”, которую можно найти на сайте www.morningstar.com, или информацию консультационного сектора (Global Industry Classification Standard) на сайте www.standardandpoors.com.

делегировать. Вы, и только вы, должны изучить (перед тем как вкладывать деньги), стоит ли доверять советчику, и являются ли разумными его гонорары. (Более подробно об этом читайте в главе 10.)

Передайте часть работы кому-то другому. Взаимные инвестиционные фонды являются для пассивного инвестора оптимальным способом воспользоваться преимуществами роста фондового рынка и избежать печальных последствий его падения. При относительно низких издержках вы можете добиться высокого уровня диверсификации и получить услуги по профессиональному отбору и мониторингу акций. В своей наилучшей форме — индексных портфелей — взаимные инвестиционные фонды могут фактически не требовать мониторинга или какого-либо управления. Индексные фонды — это вид инвестиций типа *Rip Van Winkle*, вероятность возникновения каких-либо неблагоприятных событий по которым крайне невелика, даже если вы, как ленивый фермер Вашингтона Ирвинга (*Washington Irving*), уснете на 20 лет. Они созданы для того, чтобы мечты пассивных инвесторов стали реальностью. Более подробно этот вопрос рассмотрен в главе 9.

Зернышко к зернышку ... и закрома полные

Пассивный инвестор в определенной степени может контролировать хаотическую ситуацию, связанную с непрерывными колебаниями финансовых рынков. Ваш изначальный отказ от активных действий, ваше самоотречение от любой возможности предвидеть будущее может стать наиболее мощным оружием. Принимая все инвестиционные решения в режиме “автопилота”, вы лишаетесь всяческого самообмана, будто бы вы знаете, какие акции следует

покупать. Этим же решением вы выводите себя из-под негативных последствий падения фондового рынка.

Как отмечает Грэхем, периодические вложения равных сумм денег вне зависимости от движений финансового рынка дает вам возможность проводить политику регулярного инвестирования. С каждой неделей, месяцем или кварталом вы совершаете регулярные покупки на фиксированную сумму — независимо от того, поднимается рынок или падает. Ведущие взаимные фонды и брокерские фирмы могут предоставлять услуги по автоматическому и безопасному электронному переводу ваших денег. Таким образом, вам даже не нужно выписывать чеки. Все это происходит в невидимом и автоматическом режиме.

Идеальным способом реализации метода усредненного равномерного инвестирования является формирование портфеля из акций индексного фонда, в котором представлены только стоящие акции и облигации. В этом случае вы избавляете себя от головоломок фондового рынка относительно того, какими будут дальнейшие тенденции его развития, или какой из секторов рынка и какие именно акции или облигации будут наиболее доходными.

Давайте предположим, что вы можете сэкономить 500 долларов в месяц. Периодически вкладывая равные суммы денег в акции только трех индексных фондов — 300 долларов в первый, который охватывает весь фондовый рынок Соединенных Штатов, 100 долларов — в другой, который состоит из зарубежных акций, и 100 долларов — в индексный фонд, сформированный за счет облигаций Соединенных Штатов, вы можете быть уверены, что вы

владеете почти всеми инвестициями на планете, которыми стоит владеть⁷. Каждый месяц, как часовой механизм, вы покупаете ценных бумаг на заранее установленную сумму. Если рынок падает, то ваша фиксированная сумма используется для покупки большего количества акций, чем в предыдущем месяце. Если же фондовый рынок идет вверх, то на ваши деньги приобретается меньше количество акций. Поставив, таким образом, управление своим портфелем в режим “автопилота”, вы или уберегаете себя как от поспешных покупок растущих в цене и привлекательных акций, так и от лихорадочной скупки после крушения фондового рынка существенно подешевевших акций.

Согласно расчетам компании *Ibbotson Association*, занимающей лидирующее место в области проведения исследований финансовых рынков, вложив в начале сентября 1929 года 12000 долларов в фондовый индекс *Standard & Poor's 500*, через 10 лет вы остались бы только с 7223 долларами. Но если вы начали с ничтожных 100 долларов и просто инвестировали еще по 100 долларов каждый месяц, то до августа 1939 года ваш капитал вырос бы до 15571 доллара! Это сила дисциплинированных приобретений — даже несмотря на Великую депрессию и наихудшее состояния “медвежьего” за всю историю фондового рынка⁸.

Как только вы сформировали свой инвестиционный портфель из акций индексных фондов, и поставили его тем самым на “автопилот”, вы готовы

⁷ Более подробно логическое обоснование вложения части портфеля в зарубежные акции раскрыта в примечаниях к главе 7.

⁸ Источник: Таблицы, любезно предоставленные компанией Ibbotson Associates. Несмотря на то, что для розничных инвесторов не предоставлялась возможность покупать все акции, которые входят в расчетную базу индекса Standard & Poor's 500 до 1976 года, тем не менее, пример доказывает мощь метода усредненного равномерного инвестирования во времена “медвежьего” рынка.

дать универсальный ответ пассивного инвестора на любой вопрос, связанный с изменениями на фондовом рынке. Вот он: “Я не знаю и меня это не волнует”. Если кто-то спросит вас, превышает ли доходность облигаций доходность акций, просто ответьте: “Я не знаю, и меня это не волнует”, — в конце концов, вы же автоматически покупаете и то, и другое. Пострадают ли акции высокотехнических компаний в результате роста стоимости акций медицинских компаний? “Я не знаю и меня это не волнует”, — вы постоянный владелец обоих видов акций. Как дальше быть с *Microsoft*? “Я не знаю, и меня это не волнует”, — если эта компания достаточно велика, чтобы стоило покупать ее акции, ваш индексный фонд включает и ее, то есть вы тоже владеете этими акциями. Будет ли доходность зарубежных акций превышать доходность американских? “Я не знаю и меня это не волнует”, — если да, то вы воспользуетесь плодами этого превышения; если нет, вы купите больше акций по более низким ценам.

Предоставляя вам возможность сказать: “Я не знаю и меня это не волнует”, портфель на “автопилоте” освобождает вас от ощущения, что вам необходимо предвидеть, какие события произойдут на финансовых рынках, и от иллюзии, что кто-либо может это сделать. Осознание того, насколько мало вы можете знать о будущем вместе с признанием вашего неведения является наиболее сильным оружием пассивного инвестора.

Комментарии к главе 6

Удары, которых ждешь, изнуряют.

Тренер по боксу Анжело Данди

Как для агрессивного, так и для пассивного инвестора то, чего не следует делать, столь же важно, как и то, что нужно делать. В этой главе Грэхем перечисляет то, что “не стоит делать” агрессивному инвестору. Вот правила для сегодняшнего дня.

Охота за «бросовыми облигациями»

О высокодоходных облигациях, которые Грэхем называет “облигациями второго класса” или “низкокачественными облигациями” (сегодня это так называемые “бросовые облигации” — он отзывался очень неодобрительно. В дни, когда Грэхем писал свою книгу, диверсификация рисков дефолта для индивидуального инвестора была слишком дорогостоящей и обременительной процедурой¹. (Чтобы узнать, насколько серьезным может быть дефолт и насколько безопасно даже для “опытного” профессионального инвестора является приобретение облигаций, смотрите соответствующую врезку на следующей странице). Сегодня, тем не менее, существует больше

¹ В начале 1970-х годов, когда Грэхем писал книгу, существовало меньше дюжины инвестиционных фондов, специализирующихся на бросовых облигациях. Практически все из них назначали комиссию за продажи вплоть до 8,5%; а некоторые даже заставляли инвесторов платить за привилегию реинвестировать свои ежемесячные дивиденды назад в инвестиционный фонд.

130 взаимных инвестиционных фондов, специализирующихся на операциях с бросовыми облигациями. Наличие таких инвестиционных фондов смягчает жалобы Грэхема на трудность диверсификации. (Но все же его нелюбовь к привилегированным акциям с высокой доходностью обоснована, поскольку не существует дешевого и широко распространенного способа страхования их рисков).

Облигации компании *Worldcom*: урок для инвесторов

Приобретение облигаций только из-за их процентного дохода подобно женитьбе только ради секса. Если исчезает то, что раньше привлекало больше всего, то вы сталкиваетесь с вопросом: “А что еще?” Когда единственным ответом становится “ничего”, у супругов и, подобно им, у владельцев облигаций, разбиваются сердца.

9 мая 2001 года компания *Worldcom* произвела наиболее масштабную эмиссию облигаций за всю историю корпоративных облигаций в Соединенных Штатах — на рынок было выпущено долговых обязательств на сумму 11,9 миллиарда долларов. Среди наиболее активных покупателей этих ценных бумаг, привлеченных доходностью, доходящей до 8,3%, были: Пенсионная система общественных служащих Калифорнии (*California Public Employees' Retirement System*), один из наиболее крупных пенсионных фондов; Пенсионные системы штата Алабама (*Retirement Systems of Alabama*), менеджмент которых впоследствии объяснял, что “более высокие доходы” были “очень привлекательными для нас при покупке облигаций”; и фонд *Strong Corporate Bond*, соучредитель которого настолько увлекся жирными доходами *Worldcom*, что заявил: “Мы готовы идти на риск за более высокую дополнительную прибыль”¹.

Но даже минутное изучение перспектив облигаций *Worldcom* показало бы, что они не могут предложить ничего, кроме своей доходности. А все остальное — это потери. На протяжении двух из предыдущих пяти лет прибыль компании *Worldcom* до уплаты налогов не смогла покрыть громадные объемы фиксированных платежей (издержки по выплате процента держателям облигаций) — 4,1 миллиарда. Компания *Worldcom* могла покрыть платежи по облигациям только после очередного кредита банка. И теперь, с горой новых облигаций, компания *Worldcom* увеличила свои издержки по выплате процентов еще на 900 миллионов

долларов в год²! Подобно мистеру Креосоту (*Creosote*) из “Смысла жизни Монти Питона” (“*Monty Python's The Meaning of Life*”), *Worldcom* досыта насыщалась перед тем, как лопнуть.

