

# 1 Г Л А В А

## Краткая история финансов

**Я** обнаружил, что зачастую самые животрепещущие вопросы задаются во время ланча.

Как-то в полдень — это был 2000 г. — я оказался в китайском ресторане на Манхэттене в компании хорошо известного управляющего хеджевым фондом и автора ряда научных работ по финансовому делу. Мы оба, как и многие другие, были озадачены беспрецедентным подъемом цен на бирже.

— Я никак не могу понять, — начал мой друг, — умны инвесторы или глупы.

Увидев озадаченное выражение моего лица, он пояснил:

— Возможно, премия за риск по акциям все еще завышена, и это означает, что цены вернуться к среднему, а значит, инвесторы глупы. Но за последние десять лет премия за риск по акциям стала значительно ниже, и это говорит о том, что цены не вернуться к среднему, а инвесторы умны.

Что он имел в виду и почему этот вопрос был так важен?

Поскольку мой друг обладает недюжинным умом и занимается финансами всю свою сознательную жизнь, мне придется перевести его вопрос на простой язык. «В прошлом акции обладали высокой доходностью, поскольку их держатели несли действительно высокий риск. Но сегодня акции так дороги, что есть только два

варианта: либо они резко упадут в цене, после чего их доходность вырастет (в этом случае инвесторы глупы, поскольку торопятся выложить за них большие деньги), либо цены уменьшатся незначительно и при небольшом риске доходность в будущем останется долгое время невысокой (а значит, инвесторы умны)».

Мы оба понимали, что наличие умственных способностей у инвестора, будь то скромный участник плана 401(k) или финансовый воротила, — дело второстепенное. Вопрос моего друга относился скорее к глубинной сути инвестирования — взаимосвязи между риском и доходностью.

В середине 1990-х гг. люди в какой-то момент забыли о связи риска и доходности и, хотя крах 2000–2002 гг. ненадолго вернул инвесторов на землю, поколебав их самонадеянность, ущерб был не столь велик и продолжителен, чтобы сохраниться в их памяти надолго.

Однако в 2009 г. инвесторы сознавали финансовый риск в полной мере; будут ли они помнить о нем еще десятки лет, как те, кто пережил крах рынка в 1929–1932 гг., или их бдительности не хватит и на год, как случилось в 2002 г., покажет время. Сколько бы ни продлился нынешний период потрясений, он дает возможность изучить резко изменившиеся условия инвестирования. В данной книге основное внимание уделяется чрезвычайно важной взаимосвязи риска и доходности и ее значению для инвесторов в нынешнюю бурную эпоху.

## Как все начиналось

Чтобы разобраться с риском и доходностью, нам придется отправиться в незапамятные времена зарождения цивилизации. Сагу об инвестировании, которая охватывает несколько тысячелетий, можно разбить на три части: развитие ссудного капитала, развитие акционерного капитала и развитие рынков капитала.

С начала человеческой цивилизации потребители покупали продукты у земледельцев и торговцев, и при этом первые, вторые и третьи нуждались в ссудном капитале. Тексты на первых клинописных табличках, найденных на территории Месопотамии, где расположен нынешний Ирак, в основном посвящены производству и ком-

мерции, и в том числе кредитным операциям. Простые люди брали ссуды, чтобы купить еду и иметь крышу над головой, фермеры использовали заемные средства, чтобы приобрести семена, орудия труда и рабов или оплатить наемный труд, а торговцы не могли обойтись без ссудного капитала, снаряжая торговые караваны и корабли и закупаая товары и валюту.

Как и любой другой товар, деньги имеют свою цену. То, что мы понимаем под деньгами сегодня, — серебряные, золотые и медные монеты — было изобретено лишь в конце VII в. до н. э. жителями Лидии в Малой Азии. Но это не столь важно. Играть роль денег мог любой популярный товар. Зерно, серебряные слитки и скот успешно служили капиталом за тысячи лет до изобретения монет.

В древности ссудным капиталом для земледельца вполне мог стать бушель посевного зерна или голова скота. Он брал их займы и возвращал долг (обычно в двойном размере) в следующий сезон — подобная практика до сих пор наблюдается в примитивных аграрных обществах. Таким образом, на момент зарождения сельского хозяйства прибыль на инвестиции — ее называют либо «стоимостью капитала», либо «процентной ставкой» — составляла 100% на посевной сезон.

Почему ставка доходности была так высока? На то были как минимум две причины. Первая — это спрос и предложение. Древние аграрные общества были очень бедны, спрос на капитал весьма велик, а его весьма скромные свободные излишки сосредоточены главным образом в руках богатых земледельцев и коммерсантов. Все это позволяло владельцам капитала задираить цены до небес. Вторая причина высокой стоимости капитала заключалась в том, что давать ссуды было весьма рискованно. В то время не существовало безрисковых казначейских векселей, а вероятность неплатежей была очень высока. Лишь в конце Средних веков правительства стран Северной Европы начали предлагать высоконадежные кредитные билеты и векселя «с нулевым риском».

Какой из этих двух факторов — спрос и предложение или кредитный риск — был главной причиной высокой доходности инвестиций? Я считаю, что решающую роль играл дисбаланс спроса и предложения. На случай неплатежа кредиторы всегда брали

залог, а к неплательщикам применялись самые жестокие меры: у должника могли полностью конфисковать имущество или обратиться в рабство его самого и его семью. Подобные меры обеспечивали кредиторам необходимую защиту от неплатежей и тем самым увеличивали предложение капитала, который могли взять в долг бедняки. Законодательство, которое благоприятствует заемщикам в ущерб кредиторам, отбивает у последних желание давать займы и в конечном итоге идет скорее во вред, чем во благо заемщикам — таков негативный побочный эффект законодательства о банкротстве.

Однако время шло, люди постепенно богатели, капитала становилось больше, а его цена — процентная ставка — падала. В III тыс. до н. э. заемщики Шумера платили 33% в год за ссужаемое зерно и 20% — за ссуды серебром. Тысячу лет спустя самые надежные заемщики Вавилонии брали кредиты серебром под 10%. Еще через тысячу лет ставка ссудного процента у греков снизилась до 6, а в период расцвета Римской империи она упала до 4%<sup>1</sup>.

Почему я посвятил последние страницы древней истории? Ведь эта книга — об инвестировании в наши дни. *Потому что для каждого потребителя капитала существует тот или иной поставщик капитала.* Именно в этом месте на сцене появляется вы, инвестор, поставщик капитала. На финансовом языке «стоимость капитала» для его потребителей — это абсолютно то же самое, что и доходность для инвестора, и, будучи инвестором, вы можете в полной мере понять этот процесс, только оценив риски и выгоды потребителей вашего капитала.

До сих пор я рассказывал о том, что на современном этапе называется «долговым финансированием». Однако издавна капитал поставлялся и на другом основании, а именно через доленое владение собственностью, известное сегодня как «акционерное финансирование», при котором владелец излишков капитала предоставляет его предпринимателю или торговцу в обмен на долю активов и будущие прибыли предприятия.

С точки зрения заемщика, этот подход не столь рискован, как взятие в долг: если он разорится, то останется должен инвестору лишь долю от остаточных активов предприятия, поскольку при-

были, подлежащие распределению, отсутствуют. Однако, с точки зрения кредитора, акционерный капитал — весьма рискованный актив, поскольку шансы лишиться вложенных средств в этом случае куда выше, чем при выделении ссуды.

Более того, держатель акций обнаруживает, что вычислить потенциал роста подобных инвестиций чертовски сложно — он может оказаться как астрономическим, так и ничтожным, а убытки могут привести к полной потере средств. Сегодня для привлечения заемного капитала большинство крупных фирм обращаются в банки или выпускают акции и облигации. Приоритет при погашении долгов имеют банки и держатели облигаций. Лишь после них владельцы акций — «остаточные собственники» — получают то, что останется.

В очереди на получение доходов от бизнеса держатель акций стоит на последнем месте. Поскольку такие условия рискованны, *в среднем* он заслуживает более высокого дохода, чем держатели облигаций, которые получают свои деньги обратно первыми.

Эти три причины — высокая вероятность убытков, сложность оценки будущих прибылей и остаточный принцип возвращения вложенных средств — дают владельцам акционерного капитала право требовать премию в виде высоких доходов. Это и есть «премия за риск по акциям», о которой я и мой друг размышляли в тот день за ланчем.

Поскольку владение акциями связано с высоким риском, широкомасштабное развитие этого вида собственности началось довольно поздно. Хотя небольшие предприятия с древности распределяли собственность среди отдельных лиц, первые акционерные компании появились лишь в Средние века. Примерно в 1150 г. н.э. право собственности на водяную мельницу в Базакле в Южной Франции было поделено на доли с помощью акций. Эти акции активно торговались на Парижской бирже с момента ее открытия в XVIII в. и до 1946 г., когда правительство, сформированное соци-

алистами, которым явно не хватало знания истории и экономического чутья, национализировало эту компанию<sup>2</sup>.

Примерно в 1600 г. Британская (EIC) и Голландская (VOC) Ост-Индские компании стали продавать акции своих предприятий, которые на первых порах зарабатывали торговлей пряностями и специями из Восточной Азии — в ту пору это приносило сказочные прибыли. Разумеется, масштабы их деятельности были куда шире, чем у скромной водяной мельницы во Франции. Различия между двумя этими компаниями наглядно отражали разницу в уровне возможностей, богатства, знаний и опыта Англии и Нидерландов и в их подходах к вознаграждению инвесторов.

В то время Англия была отсталой, слабой страной, где почти не функционировали рынки капитала. Королева Елизавета I, которая издала указ о создании EIC, была, по современным меркам, коррумпированным монархом: основными источниками ее дохода были плата за аренду королевских земельных владений и продажа монопольных прав на производство или торговлю теми или иными товарами. Такие права получали главным образом фавориты королевы (одной из самых известных стала монополия на производство сладких вин, которую выкупил сэр Уолтер Рэли). Те, кто предоставлял кредиты короне, устанавливали высокие процентные ставки, чтобы компенсировать риск подобных сделок, — монархи достаточно часто отказывались от уплаты долгов.

Вследствие этого стоимость капитала, или процентная ставка, в Англии эпохи Тюдоров была высока. Минимальные ставки для привилегированных заемщиков, которые брали кредиты под щедрый залог, колебались в пределах 10–14%, тогда как процентные ставки по ссудам для более рискованных предприятий и по кредитам короне были еще выше<sup>3</sup>. EIC, компания с туманными перспективами, не имела возможности ни привлечь заемный капитал — никто не предоставил бы ей кредит ни за какие деньги, — ни продать обычные акции. Вместо этого она была вынуждена продавать право долевой собственности в каждой из ежегодных торговых экспедиций и отдавать инвесторам весь вложенный капитал, когда корабли компании, груженные пряностями и специями, возвращались из Ост-Индии. После этого ей приходилось вновь добы-

вать средства, чтобы снарядить очередную экспедицию. Попросту говоря, ЕИС не имела постоянного капитала для финансирования своей текущей деятельности.

К счастью для инвесторов, экспедиции ЕИС были весьма успешными и доходы нередко превышали 100%. Не следует забывать, что доходность инвестиций и стоимость капитала для коммерческого предприятия — две стороны одной медали. Высокие доходы означали, что британские коммерческие предприятия платили за начальный капитал дорогой ценой, а это не способствует росту экономики или мощи страны.

При этом Голландская Ост-Индская компания процветала на развита и надежном рынке капитала Нидерландов. В конце XVI в. власти крупных провинций и частные лица, которые считались надежными заемщиками, могли взять ссуду всего под 4% годовых. Когда VOC выпустила свои первые акции, речь шла о вложении средств в ее постоянный капитал. Компания намеревалась потратить вырученные деньги по своему усмотрению, и инвесторы не рассчитывали на быстрое возвращение вложенных средств, за исключением регулярного поступления дивидендов.

Голландский рынок капитала с его относительно низкой доходностью, высокой надежностью инвестиций и низкими ставками ссудного процента, которые стимулировали развитие предпринимательства, был полной противоположностью тому, что происходило в Англии, где инвесторы получали высокие доходы ценой еще более высокого риска.

Теперь у нас есть два из трех элементов, необходимых, чтобы ответить на меланхоличный вопрос моего друга, заданный за ланчем в 2000 г.: долги и акционерный капитал и разница в их стоимости, *премия за риск по акциям*. Чтобы понять, чего ожидать от риска и доходности, осталось научиться хорошо разбираться в рынках, на которых обращаются долги и акционерный капитал.

Наличие долгов и акционерного капитала еще не означает, что соответствующий рынок существует. Когда в 2500 г. до н. э. в Месопотамии один земледelec ссужал другому бушель зерна, подобная операция оставалась просто соглашением между двумя частными лицами. Безусловно, такая ссуда могла считаться активом заимо-

давца, но он не имел возможности продать ее другому инвестору. Подобным образом до появления Парижской биржи владелец акций мельницы в Базакле не мог беспрепятственно продать свою долю кому-то другому, хотя, несомненно, частные лица время от времени продавали акции друг другу.