Нет доходности, способной компенсировать инвестору риск подобного масштаба. Облигации компании *Worldcom* действительно обеспечивали очень высокую доходность на протяжении нескольких месяцев. Но потом, как и предвидел Грэхем, выплата процентов резко упала. Что же произошло? Вот факты:

- компания *Worldcom* начала процедуру банкротства в июле 2002 года.
- компания *Worldcom* в августе 2002 года признала, что она завысила свою прибыль более, чем на 7 миллиардов долларов³.
- дефолт облигаций *Worldcom* случился в тот момент, когда компания больше не смогла покрывать свои процентные платежи; облигации при этом потеряли больше 80% своей первоначальной стоимости.

¹Смотрите www.calpers.ca.gov/whatshap/worldcom_faqs.htm и www.calpers.ca.gov/whatsnew/press/2002/0716a.htm; Retirement Systems of Alabama Quarterly Investment Report for May 31, 2001, на сайте www.rsa.state.al.us/Investments/quarterly_report.htm; и цитаты из интервью с соучредителем инвестиционного фонда *Strong Corporate Bond* Джоном Бендером (*John Bender*) на сайте www.businessweek.com/magazine/content/01_22/b3734118.htm.

²Эти цифры взяты из проспекта эмиссии облигаций компании *Worldcom*. Документ, составленный 11 мая 2001 года, можно найти на сайте www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html (в окошке “Окно компании” введите *Worldcom*). Даже без сегодняшнего стопроцентного знания о том, что доходы *Worldcom* были мошеннически переоценены, заявленное *Worldcom* предложение о выпуске облигаций испугало бы Грэхема.

³Документацию о крахе *Worldcom* можно найти на сайте www.worldcom.com/infodesk.

С 1978 года на рынке бросовых облигаций случилось много дефолтов. Но даже и после них такие облигации все еще приносили среднегодовую

доходность в размере 10,5% по сравнению с 8,6% по обязательствам Казначейства Соединенных Штатов со сроком погашения 10 лет². К сожалению, услуги большинства инвестиционных фондов, специализирующихся на бросовых облигациях, стоят достаточно дорого. Ми облигациями, подходят вам, если вы уже на пенсии, ищете дополнительный ежемесячный доход к пенсии и можете смириться с временными падениями стоимости облигаций. Таким образом, инвестиционный фонд, владеющий бросовыми облигациями, играет вспомогательную роль в операциях разумного инвестора.

Портфель типа “водка и буррито”

Грэхем относился к зарубежным облигациям не лучше, чем к бросовым³. Все же сегодня, разнообразие различных видов зарубежных облигаций может предоставлять определенный интерес для инвесторов, которые могут противостоять множеству рисков. Примерно дюжина совместных инвестиционных фондов специализируется на облигациях, выпущенных в странах с развивающейся экономикой (или так называемых странах “третьего мира”), таким как Бразилия, Мексика, Нигерия, Россия и Венесуэла. Никто из нормальных инвесторов в здравом уме не вложит более 10% своего общего портфеля облигаций в такие непостоянные вложения, как эти. Но фондовые рынки, на которых работают инвестиционные фонды, специализирующиеся на облигациях в странах с развивающейся экономикой, редко действуют синхронно с фондовым рынком Соединенных Штатов, поэтому они являются

² Edward I. Altman and Gaurav Bana, “Defaults and Returns on High-Yield Bonds,” research paper, Stern School of Business, New York University, 2002.

³ Грэхем не выступал с критикой зарубежных облигаций беспричинно, поскольку в начале своей карьеры он несколько лет проработал агентом по облигациям в Нью-Йорке для заемщиков в Японии.

редкой инвестицией, которая не будет падать при снижении фондового индекса *Dow Jones*. Это поможет вам создать небольшую зону комфорта в вашем портфеле как раз в тот момент, когда вы в ней будете больше всего нуждаться⁴.

Торговать, торговать и ... снова торговать

Как уже рассматривалось в главе 1, дэй-трейдинговые операции представляют собой наилучшее оружие для совершения финансового самоубийства. Одни из ваших операций по торговле ценными бумагами приносят вам прибыль, другие убытки, но ваш брокер всегда остается в выигрыше.

Имейте в виду, что ваша собственная пыл в торговле акциями может уменьшить прибыль. Страстное желание купить акции может привести к тому, что вы с легкостью переплатите 10 центов за акцию. Такого рода дополнительные издержки, вызванные “влиянием рынка”, никогда не отображаются в ваших брокерских счетах, но они реальны. Например, если вы страстно хотите приобрести 1000 акций, и выяснилось, что вам надо переплатить всего лишь по пять центов, это вам будет стоить незаметных, но очень даже реальных 50 долларов. С другой стороны, если инвесторы в

⁴ Два инвестиционных фонда со сравнительно невысокими издержками, которые хорошо работают на рынке стран с развивающейся экономикой, — это Fidelity New Market Income Fund и T.Rowe Price Emerging Bond Fund; более подробно о них можно узнать в Интернете на сайтах www.fidelity.com, www.troweprice.com и www.morningstar.com. Не покупайте облигации инвестиционных фондов в странах с развивающейся экономикой, если годовой операционный доход составляет больше 1,25%, и учтите, что некоторые из них устанавливают краткосрочную плату, взимаемую при выкупе своих акций, чтобы противостоять вложению денег на период меньше трех месяцев.

панике пытаются продать акции и сбывают их по цене намного ниже последних котировок, влияние рынка опять-таки очевидно.

Затраты на проведение торговых операций также, подобно наждачной бумаге, «снимают» часть вашей прибыли. Покупка или продажа небольших пакетов акций может стоить вам от 2% до 4% (или от 4% до 8% за полный торговый цикл)⁵. Если вы вкладываете 1000 долларов в акции, ваши торговые издержки при этом съедают 40 долларов еще до того, как вы начнете проводить свою операцию. При продаже акций вы подарите брокеру еще 4% торговых издержек.

И, кстати — есть еще один момент. Когда вы занимаетесь торговлей вместо проведения инвестиционной деятельности, вы превращаете долгосрочную прибыль от прироста капитала (которая облагается по максимальной ставке 20%) в обычную прибыль (который облагается по максимальной ставке 38,6%).

Сложите все свои издержки и увидите, что торговцу акциями нужно получать как минимум 10% доходности только для того, чтобы покрыть издержки на покупку и продажу акций⁶. Любой торговец благодаря удаче однажды может достичь этого. Достигать такого уровня достаточно часто и уделять этому чрезмерное внимание, которого требует процесс купли-

⁵ Сведения о торговых издержках можно найти на сайте калифорнийской Plexus Group of Santa Monica - www.plexusgroup.com. Plexus настойчиво убеждает в том, что подобно подводной части айсберга в океане, объемы брокерских издержек невидимы и потому упускаются из виду инвесторами, которые продолжают верить в то, что они тратят на ведение операций незначительные суммы при низких комиссионных издержках. Стоимость торговли акциями NASDAQ является более высокой для индивидуальных инвесторов, чем стоимость торговли акциями, которые входят в расчет фондового индекса NYSE.

⁶ Реальные условия в мире все еще являются жесткими, поэтому в этом примере мы не учитываем подходящий налог штата.

продажи акций — плюс кошмарный стресс, который он создает — просто невозможно.

Тысячи людей пытались, и результат очевиден: чем больше вы торгуете, тем меньше сберегаете.

Профессора-финансисты Брэд Барбэр (*Brad Barber*) и Тэрэнс Один (*Terrance Odean*) из Калифорнийского университета исследовали записи торгов больше чем 66000 клиентов одной брокерской фирмы. С 1991 по 1996 годы эти клиенты провели более 1,9 миллиона торговых сделок. До вычета издержек прибыль участников исследования фактически превышала среднюю доходность фондового рынка, по крайней мере, по половине операций за год. Но после вычета издержек на осуществление торговых операций наиболее активным из этих трейдеров — которые обновляли больше 20% своих вложений на протяжении месяца — не хватало 6,4% в год, чтобы “побить” фондовый рынок и получить более высокую доходность. Наиболее терпеливым инвесторам — тем, средний объем торговых операций которых за месяц составлял лишь 0,2% всех инвестиций, — удалось оставить фондовый рынок с носом даже после вычета стоимости транзакций. Вместо того, чтобы отдавать лакомый кусок своих доходов брокерам и в виде налогов, они сберегают почти все⁷.

Урок очевиден: не следует проводить торговые операции только для того, чтобы создавать видимость деятельности — остановитесь. Пришло время каждому понять, что стоит за термином “долгосрочный инвестор”.

⁷ Результаты Барбэра и Одина можно посмотреть на сайтах <http://faculty.haas.berkeley.edu/odeab/Current%20Research.htm> и <http://faculty.gsm.ucdavis.edu/~bbarber/research/default.html>. Многие независимые исследования профессиональных управляющих инвестиционными портфелями привели фактически к идентичным результатам — таким образом, высказанные выше утверждения не являются проблемой “наивного” индивидуума.

выпусков. Психологи Дэниэль Канерман (*Daniel Kahneman*) и Амос Тверски (*Amos Tversky*) показали, что при оценке вероятности или частоты события людям свойственно основывать свои суждения не на том, насколько часто событие фактически происходит, а на том, насколько яркими были примеры. Мы все хотим купить “следующий *Microsoft*” — потому, что знаем точно — покупку первого *Microsoft* мы прозевали. Но мы удобно упускаем тот факт, что большинство других *IPO* были ужасными инвестициями. Вы сможете получить прибыль в 533 дециллиона долларов только в том случае, если никогда не упустите одного из редких победителей среди *IPO* на фондовом рынке — что даже звучит невероятно. В конце концов, большую часть прибыли от выпуска *IPO*-акций получают члены эксклюзивного частного клуба — большие инвестиционные банки и фонды, которые получают акции по начальной (номинальной) стоимости до того, как акции станут доступными для продажи рядовым инвесторам. Наиболее большой взлет часто бывает у акций, выпущенных столь небольшим количеством, что даже крупные инвесторы не могут их получить. Акции просто настолько мало, что обычным инвесторам мало что достается. Если, подобно почти каждому инвестору, вы можете получить доступ к *IPO* только после того, как цена акции намного превысила начальную, ваши результаты будут ужасными. С 1980 по 2001 годы, если вы приобретали средний выпуск *IPO*-акций по первой цене закрытия торгов и владели ими на протяжении трех лет, то ваша ежегодная доходность была ниже рыночной в среднем на 23 процентных пункта⁹.

Возможно, самый показательный пример стремления разбогатеть на *IPO*-акциях нам дает история с акциями компании *VA Linux*. “*LINUX* — следующий

⁹ Jay R. Ritter and Ivo Welch, “A Review of *IPO* Activity, Pricing, and Allocations”, *Journal of Finance*, August, 2002, p. 1797. Ritter’s website, на сайте <http://bear.cba.ufl.edu/ritter/>, и Welch homepage, на сайте <http://welch.som.yale.edu/> — интересные источники данных для всех, кто заинтересован в *IPO*.

MSFT торжествовал вначале каждый владелец акций, купивший их в ходе *IPO*. “ПОКУПАЙ СЕЙЧАС, И ЧЕРЕЗ ПЯТЬ ЛЕТ ВЫХОДИ НА ПЕСНИЮ”¹⁰. 9 декабря 1999 года стартовала процедура первоначального публичного предложения акций по цене 30 долларов. Но спрос на акции был настолько огромен, что когда *NASDAQ* открылся утром 9 декабря, ни один из первоначальных владельцев *VA Linux* не хотел продавать акции до того момента, пока цена не достигла 299 долларов за акцию. Акции достигли пиковой цены 320 долларов, цена закрытия составила 239,25 доллара, доходность — 697,5% за один день. Но вся прибыль досталась лишь горстке институциональных торговцев ценными бумагами. Прибыль индивидуальных инвесторов была ничтожной.

Заметим, что покупка *IPO*-акций является плохой идеей, поскольку она вопиюще нарушает одно из наиболее фундаментальных правил Грэхема. Оно гласит, что не имеет значения, насколько сильно другие хотят купить акции, вы должны покупать только в том случае, если акции дают вам возможность дешево приобрести интересующие вас акции. Если исходить из максимальной цены акций, 12,7 миллиарда долларов. А чего же стоил бизнес на самом деле? Образованная менее пяти лет назад, компания продала программное обеспечение и предоставила услуги на общую сумму 44 миллиона долларов. И при этом ее убытки составили 25 миллионов долларов. По результатам последнего финансового квартала *VA Linux* продала товаров на 15 миллионов долларов, но потеряла при этом 10 миллионов долларов. Таким образом, компания теряет почти 70 центов на каждом долларе продаж.

¹⁰ Сообщение № 9, отосланное “GoldFingers69” на доску объявлений *VA Linux* на сайте *messages.yahoo.com* 16 декабря 1999 года. *MSFT* является сокращенным символом корпорации Microsoft.

Если бы *VA Linux* была частной компанией, которой бы владел ваш сосед, и он спросил бы у вас, сколько вы заплатите, чтобы выкупить у него этот бизнес, неужели вы бы ответили ему, что цена 12,7 миллиарда долларов устраивает вас? Или же вместо этого вы бы вежливо улыбнулись, вернулись назад к своему барбекю и задумались над тем, какую травку покурил сосед? Полагаясь только на свое мнение, никто из нас даже под страхом смерти не согласится заплатить около 13 миллиардов долларов за убыточное предприятие, над которым уже висят 30 миллионов долларов потерь.

Но как только мы выходим на фондовый рынок в качестве обычных инвесторов, то мы уже не обращаем внимания на стоимость бизнеса, а сосредотачиваемся лишь на цене акций. И если кто-то готов заплатить еще больше, чем заплатили вы за эту акции, какая разница, сколько стоит бизнес?

Курс акций *VA Linux*, после космического взлета в первый день торгов, в дальнейшем падал подобно камню. И уже 9 декабря 2002 года, через три года после того, как курс составил 239,50 доллара, он опустился до 1,19 доллара. Объективно взвешивая очевидные факты, разумный инвестор должен прийти к выводу, что он должен с осторожностью относиться к покупке акций, размещаемых в рамках первоначального публичного предложения.

Комментарии к главе 7

Чтобы сколотить состояние, необходимо обладать огромной смелостью и вместе с тем огромной осторожностью. Но, если вы обладаете этими качествами, вам еще потребуется в десять раз больше мудрости, чтобы сохранить его.

Натан Майер Ротшильд

Тайминг: не обращайтесь внимание

В идеальном мире разумный инвестор будет владеть акциями только в том случае, если они дешевы, и продавать их в том случае, если их выросшая цена продемонстрирует их переоцененность. Продав их, он займется операциями с облигациями и инструментами денежного рынка, пока акции вновь не упадут в цене настолько, чтобы стать выгодными для приобретения. С 1966 года до конца 2001 года, по результатам одного из исследований, 1 доллар, вложенный в акции, которые инвестор все время держал в своем портфеле, вырос бы до 11,71 доллара. Но если бы инвестор продавал акции накануне пяти самых худших дней в каждом году, то первоначальный 1 доллар превратился бы в 987,12 доллара¹.

¹ Статья “Truth About Timing” Бэрона (Barron) в *New York Times* за 5 ноября 2001 года, с. 20 — “Правда о выборе определенного момента” — является полезным напоминанием о постоянном принципе разумного инвестора. Когда вы видите слово “правда” в статье об инвестировании, возьмите себя в руки; многие из последующих цитат могут оказаться обманчивыми. (С другой стороны, инвесторы, которые приобрели акции в 1966 году и продали их в 2001 году, получили на каждый доллар как минимум 40 долларов, а не 11,71 доллара. В исследовании, которое цитировал Барон (Barron), не учитывалось реинвестирование дивидендов.)

Как и большинство чудесных идей фондового рынка, эта идея идея тайминга, основана на ловкости рук. Как вы (или кто-либо другой) точно определите, какие дни будут самыми худшими до их наступления? 7 января 1973 года в *New York Times* было опубликовано интервью с одним из ведущих финансовых аналитиков, специализирующихся на составлении прогнозов развития фондового рынка, который настоятельно рекомендовал инвесторам покупать акции: “Нынешнее состояние рынка позволяет безоговорочно использовать столь редкую возможность дальнейшего повышения их стоимости”. Этим аналитиком был Алан Гринспэн (*Alan Greenspan*), будущий глава Федеральной Резервной Системы (*Federal Reserve*). Время показало, насколько он ошибался: 1973 и 1974 годы стали самыми худшими со времен Большой депрессии с точки зрения экономического роста и рынка акций².

Могут ли профессионалы определить время для успешных операций на фондовом рынке лучше, чем Алан Гринспэн (*Alan Greenspan*)? “Я думаю, есть все основания полагать, что большинство спадов фондового рынка уже остались позади”, заявил 3 декабря 2001 года Кейт Лэри Ли (*Kate Leary Lee*), президент фирмы *R.M. Leary & Co.*, специализирующейся на определении времени проведения операций на рынке. “Это время для осуществления операций на фондовом рынке”, — добавил он, прогнозируя хорошее состояние рынка акций на первый квартал 2002 года³. На протяжении следующих трех месяцев акции обеспечили ничтожно низкую доходность 0,28%, в то время как доходность инструментов денежного рынка была выше на 1,5%.

² *New York Times* за 7 января 1973 года, специальный раздел “Экономический обзор” (“Economic Survey”), с. 2, 19, 44.

³ Пресс-релиз “It’s a good time to be in the market, says R.M. Leary & Company”, 3 декабря 2001 года.

Не только Лэри прогнозировал хорошее состояние фондового рынка. В исследовании двух профессоров-финансистов Дюкского университета (*Duke University*) утверждалось, что если придерживаться рекомендаций лучших 10% из всех обзоров по определению состояния фондового рынка, то с 1991 по 1995 годы можно было обеспечить себе ежегодную доходность в 12,6%. Но если бы вы проигнорировали их и купили бы акции индексного фонда, то могли заработать 16,4%⁴.

По мнению датского философа Серена Кьеркегора (*Soren Kierkegaard*), понять можно только то, что уже свершилось, а то, что ожидает впереди, еще стоит прожить. Оглянувшись назад, всегда можно точно увидеть, когда следовало покупать, а когда продавать акции. Но не одурачьте сами себя предчувствиями, что в действительности вы можете точно предугадать, когда нужно проводить те или иные операции. Поэтому для большинства инвесторов использование тайминга невозможно с практической и эмоциональной точки зрения⁵.

Что происходит...

Часто кажется, что подобно стремительному старту космического корабля, рост курса акций также не подвластен законам земного притяжения. Давайте рассмотрим траекторию курса трех акций, рост которых в 1990-х годах был

⁴ Также можно сэкономить тысячи долларов на стоимости подписки этих изданий (которые не вычитаются при определении доходности в этих обзорах). Стоимость брокерских услуг и налоги на прибыль краткосрочного периода обычно более высоки для тех инвесторов, кто пытается использовать тайминг, чем для инвесторов, которые придерживаются стратегии долгосрочного инвестирования. Это исследование можно найти в книге R. Graham and Campbell R. Harvey "Grading the Performance of Market-Timing Newsletters", *Financial Analysts Journal*, November/December, 1997, pp. 54-66, а также на сайте www.duke.edu/~charvey/research.htm

⁵ Более подробно о практических альтернативах таймингу — повторном балансировании и регулярном усредненном инвестировании — можно ознакомиться в главах 5 и 8.

самым высоким: *General Electric*, *Home Depot* и *Sun Microsystems* (см. табл. 7.4).