## Почти «Смерть в Венеции»

Настоящая история рынков капитала начинается в V в. н. э., когда падение Римской империи на западе заставило небольшую группу беженцев искать пристанища. Они нашли его на архипелаге, расположенном в тихой лагуне в северной части Адриатического побережья Италии. Созданный ими город-государство Венеция стремительно развивается благодаря расцвету торговли с Западным Средиземноморьем. В начале II тысячелетия здесь курсировали корабли, груженные самыми прибыльными в ту пору товарами — рабами и зерном с Черного моря, пряностями и специями из Восточной Азии, благовониями из Александрии и Каира и предметами роскоши из самых отдаленных уголков земного шара.

Венеция почти непрерывно воевала со своими более могущественными соседями и торговыми конкурентами, главным образом с Генуей и турками-османами. Чтобы финансировать участие в этих вооруженных столкновениях, *Ла Серениссима* — Светлейшая Венеция — взимала с самых состоятельных граждан любопытную разновидность налога, *prestiti*.

*Prestiti* представляли собой 5%-ные облигации, выпускаемые государством. Венецианское казначейство обязывало богатых граждан покупать эти ценные бумаги, что было довольно обременительно, поскольку обычная процентная ставка составляла около 6% в мирное время и 15–20% в период кризисов — а именно в эту пору казначейство чаще всего выпускало такие облигации.

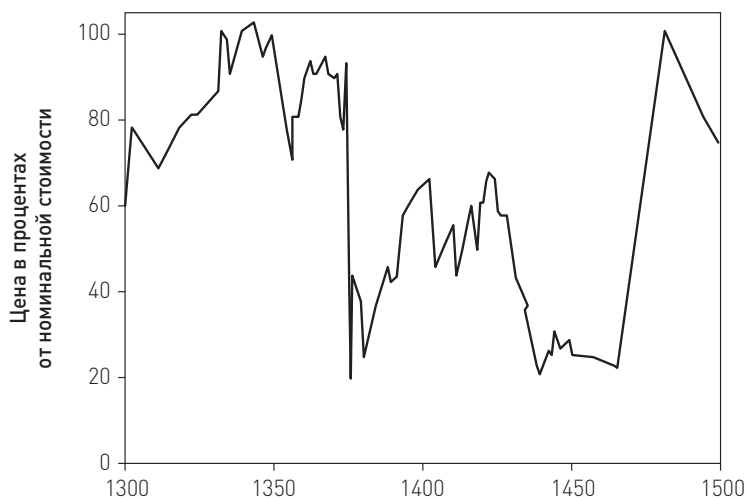
Состоятельные граждане вносили основную сумму в государственную казну, которая периодически выплачивала проценты зарегистрированным владельцам облигаций. Рынок облигаций в его нынешнем виде появился на свет, когда казначейство разрешило владельцам облигаций производить перерегистрацию этих цен-



ных бумаг на другое лицо. Возможность перепродажи *prestiti* вскоре привела к формированию так называемого вторичного рынка не только в Венеции, но и в других странах.

На рис. 1.1 показана динамика цен *prestiti* в течение двух веков — с 1300 по 1500 г. О чем говорит этот график? В течение первых 75 лет ситуация в Венеции оставалась относительно стабильной и цены *prestiti* были очень высокими — торговались практически по номиналу (100% номинальной стоимости). В конце 1375 г. они продавались за 92,5% номинала.

В 1377–1380 гг. Венеция вела жестокую войну с Генуей. Поначалу цены *prestiti* упали из-за финансовых потрясений, а не из-за поражений на поле битвы: предстоящие военные расходы заставили республику приостановить выплату процентов и выпустить огромное количество новых облигаций. Это привело к тому, что к началу конфликта их цена упала до 19% номинальной стоимости. Затем начались военные действия — в 1379 г. генуэзцы проникли на территорию лагуны, захватили город Кьоджа и замкнули



**Рис 1.1.** Цена венецианских *prestiti* в 1300–1500 гг.

Источник: Sidney Homer and Richard Sylla, *A History of Interest Rates* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005), 99, 107.

блокаду Венеции. Последняя оказалась на волоске от поражения. В 1380 г., когда город, казалось, должен был вот-вот капитулировать, венецианцы предприняли отчаянную попытку прорвать блокаду Кьоджи, сломили волю генуэзцев и заставили их отступить<sup>4</sup>.

В дальнейшем Венеция воевала более успешно, но высокие расходы на военные действия требовали постоянного выпуска новых *prestiti*, что снижало цену последних на вторичном рынке в течение почти 100 лет, до рефинансирования долга республики в 1482 г.

Но опять-таки, какое отношение имеют эти средневековые реалии к сегодняшним рынкам? Самое прямое, поскольку история *prestiti* демонстрирует тесную связь между риском и доходностью на достаточно раннем историческом этапе. Венецианцы, которые покупали *prestiti* на вторичном рынке по высоким ценам в спокойные годы, получали самые низкие доходы. И наоборот, те, кто купил *prestiti* на вторичном рынке в 1377 г. за 19% номинальной стоимости, получили не только 26,3% дохода (5%, деленные на 0,19), но и солидный прирост капитала в дальнейшем. Опасность того, что Венеция потерпит поражение в войне с генуэзцами и *prestiti* попросту обесценятся, была весьма велика — отсюда и термин *премия за риск*.

Если бы не эти исторические перипетии, динамика цен венецианских *prestiti* была относительно благоприятной — после страшных событий 1377–1380 гг. *Ла Серениссима* выпускала долговые обязательства и выплачивала проценты более 400 лет. Развитые страны, как правило, успешно восстанавливаются после военных конфликтов и экономических спадов, и те, кому хватает смелости вкладывать средства в самые черные дни, обычно получают очень высокие прибыли.

И все же рынки восстанавливаются не всегда. До 1914 г., когда из-за Первой мировой войны закрылась фондовая биржа в Санкт-Петербурге, российский фондовый и облигационный рынки отличались высокой деловой активностью и пользовались признанием во всем мире. Но они так и не возобновили свою деятельность. В течение XX в. войны и политические перевороты уничтожили или по меньшей мере парализовали не только Санкт-Петербургскую биржу, но и множество других некогда активных рынков ценных

бумаг — примерами могут служить Каир, Бомбей, Буэнос-Айрес и Шанхай.

В течение последних 200 лет держатели акций США, как правило, оставались в выигрыше в долгосрочной перспективе. Однако история говорит о том, что, вполне возможно, в один прекрасный день нашему везению придет конец.

Сегодняшнему инвестору необходимо понять, находимся мы в Венеции 1377 г. или в Санкт-Петербурге 1914 г. В большинстве аспектов сегодняшние финансовые рынки напоминают первый вариант. Они находятся в весьма сложном положении, и на то есть все основания. Хотя мировая экономика, а вместе с ней и рынок ценных бумаг, скорее всего, восстановятся и породят новое поколение бесстрашных инвесторов, которые будут получать высокие доходы, — именно так произошло с *prestiti* в 1377 г., — возможно, все обернется куда хуже, чем рассчитывает большинство. Мы попросту не знаем наверняка, и в этом суть премии за риск: вознаграждение за приятие неведомого. Если же в конечном итоге все сложится благополучно, высокий риск позволит получить высокое вознаграждение.

## Неслыханное снижение премии за риск

Спустя восемь лет после нашей беседы за ланчем в китайском ресторане рынки, похоже, дали исчерпывающий ответ на вопрос моего друга. Биржевые инвесторы действительно были глупы — не сделав выводов из прошлого, они не поняли, что даже самые безопасные активы могут стать весьма рискованными, а премия за этот риск может оказаться чрезвычайно низкой.

В 2000 г. многие финансисты почувствовали, что премия за риск по акциям снижается. К сожалению, многие из них, и в первую очередь собратья моего друга из хеджевых фондов, совершили роковую ошибку. Поскольку премии за риск уменьшились, рассуждали

они, единственный способ приумножить свои доходы — привлечь крупный заемный капитал, или, выражаясь финансовым языком, увеличить кредитное плечо (леверидж). Об этом в немного ином контексте удачно высказался один из самых авторитетных американских авторов, пишущих на финансовую тему:

Представьте человека, стоящего на стремянке. Приподнявшись на цыпочки, он пытается дотянуться до нужной ему вещи. Будем считать, что эта вещь — прибыль, а стремянка — кредитное плечо. А теперь выбейте лестницу у него из-под ног. Наш герой упадет, а его долговые обязательства разобьются вдребезги<sup>5</sup>.

## Резюме

Поставщики и потребители капитала существовали на протяжении всей финансовой истории, и сегодня ситуация не изменилась.

Издавна этот капитал имел две основные формы: заемный капитал (включая облигации) и долевого капитал (паи или акции). Последний более уязвим в правовом отношении, а значит, предполагает более высокий риск. Поэтому, чтобы привлечь инвесторов, требуется повышенная доходность в долгосрочной перспективе.

В периоды крупных социальных и политических потрясений и военных конфликтов курс акций и облигаций, как правило, резко снижается. Зачастую это создает условия для высокой доходности в будущем. Однако порой инвесторы безвозвратно теряют все вложенные средства. Финансовая история говорит о том, что, если до сих пор такого не случилось на рынках акций и облигаций США, это не означает, что подобного не произойдет в будущем.

# 2 Г Л А В А

## Природа зверя

Голубые фишки не добыть без риска.  
*Старинная поговорка Уолл-стрит*

**П**рочитав эту книгу, вы должны твердо усвоить главное: риск и доходность неразрывно связаны между собой. Практически во всех странах, где экономисты изучали доходность ценных бумаг, доходность акций превышала доходность облигаций<sup>1</sup>. Если вы хотите получать более высокие доходы, вам придется платить за это, принимая на себя риск. Это означает, что время от времени вы будете терять уйму денег. И наоборот, если вы стремитесь к полной безопасности, будьте готовы к тому, что ваши доходы будут невелики. Третьего не дано.

### Пророчество вороны

Наше путешествие по стране риска и доходности мы начнем в ясный морозный день безмятежного 1998 г. Вы вышли прогуляться, и, когда начали размышлять о своих финансовых делах, у вас сразу улучшилось настроение. Стоимость вашего портфеля, который состоит из тщательно отобранных акций и облигаций, за последние четыре года выросла вдвое. Рынок неуклонно растет. Хотя вы добились меньших успехов, чем ваши знакомые, которые заключают крупные сделки по опционам на доткомы и вкладывают средства

в акции агрессивных технологических фондов, ваши скромные достижения вполне позволяют вам надеяться на безбедное существование после выхода на пенсию.

Внезапно вы слышите хлопанье крыльев и чувствуете, что к вам на плечо опускается птица. «О, — радостно восклицаете вы, — это синяя птица счастья!» Но вы ошиблись — при ближайшем рассмотрении ее оперение оказывается черным как ночь. «Привет, — угрюмо произносит птица, — я, ворон, предвещаю крах рынка капитала».

Похоже, появление крылатого гостя не сулит добрых вестей. Он предвещает, что в течение следующего десятилетия вас ожидают не один, а два крупнейших в истории обвала рынка. Во время каждого из них биржевые индексы упадут примерно вдвое.

«О мудрая птица, — умоляете вы, — прошу тебя, скажи, когда произойдут эти беды, чтобы я смог избежать роковых потерь». Но ворон безмолвно расправляет крылья и улетает прочь, и вы готовы поклясться, что при этом его клюв складывается в ухмылку.

Предсказание ворона сбывается — в течение следующих десяти лет вам придется пережить не одно, а два крупнейших падения рынка из пяти, случившихся за последние 100 лет. Динамика доходности основных категорий акций и облигаций в период 1999–2008 гг. представлена в таблице 2.1, которая иллюстрирует ситуацию с риском и доходностью на этом отрезке времени. Давайте внимательно изучим ее.

В первой колонке перечислены рассматриваемые классы активов. Первые 12 представляют собой основные разновидности акционерного капитала (иначе говоря, акций), выделенные с учетом трех критериев: местоположение (США, развитые зарубежные страны и страны с развивающимися рынками), размер компании (крупные и мелкие) и тип компании — «недооцененные» или «рыночные». (К категории *рыночных* относятся крупные дорогие компании, привлекающие широкий круг инвесторов, а к *недооцененным* — дешевые, малопривлекательные компании, акции которых продаются по низкому курсу.) Такую классификацию акций используют множество специалистов в финансовой сфере. Последние две строки занимают активы с фиксированной доходностью (облигации), которые считаются относительно «безопасными».

**Таблица 2.1.** Совокупная доходность различных категорий акций и облигаций, 1999–2008 гг.

Класс активов	Сент.	Нояб.	Янв.
	2000 г. — сент. 2002 г.	2007 г. — нояб. 2008 г.	1999 г. — дек. 2008 г.
Акции крупных компаний США	-44,92%	-40,48%	-13,77%
Акции крупных недооцененных компаний США	-10,10%	-46,05%	+23,71%
Акции компаний США с уровнем капитализации от \$50 млн до \$300 млн	-17,58%	-45,18%	+86,63%
Акции мелких недооцененных компаний США	+0,69%	-45,83%	+102,63%
Инвестиционные трасты недвижимости (REIT)	+26,28%	-54,77%	+107,14%
Акции крупных зарубежных компаний	-40,94%	-48,46%	+13,23%
Акции крупных недооцененных зарубежных компаний	-25,87%	-54,12%	+59,02%
Акции мелких зарубежных компаний	-17,20%	-53,52%	+97,34%
Акции мелких недооцененных зарубежных компаний	-5,68%	-52,42%	+148,23%
Акции крупных компаний на развивающихся рынках	-32,61%	-56,13%	+147,67%
Акции недооцененных компаний на развивающихся рынках	-26,79%	-62,01%	+251,38%
Акции мелких компаний на развивающихся рынках	-27,59%	-62,91%	+196,43%
Казначейские облигации со сроком погашения от года до 10 лет	+22,76%	+12,36%	+73,64%
Корпоративные облигации со сроком погашения от 1 года до 10 лет	+22,80%	-5,45%	+60,41%

Источник: Dimensional Fund Advisors, Barclays/Lehman Brothers.