Ежегодно с 1995 по 1999 год курс акций каждой из них рос. Выручка компании *Sun Microsystems* удвоилась, а компании *Home Depot* выросла более чем в два раза. В соответствии с информацией *Value Line*, выручка *General Electric* увеличилась на 29%; ее прибыль выросла на 65%. Показатели прибыли на акцию компаний *Home Depot* и *Sun Microsystems* увеличилась почти в три раза.

Таблица 7.1 Рост, сопровождающийся падением

		1995	1996	1997	1998	1999
<i>General Electric</i>	Выручка, миллиардов долларов	43,013	46119	48952	51546	55645
	Коэффициент EPS, долл.	0,65	0,73	0,83	0,93	1,07
	Доходность акций за год (%)	44,5	40,0	50,6	40,7	53,2
	Коэффициент P/E (на конец года)	18,4	22,2	29,9	36,4	47,9
<i>Home Depot</i>	Выручка, миллиардов долларов	15470	19536	24156	30219	28434
	Коэффициент EPS, долл.	0,34	0,43	0,52	0,71	1,00

	Доходность акций за год (%)	4,2	5,5	76,8	108,3	68,8
	Коэффициент P/E (на конец года)	32,3	27,6	37,5	61,8	73,7
<i>Sun Microsystem</i>	Выручка, миллиардов долларов	5902	7095	8598	9791	11726
	Коэффициент EPS, долл.	0,11	0,17	0,24	0,29	0,36
	Доходность акций за год (%)	157,0	12,6	55,2	114,7	261,7
	Коэффициент P/E (на конец года)	20,3	17,7	17,9	34,5	97,7

Источники: Bloomberg, Value Line

Примечание: Объемы выручки и прибыли за финансовые годы; доходность акций за календарные годы; коэффициент P/E — цена на 31 декабря относится к прибыли за предыдущие четыре квартала.

Но происходило еще кое-что — и это ничуть не удивило бы Грэхема. По мере роста компаний увеличивалась и цена их акций. И если темпы роста курса акций превышали темпы роста компаний, то для инвесторов дело заканчивалось плачевно. По данным табл. 7.2 можно сделать следующий вывод:

Покупка акций большой компании не является стоящей инвестицией, если акции обходятся вам слишком дорого.

Чем выше растет курс акций, тем больше кажется, что этот рост будет сохраняться и в дальнейшем. Но эта инстинктивная уверенность категорически противоречит фундаментальным законам финансового мира: чем больше становятся компании, тем сложнее им расти. Компания с объемами продаж 1 миллиард долларов может легко удвоить свой объем продаж, но как компания с 50 миллиардами продаж может найти еще один такой же рынок?

Таблица 7.2 Смотрите дальше

	<i>Цена акций на 12.31.99</i>	<i>Цена акций на 12.31.02</i>	<i>Коэффициент P/E на 12.31.99</i>	<i>Коэффициент P/E в марте 2003 года</i>
<i>General Electric</i>	51,58 долл.	24,35 долл.	48,1	15,7
<i>Home Depot</i>	68,75 долл.	23,96 долл.	97,4	14,3
<i>Sun</i>	38,72	38,72	123,3	n/a
<i>Microsystem s</i>	долл.	долл.		

n/a: коэффициент не определен, поскольку компания Sun понесла убытки в 2002 году

Источники: www.morningstar.com, www.yahoo.marketguide.com

Акции компаний, которые растут в цене, стоит покупать в том случае, если их цена разумна, но если значение коэффициента P/E намного выше 25 или 30, акции становятся непривлекательным.

- Журналистка Кэрол Лумис (*Carol Loomis*) подсчитала, что с 1960 по 1999 год только 150-ти наиболее крупным компаниям из списка *Fortune 500* удалось за два десятилетия увеличивать свою прибыль в среднем, как минимум, на 15% ежегодно⁶.
- На основании данных за пять десятилетий исследовательская компания *Sandford C. Bernshein & Co.* определила, что только 10% крупных компаний США увеличили свою прибыль на 20% на протяжении, по крайней мере, пяти лет подряд; только 3% смогли достичь роста прибыли на 20% на протяжении как минимум 10-ти лет; и ни одной из компаний не удалось удерживать такие темпы роста прибыли на протяжении 15-ти лет⁷.
- Фундаментальное исследование тысячи акций США с 1951 по 1998 годы показало, что на протяжении всех 10-летних периодов чистая прибыль ежегодно в среднем увеличивалась на 9,7%. Но для 20% наиболее крупных компаний прибыль в среднем увеличивалась всего лишь на 9,3%.⁸

Даже большие корпорации-лидеры не могут понять этих различий (см. представленную далее врезку). Но все же разумный инвестор заинтересован в акциях, по которым отмечен рост, не в то время, когда они наиболее популярны, а в периоды, когда дела идут не так хорошо. В июле 2002 года компания *Johnson & Johnson* объявила о том, что обнаружены ошибки в отчетности на одном из фармацевтических заводов, и акции компании за день упали на 16%. В результате значение коэффициента P/E уменьшилось с 24 до

⁶ Carol J. Loomis, "The 15% Delusion", *Fortune*, February 5, 2001, pp. 102-108.

⁷ Jason Zweig, "A Matter of Expectations", *Money*, January, 2001, pp. 49-50.

⁸ *Louis K.C. Chan, Jason Karceski, and Josef Lakonishok, "The Level and Persistence of Growth Rates", National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 8282, May, 2001, также можно открыть на сайте www.nber.org/papers/w8282*

20. При таком низком уровне этого коэффициента компания *Johnson & Johnson* могла опять стать привлекательным объектом для инвестиций — то есть стать ярким примером компании, которую Грэхем называл “относительно непопулярной большой компанией”⁹. Подобная временная непопулярность может обеспечить долговременное благосостояние, и при этом вам не нужно будет покупать дорогие акции большой компании.

Реклама и рост

Инвесторы не единственные, кто становится жертвами заблуждений в том, что гиперрост может длиться вечно. В феврале 2000 года исполнительного директора *Nortel Networks* Джона Роса (*John Roth*) спросили, насколько может увеличиться его гигантская волоконно-оптическая компания. “Отрасль расширяется на 14-15% в год, — ответил Рос, — а мы собираемся достичь роста на шесть пунктов выше, чем в среднем по отрасли. Для компании нашего размера это довольно впечатляющее достижение”. Цена акций компании *Nortel*, которая на протяжении последних шести лет ежегодно увеличивалась почти на 51%, в 87 раз превышала прибыль в расчете на акцию, которую компания, согласно оценкам Уолл-Стрит, могла заработать в 2000 году. Были ли акции переоценены? “Курс акций растет, — пожимал плечами Рос, — но благоприятные возможности для его дальнейшего роста сохраняются и в дальнейшем, так как компания продолжает развивать свой бизнес”. (Еще он добавил, что акции компании *Cisco Systems* уже торговались по цене, которая в 121 раз превышала прибыль!)¹.

Что касается компании *Cisco*, то в ноябре 2000 года ее исполнительный директор Джон Чемберс (*John Chambers*) настаивал на том, что курс акций его компании будет расти, по крайней мере, на 50% каждый год. “Логика, — утверждал он, — подтверждает, что это настоящий лидер”. Акции компании *Cisco* начали падать в цене — в то время их курс превышал прибыль предыдущего года лишь в

⁹ Приблизительно так же 20 годами ранее, в октябре 1982 года, акции компании *Johnson & Johnson* за неделю упали на 17,5%, когда несколько человек умерло после приема препарата *Tylenol*, в который был добавлен цианид неизвестного производителя. *Johnson & Johnson* ответили на это тем, что первыми использовали предохраняемую от неумелого использования упаковку, и их акции опять стали одними из лучших инвестиций 1980-х.

98 раз — и Чемберс (*Chambers*) убеждал инвесторов покупать. “С кем вы можете заключить пари? — спрашивал он. Сейчас, возможно, сложилась благоприятная ситуация”².

Компании не оправдали радужных ожиданий инвесторов. Их переоцененные акции стали падать в цене. Выручка компании *Nortel* сократилась в 2001 году на 37%, она потеряла больше 26 миллиардов долларов за год. Выручка компании *Cisco* в 2001 году все еще увеличилась на 18%, но все же чистые убытки компании превысили 1 миллиард долларов. Акции *Nortel*, цена которых составляла 113,50 доллара в тот день, когда Рос давал интервью, в конце 2002 года упали до 1,65 доллара. Акции *Cisco*, цена которых достигла 52 долларов, когда Чемберс назвал свою компанию лидером, обвалились до 13 долларов.

Обе компании с того времени стали более осторожными в своих попытках предсказать будущее.

¹ Lisa Gibbons, “Optic Upstick”, *Money*, April, 2000, pp. 54-55.

² Brooke Southall, “Cisco’s Endgame Strategy”, *InvestmentNews*, November 30, 2000, pp. 1, 23.

Стоит ли класть все яйца в одну корзину?

“Сложите все свои яйца в одну корзину, и потом берегите эту корзину, как зеницу ока, — заявил Эндрю Карнеги (*Andrew Carnegie*) сто лет назад. — Всегда цельтесь в одно место ... Самые большие успехи в жизни были достигнуты благодаря концентрации”. Как показывает Грэхем, “действительно большое богатство на обыкновенных акциях” заработали люди, которые вложили все свои деньги в что-либо одно, с чем они были очень-очень хорошо ознакомлены.

Практически все самые богатые люди Америки обязаны своему преуспеванию концентрированным инвестициям в определенную отрасль или даже в одну компанию (как Билл Гейтс (*Bill Gates*) и корпорация *Microsoft*, Сэм Уолтон (*Sam Walton*) и *Wal-Mart*, Рокфеллеры (*Rockefellers*) и *Standard*

Oil). В списке самых богатых американцев *Forbes 400*, например, со времени его первого формирования в 1982 году преобладают люди, которые придерживались концентрированного подхода в своей инвестиционной деятельности.