Вторая колонка отражает доходность данных классов активов в период медвежьего рынка 2000–2002 гг. В предшествующие пять лет — с 1995 по 1999 г. — наблюдался, вероятно, крупнейший пузырь фондового рынка в истории человечества. Инвесторы, безоглядно уверовавшие в возможности Интернета, швыряли на ветер миллионы, а то и миллиарды, поддерживая пару десятков предпринимателей с весьма туманными бизнес-моделями. Последним было достаточно добавить к названию своей компании заветное .com, чтобы курс ее акций на бирже взлетел вдвое.

Кроме того, всеобщая эйфория взвинтила цены крупнейших быстро растущих компаний, которые, по мнению инвесторов, имели блестящие перспективы в интернет-бизнесе. Все остальные классы активов были заброшены. Инвестиционные трасты недвижимости? Мелкие банки? Производство? Предприятия розничной торговли? Компании, которые обслуживали клиентов в офисах, не оказывая услуг через Интернет, вышли из моды. Все они померкли на фоне Новой Экономики.

Миновал 2000 г., наступил 2001-й, а затем и 2002-й, и кометы интернет-бизнеса постепенно прогорели и начали разоряться одна за другой, пока банкротства не приняли массовый характер. Сводный индекс внебиржевого рынка NASDAQ, который включал акции почти всех новых фирм, упал более чем на три четверти, а индекс S&P 500 снизился примерно вдвое.

Но, как показывает вторая колонка, акции мелких и недооцененных компаний, а также инвестиционных трастов недвижимости, которые не участвовали в вакханалии 1990-х гг., в период 2001–2002 гг. держались очень неплохо, при этом доходность REIT превысила 25%.

Во время второго спада, показанного в третьей колонке, на сцену вышли медведи иной породы. Крах 2000–2001 гг. был вызван тем, что переоцененные компании, работающие в сфере высоких технологий, на волне чрезмерного энтузиазма остались без денег. Новый кризис начался, когда преисполненные энтузиазма потребители исчерпали кредитные ресурсы. Более того, если в 1990-х гг. рынок рос главным образом за счет акций высокотехнологичных компаний, а также S&P 500 и аналогичного зарубежного индекса по Европе,



Австралии и Дальнему Востоку (EAFE), в 2007 г. из-за стремительного роста цен почти во всех странах переоцененными оказались все классы активов. В результате все они резко упали в цене. Если в 2000–2002 гг. отдельные классы активов позволяли защититься от медведей, в 2007–2008 гг. такой возможности уже не было.

Последняя колонка таблицы 2.1 подводит итог сказанному. Хотя ворон, наделенный даром предвидения, предупредил вас о несчастьях, ожидающих рынок в период 1999–2008 гг., это не принесло особой пользы. Восемь классов активов из 12, представленных в таблице 2.1, за этот период превзошли безопасные облигации, поэтому в выигрыше оказались обладатели диверсифицированных портфелей, разумно распределившие средства. Если бы вы вняли предостережениям ворона и на 10 лет полностью отказались от акций, вы лишились бы доходов, которые дает хорошо диверсифицированный портфель. Хуже того, теперь вам бы пришлось решать вопрос о том, как выбрать подходящий момент, чтобы снова купить акции.

Стратегия диверсификации, при которой портфельные инвестиции распределяются между разными видами активов, работает, если ориентироваться на годы и десятилетия, и оказывается не слишком эффективной, если счет идет на недели и месяцы.

Кроме того, последняя колонка таблицы 2.1 опровергает расхожее суждение, которое приходится то и дело слышать сегодня: в диверсификации нет ничего хорошего. Действительно, в тот день, когда рынок США падает на 5%, остальной мир следует за ним, обычно неся еще более крупные убытки, а в тот год, когда S&P 500 падает более чем на 40%, остальные активы по большей части показывают не лучшие, а порой и худшие результаты.

Однако мудрость при инвестировании приходит с пониманием того, что по-настоящему важна лишь доходность в долгосрочном аспекте. Инвестор, способный зарабатывать 8% в год, за 30 лет умножит свое состояние в 10 раз, и если у него есть хоть немного моз-

гов, он не станет переживать из-за того, что в течение многих дней, а может быть и лет, его портфель несет крупные убытки. Если же неудачные дни или годы заставляют его страдать, ему остается успокаивать себя тем, что за доходы по акциям приходится расплачиваться универсальной валютой финансового риска — спазмами в желудке и бессонными ночами.

## История и математика

Представление о краткосрочной и среднесрочной доходности позволяет предусмотрительному инвестору оценить риски владения акциями. В последнее время большое значение придается «черным лебедям» — редким и якобы неожиданным событиям, которые будоражат общество и порождают неразбериху на финансовых рынках. Появление «черных лебедей» в финансовой сфере всегда говорит о том, что участники рынка не знают истории. Никто из тех, кто знаком с событиями 1929–1932 гг., когда стоимость акций упала почти на 90% (не говоря о событиях на Санкт-Петербургской фондовой бирже после 1914 г.), не был огорошен недавним падением рынка<sup>2</sup>.

И все же исторические данные мало помогают при решении самой важной задачи инвестирования — оценке будущей доходности. Инвестору, который не в состоянии рационально и систематически оценивать ожидаемую доходность, лучше спрятать половину денег под матрас, а остальные сжечь или выбросить в окно. Хорошая новость заключается в том, что оценить будущую доходность не так уж сложно.

Несмотря на это, многие инвесторы — в том числе кое-кто из ученых мужей, — оценивая будущую доходность, отталкиваются в первую очередь от доходности в прошлом. Это ошибка. Вы, возможно, видели таблицу, которая показывает, какой огромный капитал позволяли сколотить долгосрочные инвестиции в акции крупных и мелких компаний, приносившие соответственно почти 10 и 12% в год с конца 1925 г. Вам не удастся получить такие доходы, как не получал их ни один человек за всю финансовую историю, и едва ли кто-то может рассчитывать на такую доходность в будущем. Во-первых, такие доходы являются теоретическими — они не учитывают комис-

сионные брокеров, спреда бид-аск (разницу между ценой покупки и продажи ценных бумаг) и налоги на прирост капитала и дивиденды. Кроме того, два-три поколения расточительных наследников, сменившихся за этот период, несомненно, промотали бы это богатство. И во-вторых, и это самое главное, мы не можем перенестись в конец 1925 г., когда акции США давали 5% прибыли.

На самом деле опираться на данные прошлого, оценивая доходность в будущем, чрезвычайно опасно. Еще опаснее заниматься финансовым планированием, отталкиваясь от данных, собранных после 1925 г., — трюк, к которому нередко прибегают исследователи и авторы, пишущие о финансах.

Два ярких примера серьезных просчетов из-за излишнего доверия к историческим данным имели место с облигациями в начале 1980-х и с акциями в конце 1990-х гг. Период после Второй мировой войны во многих отношениях был весьма необычным. Его характерной чертой была постепенно нарастающая инфляция, которая привела к беспрецедентному падению рынка, раздавившему долгосрочные облигации, в то время как процентные ставки росли вместе с гиперинфляцией 1970–1980 гг. Инфляция уничтожает долгосрочные облигации, поскольку погашение основной суммы и текущие платежи производятся по действующему курсу доллара. Если инвестор покупает облигацию с 5%-ным купоном сроком на 30 лет, а долгосрочная процентная ставка впоследствии повышается до 10%, стоимость такой облигации падает почти вдвое.

В течение 30 лет — с 1952 по 1981 г. — годовая доходность по долгосрочным казначейским облигациям США составляла всего лишь 2,33%, тогда как инфляция достигала в среднем 4,31% в год. Таким образом, те, кто вложил средства в облигации, ежегодно теряли примерно 2% покупательной способности даже после реинвестирования купонов. При этом акции во время затяжной инфляции дают сравнительно неплохие результаты, поскольку компании могут поднимать цены на свои товары и услуги. В течение того же периода доходность акций S&P 500 составляла 9,89% в год, превышая инфляцию более чем на 5%.

Одним словом, в 1981 г. типичный инвестор, вкладывающий средства в облигации, был раздавлен внушающим ужас прошлым,

иначе говоря, «представлял себе» их доходность. Инвесторы и финансовые обозреватели окрестили эти ценные бумаги «удостоверениями о конфискации», отпугнув целое поколение покупателей.

И все же любой, кто умел складывать и вычитать, имел перед глазами следующие выкладки: 30 сентября 1981 г. правительство США продало 20-летние казначейские облигации под 15,78%, в то время как инфляция за предыдущие пять лет в среднем составляла «всего лишь» 10,11%. Более того, к этому времени Пол Волкер, один из самых выдающихся руководителей Федеральной резервной системы, принял меры для резкого сокращения денежной массы. В 1981 г. это позволило добиться желаемого результата и снизить уровень инфляции — за следующие пять лет она упала до 3,42%.

Таким образом, те, кто вкладывал средства в облигации до 1982 г., были разорены. Однако трезвая оценка процентных доходов по облигациям и будущей инфляции подсказывала, что эти ценные бумаги сулят немалую прибыль — не менее 5%. Эта оценка оказалась вполне обоснованной. В течение 20 лет, начиная с 1982 г., реальная доходность по долгосрочным казначейским облигациям США составляла 8,66%.

Другим примером того, как опасно чрезмерно пристальное внимание к прошлому, может служить случившееся в конце 1990-х гг., когда курс акций доткомов и высокотехнологичных компаний, а также быстрорастущих компаний с высоким уровнем капитализации, взмыл до небес. За 74 года — с 1926 по 1999 г. — фондовый рынок США приносил инвесторам в среднем 11,35% без учета инфляции и 8,02% с учетом. С 1995 по 1999 г. он показывал рекордные результаты — 28,56% в год. Стоит ли говорить, что владельцы акций были полны энтузиазма. В 1999 г. все повторяли, как мантру: «Каждый цент, не вложенный в акции, приносит убытки», а один из вышедших в тот год бестселлеров, посвященных личным финансам, назывался «Индекс Доу — Джонса на отметке 36 000» (Dow 36,000). Но, увы, дело обернулось совсем иначе\*.

---

\* Баллотировавшись в президенты в 2008 г., Джон Маккейн пробудил недоверие в финансовых кругах, назначив одного из авторов этой книги консультан-

Как в таком случае трезво оценить будущие доходы? Прежде всего, давайте признаем очевидное: нам не под силу точно предсказать будущее без магического кристалла. Максимум того, на что мы способны, — это определить то, что финансовые экономисты называют «ожидаемой доходностью».

Поскольку это одно из самых важных понятий в финансовом деле, попробуем разобраться, что оно означает. Представьте себе стол для игры в рулетку в одном из игорных домов Монте-Карло с 37 ячейками, обозначенными числами от 0 до 36 (в Америке есть 38-я ячейка, 00). Если вы ставите на одно число, выплата составляет 35 к 1, а ваши шансы на выигрыш — 1 к 37. В среднем вы теряете 5,3 цента на каждый поставленный доллар ( $\frac{35}{37}$  минус 1). Это *ожидаемая доходность* на отдельную ставку, а также на полную сумму, которую вы поставили в течение любого отрезка времени. Разумеется, однажды вам может улыбнуться удача и вы заработаете кучу денег, а в другой раз счастье отвернется от вас, и вы будете проигрывать ставку за ставкой и потеряете больше 5,3%. Это *реализованная доходность*. Таким образом, ожидаемая доходность — это наиболее вероятное предположение о том, какой будет средняя реализованная доходность за один вечер.

Акции и облигации — та же рулетка, однако их владелец почти всегда оказывается в выигрыше. Если бы это было не так, никто не стал бы вкладывать в них деньги. Разница в том, что в данном случае инвестор играет на стороне казино. Он не знает, чем наградит его госпожа Удача, но он может достаточно точно предсказать свой выигрыш, особенно если речь идет о периодах продолжительностью не менее двух десятков лет.

Каким образом? Начнем с облигаций. В начале 2009 г. казначейские облигации США давали всего 2% прибыли. Поскольку правительство может напечатать денег, чтобы выполнить свои обязательства по облигациям, нам были гарантированы как процентные платежи, так и погашение основной суммы, и в итоге ожидаемая доходность на данном этапе составляла... 2%. (Ценные бумаги Казначейства США со сроком погашения не более 1 года называются

---

том по экономическим вопросам.

краткосрочными казначейскими векселями, со сроком от 1 года до 10 лет — среднесрочными казначейскими облигациями, а со сроком погашения более 10 лет — долгосрочными казначейскими облигациями. Купонные платежи по среднесрочным и долгосрочным облигациям производятся каждые шесть месяцев. С векселями дело обстоит иначе — они продаются с дисконтом по отношению к номинальной стоимости и выкупаются по номиналу, данная разница и представляет собой доход.)

Удивительно, что в начале 2009 г. доходность десятилетних облигаций, выпускаемых самыми надежными американскими компаниями, составляла около 7%. Если бы все эти компании выжили, ожидаемая доходность от портфеля таких облигаций за следующие 10 лет тоже составляла бы 7%. К сожалению, компании, включая те, что имеют самую солидную репутацию, время от времени разоряются и не выполняют свои обязательства, и поэтому фактическая доходность будет меньше 7%.

Насколько меньше — зависит от того, какое количество компаний разорится. Если в год разоряется более 5% компаний, инвестор получит более высокую прибыль от 10-летних казначейских облигаций. По оценкам большинства экспертов, число банкротств компаний с высоким рейтингом не превышает 1% в год, но в нынешних условиях лучше перестраховаться и считать, что эта доля составляет 2%. В этом случае ожидаемая доходность от корпоративных облигаций США с высоким рейтингом составит 5% (разница между 7%-ным купоном и долей банкротств, составляющей 2%).

В таблице 2.2 представлен полный спектр возможных результатов. Как отмечалось выше, инвесторы получают больше прибыли, вложив средства в казначейские облигации, лишь если доля банкротств достигает 5% в год. Какова вероятность того, что ежегодно в течение 10 лет одна из 20 самых надежных американских компаний будет разоряться? При наихудшем варианте развития событий подобное возможно в течение ближайших года-двух, но 10 лет непрерывных банкротств такими темпами стали бы куда более серьезным бедствием, чем Великая депрессия.

Далее, представьте себе, что при убытках, равных 4% в год, наша доходность в конечном итоге составляет 3%. Хотя это на 1%

больше, чем дают казначейские облигации, едва ли это осчастливит нас, поскольку этой скромной разницы недостаточно, чтобы компенсировать риск, который причинял нам столько страданий, вызывая спазмы в желудке. При убытках, равных 3%, корпоративные облигации дают доходность в 4%, которой, скорее всего, будет достаточно, чтобы компенсировать дополнительный риск. Если вы получили больше, считайте, что вам повезло.

**Таблица 2.2.** Гипотетический пример премии за риск по корпоративным облигациям

Доходность корпоративных облигаций	Процент убытков (банкротства/неплатежи)	Фактическая доходность от корпоративных облигаций	Доходность от среднесрочных казначейских облигаций	Настроение инвестора, вложившего средства в корпоративные облигации
7%	0	7%	2%	Вне себя от счастья
7%	1	6%	2%	Очень доволен
7%	2	5%	2%	Доволен
7%	3	4%	2%	Не очень доволен: премия за риск 2% (4% доходности минус 2% доходности по среднесрочным казначейским облигациям) едва компенсирует дополнительный риск
7%	4	3%	2%	Недоволен: премия за риск 1% не компенсирует дополнительный риск
7%	5	2%	2%	Страшно недоволен
7%	6	1%	2%	В отчаянии
7%	7	0%	2%	Готов убить брокера

Подобным образом в конце 2008 г. так называемые мусорные облигации — высокодоходные облигации менее надежных компа-

ний — приносили 22,5%, превосходя казначейские облигации более чем на 20%. Такой разрыв между первыми и вторыми не имеет прецедентов в истории. Он означает, что 20% этих компаний будет разоряться *каждый год*, что уменьшит их среднюю доходность по сравнению с доходностью по казначейским облигациям с таким же сроком погашения. Через 10 лет из них уцелеет лишь каждая десятая.

Насколько же высока вероятность разорения? Очень низка, но не равна нулю. Опять-таки мусорные облигации должны превосходить казначейские по размеру премии, чтобы у инвесторов был стимул брать на себя столь высокий риск. Если требуемый размер премии составляет 5%, то в конце 2008 г. такое приобретение имело бы смысл при условии, что в год разоряется до 15% компаний. (Приведенный пример предполагает, что инвестор владеет множеством таких облигаций или взаимным фондом, инвестирующим средства в данный класс активов. Если же число облигаций, принадлежащих инвестору, невелико, неудачный выбор может привести к тому, что все все они пропадут в течение пяти лет.)

Подведем итог сказанному: фактическая доля банкротств компаний с высоким рейтингом может составлять примерно 2% в год, что позволяет ожидаемой доходности от корпоративных облигаций оставаться на уровне 5%. Если темпы инфляции в долгосрочной перспективе равны примерно 3%, их доходность с поправкой на инфляцию будет составлять около 2%. В конце 2008 г. премия за риск по мусорным облигациям (доходность выше 2% по среднесрочным казначейским облигациям) могла достигать 10% в год, таким образом, их номинальная доходность составляла 12%, а доходность с поправкой на инфляцию — 9%. Доход по мусорным облигациям и облигациям с высоким рейтингом, о которых шла речь выше, — это вознаграждение за риск, связанный с тем, что процент банкротств может оказаться гораздо выше ожидаемого.

Следует еще раз повторить, что инвестор оценивает ожидаемую доходность облигаций, вычитая процент банкротств из процентного купона.

Взаимосвязь доходности и риска — самая важная концепция в этой книге. Даже если 10-летние корпоративные облигации при-



носят 7%, что при условии ежегодного разорения 5% компаний даст нам те же 2% доходности, что и казначейские облигации, эти результаты не равноценны. Более того, они не идут ни в какое сравнение: корпоративные облигации лишают инвестора сна и аппетита, тогда как держатели казначейских облигаций спят как младенцы. Владельцам корпоративных облигаций необходима премия за риск, которая компенсирует им бессонные ночи и несварение желудка. Отсюда следует: чем больше риск, тем выше должна быть премия за риск.

Обещание высоких прибылей при низком риске — вернейший признак мошенничества. Метод работы Бернарда Мэдоффа представлял собой вариацию на эту тему: скромные доходы в отсутствие риска. Впрочем, это было не единственной приметой обмана. Любые инвестиции в ценные бумаги включают три этапа: консультирование, брокерские операции и управление пакетом ценных бумаг. Они очевидным образом присутствуют в любой правильно организованной честной инвестиционной деятельности. Однако весь процесс под руководством Мэдоффа осуществлялся за плотно закрытыми дверями.

Данный тезис о риске и доходности так важен, что я повторю его еще раз. Инвестор не может получать высокие доходы, не неся время от времени крупные убытки. Если инвестор желает безопасности, он обречен на низкие доходы.

## Удивительное уравнение Гордона

Тот же подход используется и при оценке ожидаемой доходности на акции, но в этом случае мы учитываем изначальный дивидендный доход, а затем прибавляем к нему темпы роста дивидендов.

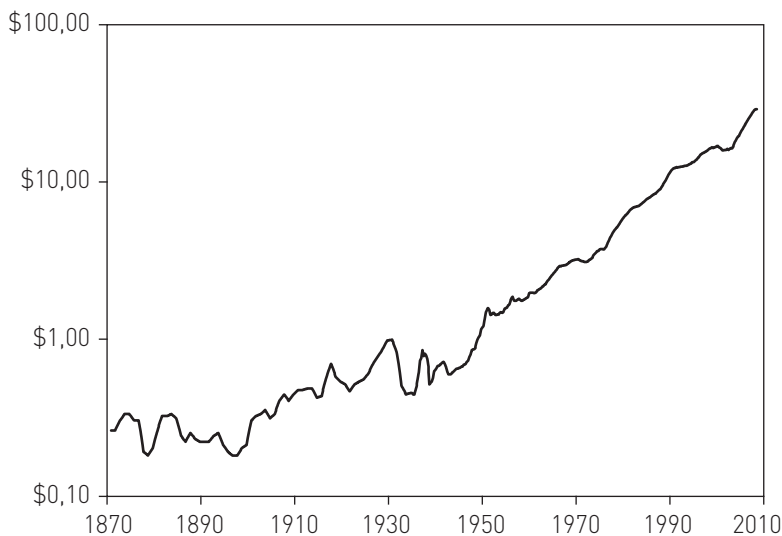
Представьте себе, что акции некоей компании продаются по \$100 и дают \$3 дивидендов, что составляет 3% от курсовой стоимости акции. Эти \$3 — деньги в кармане инвестора, он может реинвестировать их в акции той же компании или любой другой финансовый актив, потратить их на продукты или новый BMW.

Предположим, что на следующий год компания расширила свой бизнес на 4% и дивиденды выросли с \$3 до \$3,12 на акцию. По-

скольку рынок оценивает курс акции с учетом дивидендов и последние увеличились на 4%, курс акции в идеальном мире тоже вырастет на 4% — до \$104. Таким образом, мы получим доход в 7% — 3% за счет дивидендов плюс 4% за счет повышения курса акции.

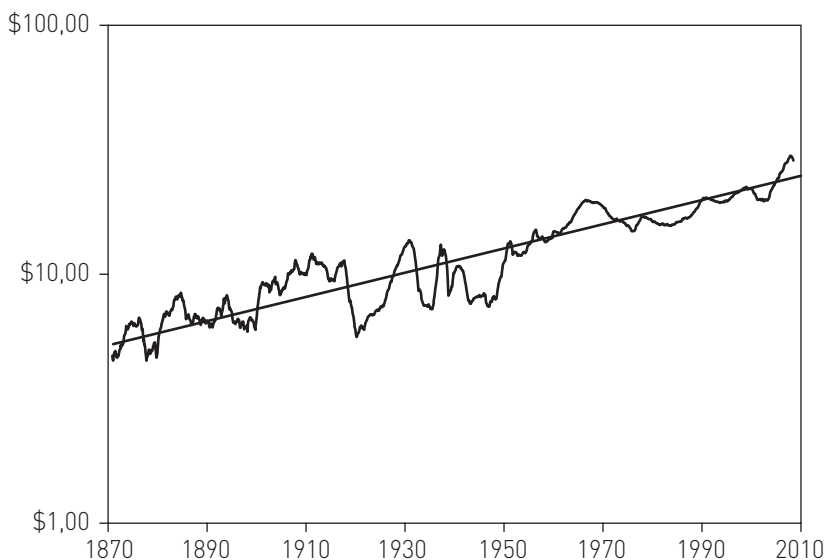
То же самое относится и к фондовому рынку в целом. В начале 2009 г. рынок США давал 3% дивидендов. Каковы были темпы их роста? По этому вопросу специалисты по финансовой истории располагают очень хорошими долгосрочными данными. На рис. 2.1 показаны дивиденды по акциям S&P 500 с 1871 г. Обратите внимание, что примерно до 1940 г. они росли очень медленно, а затем стали увеличиваться куда быстрее.

Повышение темпов роста дивидендов после 1940 г. — это иллюзия, поскольку по большей части увеличение показателей объясняется ростом инфляции; более пологий скат кривой до 1940 г. лучше отражает подлинные темпы роста. Если выразить размер дивидендов за эти годы в долларах по курсу 2008 г., картина станет более точной, что показано на рис. 2.2. Дивиденды на фондовом рынке



**Рис. 2.1.** США — номинальные дивиденды на акцию

Источник: [http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie\\_data.xls](http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls)



**Рис. 2.2.** США — номинальные дивиденды на акцию с поправкой на инфляцию, в долларах по курсу 2008 г.

Источник: [http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie\\_data.xls](http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls)

США с поправкой на инфляцию увеличиваются довольно неравномерными темпами, которые в среднем составляют 1,32% в год.

Это иллюстрирует еще одно важное правило: *всегда учитывать фактор инфляции, иначе говоря, оперировать цифрами в «реальном» выражении*. Это избавит от необходимости вносить поправку на влияние долгосрочной инфляции задним числом. Представление о реальной доходности помогает инвестору мыслить более четко и не обращать внимания на громогласные рассуждения о том, что инфляция «разрушает богатство».

Темпы роста экономики США составляют около 3% в год в реальном выражении, и *совокупные* прибыли корпораций в долгосрочном аспекте растут вместе с ней примерно теми же темпами. Почему же дивиденды на акцию растут всего лишь на 1% с небольшим, а не на 3%, как экономика в целом? Потому что компании, как и люди, рождаются, живут и умирают и им на смену приходят

новые компании. Инвестиционные банки продают акции новых компаний, при первичном публичном размещении (IPO), и эти новые акции размыывают существующий пул активов в среднем на 2% в год. Поэтому, хотя прибыли растут на 3% в год, ежегодный рост числа акций на 2% приводит к тому, что дивиденды на акцию увеличиваются лишь на 1% с небольшим. И хотя компании скупают собственные акции для поддержания их рыночной цены, размывание на 2% учитывает такой обратный выкуп<sup>3</sup>.

Брокерские фирмы и взаимные фонды часто рекламируют акции компаний на таких развивающихся рынках, как Бразилия, Россия, Индия и Китай (так называемые страны БРИК), поскольку их экономика развивается стремительными темпами. Но будьте осторожны: размывание акционерного капитала, а нередко и неприкрытое воровство из-за недостаточной правовой защиты сводит на нет значительную часть этого роста, когда речь заходит о дивидендах на акцию. К примеру, китайская экономика растет стремительными темпами вот уже более 20 лет — в реальном выражении они составляют 9% в год. Но несмотря на это в период 1993–2008 гг. инвесторы теряли на китайских акциях 3,3% в год, даже реинвестируя дивиденды. Не удивляйтесь, это действительно так. На протяжении этих 16 лет китайские акции потеряли 41,5% стоимости, не считая дополнительных издержек, которые несли инвесторы<sup>4</sup>. (Потери 3,3% в год без поправки на инфляцию выливаются в 5,7% в год с учетом инфляции.)