Но все же малые состояния таким путем не создаются и не так уж много больших состояний, которым удастся сохраниться на этой основе. Карнеги (*Carnegie*) забыл упомянуть о том, что концентрация также сопутствует самым большим неудачам в жизни. Давайте вновь вернемся к “богатому списку” *Forbes*. В 1982 году средняя стоимость капитала лиц, представленных в *Forbes 400*, составляла 230 миллионов долларов. Чтобы вновь попасть в список *Forbes 400* и в 2002 году, в среднем ежегодный рост доходности компании должен был составлять лишь 4,5% — на протяжении периода, когда банковские счета предлагали более высокие доходность, а доходность на фондовом рынке в среднем составляла 13,2%.

Много ли компаний, представленных в списке *Forbes 400* в 1982 году, остались в этом же списке через 20 лет? Всего 64 из первоначальных 400 — жалкие 16% — в списке в 2002 году. Хранение всех яиц в одной корзине — благодаря чему вначале и попали в этот список компании таких процветающих ранее отраслей, как нефтегазовая, компьютерная или обрабатывающая — в дальнейшем способствовало исключению большинства из них из *Forbes 400*. К наступлению тяжелых времен никто из владельцев этих компаний — несмотря на все преимущества огромного богатства — не был по-настоящему готов. Они могли лишь стоять в стороне и морщиться от

треска, с которым постоянно меняющаяся экономика крушила их единственную корзину и все находящиеся в ней яйца¹⁰.

Выгодные акции: неустанный поиск

У вас может сложиться впечатление, что в нашем взаимосвязанном мире достаточно легко купить акции, которые отвечают критериям Грэхема с точки зрения их недооцененности (об этом шла речь раньше в этой же главе). Конечно же, *Internet* оказывает огромную помощь, но все же много работы придется выполнить вручную.

Хватайте свежий выпуск *Wall Street Journal*, открывайте раздел “*Money & Investing*” и в разделе *NYSE* и *NASDAQ* найдите акции, стоимость которых упала на протяжении последнего года — быстрый и простой способ найти компании, которые могут пройти тесты Грэхема по объемам чистого оборотного капитала. (См. сайт [http://quote.morningstar.com/highlow.html?msection=HighLow.](http://quote.morningstar.com/highlow.html?msection=HighLow))

Чтобы проверить, что акции продаются как минимум по стоимости чистого оборотного капитала, скачайте или посмотрите самый последний обзор или годовой отчет на сайте компании или с базы данных *EDGAR* на сайте www.sec.gov. Из суммы текущих активов компании вычтите общую сумму ее обязательств, включая все привилегированные акции и долгосрочную задолженность. (Или в местной библиотеке посмотрите публикацию *Value Line Investment Survey*, таким образом сэкономив на весьма дорогой

¹⁰ За обзор списка Forbes 400, который очень трудно получить, выражаем огромную благодарность менеджеру по инвестициям Кеннету Фишеру (Kenneth Fisher), постоянному корреспонденту журнала Forbes.

ежегодной подписке. В каждом выпуске есть список “выгодных для покупки акций” (“*Bargain Basement Stocks*”), который достаточно близок к определению Грэхема.) Большинство из этих акций недавно были в таких отраслях, как высокие технологии и телекоммуникации.

31 октября 2002 года, например, текущие активы компании *Comverse Technology* составляли 2,4 миллиарда долларов, а общая сумма обязательств — один миллиард долларов. Чистый оборотный капитал, таким образом, составлял 1,4 миллиарда долларов. Количество акций в этот момент составляло около 190 миллионов штук, а стоимость одной акции была равна примерно 8 долларам. В этих условиях общая капитализация компании *Comverse Technology* на фондовом рынке составляла лишь около 1,4 миллиарда долларов. При оценке акций, не покрывающей запасы и наличные средства, компания *Comverse Technology* фактически продавалась за бесценок. Как писал Грэхем, на таких акциях тоже можно потерять деньги, а потому покупать стоит несколько десятков сразу и терпеливо владеть ими. Но господин фондовый рынок очень редко создает много выгодных возможностей, на всех из которых вы можете хорошо заработать.

Какой должна быть ваша политика приобретения зарубежных акций?

Инвестирование в зарубежные акции является для разумного инвестора не обязательным, но желательным. Почему? Давайте рассмотрим следующий пример. Конец 1989 года, вы японец. Известны следующие факты.

- На протяжении последних 10 лет ежегодная доходность японского фондового рынка в среднем составляет 21,2%, опережая ежегодную доходность на уровне 17,5% в Соединенных Штатах.

- Японские компании покупают все в Соединенных Штатах от *Pebble Beach golf* до *Rockefeller Center*; в то время как американские фирмы, такие как *Drexel Burnham Lambert*, *Financial Corp. of America* и *Texasco* становятся банкротами.
- Индустрия высоких технологий в Соединенных Штатах погибает. В Японии она процветает.

В 1989 году в Стране восходящего солнца вы можете прийти к выводу, что инвестирование за пределами Японии — бессмысленная идея после появления автоматов по продаже суши. Конечно же, вы вкладываете все свои деньги в японские акции.

Какой же результат? На протяжении следующего десятилетия вы потеряете около двух третей своего капитала.

Вывод? Нет, он состоит не в том, что вам никогда не следует вкладывать инвестиции в зарубежные фондовые рынки наподобие Японии; он состоит в том, что японцу никогда не следует хранить все свои деньги в своей стране. И вам тоже. Если вы живете в Соединенных Штатах, работаете в США и здесь же получаете деньги, вы уже и так делаете многоуровневую ставку на американскую экономику. В целях благоразумия вам следует вложить часть вашего инвестиционного капитала куда-нибудь еще — просто потому, что никто, нигде и никогда не может знать, что принесет будущее его стране или зарубежным странам. Вложив треть своих сбережений в акции взаимного инвестиционного фонда, который занимается операциями с зарубежными акциями (включая и акции растущих рынков), вы поступите разумным образом.

Комментарии к главе 8

Если ты сочтешь за благо или зло что-либо, не зависящее от твоего выбора, то тебе придется за наличие подобного зла или отсутствие блага обращаться с упреками к богам и ненавидеть людей, действительно являющихся причиной зла или отсутствия блага, или только подозреваемых в этом. При таком отношении к подобным вещам нам придется во многом поступать несправедливо. Если же мы будем считать благом или злом только то, что зависит от нас самих, то не будет никакой причины обвинять бога или объявлять войну людям.

Марк Аврелий

Доктор Джекил и Господин Рынок

В большинстве случаев рынок в основном достаточно точно оценивает акции. Миллионы покупателей и продавцов, торгуясь по поводу цен акций, делают нужную работу по оценке бизнеса компаний. Но иногда случается, что акции оцениваются неправильно; а время от времени — абсолютно неправильно. И в такие периоды времени вам нужно понимать действия того, кого Грэхем называет Господином Рынком. Возможно, это наиболее яркая метафора из всех, когда-либо использовавшихся при объяснении того, каким образом акции могут оцениваться неправильно¹. Маниакально-депрессивный Господин Рынок не всегда оценивает акции так, как оценивает бизнес индивидуальный инвестор. Господин Рынок с радостью оценивает акции выше их истинной стоимости в том случае, если курс акций повышается; а

¹ См. также начало этой главы.

если курс акций падает, он существенно занижает их действительную стоимость.

Не изменился ли Господин Рынок? Ведет ли он себя все так же, как и раньше? Можно заключать пари, что он действительно сохранил эти качества.

17 марта 2000 года курс акций корпорации *Inktomi* достиг нового пика — 231,625 долларов. Со времени первого появления на рынке в 1998 году акции компании, которая производит программное обеспечение для поиска информации в Интернете, выросли в цене на 1900%. Лишь на протяжении нескольких недель с декабря 1999 года курс акций вырос почти втрое.

Какие же изменения в деятельности компании *Inktomi* могли привести к столь значительному росту стоимости ее акций? Ответ достаточно очевиден: феноменально быстрый рост бизнеса компании. За последний квартал 1999 года компания *Inktomi* произвела продукции и услуг на 36 миллионов долларов, больше, чем за весь 1998 год. Если бы ей удалось поддерживать такой рост в течение хотя бы последующих пяти лет, ее доходы могли бы увеличиться с 36 миллионов в квартал до 5 миллиардов в месяц. Чем быстрее растет бизнес компании, тем больше инвесторам кажется, что курс акций будет расти и дальше.

Но в своей безумной любви к акциям корпорации *Inktomi* Господин Рынок в чем-то переоценил ее бизнес. Компания несла убытки — большие убытки. Она потеряла 6 миллионов долларов в последнем квартале 1999 г., 24 миллиона долларов на протяжении предыдущих 12 месяцев и 24 миллиона долларов еще годом ранее. За время существования корпорация *Inktomi* не принесла ни гроша прибыли. Но 17 марта 2000 года Господин Рынок оценил этот крошечный бизнес в 25 миллиардов долларов. (Да, именно миллиардов, это не ошибка).

А потом Господина Рынка внезапно одолел приступ ужасной депрессии. 30 сентября 2002 года, лишь через два с половиной года после достижения акциями компании цены 231,625 долларов, акции *Inktomi* оценивались в 25 центов. В результате общая стоимость бизнеса упала с 25 миллиардов долларов до менее чем 40 миллионов. Значит ли это, что при этом исчез и сам бизнес *Inktomi*? Вовсе нет: на протяжении предыдущих 12 месяцев компания получила 113 миллионов выручки. Но что же изменилось? Всего лишь настроение Господина Рынка: в начале 2000 года инвесторы были настолько влюблены в Интернет, что они оценили акции *Inktomi* в 250 раз выше выручки компании. Теперь же они готовы платить за них лишь 0,35 выручки компании. Господин Рынок сбросил маску доктора Джекилла и превратился в господина Хайда, беспощадно выбрасывая в мусорное ведро столь привлекавшие его ранее акции.