Не доверяйте историческим данным — особенно данным за последнее время — при прогнозировании ожидаемой доходности акций и облигаций. Ориентируйтесь на ставки процента, дивидендные выплаты, соотношение темпов роста дивидендов и процента банкротств.

Таблица 2.3 показывает, что то же самое, хотя и в меньшей степени, относится к «восточноазиатским тиграм» — Индонезии, Корею, Малайзии, Сингапуру, Тайваню и Таиланду: доходность от акций здесь ниже, чем в США, где экономика растет не столь быстрыми темпами.

Таблица 2.3. Хорошая экономика, плохие акции

Страна	Реальный рост ВВП в годовом исчислении, 1988–2008 гг.	Номинальная доходность фондового рынка в годовом исчислении, 1988–2008 гг.
Китай	9,61%	-3,31%*
Индонезия	4,78%	8,16%
Корея	5,59%	4,87%
Малайзия	6,52%	6,48%
Сингапур	6,67%	7,44%
Тайвань	5,39%	3,75%
Таиланд	5,38%	4,41%
США	2,77%	8,80%

\* Доходность акций, 1993–2008 гг.

Источник: Morgan Stanley Capital Indexes, International Monetary Fund.

Теперь мы, наконец, можем оценить реальную ожидаемую доходность акций. Как мы уже видели на примере S&P 500, для этого нужно просто прибавить к текущей доходности данного индекса, которая составляет около 2,5%, реальные темпы роста дивидендов, равные 1,32%, что в сумме даст реальную ожидаемую доходность в размере чуть менее 4%. Эти несложные расчеты — сложение дивидендного дохода и темпов роста дивидендов — называются уравнением Гордона, которое еще не раз появится на страницах данной книги.

*Ожидаемая доходность = Дивидендный доход + Темпы роста дивидендов.*

Было бы неплохо, если бы дивиденды росли более равномерно, и еще лучше, если бы акции сохраняли стабильный курс, с тем чтобы постоянно приносить 2,5% дивидендов, т. е. их продажная цена была бы ровно в 40 раз больше суммы дивидендов. К сожалению, рынок работает не так четко. На протяжении XX в. курс акций то падал — в 1932 г. он превосходил дивиденды всего в семь раз, то под-

нимался — в 2000 г. он оказался в 90 раз больше дивидендов. Однако в долгосрочном аспекте данные колебания нивелируются и метод расчета, предложенный выше, работает достаточно эффективно.



### НЕМНОГО МАТЕМАТИКИ: МОДЕЛЬ ДИСКОНТИРОВАНИЯ ДИВИДЕНДОВ

Самой заметной фигурой среди первых американских экономистов был Ирвинг Фишер, окончивший Йельский университет, где одним из его наставников был великий физик Уиллард Гиббс. К сожалению, Фишер прославился прежде всего своим неудачным высказыванием — в 1929 г. его угораздило заявить: «Похоже, цена акций вышла на permanently высокий уровень».

Это очень досадно, поскольку одним из его многочисленных достижений был базовый математический метод оценки стоимости *любого* капиталовложения или имущества — будь то финансовые активы, физические активы, предметы искусства или духовные ценности. Главное его озарение состояло в том, что рыночная цена — это лишь бледное отражение подлинной сделки — удовольствия или потока доходов, который принесет тот или иной актив со временем, с учетом соответствующей ставки процента, которая показывает, до какой степени вырастут составляющие этого дохода в будущем<sup>5</sup>.

Если речь идет о том, что потребляется немедленно, например об ужине, ответ очевиден. Вы не станете платить за еду ни \$5, ни \$25, ни \$125, если она не насытит вас и не доставит вам удовольствия.

А теперь представьте, что кто-то предлагает вам купить блюдо из меню, которое стоит \$25, с условием, что съесть его вы сможете лишь через десять лет. Сколько вы готовы заплатить за него *сегодня*, зная, что вам придется ждать десять лет? Разумеется, гораздо меньше \$25. Предположим, вы решили, что приемлемая цена равна \$5. Если мы введем эти цифры в финансовый калькулятор, он покажет, что ставка процента в этом случае составляет 17,46%. Такова ваша персональная ставка процента за еду в ресторане. Можно подойти к делу немного иначе: если исходить из того, что ставка процента равна 15% в год, сумма, которую вы заплатите за предложенную еду сегодня, составит \$6,18.

Основная мысль заключается в том, что удовольствие, которое можно получить немедленно, почти всегда стоит дороже, чем то, которое ожидает вас в будущем. Фишер изящно определил это как «нетерпение» в отношении того или иного объекта, что фактически является синонимом ставки процента. Изредка процентная ставка бывает отрицательной. Например, вы считаете, что через 10 лет в стране, скорее всего, начнется война или голод. В такой ситуации вы наверняка согласитесь уплатить премию за пищу, которую сможете съесть через 10 лет. Самый известный пример отрицательной ставки процента — драгоценности, которые скупают те, кто скрывается от преследований или правосудия. Хотя их легко возить с собой, но, как правило, в дальнейшем беглец вынужден продавать их в убыток, чтобы оплатить свое спасение. Если же принять во внимание затраты на хранение и страховку, владение золотом или драгоценностями становится еще менее привлекательным. Однако, когда речь идет про деньги, процентные ставки не бывают отрицательными, поскольку вы непременно получите хотя бы нулевую прибыль, спрятав их под матрас.

Люди испытывают разную степень нетерпения (оно же — процентная ставка) в отношении разных объектов. При этом ставка для того или иного объекта зависит и от личных обстоятельств: состоятельный человек готов потратить сегодня на еду, которая станет доступной через 10 лет, гораздо больше, чем бедняк. На нетерпение (или ставку процента) влияет и характер — прожигатели жизни расточительны по натуре и испытывают сильнейшее нетерпение, тогда как бережливым людям это не свойственно.

Таким образом, стоимость акции или облигации — это поток доходов, которые она обеспечит в будущем (а в случае облигации — еще и основная сумма на дату погашения), дисконтированная по соответствующей ставке процента.

Возьмем акцию с дивидендами в \$3, которые, по нашим предположениям, должны расти на 6% в год. Предположим, что нетерпение инвесторов по отношению к этим деньгам в совокупности составляет 9% в год. Тогда стоимость ее будущих дивидендов  $P$  равна:

$$\sum_{n=1}^{\infty} (\$3 \times 1,06^n) / (1,09)^n = P.$$

Или в более общем виде:

$$\sum_{n=1}^{\infty} D(1+g^n)/(1+r)^n = P,$$

где  $D$  — дивиденды за последний год,  $g$  — темпы роста дивидендов,  $r$  — ожидаемая доходность и  $P$  — цена.

С помощью интегральных преобразований приведем это уравнение к виду

$$P = D/(r-g),$$

что можно преобразовать к следующей форме:

$$r = D/P + g,$$

которая и называется уравнением Гордона:

$$\text{Доходность} = \text{Дивидендная доходность} + \text{Рост.}$$

Обратите внимание, что мы двигались от конца к началу: выбрали в качестве зависимой переменной цену, а в качестве независимой — доходность, мы определили, чему равна доходность. Мы действовали так потому, что, если выбрать в качестве независимой переменной цену, вы можете поддасться соблазну завысить коэффициент дисконтирования/доходность для активов с повышенным риском.

Что, если дивидендная доходность меняется со временем? К примеру, за период с 1926 по 1999 г. дивиденды по акциям S&P 500 снизились с 5 до 1,1%. Такое снижение привело к росту цены на 2,1% в год. И наоборот, рост дивидендов влечет за собой падение цены.

Если бы в 1926 г. кто-нибудь знал, что подобное произойдет в течение ближайших 73 лет и что реальные темпы роста дивидендов составляют 1,3% в год, он мог бы подсчитать, что реальная доходность за этот период составит:

$$5\% + 1,3\% + 2,1\% = 8,4\%.$$

Или в более общем виде:

Ожидаемая реальная доходность = Доходность + Реальный темп роста + Изменение стоимости в годовом исчислении.

На самом деле реальная доходность по акциям S&P 500 за этот период был равен 8,0%. Не так уж плохо.



Это вносит полезную поправку к ожидаемому уровню доходности, рассчитанному с помощью уравнения Гордона. Десять лет назад председатель правления одной из крупнейших в мире инвестиционных компаний Vanguard Group Джон Богл любил подчеркивать, что такой низкий дивидендный доход, по всей вероятности, «вернется к среднему», т. е. к более традиционному, уровню в диапазоне 3–4%. Это означало, что ожидаемая реальная доходность будет отрицательной, и такой прогноз оказался на редкость прозорливым.

Что происходит теперь? Многие обозреватели считают, что большая часть классов активов оценивается справедливо, а некоторые из них, в частности европейские акции и инвестиционные трасты недвижимости, явно недооценены. Если эти обозреватели правы и цены возвращаются к среднему, доходность будет даже выше результатов, полученных с помощью уравнения Гордона.

Напомню, что ожидаемая доходность, равная 4%, которую мы только что вычислили для акций, представляет собой *реальную доходность*. Это означает, что стоимость портфеля с поправкой на инфляцию — его фактическая покупательная способность — должна в среднем удваиваться каждые 18 лет\*.

В настоящее время прибыль на многих зарубежных фондовых рынках составляет около 5%. Даже если реальные доходы на акцию не растут, в перспективе ожидаемая реальная доходность должна оказаться вполне приемлемой за счет 5% дивидендов.

Подобным образом акции REIT, которые владеют и управляют торговыми центрами, многоквартирными домами и иной коммерческой недвижимостью, в начале 2009 г. давали доходность около 10%. По закону США такие компании должны распределять не менее 90% своих прибылей в качестве дивидендов держателям акций, чем объясняются очень высокие дивиденды.

---

\* Простой способ приближенной оценки срока, в течение которого величина инвестированного капитала увеличится вдвое, — это применение так называемого «правила 72», открытого примерно в XV в. Разделите 72 на реальные темпы роста доходности в 4% и вы получите:  $72/4 = 18$  лет, что очень близко к точному результату — 17,67 года.

После выплаты почти всей прибыли держателям акций у инвестиционных трастов недвижимости остается очень мало капитала для покупки новой недвижимости или улучшения той, что находится у них в собственности. Власти поставили их перед неприятным выбором: либо привлекать заемный капитал за счет банковских ссуд и выпуска облигаций, либо не расти. Первый вариант может обеспечить рост, но является весьма рискованным, поскольку крупные банковские ссуды и обязательства перед держателями облигаций повышают уязвимость трастов в случае кредитного кризиса, поэтому многие из них пострадали в 2007–2008 гг.

Так что в начале 2009 г. самая высокая реальная доходность, на которую могли рассчитывать те, кто вкладывал средства в REIT, составляла 10%; если в течение ближайших нескольких лет основные показатели снизятся или если они будут расти медленнее, чем в прошлом, доходность может уменьшиться. (В то время, когда пишутся эти строки, дивидендные выплаты трастов недвижимости стремительно падают, и их будущая доходность во многом определяется тем, в какой степени они смогут восстановиться.)

Подытожим выводы, сделанные в первой части настоящей главы.

- В прошлом, вкладывая средства в безопасные активы, инвесторы могли рассчитывать только на низкие доходы. В настоящее время это правило в полной мере относится к краткосрочным казначейским векселям США, прибыль по которым близка к нулю.
- Чтобы получать более высокие доходы, инвесторам придется рисковать — это позволяет им рассчитывать на премию за риск.
- Чтобы рассчитать ожидаемую доходность от облигаций, нужно вычесть из купонной доходности ежегодный процент убытков из-за банкротств и неплатежей.
- С помощью уравнения Гордона инвесторы могут оценить размеры будущей доходности акций — для этого нужно сложить дивидендный доход и темпы роста дивидендов.

Как отмечалось выше, уравнение Гордона нередко говорит совсем об ином, нежели исторические данные о доходах. Посмотрите, к примеру, на таблицу 2.1, которая показывает, что за последние 10 лет среднесрочные казначейские облигации фактически давали более высокий доход, чем корпоративные облигации. Однако, как было показано выше, скорее всего, в перспективе нас ожидает прямо противоположная ситуация. Подобным образом в течение последних 10 лет инвестиционные трасты недвижимости, компании S&P 500 и акции крупных зарубежных компаний давали низкие или отрицательные доходы, тогда как уравнение Гордона говорит, что в будущем для них наступят лучшие дни.

Финансовая история очевидным образом свидетельствует: *расчет ожидаемой доходности с помощью уравнения Гордона позволяет сделать более достоверный прогноз, чем исторические данные, какой бы длительный период они ни охватывали.* Доходность удваивается, когда рынки охвачены эйфорией, подобной буму в конце 1990-х гг., или падают во время паники, как случилось в 2008–2009 гг. Если один из главных секретов в жизни состоит в том, чтобы сохранять самообладание, когда все вокруг теряют голову, уравнение Гордона может сослужить вам добрую службу.