Но и столь жестокая депрессия Господина Рынка также вряд ли оправдана. 23 декабря 2002 года компания *Yahoo! Inc.* объявила о том, что она покупает акции *Inktomi* по цене 1,65 доллара за акцию. Эта цена примерно в семь раз превышала цену акций по состоянию на 30 сентября 2002 года. Скорее всего компания *Yahoo!* Совершила выгодную сделку. Если Господин Рынок настолько дешево оценивает акции, не удивительно, что находятся покупатели, целиком приобретающие целые компании².

Подумайте о себе

Позволите ли вы шизофренику, имеющему справку от врача, приходиться к вам, по крайней мере, пять раз в неделю, чтобы сказать вам, что и вы должны

² Как отмечал Грэхем в классической серии публикаций в 1932 году, Великая Депрессия привела к тому, что цены акций многих компаний упали намного ниже имевшихся у них наличных средств и других ликвидных активов, делая их выгодными объектами для приобретения.

чувствовать себя точно так же, как и он? Согласитесь ли вы испытывать эйфорию только потому, что он ее испытывает — или ощущать себя несчастным только потому, что он хочет, чтобы вы себя так чувствовали? Конечно же, нет. Вы будете настаивать на своем праве контролировать свою эмоциональную жизнь на основании своего опыта и своих надежд. Но, что касается финансовой стороны их жизни, миллионы людей позволяют Господину Рынку говорить им, как они должны себя чувствовать и что делать — несмотря на очевидный факт того, что время от времени он ведет себя как душевнобольной.

В 1999 году, когда Господин Рынок был на вершине блаженства практически каждый работающий американец направил в среднем 8,6% своей заработной платы на пополнение пенсионных счетов 401 (к). В 2002 году, после того как Господин Рынок три года подряд превращал акции в простые бумажки, средний уровень вкладов на пенсионный счет упал почти на четверть, до 7%³. Чем дешевле становились акции, тем меньше было желающих их покупать — потому что все подражали Господину Рынку, вместо того, чтобы думать о себе.

Разумный инвестор не должен полностью игнорировать Господина Рынка. Наоборот, вам стоит делать бизнес вместе с ним — но только в той степени, в какой это отвечает вашим интересам. Работа Господина Рынка состоит в том, чтобы предоставлять вам информацию о ценах. Ваша же работа: принимать решения, определять, выгодно ли вам проводить операции при таком уровне цен. Вам не должны заключать с ним сделки с ним просто потому, что он вас просит об этом.

³ News release, The Spectrem Group, "Plan Sponsors Are Losing the Battle to Prevent Declining Participation and Deferrals into Defined Contribution Plans," October 25, 2002.

Отказавшись считать Мистера Рынка своим хозяином, вы превратите его в своего слугу. В конце концов, даже если кажется, что он обрушивает цены на одни активы, он повышает их на другие. В 1999 году фондовый индекс *Wilshire 5000* — наиболее объемный показатель состояния рынка акций США — вырос на 23,8%, в основном за счет роста курсов акций технологических и телекоммуникационных компаний. Но 3743 из 7234 акций из этого фондового индекса при этом потеряли в цене. Поскольку акции технологических и телекоммуникационных компаний были более “горячими”, чем капот гоночной машины в августовский полдень, курсы тысяч акций “старой экономики” были заморожены на очень низком уровне и они постепенно становились все дешевле.

Акции компании *CMGI*, “инкубатора” для начинающих Интернет-компаний, продемонстрировали высочайшие темпы роста — их курс вырос на 939,9% в 1999 году. В то же время акции *Berkshire Hathaway* — холдинговой компании, с помощью которой большой приверженец Грэхема Уоррен Баффетт (*Warren Buffett*) владеет акциями таких стабильных компаний, как *Coca-Cola*, *Gillette* и *Washington Post Co.*, потеряли 24,9% своей стоимости⁴.

Но потом, как это часто бывает, фондовый рынок поменял свое настроение. В табл. 8.2 дана выборка, свидетельствующая о том, как отверженные 1999 года стали звездами с 2000 по 2002 гг.

⁴ Через несколько месяцев, 10 марта 2000 года — в тот самый день, когда фондовый индекс NASDAQ достиг своего рекордного уровня — эксперт по дэй-трейдингу Джеймс Дж. Крамер (James J. Cramer) написал, что на протяжении последних дней он “неоднократно” испытывал соблазн продать акции *Berkshire Hathaway*, поскольку готов был побиться об заклад, что акции Баффетта и в дальнейшем продолжат свое падение. Крамер уверенно заявлял о том, что акции *Berkshire* “созрели для взрыва”. В этот же день финансовый аналитик компании *Ralph Acampora of Prudential Securities* задал вопрос: “*Norfolk Southern* или *Cisco Systems*: где бы вы хотели оказаться в будущем?” Компания *Cisco*, в будущем — ключевой Интернет-провайдер, надеялась превзойти *Norfolk Southern*, часть вчерашней железнодорожной системы. (На протяжении следующего года стоимость компании *Norfolk Southern* увеличилась на 35%, в то время как стоимость компании *Cisco* уменьшилась на 70%).

Таблица 8.2. Улыбка Фортуны: из грязи в князи

Компания	Вид деятельности	Совокупная доходность				Конечная стоимость 1000 долларов, инвестированных 01.01.1999 года
		19 99	20 00	20 01	20 02	
<i>Angelica</i>	Рабочая одежда	-43,7	1,8	19,3	94,1	1 328
<i>Ball Corp.</i>	Упаковка металла и пластика	-12,7	19,2	55,3	46,0	2 359
<i>Checkers Drive-In Restaurants</i>	Фаст-фуд	-45,5	63,9	66,2	2,1	1 517
<i>Family Dollar Stores</i>	Розничная торговля	-25,1	33,0	41,1	5,0	1 476
<i>International Game Technology</i>	Оборудование для азартных игр	-16,3	136,1	42,3	11,2	3 127
<i>J B Hunt</i>	Перевозки	-39,1	21,9	38,0	26,3	1 294

*Transportati**on*

<i>Jos.</i>	A.	Производство	-62,5	50,0	57,1	201,	2 665
-------------	----	--------------	-------	------	------	------	-------

<i>Bank</i>		одежды				6	
-------------	--	--------	--	--	--	---	--

Clothiers

<i>Lockheed</i>		Оборонная и	-46,9	58,0	39,0	24,7	1 453
-----------------	--	-------------	-------	------	------	------	-------

<i>Martin</i>		космическая промышленно сть					
---------------	--	-----------------------------------	--	--	--	--	--

<i>Piers</i>	1	Мебель для	-33,2	63,9	70,5	10,3	2 059
--------------	---	------------	-------	------	------	------	-------

<i>Imports</i>		дома					
----------------	--	------	--	--	--	--	--

<i>UST Inc.</i>		Нюхательный табак	-23,5	21,6	32,2	1,0	1 241
-----------------	--	----------------------	-------	------	------	-----	-------

<i>Wilshire</i>			139.1	-	-	-	315
-----------------	--	--	-------	---	---	---	-----

<i>Internet</i>				55.5	46.2	45.0	
-----------------	--	--	--	------	------	------	--

Index

<i>Wilshire</i>			23.8	-	-	-	778
-----------------	--	--	------	---	---	---	-----

<i>5000 index</i>				10.9	11.0	20.8	
-------------------	--	--	--	------	------	------	--

(весь

фондовый

рынок)

Источник: *Arizon + Jonson + Ortiz, L.P.*; www.wilshire.com

Что касается указанных двух холдинговых компаний, то *CMGI* и дальше теряла свою стоимость: 96% — в 2000 году, еще 70,9% — в 2001 году и 39,8% в 2002 году. Общий объем потерь составил 99,3%. Курс акций же *Berkshire Hathaway* продолжал расти: на 26,6% в 2000 году и 6,5% в 2001 году. Далее

наблюдалось незначительное падение на 3,8% в 2002 году. В целом рост составил 30%.

Можете ли вы победить профессионалов?

Один из наиболее важных выводов Грэхема гласит: “Инвестор, который позволяет себе быть необоснованно озабоченным неоправданными спадами стоимости его финансовых активов превращает свои фундаментальные преимущества в фундаментальные же недостатки”.

Что подразумевает Грэхем под словами “фундаментальные преимущества”? Он говорит о том, что разумный индивидуальный инвестор имеет полную свободу в выборе относительно того, нужно ли ему следовать за Господином Рынком или нет? У вас есть огромное преимущества, которое состоит в том, что вы можете сами подумать о себе⁵.

У типичного инвестиционного управляющего, однако, нет иного выбора: он вынужден подражать каждому движению Господина Рынка — покупать по высоким ценам, продавать по низким, маршируя почти бездумно в ногу с Господином Рынком. Далее приведены некоторые препятствия, с которыми вынуждены бороться управляющие взаимных фондов и другие профессиональные инвесторы.

⁵ На вопрос, что же мешает индивидуальным инвесторам преуспеть, Грэхем дал четкий ответ: “Главной причиной неудачи является то, что они уделяют слишком много внимания тому, что происходит на фондовом рынке в настоящий момент”. Более подробно можно прочесть в работе: Benjamin Graham: Thoughts on Security Analysis” [transcript of lecture at Northeast Missouri Business School, March, 1972], Financial History magazine, no. 42, March, 1991, p. 8.

- Управляя миллиардами долларов, они вынуждены заниматься акциями крупнейших компаний. Только таким образом они могут использовать многомиллионные суммы для формирования своих портфелей. Идея таким путем, многие инвестиционные фонды, бесславно закончили свою деятельность, поскольку владели акциями нескольких переоцененных гигантских корпораций.
- Инвесторы стремятся вложить больше денег в инвестиционные фонды во времена роста фондового рынка. Управляющие фондами используют вновь поступившие средства для покупки большего количества тех акций, которыми они уже владеют, поднимая тем самым цены на опасный более высокий уровень.
- Если после падения фондового рынка инвесторы настаивают, чтобы инвестиционный фонд вернул им обратно их деньги, они могут вынудить менеджеров продавать акции. Инвестиционные фонды вынуждены приобретать акции по взвинченным инфляцией ценам, а при падении фондового рынка — продавать дешевые акции.
- Многие управляющие инвестиционными портфелями получают бонусы за получение лучших результатов, чем в среднем по фондовому рынку. Они навязчиво измеряют свою доходность по сравнению с эталонной доходностью того или иного набора ценных бумаг, вроде фондового индекса *S & P 500*. Если компания добавляется в фондовый индекс, сотни инвестиционных фондов обязательно приобретают ее акции. (Если не покупают, а акции показывают хорошие результаты, то инвестиционные управляющие выглядят не вполне разумными; с другой стороны, если они покупают эти акции, но они не приносят хорошей доходности, то никто не будет возлагать на них вину.)