Теперь у нас появились еще более веские доводы, которые могли бы ответить на вопрос моего друга, заданный в 2000 г. Инвесторы, покупавшие акции в тот год, явно действовали неразумно. Тогда они уделяли слишком много внимания историческим данным и слишком мало — уравнению Гордона, которое говорило о том, что реальная доходность акций на тот момент составляет всего лишь 2,4% (1,1% дивидендов плюс темпы роста дивидендов, равные 1,3%). Кроме того, они забыли, а может быть, просто не знали, что история на всем своем протяжении со времен венецианских *prestiti* изобилует примерами катастрофических убытков, которые несли владельцы самых разных активов, о чем напоминают и биржевой крах 1929 г., и убыточный рынок облигаций в 1952–1981 гг.

К тому же они были не в состоянии соотнести риск и доходность. 2,4% ожидаемой реальной доходности по уравнению Гордона в 2000 г. было слишком мало, чтобы компенсировать язву

желудка и ночные кошмары, которые мучили держателей акций. Дальше так продолжаться не могло. Курс акций должен был упасть, что позволило бы дивидендному доходу подняться на достаточно высокий уровень, чтобы компенсировать разумным инвесторам реальные риски владения акциями.

В результате так и случилось. В настоящее время уравнение Гордона говорит о том, что через десяток лет доходность акций и корпоративных облигаций повысится: реальная доходность акций, вероятно, будет составлять 4–8%, а облигаций — 2%. Я считаю, что эти показатели достаточно высоки, чтобы компенсировать риски владения этими активами.

## Дом, милый дом?

Сделаем небольшую передышку и задумаемся о том, что составляет львиную долю чистых активов многих из нас, — о своем доме. Какое место он занимает в инвестиционном портфеле? Можно ли рассматривать его как капиталовложение?

Вне всяких сомнений, дом *не является* капиталовложением по одной простой причине. Вам нужно где-то жить, и это заставляет вас купить или арендовать дом или квартиру. Не забывайте, капиталовложение означает, что вы откладываете потребление в настоящем ради потребления в будущем, если же речь идет о потреблении в настоящем — это жилье. Кроме того, если вы платите за жилье наличные, вы тратите капитал, который могли бы вложить во что-то другое.

Но хотя дом и не является капиталовложением, уравнение Гордона может помочь принять решение — купить жилье или взять его в аренду. Каким образом? Как и акции, дом или кондоминиум со временем растет в цене. Насколько? Самые достоверные данные о ценах на недвижимость говорят о том, что их рост с поправкой на инфляцию близок к нулю.

Этот вывод опирается на исторические данные по трем странам. Реальные цены на недвижимость в США практически не выросли с 1890 по 1990 г., тогда как в Норвегии рост цен, который наблюдался после 1819 г., составлял всего 1,3% в год. Экономи-

стам даже удалось собрать данные о динамике цен на недвижимость в фешенебельном районе Амстердама — на набережных канала Херенграхт — с начала XVII в. Они показывают, что реальные цены с учетом инфляции не повышались на протяжении почти 400 лет, а ведь речь идет об одном из самых престижных районов в мире<sup>6</sup>.

Таким образом, максимальный прирост цены, на который вы можете рассчитывать в лучшем случае, составляет 1% в год. Что ж, казалось бы, не так уж плохо. Далее, как и в случае с акциями, следует оценить дивиденды. Эквивалентом дивидендов для жилого дома является так называемая «условно начисленная арендная плата». Этот загадочный, но важный термин означает, что ваш дом ежемесячно «платит вам за аренду». Иными словами, не важно, владеете вы собственным жильем или арендуете его у кого-то другого. Если вы владеете домом сами, вы вкладываете в него средства, которые могли бы с прибылью инвестировать во что-то другое, и условно начисленная арендная плата или использование дома — это вознаграждение за данные инвестиции. В то же время, если у вас есть возможность купить дом, но вы принимаете решение снимать жилье, у вас остается свободный капитал для приобретения других активов, например акций и облигаций, которые будут приносить доход.

Если вы не можете позволить себе купить дом прямо сейчас и вам нужен ипотечный кредит, вы рассуждаете иначе. Принимая решение снимать жилье, вместо платежей по ипотеке вы вносите арендную плату. И хотя значительную часть платежей по ипотеке, особенно на первых порах, можно вычесть из налогов, это преимущество меркнет перед чудовищным риском, который берет на себя получатель ипотечного кредита, — при невыполнении долговых обязательств дом изымается за неплатеж.

Допустим, вы задумались о покупке дома стоимостью \$300 000, который можно снять за \$1250 в месяц. Таким образом, «условно начисленные дивиденды», которые приносит аренда, составляют 5% (\$1250 в месяц дают \$15 000 в год). Из этой суммы придется вычесть около 3% на налоги, страховку и содержание дома, после чего итоговый доход составит 2% годовых.

Приобретение жилья — это не вложение капитала, а нечто прямо противоположное, поскольку речь идет о предмете потребления. С учетом налогов и расходов на содержание нередко оказывается, что выгоднее взять жилье в аренду.

Таким образом, реальной доходности, которую принесет вам дом, будет не более 3% (1% за счет роста реальной цены плюс 2% чистых «дивидендов»), а если падение цен на недвижимость продолжится, он может оказаться куда ниже.

В этом случае удобно руководствоваться практическим правилом: сумма за покупку жилья не должна превышать размеры приемлемой арендной платы за 15 лет\*. Тогда мы получаем 6,7% дивидендов-брутто (1/15) или 3,7% после вычета налогов, страховки и расходов на содержание, т. е. примерно столько же, сколько дает инвестиционный портфель, состоящий из акций и облигаций. (На самом деле условно начисленная арендная плата имеет одно несомненное преимущество перед доходом от акций и облигаций — она не облагается налогом.)

До недавнего времени на многих рынках недвижимости коэффициент покупка/аренда превышал 20 лет, и это говорило о том, что цены завышены. Возможно, в ближайшие годы покупатели домов смогут вновь заключать сделки, от которых отказались ранее по соображениям, изложенным выше.

И наконец, теперь становится очевидно, что летний загородный дом абсолютно нерентабелен, если большую часть года вы не сдадите его внаем. Поэтому, если вам нужен домик в горах или на берегу моря, лучше взять его в аренду.

---

\* При покупке жилья я держу в голове число 150 — столько месяцев проходит за 12,5 лет. Выслушав разглагольствования риелтора, я спрашиваю: «Как вы считаете, за сколько можно сдать этот дом?» Если цифры похожи на правду, умножьте их на 150 — это поможет вам получить представление о справедливой рыночной стоимости дома, и если он стоит дороже, выгоднее снимать жилье. Как оказалось, это верный способ испортить настроение риелтору.

## Приключения с акциями

Есть ли другие разновидности премии за риск, которые может заработать толковый, смелый и собранный инвестор? Оказывается, их еще как минимум две: я имею в виду недооцененные и мелкие компании. Десятки лет исследователи финансовой сферы предполагали, что у акций недооцененных (не самых привлекательных) и мелких компаний более высокая доходность, чем рынок в целом. В июне 1992 г. двое ученых из Чикагского университета — Кеннет Френч и Юджин Фама подтвердили эти предположения<sup>7</sup>.

В статье, опубликованной в *Journal of Finance*, они убедительно доказали, что премии за покупку акций мелких и недооцененных компаний существуют. Френч разбил все компании на фондовом рынке США на крупный и мелкий бизнес, выделив в каждой категории три вида компаний: «растущие», «промежуточные» и «недооцененные». Таким образом, его классификация включает шесть типов компаний. Полученные им данные, которые регулярно обновляются, представлены в таблице 2.4. Термины «мелкий» и «крупный» говорят сами за себя — они показывают, является ли стоимость всех акций в обращении выше или ниже определенной величины. Для открытой акционерной компании США данная сумма составляет около \$1 млрд.

Кроме того, Френч выделил растущие и недооцененные компании: акции первых дороги, а вторых — дешевы по отношению к принадлежащим компании активам. Первая группа состоит в основном из привлекательных быстро растущих «хороших» компаний — таких как Wal-Mart, Amgen, Cisco или, по крайней мере до недавнего времени, Starbucks, тогда как ко второй относятся медленно растущие «плохие» компании, например Ford, Sears или Caterpillar. Третья разновидность — компании, которые занимают промежуточное положение между первыми и вторыми.

Прежде всего, обратите внимание, что три вида акций мелких компаний в среднем дают более высокую доходность, чем три вида крупных. Это неудивительно, ведь у мелких компаний больше возможностей для роста, чем у крупных. Более того, акции мелких компаний, безусловно, более рискованны, чем акции крупных, —

**Таблица 2.4.** Годовая доходность акций, июль 1926 г. — декабрь 2008 г.

Класс активов	Годовая доходность, %
Акции крупных растущих компаний	9,02
Акции мелких растущих компаний	8,20
Акции крупных компаний промежуточного типа	9,75
Акции мелких компаний промежуточного типа	12,94
Акции крупных недооцененных компаний	11,69
Акции мелких недооцененных компаний	14,65

Источник: [http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html](http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html).

ассортимент продукции таких предприятий не столь разнообразен, они располагают меньшим капиталом и разоряются чаще своих более крупных собратьев.

Многих инвесторов, в том числе профессионалов, приводит в недоумение тот факт, что у недооцененных акций медленно растущих компаний — как мелких, так и крупных — более высокая доходность, чем у акций популярных стремительно растущих компаний.

Каким образом недооцененные («плохие») компании опережают растущие («хорошие») компании на фондовой бирже, если им не удастся сделать это на потребительском рынке? Очень просто — для них это вынужденная необходимость. Подумайте сами: если ожидаемая доходность Ford будет такой же, как у Toyota, кто, будучи в здравом уме, купит Ford? *Чтобы привлечь покупателей, которые готовы купить более рискованные акции, Ford вынужден предлагать инвесторам ожидаемую доходность выше, чем у Toyota.* Конечно, Ford может не удержаться на плаву, но, если компания выживет, ее акции взлетят до небес. Акции такой компании чем-то напоминают долларový лотерейный билет, который дает один из десяти шансов выиграть \$20. Даже если вам не хочется вкладывать много денег в одну-единственную компанию, если таких «лотерейных билетов» много, по закону средних чисел среди них будет достаточно выигрышных,



чтобы компенсировать убытки от приобретения остальных, составляющих большинство.

Хорошие компании — это чаще всего плохие акции, а плохие компании *в совокупности* — это хорошие акции.

Работа Фамы и Френча вызвала весьма скептический отклик даже у экспертов в инвестиционной сфере. Кое-кто из критиков отметил, что они проанализировали только данные фондового рынка США. Тогда исследователи изучили сведения о зарубежных рынках и обнаружили, что в 15 из 16 развитых стран и в 12 из 16 развивающихся стран недооцененные акции приносят более высокие доходы, чем акции растущих компаний.

Другие, выражая свои сомнения, указывали, что в работе, выполненной в 1992 г., изучался период 1963–1990 гг. и полученные результаты могли оказаться искаженными или случайными. Тогда Фама и Френч провели новое исследование рынка США начиная с 1926 г. и обнаружили те же закономерности.

Третье и последнее критическое замечание в отношении их исследования заключалось в том, что, несмотря на наличие исторических данных по доходности мелких и недооцененных компаний, ее нельзя достигнуть на практике из-за операционных издержек. Этот аргумент был опровергнут, когда один из учеников Юджина Фамы Дэвид Бут стал соучредителем инвестиционной компании Dimensional Fund Advisors (DFA), которая строго следовала методике Фамы — Френча. В таблицах 2.5–2.7 представлены данные о доходности по 11 репрезентативным взаимным фондам DFA почти с момента их создания до конца 2008 г.

Хотя эти данные отражают происходящее за относительно короткий отрезок времени, они убедительно подтверждают гипотезу Фамы — Френча о том, что у акций мелких и недооцененных компаний более высокая доходность, чем у акций растущих компаний. Кроме того, они лишний раз свидетельствуют о том, что эти стратегии были «проверены в боях», поскольку на послед-

нее десятилетие приходится два самых серьезных падения рынка в истории США.

**Таблица 2.5.** Фактическая доходность инвестиционных портфелей, по данным Dimensional Fund Advisors, подтверждает гипотезу Фамы — Френча

Взаимный фонд	Годовая доходность апр. 1993 г. — дек. 2008 г., %
США — фонд акций крупных компаний	6,37
США — фонд акций крупных недооцененных компаний	7,31
США — фонд акций мелких компаний (с низкой капитализацией)	9,08
США — фонд акций мелких недооцененных компаний	10,03

Источник: *Dimensional Fund Advisors*.

**Таблица 2.6.** Доходность акций на фондовых рынках развитых стран

Взаимный фонд	Годовая доходность окт. 1996 г. — дек. 2008 г., %
Фонд акций крупных компаний	3,04
Фонд акций крупных недооцененных компаний	4,94
Фонд акций мелких компаний	3,75
Фонд акций мелких недооцененных компаний	5,64

Источник: *Dimensional Fund Advisors*.

**Таблица 2.7.** Доходность акций на фондовых рынках развивающихся стран

Взаимный фонд	Годовая доходность май 1998 г. — дек. 2008 г.,%
Фонд акций крупных компаний	6,94
Фонд акций крупных недооцененных компаний	11,38
Фонд акций мелких компаний	9,33

Источник: Dimensional Fund Advisors.