- От управляющих инвестиционных фондов все больше и больше ожидают специализации. Так же, как и в медицине врач должен выбрать свою специализацию, так и управляющие инвестиционных фондов могут покупать только акции “малого роста”, или только акции “средней стоимости”⁶. Если компания становится слишком большой, или слишком мелкой, или слишком дешевой, или слишком дорогой, инвестиционный фонд вынужден продавать ее — даже если управляющий очарован этими акциями.

Вот почему нет причин для того, чтобы вы не достигли таких же успехов как и профессиональные инвесторы. Чего вам нельзя делать (в отличие от всех экспертов, которые говорят, что вы можете), так это пытаться “выиграть у профессионалов в их собственной игре”. Профессионалы сами не могут выиграть свою собственную игру! Зачем вам вообще играть в нее? Если вы последуете их правилам, вы потеряете — поскольку вы станете таким же слугой Господина Рынка, какими являются профессионалы.

Вместо этого признайте, что разумное инвестирование предусматривает контроль над тем, что поддается контролю. Вы не можете контролировать, будут акции компаний или инвестиционных фондов, которые вы покупаете, приносить вам доходность выше, чем в среднем по рынку сегодня, на следующей неделе, в следующем месяце или в целом за год. В краткосрочном периоде ваша доходность всегда будет заложником Господина Рынка и его капризов. Но вы можете контролировать:

- *оплату услуг ваших брокеров, торгуя редко, терпеливо и дешево;*

⁶ *Никогда не задумывайтесь над тем, что обозначает этот термин или что он должен обозначать. Поскольку среди общественности эти классификации пользуются большим уважением, в частном инвестиционном бизнесе большинство людей рассматривают их с усмешкой, с которой обычно принимаются несмешные шутки.*

- *затраты на владение активами*, отказываясь покупать акции взаимных инвестиционных фондов с чрезмерными ежегодными издержками на управление;
- *ваши ожидания*, используя реализм, а не фантазии, при прогнозировании уровня вашей доходности⁷;
- *ваш риск*, решая, какую часть общих активов вкладывать в азартные операции на фондовом рынке; осуществляя диверсификацию и повторное балансирование;
- *ваши налоги*, владея акциями как минимум на протяжении одного года и, если это возможно, на протяжении пяти лет, чтобы снизить ваши налоговые обязательства в связи ростом капитала;
- и, что важнее всего, *ваше поведение*.

Если вы прислушиваетесь к передачам по финансовым вопросам по телевидению или читаете статьи обозревателей фондового рынка, вы склонны считать инвестирование одним из видов спорта, или войной, или борьбой за выживание в пустыне. Но инвестирование состоит не в том, чтобы победить других в их игре. Оно состоит в контроле себя в своей собственной игре. Задание разумного инвестора состоит не в том, чтобы найти акции, курс которых будет повышаться наиболее высокими темпами и падать наиболее низкими. Его задание в том, чтобы не превратить себя в своего самого худшего врага. Разумный инвестор должен воздерживаться от покупок акций по высокой цене просто потому, что Господин Рынок говорит: “Покупай!” и от продаж акций по низкой цене просто потому, что Господин Рынок говорит: “Продавай!”

⁷ Просмотрите великолепную публикацию Уолтера Андегрейва (Walter Updegrave), “Keep It Real,” Money, February, 2002, pp. 53-56.

Если ваш инвестиционный горизонт достаточно велик — составляет, по крайней мере, 20 или 25 лет — существует всего лишь один здравый подход: покупать каждый месяц автоматически и в любое другое время, когда у вас есть в избытке деньги. Единственным наиболее удачным выбором для этого пожизненного владения являются акции индексного фонда, оперирующего с как можно более широким кругом акций. Продавайте только в том случае, если вам нужны деньги (в качестве психологической поддержки заполните и подпишите свой “*Инвестиционный контракт*” (“*Investment Owner’s Contract*”) — который вы можете найти на последней странице этой главы).

Чтобы быть разумным инвестором, вам следует также отказаться от оценки своего финансового успеха с помощью того же подхода, который используют многие. Вы не обеднеете на один пенни, если кто-то в Дубуке или Далласе или Денвере получит доходность выше доходности фондового индекса *S & P 500*, а вы нет. Ни на одной из надгробных плит не напишут: “ОН ПОБЕДИЛ ФОНДОВЫЙ РЫНОК”.

Однажды мне пришлось брать интервью у группы пенсионеров в *Voca Raton*, одной из наиболее богатых общин пенсионеров в штате Флорида. Я задал вопрос этим людям — большинству из которых было за семьдесят — удалось ли им победить фондовый рынок за весь их период инвестирования. Некоторые отвечали “да”, кто-то ответил “нет”; но большинство не было уверенно. Потом один из них сказал: “Кто знает? Все, что я знаю, — это что с помощью дохода от моих инвестиций, я спокойно смогу умереть в *Voca*”.

Можно ли придумать более разумный ответ? В конце концов, цель инвестирования состоит не в том, чтобы заработать на фондовом рынке больше, чем это делает средний инвестор, а заработать достаточно денег для своих собственных нужд. Самый лучший способ измерить ваш инвестиционный успех состоит не в том, чтобы увидеть, добились ли вы

большей доходности, чем фондовый рынок, а в том, придерживаетесь ли вы составленного вами финансового плана и принципов поведения, которые скорее всего приведут вас туда, куда вы хотите прийти. И еще, значение имеет не то, что вы прибежали первым к финишу, а то, что вы все-таки прибежали к нему⁸.

Ваши деньги и ваш мозг

Почему же инвесторы считают поведение Господина Рынка таким привлекательным? Кажется, что наш мозг устроен таким образом, чтобы заставлять человека действовать так, чтобы у него возникали проблемы в сфере инвестиций. Люди стремятся найти себе образец для подражания. Психологи доказали, что если людям продемонстрировать некую случайную последовательность предметов, они все равно будут стараться как-то угадать закономерность. Аналогично, мы “знаем”, что сейчас выпадет семь, когда бросаем кости, точно также знаем, что игрок в бейсбол должен точно попасть, что следующем призовым номером лотереи *Powerball* точно будет 4-27-9-16-42-10 — и что эта компания точно повторит успех *Microsoft*.

Новые исследования в области изучения мозга показывают, что наш мозг способен выстраивать даже такие образы, которые не существуют. После возникновения события два или три раза подряд соответствующие участки мозга автоматически ожидают, что это событие вновь повторится. Если событие действительно повторяется, выделяется природный химический компонент, который называется допамином, который позволяет человеку испытывать чувство эйфории. Именно потому, если курс акций повышается

⁸ Более подробно об этом см. в работе Джейсона Цвейга: Jason Zweig, “Did You Beat the Market?” *Money*, January, 2000, pp. 55-58.

два или три раза подряд, вы рефлексивно ожидаете, что она и дальше будет расти — и химический состав мозга изменяется в меру роста курса акции, придавая вам яркое ощущение “природной высоты”. Вы начинаете испытывать привыкание к собственным прогнозам.

Но при падении акций финансовые потери вытесняют вашу эйфорию — часть мозга, которая вырабатывает страх и тревогу, создает известную реакцию “борьба или бегство”, которая является обычной для всех прижатых к стенке зверей. Так же, как начинается сердцебиение при звуке пожарной сирены или вы вздрагиваете, когда видите ползущую змею, вы не можете не ощущать боязнь, когда стоимость акций резко падает вниз⁹.

Прекрасные психологи Дэниэл Кэнмен (*Daniel Kahneman*) и Амос Тверски (*Amos Tversky*) доказали фактически, что боль финансовой утраты более чем в два раза интенсивнее удовольствия, испытываемого при получении эквивалентной прибыли. Заработанные 1000 долларов греют карман — но убыток в 1000 долларов обладает эмоциональным шоком двойной силы. Потеря денег настолько болезненна, что многие люди, запуганные перспективой дальнейших убытков, продают все по минимальным ценам или отказываются покупать больше.

Это помогает объяснить, почему мы заикливаемся на ранимой силе падения фондового рынка и забываем рассмотреть убыток в процентном измерении. А потому, когда телерепортер буквально кричит, что “фондовый рынок падает в пропасть — фондовый индекс *Dow* упал на 100 пунктов!”, большинство людей инстинктивно вздрагивает. Но если фондовый индекс

⁹ Нейронаука инвестирования рассмотрена в работе Джейсона Цвейга: Jason Zweig, “Are You Wired for Wealth?” Money, October, 2002, pp. 74-83, этот материал можно найти на сайте: http://money.cnn.com/2002/09/25/pf/investing/agenda_brain_short/index.htm. Также можно посмотреть публикацию Джейсона Цвейга: Jason Zwaig, “The Trouble with Humans,” Money, November, 2000, pp. 67-70.

Dow недавно достиг уровня 8000, это падение составляет лишь 1,2%. А теперь подумайте о том, насколько смешно будет звучать, если в день падения фондового индекса на 81 пункт телекомментатор будет визжать: “Температура накаляется — фондовый индекс упал на 81 или 80 пунктов!” Но, опять же, падение составляет всего 1,2%. Если вы забываете рассматривать изменения цен на фондовом рынке именно в процентном отношении, слишком легко впасть в панику даже при минимальных колебаниях. (Если вам предстоит десятилетия инвестирования, лучше всего отчетливо представлять себе финансовые новости; посмотрите представленную далее врезку.)