Почему бы в таком случае инвестору не приобретать исключительно акции мелких недооцененных компаний, ведь тем самым он захватит ту часть рынка, которая, по мнению Фамы — Френча, приносит максимальный доход? На то есть несколько причин. Прежде всего, такие акции имеют самую высокую доходность именно потому, что это самая опасная территория в мире акционерного капитала. Не следует забывать, что речь идет о самых ненадежных компаниях.

Инвестор должен оценить не только финансовый портфель такой компании, но и ее «рабочий портфель», иначе говоря, человеческий капитал или поток дохода от наемного труда. В том случае, если сам инвестор работает в мелкой или недооцененной компании, ему не следует держать много таких акций, поскольку в период экономического спада они будут подвергаться воздействию тех же неблагоприятных факторов, что и его собственное место работы. Если довести эту мысль до логического завершения, один из самых неразумных шагов для инвестора — купить акции компании, в которой работает сам, поскольку в результате он может лишиться работы и инвестиционного портфеля одновременно. Именно к этому прискорбному выводу пришли сотрудники компании Egon в 2002 г.

И наконец, акции мелких и недооцененных компаний могут подолгу отставать от рынка, для последних такие периоды длятся

до 10, а для первых — до 20 лет. Если бы такие акции всегда давали лучшие результаты, чем рынок в целом, это означало бы отсутствие риска, а значит, и отсутствие премии за риск — вознаграждение держателей акций мелких и недооцененных компаний по большей части определяется именно опасностью того, что итоговые результаты будут ниже ожидаемых.

В такой ситуации будет справедливым, если премии за риск по акциям мелких и недооцененных компаний окажутся на 1–2% выше. Поэтому ожидаемая реальная доходность акций мелких и недооцененных компаний в США составляет 5–6%, а если имеют место оба фактора риска и речь идет о компании, которая является мелкой и недооцененной одновременно, этот показатель равен 6–8%.

Обобщим выводы, которые мы сделали в отношении ожидаемой доходности основных категорий акций и облигаций в будущем, начиная с 2009 г.

Класс активов	Ожидаемая реальная доходность
Краткосрочные казначейские векселя США	-2%
Среднесрочные казначейские облигации США	-1%
Корпоративные облигации	2%
Акции крупных компаний — США	4%
Акции крупных компаний — зарубежные страны	5%
Инвестиционные трасты недвижимости	6–7%
Акции мелких и недооцененных компаний	5–8%

Но довольно о доходности. Давайте поговорим о риске. В своих предыдущих книгах про финансы я изо всех сил старался растолковать, что такое риск, описывая крупнейшие в истории обвалы рынка. На сей раз подобные усилия излишни — в 2009 г. нет необходимости доказывать инвесторам, что владеть акциями рискованно.

Чтобы оценить волатильность, а тем самым и риск на фондовом рынке, достаточно подсчитать, сколько дней индекс S&P 500 растет или падает более чем на 5%. За последние шесть месяцев

2008 г. это произошло 18 раз, причем за предыдущие 10 лет это случалось всего лишь шесть раз.

Дальше — больше. Оказывается, акции S&P 500 ведут себя куда лучше, чем другие категории существующих в мире акций. С июля по декабрь 2008 г. курс акций крупных и мелких недооцененных компаний США менялся более чем на 5% 25 раз, а зарубежных компаний с высокой капитализацией — 23 раза.



### НЕМНОГО МАТЕМАТИКИ: РИСК

Данные о доходах за достаточно длительный период и знание финансовой истории позволяют инвестору достоверно оценить уровень риска того или иного класса активов, не прибегая к высшей математике и даже к простейшим расчетам. Однако это не мешает другим пытаться оценить этот риск более точно.

Обычно финансовые экономисты начинают со стандартного отклонения. Ниже представлены стандартные отклонения (СО) доходности для нескольких классов активов за последние 20 лет. Месячные СО рассчитаны на основании данных о доходности за 240 месяцев, а годовые получены путем умножения этого показателя на квадратный корень из 12.

**Стандартные отклонения доходности для различных классов активов, 1989–2008 гг.**

Индекс	Месячное стандартное отклонение, %	Годовое стандартное отклонение, %
S&P 500	4,19	14,50
Индекс CRSP 9–10 (компании с низкой капитализацией)	5,97	20,68
EAFE (акции зарубежных компаний с высокой капитализацией)	4,89	16,94
Развивающиеся рынки	7,01	24,29
20-летние казначейские облигации	2,70	9,35
5-летние казначейские облигации	1,33	4,61
30-дневные казначейские векселя	0,16	0,57

Эти показатели соответствуют уровням риска, представленным в предыдущей таблице, где показаны максимальные краткосрочные убытки за предыдущие 10 лет.

Первое возражение, которое вызывают эти цифры, — обычно оно возникает у специалистов, имеющих математическую подготовку, но не искушенных в финансовом деле, — состоит в том, что при оценке стандартного отклонения учитываются как положительные, так и отрицательные результаты, в то время как случаи с положительным СО не интересуют инвестора, озабоченного проблемой риска.

Это глубокое заблуждение. Почти все капиталовложения с высокими положительными отклонениями от математических ожиданий показывают не меньшие отрицательные отклонения, поэтому СО дает второй шанс выявить классы активов с высоким риском. Классическим примером могут служить данные о доходах, которые содержатся в отчетах хеджевого фонда Long-Term Capital Management (LTCM). Вплоть до банкротства LTCM в 1998 г. показатели его доходности имели очень высокое СО, верная примета высокого риска, заложенного в стратегию. Иначе говоря, поначалу LTCM демонстрировал положительное отклонение от ожидаемых результатов, а затем оно сменилось отрицательным — СО доходности даже в первые удачные годы недвусмысленно свидетельствовало о том, что фонд избрал опасную стратегию.

Более серьезный аргумент против использования СО заключается в том, что доходность ценных бумаг не является нормальным распределением, более того, она отличается значительной асимметрией и ярко выраженными эксцессами. 19 октября 1987 г. индекс S&P 500 упал на 20,46%, а промышленный индекс Dow Jones — на 22,61%. Таким образом, падение составило примерно 23 стандартных отклонения за день — событие, вероятность которого составляет  $2 \times 10^{-17}$ . С таким же успехом можно рассчитывать, что ваш дом внезапно распадется на элементарные частицы, а затем соберет себя вновь в соседней галактике. Подобным образом в 2008 г. S&P 500 упал на 37%, что составляет приблизительно три стандартных отклонения за год, — подобное может случиться раз за 741 год. И все же только за истекшие 100 лет это произошло трижды: в 2008 г., в 1931 г. (–43,25%) и в 1937 г. (–35,02%).

Юджин Фама сказал: «Жизнь таит вероятность больших отклонений», однако другие зачастую предпочитают рассуждать про «черных лебедей». Всесторонняя оценка риска требует не только статистического анализа данных, но и знания истории, особенно в том, что касается исчезновения рынков и целых государств. Как уже отмечалось выше, чем лучше вы знаете историю, тем меньше «черных лебедей» встречаете.

Хотя это не относится к делу напрямую, больше всего инвесторы опасаются остаться без средств еще при жизни, и, чтобы не оказаться в подобной ситуации, нужно учитывать долгосрочную перспективу. Из-за исторических перипетий — финансовых, экономических, политических и военных — любой статистический подход к подобным расчетам противоречит здравому смыслу.

Самым распространенным статистическим инструментом является анализ методом Монте-Карло, когда большие массивы данных о доходности, подчиняющиеся закону нормального распределения, сопоставляются с определенной моделью снятия средств со счета.

Результаты анализа методом Монте-Карло вполне закономерны: чем больше активов имеется изначально, тем меньше их тратится после выхода на пенсию; чем больше аннуитетные платежи, тем больше шансы на успех.

Однако я не знаю лучшего инструмента анализа рисков для пенсионеров в возрасте до 70 лет, чем несложное правило: если со счета ежегодно снимается 2%, ваши сбережения выдержат все, кроме исключительных обстоятельств вроде краха рынка или военных переворотов; при 3% вы остаетесь в относительной безопасности; при 4% вы рискуете; при 5% и выше вам следует задуматься об аннуитизации большей части, а то и всех своих сбережений.

И все же нет класса активов, который вызывает такие же спазмы в желудке, как инвестиционные трасты недвижимости, которые во второй половине 2008 г. меняли свою стоимость на 5% в течение 45 из 116 биржевых дней. Шестнадцать раз эти колебания превышали 10%, а три раза — 15% (два из них в плюс)<sup>8</sup>.

Главное, что следует помнить о такой волатильности, — это то, что ни в один из этих безумных дней на рынке не было чистых покупок или продаж. Даже в самые провальные дни любая проданная акция находила покупателя, а когда цена взлетала до небес,

любая купленная акция была продана кем-то другим. В дни резких спадов рынка «говорящие головы» на телеэкране извещают, что «рынок заполнили продавцы», а когда рынок растет, что «наблюдается приток денежных средств извне». В действительности это не так: на каждый доллар, поступающий из фондов денежного рынка и с текущих счетов для покупки акций, приходится доллар из выручки продавцов, который возвращается обратно.

Любого, кто говорит подобную чушь, должна задерживать финансовая полиция и вешать ему на шею красную табличку с надписью «невежда». Повторяю, для каждого покупателя есть продавец и наоборот. Все эти изменения и формируют *цену*, по которой совершаются рыночные сделки. Когда поступают хорошие новости и настроение инвесторов улучшается, цена неизбежно повышается до уровня, на котором те, кто хочет купить акцию, могут склонить держателей акции расстаться с ней. Когда новости или ожидания в отношении той или иной акции ухудшаются, цена падает до уровня, на котором потенциальные покупатели считают, что их приобретение окупится должным образом.

Иными словами, даже если компания имеет блестящие перспективы, существует цена, выше которой покупка ее акций не принесет покупателю адекватного дохода. Аналогичным образом, даже если перспективы компании туманны, существует цена, ниже которой ее акции могут принести неплохой доход, даже если его вероятность мала, и покупка таких акций подобна лотерее.

И все же вернемся к инвестиционным трастам недвижимости. По всей вероятности, в перспективе их доходы будут достаточно высоки, чтобы компенсировать волатильность, вызывающую несварение желудка; в ином случае акции не покупал бы никто. С другой стороны, нельзя *гарантировать*, что их дела пойдут на лад: нет риска, нет премии за риск.

Волатильность и премии за риск такого уровня в последний раз имели место во время Великой депрессии, и будь я законченным мазохистом, я бы подробно рассказал о том, что происходило в те годы. Однако вместо этого я лучше покажу вам таблицу, где представлена доходность акций в период самого серьезного падения рынка в истории США.



Класс активов	Доходность:
	сентябрь 1929 г. — май 1932 г, %
Крупные растущие компании США	-81,4
Крупные недооцененные компании США	-89,7
Мелкие растущие компании США	-86,1
Мелкие недооцененные компании США	-88,4

Источник: [http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html](http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html).

## Игра в кости с Богом

Последняя таблица, как и недавние события на рынке, свидетельствует о том, что, формируя инвестиционный портфель, не следует ориентироваться только на акции. На то есть две причины. Во-первых, мало кому из инвесторов хватит силы духа потерять половину своего портфеля, а то и куда большую его часть, как произошло в 1929–1932 гг. Одно дело смотреть на 50%-ные убытки на бумаге, совсем другое — видеть, как тают средства в собственном портфеле. (Опыт аварии на авиационном тренажере — лишь бледная тень ощущений во время настоящей авиакатастрофы.)

Вторая — и, пожалуй, еще более важная — причина, по которой не стоит вкладывать средства исключительно в акции — это знаменитое пари Паскаля. Французский философ Блез Паскаль оправдывал свою веру в Бога следующим образом: предположим, что Бога нет. Тогда атеист «выигрывает», а верующий остается «внакладе». Если Бог существует, имеет место обратная ситуация.

Однако последствия ошибки в первом и втором случае резко отличаются. Если Бога нет, все, что теряет верующий, — это возможность вступать во внебрачные связи, не участвовать в скучных церковных службах и не ограничивать себя в еде и питье. Но если Бог существует, атеист будет вечно гореть в аду. Поэтому разумный человек (или тот, который убежден, что его поведение и мысли не безразличны Всевышнему) предпочитает верить в Него.

Подобным образом сегодня у разумного инвестора есть все основания полагать, что со временем экономика восстановится и в перспективе акции будут давать высокие доходы. Если бы он был уверен в этом на 100%, портфель, состоящий только из акций, явился бы правильным решением.

Но гарантировать такой результат невозможно, ибо история учит нас, что всегда существует возможность краха вроде того, что имел место в 1929–1932 гг., а то и похлеще. Если инвестор разделит свои деньги поровну между акциями и высоконадежными облигациями и окажется неправ, то, даже если акции упадут, он будет спасен, поскольку облигации станут для него неплохим подспорьем в мире, где почти все будут разорены. Если же он прав и акции поднимутся, все, что он теряет, — это чуть более высокий уровень жизни, который он мог бы иметь, вложив все средства в акции.

Всегда держите в уме пари Паскаля:  
что произойдет с моим портфелем — и моим будущим —  
если мои предположения ошибочны?

Предположим, что инвестор вложил все средства в акции и оказался неправ. В таком случае он разорится. Мудрые инвесторы страхуются от возможных потерь, вкладываясь в большое количество облигаций, поскольку в этом случае последствия будут не так ужасны, как полная потеря сбережений из-за того, что все деньги были вложены в акции.

Это подводит нас к самой сути процесса инвестирования: его цель не в том, чтобы получить максимальные шансы разбогатеть, а в том, чтобы обеспечить себе комфортное существование на пенсии и не умереть в бедности.

Задумайтесь о том, что это значит. Принято считать, что инвестор должен стремиться к максимально возможной доходности. Согласно избитой рекомендации, наилучший способ добиться этого — создать портфель, сформированный из небольшого числа тщательно отобранных акций.

Безусловно, это правильно. Если инвестор мечтает о несметном богатстве, лучший способ добиться цели — найти очередной Microsoft и вложить в него все имеющиеся средства. Проблема заключается в том, что многие, если не большая часть, частные компании в конечном итоге разоряются, а это резко повышает вероятность того, что инвестор лишится вложенных денег. Если вы не верите в это, взгляните, что происходило на фондовом рынке 100 лет назад, и вы удивитесь, как много компаний, зарегистрированных на бирже, разорилось.

## Юджин Фама тщетно ищет ангелов

Я знаю, о чем вы думаете в данную минуту: «Все эти низкие доходы, которые он просчитал, — сущий вздор! Я отберу акции самых лучших компаний, и все у меня будет прекрасно. Если я увижу, что мне это не под силу, я найду инвестиционного менеджера, который справится с этой задачей. Если я потерплю неудачу и здесь, на телевидении, радио и в Интернете полно тех, кто знает, куда движется рынок. Я наверняка успею продать то, что у меня есть, до очередного обвала рынка».

И все же ни одна из этих стратегий не работает. Причина, по которой 90% инвесторов и инвестиционных менеджеров не могут правильно выбрать акции, проста: всякий раз, когда вы покупаете или продаете ценные бумаги, есть другая сторона, участвующая в сделке, и скорее всего, имя ей Goldman Sachs, PIMCO или Уоррен Баффетт.

Впрочем, бывает и кое-что похуже, чем сделки с Баффеттом, — это сделки с топ-менеджером компании, акции которой вы покупаете или продаете. Разумеется, он знает о состоянии и перспективах компании куда больше, чем самый толковый и хорошо информированный финансовый аналитик. Торговать отдельными акциями — все равно что играть в теннис с невидимым противником: вам просто невдомек, что градом мячей вас осыпают сестры Уильямс.

Прежде чем мы попробуем понять, почему индивидуальные инвесторы и управляющие фондами терпят неудачу, пытаясь победить рынок, нам нужно поближе познакомиться с человеком, чье имя

я уже упоминал неоднократно, — Юджином Фамой. Его детство пришлось на послевоенные годы. Он рос в рабочем квартале Бостона, посещал католическую школу, а затем поступил в Университет имени Тафтса, где познакомился с Гарри Эрнстом, профессором экономики и страстным любителем гольфа. Эрнст интересовался динамикой цен на фондовом рынке и издавал бюллетень на материале своих исследований.

Поначалу Фама избрал предметом специализации французский язык, но вскоре женился и понял, что это не сулит особых материальных перспектив. Он занялся экономикой, и Эрнст взял его на работу в качестве научного сотрудника. Задачей Фамы был поиск правил биржевой торговли, которые приносят прибыль. Он обнаружил множество таких правил, но, говоря языком экономистов, хотя они отлично работали *ex post*, они безоговорочно терпели фиаско *ex ante*.

Два этих латинских выражения, которые в буквальном переводе означают «после события» и «до события», — одни из ключевых в финансовом деле. Найти стратегии, которые работают постфактум, несложно. Вскоре Фама понял, что куда труднее выявить стратегии, которые обещают работать в будущем. Он так и не сумел отыскать для профессора Эрнста стратегию, способную обеспечить сверхприбыли в перспективе\*. Почему?

Для начала заглянем в мир *ex post*. Предположим, вы обратили внимание на 10 характеристик акции, которые в прошлом предрекали ей высокие доходы в дальнейшем. Это означает, что вам придется изучить 10 разных стратегий.

Но это еще не все. Если проанализировать сочетания, включающие две из 10 найденных характеристик, мы получим 45 возможных стратегий, а комбинации из трех характеристик дадут 120 стратегий\*\*. Если принимать во внимание большее число характеристик, число стратегий окажется практически бесконеч-

---

\* Эрнст делал выводы о несостоятельности стратегий *ex ante*, проверяя их на фрагментах статистической выборки Фамы, т. е. на данных за уже истекший период. Peter L. Bernstein, *Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street* (New York: Free Press, 1993), 126–127.

\*\*  $(10!/[8!2!]) = 45$ ;  $(10!/[7!3!]) = 120$ .

ным. Лишь случайно пытливым инвестор может обнаружить несколько стратегий, которые сделали бы его сказочно богатым, если бы он знал их заранее. Такое озарение задним числом специалисты по статистике называют «добычей данных». Классический пример данного феномена — история, когда один исследователь обнаружил функциональную связь между доходностью акций S&P 500 и объемами производства сливочного масла в Бангладеш<sup>9</sup>. Нередко случайные вариации той или иной величины демонстрируют тесную связь с доходностью акций, однако это касается лишь стратегий *ex post*, которые почти наверняка потерпят неудачу *ex ante*.

Проиллюстрируем эту мысль другим примером. Представьте себе стадион, на котором находится 10 000 человек. Всех присутствующих просят встать и подбросить монету. Те, у кого выпадает решка, должны сесть, а те, у кого выпал орел, бросают монету снова. По закону теории вероятности после 10 попыток стоять останется около 10 человек. То же самое касается стратегий отбора акций и активных управляющих фондами. Начните с достаточного числа стратегий или менеджеров фондов активного управления, и по чистой случайности некоторые из них помогут вам добиться успеха. К сожалению, это мало что говорит о том, насколько результативны они окажутся в будущем.

Постепенно Фама понял, что практически никто не способен предсказать спады и подъемы фондового рынка в долгосрочной перспективе или успешно отбирать акции. Успех отдельных стратегий и инвестиционных менеджеров определялся исключительно случайными вариациями. Однако в конечном итоге все они подчинялись закону больших чисел.

Из этого следует, что выбирать инвестиционного менеджера или следовать советам приверженцев тех или иных стратегий, ориентируясь на результаты, полученные в прошлом, — пустая затея. С тем же успехом можно принимать решение, бросая монету. Да, кто-то всегда выигрывает, но при следующей попытке его шансы по-прежнему составляют 50 на 50.

Позднее Фама получил степень доктора в Чикагском университете, где и продолжил свою блестящую карьеру. Одно из его много-

численных достижений — «гипотеза эффективного рынка», согласно которой вся существенная информация немедленно и в полной мере отражается на курсовой стоимости ценных бумаг\*. Из нее можно сделать два важных для инвесторов вывода: во-первых, отбирать акции бессмысленно и к тому же дорого, и во-вторых, курс акций меняется исключительно в ответ на *новую* информацию, которая всегда оказывается сюрпризом. Поскольку сюрприз по определению представляет собой неожиданность, в целом динамика курса акций и колебания фондового рынка носят абсолютно случайный характер.

Гипотеза эффективного рынка потрясла финансовый мир. Прежде всего она отправляла на свалку целую отрасль, которая занималась разработкой инвестиционных стратегий, так называемый технический анализ. Чартисты, или технические аналитики, которые занимаются прогнозированием биржевой конъюнктуры, пытаются предугадать направление изменения курса акций в будущем, опираясь на определенные модели изменения цен. Они считают, что такие модели, как «двойное дно» или «голова и плечи», сигнализируют о ценовых максимумах и минимумах. Гипотеза эффективного рынка наводит на мысль о том, что специалисты по техническому анализу ушли недалеко от астрологов. Не зря профессор Фама считает, что не стоит оговаривать астрологов\*\*.

## Мнимые победы суперзвезд

Выводы, которые следует сделать инвестору из гипотезы эффективного рынка, очевидны: попытки определить правильный момент

---

\* Существует три разновидности данной гипотезы: сильная форма постулирует, что стоимость рыночного актива полностью отражает всю информацию — публичную и внутреннюю; средняя форма утверждает, что стоимость актива отражает только публичную, но не инсайдерскую информацию; а слабая форма констатирует лишь одно — динамика стоимости актива в прошлом не является основанием для прогнозирования его стоимости в будущем.

\*\* Имеются данные, свидетельствующие об успешном прогнозировании изменения цен отдельных акций и рынков в целом, однако эти результаты слишком незначительны и практически не дают возможности получить прибыль. Подробнее этот вопрос рассматривается в главе 6.

для операций на рынке, так же как и попытки отобрать нужные акции или найти эффективного управляющего фондом, обречены на провал.

Ярким примером того, как удача маскируется под мастерство, может служить история Уильяма Миллера, управляющего паевым фондом Legg Mason Value Trust. С 1991 по 2005 г. этот фонд *ежегодно* показывал более высокие результаты, чем S&P 500. Такие успехи не могли быть случайными — за ними должно было стоять высочайшее мастерство. Понятно, что вложить средства в фонд, которым управляет подобный гений, не хотел только безумец.

Однако в конечном итоге стало ясно, что куда разумнее было воздержаться от инвестирования в фонд Миллера. В 2006–2008 гг. его дела шли так плохо, что блестящие результаты предыдущих 15 лет практически сошли на нет. Оказалось, что в целом за период его пребывания в должности (1991 г. — конец 2008 г.) фонд опередил S&P 500 совсем ненамного: его годовая доходность составляла 8,5%, а аналогичный показатель индекса — 7,9%.

Но даже такие доходы, которые ненамного превышали средние, смогли получить лишь те счастливицы, которые вложили средства в фонд одними из первых: в 1991 г., когда Миллер взял в свои руки бразды правления фондом, его активы составляли всего \$750 млн. Все, кто сделал это после 1993 г., когда его активы все еще не превышали 900 млн, добились бы лучших результатов с помощью индексного фонда.

Однако в 1998 г. успешный фонд начал привлекать внимание, и его активы выросли до 8 млрд. Все, кто приобрел его паи в конце этого года и держал их в течение следующих 10 лет, отставали от S&P почти на 4% в год<sup>10</sup>.

Когда речь идет об управляющих фондами и рыночных стратегиях, герой нынешнего года обычно оказывается повержен в прах на следующий год.

В 2006 г. активы Миллера перевалили за 20 млрд, после чего дела фонда пошли из рук вон плохо — теперь он отставал от потрепанного S&P 500 более чем на 15% в год.

Будь история Уильяма Миллера случайным эпизодом, она не заслуживала бы нашего внимания. Увы, мелкие инвесторы гонятся за прибылями, словно собака, которая с высунутым языком носится взад-вперед по берегу, преследуя чаек, однако их действия имеют куда более серьезные последствия. История взлета и падения Legg Mason Value Trust — неплохие прибыли горстки первых вкладчиков, наплыв доверчивых инвесторов и их разорение, когда доходность резко падает, — повторяется с удручающей регулярностью. В книге «Четыре столпа инвестирования» (The Four Pillars of Investing) я рассказывал аналогичную историю о другой суперзвезде, управляющем по имени Роберт Сэнборн, ныне прочно забытом, — и я не сомневаюсь, что через десяток лет смогу поделиться с читателями массой новых историй, как две капли воды похожих на истории Миллера и Сэнборна<sup>11</sup>.

Возможно, Миллер был достаточно умелым управляющим, но со временем ему становилось все труднее справляться с двумя проблемами, с которыми сталкивается любой управляющий фондом.

Во-первых, за управление денежными средствами клиентов его фонд брал комиссию, которая составляла 1,75% и вычиталась из чистой прибыли держателей акций. Во-вторых, все поначалу удачливые и/или успешные менеджеры рано или поздно обрекают себя на печальный конец из-за так называемого «раздувания активов». В безмятежный период с 1995 по 2006 г. Миллер неуклонно наращивал объемы активов. Когда мелкий инвестор покупает несколько сотен акций, он не влияет на их курс. Однако, когда операции совершает тот, кто имеет в своем распоряжении миллиарды, дело обстоит совершенно иначе. Всякий раз, когда Миллер принимал решение приобрести, к примеру, несколько миллионов акций, выпущенных банком, он видел, что их курс взлетает куда раньше, чем он успевает завершить сделку. Как только все было позади, курс так же быстро возвращался в исходное состояние. Когда он занимался продажами, происходило прямо противоположное.



Таким образом, его фонд покупал по более высоким ценам и продавал по более низким, чем небольшой фонд или мелкий инвестор. Такие потери долгосрочной доходности при покупке или продаже активов крупными институциональными инвесторами специалисты называют «транзакционными издержками», и в исключительных обстоятельствах эти издержки могут ощутимо превосходить взимаемую фондом комиссию за управление средствами.

Под конец Legg Mason Value Trust превратился в слона в посудной лавке, который уничтожает все на своем пути. Хуже того, подавляющее большинство инвесторов Миллера включились в процесс незадолго до того, как веселье подошло к концу.

Скорее всего, и Миллер, и держатели акций его фонда, и предшествующие поколения инвесторов, которые искали высоких результатов, были «одурачены случайностью» — именно