Новости для вашей пользы

Акции падают в цене, а потому вы включили телевизор, чтобы услышать последние новости фондового рынка. Но представьте себе, что вместо *CNBC* или *CNN* вы включили Финансовую сеть Бенджамина Грэхема (*Benjamin Graham*). На этом канале не воспроизводится известный звук закрытия торгов фондового рынка; не показывает брокеров, которые суетятся в биржевой яме как разъяренные крысы.

Вместо этого, представьте, что на заднем плане экрана вы видите фасад Нью-Йоркской фондовой биржи, украшенный огромной надписью: “РАСПРОДАЖА! СКИДКА 50%!” Как музыкальное сопровождение, звучит мотивчик в несколько строк: “Вы пока еще ничего не видите”. Далее ведущий репортажа торжественно объявляет, что “акции стали еще более привлекательными сегодня, поскольку фондовый индекс *Dow* упал на 2,5% — четвертый день подряд эти акции дешевеют. Инвесторам еще лучше, поскольку такие лидирующие компании, как *Microsoft* потеряли почти 5% своей стоимости за один день и их акции стали более доступными. Это одна из наилучших новостей прошлого года, на протяжении которого акции уже потеряли 50% своей стоимости и продаются по наиболее выгодной за последние годы цене. И некоторые известные аналитики дают оптимистические прогнозы относительно дальнейшего падения фондового рынка на протяжении следующих недель и месяцев”.

Последние известия прерываются стратегом по фондовому рынку компании *Ketchum & Skinners* с Уолл-Стрит Игнатцом Андерсоном (*Ignatz Anderson*), который говорит: “Я считаю, что акции потеряют еще 15% своей стоимости в июне. Мой прогноз достаточно оптимистичен относительно дальнейшего спада цен на акции еще на 25%, а может быть и больше, если все будет хорошо”.

“Будем надеяться, что Игнатц Андерсон прав, — радостно отвечает телеведущий. — Падение цен на акции должно быть отличной новостью для любого инвестора с достаточно большим инвестиционным горизонтом. А теперь передадим слово Уолли Вуду (*Wally Wood*) для эксклюзивного прогноза”.

В конце 1990-х многие ощущали себя в темноте и полном неведении, если по несколько раз на день не проверяли курс своих акций. Но, как отмечает Грэхем, для типичного инвестора будет “лучше, если его акции вообще не имеют котировки. Подобным образом он уберет себя от расстройства, навязываемого ошибочными суждениями других участников фондового рынка”. Если после проверки стоимости акций своего портфеля в 1:24 *P.M.* в 1:37 вам опять хочется проверить, задайте себе три вопроса.

- Я звонил агенту по недвижимости, чтобы проверить рыночную цену моего дома в 13:24? Стоит ли звонить в 13:37?
- Если я позвоню и выяснится, что цена изменилась? Стану ли я продавать свой дом?
- Не проверяя, или даже зная рыночную цену своего дома в каждый момент времени, смогу ли я сделать так, чтобы его стоимость не повышалась¹⁰?

Единственным возможным ответом на все эти вопросы является “Конечно нет”! Тоно таким же образом вам нужно отслеживать состояние своего

¹⁰ Также стоит задать себе вопрос, нравиться ли вам жить в этом доме, если его рыночная цена объявляется каждый день до последнего пенни в газетах и по телевидению.

инвестиционного портфеля. Для 10-, 20-или 30-летнего инвестиционного горизонта ежедневные проделки Господина Рынка не имеют никакого значения. В любом случае, для каждого, кто инвестирует в расчете на многие годы, падение цен акций хорошая, а не плохая новость, поскольку это позволяет вам купить больше акций и гораздо дешевле. Чем дольше длится падение акций, тем дольше вы будете продолжать покупать и тем больше денег вы сможете, в конце концов, заработать — если будете постоянными до конца. Вместо того чтобы бояться фондового рынка с низкой стоимостью акций, вы должны действовать вместе с ним. Разумный инвестор должен чувствовать себя спокойно при владении акциями компаний или взаимных инвестиционных фондов, даже если фондовый рынок перестанет котировать акции на протяжении следующих 10 лет¹¹.

Парадоксален тот факт, что “вы будете осуществлять больше контроля”, — объясняет нейропсихолог Антонио Дамасио (*Antonio Damasio*), — “если поймете, насколько вы не в состоянии контролировать”. Признавая свою склонность к покупкам при высокой стоимости и продаж при низких ценах, вы можете признать необходимость в расчете средней стоимости, проведении повторного балансирования и подписании инвестиционного контракта. Ставя большую часть своего портфеля на постоянный “автопилот”, вы сможете бороться с пагубной привычкой прогнозирования, сфокусировать свое внимание на долгосрочных финансовых целях и отключить колебания настроения Господина Рынка.

¹¹ В серии экспериментов, которые проводил в конце 1980-х годов психолог, работающий в Колумбийском и Гарвардском университете, Пол Андрессен (Paul Andreassen), было доказано, что инвесторы, часто получающие информацию о доходности своих акций, зарабатывают вдвое меньше, чем инвесторы, которые не получают новостей вообще. Более подробно об этом эксперименте можно почитать в работе Джейсона Цвейга: Jason Zweig, “Here’s How to Use the News and Tune Out the Noise,” *Money*, July, 1998, pp. 63-64.

Если Господин Рынок дает вам лимоны, делайте лимонад

Хотя Грэхем говорит, что вы должны покупать, когда Господин Рынок кричит: “Продавай”, существует одно исключение, которое должен понимать разумный инвестор. Продажа на “медвежьем” рынке может иметь смысл в том случае, если вы можете извлечь из нее налоговые льготы. Налоговое ведомство США позволяет вам использовать свои фактические потери на умму до 3 тыс. долларoв (т.е. потери, обусловленные продажами упавших в цене акций) для того, чтобы на сумму убытков уменьшить ваш налогооблагаемый доход¹². Скажем, вы купили 200 акций *Coca-Cola* в январе 2000 года по цене 60 долларов за акцию — т.е. общая сумма инвестиций составила 12000 долларов. В конце 2002 года цена акций упала до 44 долларов за акцию, или 8 800 долларов за лот — т.е. убыток составил 3 200 долларов.

Вы можете делать то, что делает большинство людей — либо оплакивать свои убытки, либо притворяться, что этого никогда не было. Или вы можете держать ситуацию под контролем. До конца 2002 года вы могли продать все акции *Coke*, зафиксировав убытки на отметке 3 200 долларов. Дальше, в соответствии с правилами *ERS*, вам необходимо купить 200 акций компании *Coke* опять. Результат: вы сможете снизить ваш налогооблагаемый доход на 3 000 долларов в 2002 году и вы сможете использовать оставшиеся 200 долларов убытка, чтобы снизить ваш доход в 2003 году. И что еще лучше, вы и дальше будете владеть акциями компании, в будущее которой вы верите —

¹² Федеральное налоговое законодательство постоянно изменяется. Рассмотренный пример опирается на правила налогообложения по состоянию на начало 2003 года.

но теперь вы заплатите за те же акции почти на треть меньше, чем вы заплатили в первый раз¹³. Если дядюшка Сэм субсидирует наши убытки, имеет смысл продать акции и зафиксировать убытки.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ КОНТРАКТ

Я, _____, настоящим заявляю, что я являюсь инвестором, желающим накапливать богатство на протяжении многих будущих лет.

Я отдаю себе отчет в том, что будет много случаев, когда я буду испытывать искушение инвестировать в акции или облигации из-за того, что они поднялись (или поднимаются) в цене, и когда я буду испытывать искушение продать мои инвестиции из-за падения (или повышения) их стоимости.

Настоящим я заявляю о своем отказе следовать за толпой, принимающей решение за меня. Далее я торжественно обещаю никогда не инвестировать из-за повышения курса ценных бумаг на фондовом рынке и никогда не продавать из-за падения фондового рынка. Вместо этого я буду инвестировать _____ долларов в месяц, каждый месяц с помощью автоматического инвестиционного плана или программы усредненного регулярного инвестирования в такой(-ие) взаимный(-е) инвестиционный(-ые) фонд(-ы) или диверсифицированные портфеле:

¹³ Этот пример показывает, что инвестор не использовал льготы 2002 года и не реинвестировал дивиденды в компанию Coke. Налоговые свопы не следует предпринимать необдуманно. Перед тем как осуществлять налоговый своп, прочитайте IRS Publication 550 (www.irs.gov/pub/irspdf/p550.pdf). Хорошим путеводителем по вашим инвестиционным налогам является книга: Robert N. Gordon and Jan M. Rosen, Wall Street Secrets for Tax-Efficient Investing (Bloomberg Press, Princeton, New Jersey, 2001). Но все же, до того как привести в движение этот механизм, посоветуйтесь с профессиональным консультантом по налогообложению.

Также я буду инвестировать дополнительные объемы средств, когда это будет возможно (и когда я смогу позволить себе потерять их в краткосрочном периоде).

Настоящим заявляю, что я буду владеть каждой из этих инвестиций на протяжении длительного времени, как минимум до следующей даты (которая должна составлять минимум 10 лет со дня подписания этого контракта): _____, 20___. В соответствии с условиями этого контракта единственным исключением является внезапная, экстренная потребность в наличных средствах, наподобие случая ухудшения здоровья или потери работы, или запланированных издержек, таких как обеспечение жильем или оплата обучения.

Я, нижеподписавшийся, подтверждаю свое намерение не только выполнять условия этого контракта, но и перечитывать этот документ всякий раз, когда я буду испытывать искушение продать какую-либо из моих инвестиций.

Этот контракт действителен только со дня подписания по крайней мере одним из свидетелей, и должен храниться в безопасном месте, легко доступном для использования в будущем.

Подписан:

Дата:

_____ 20__

Свидетели:
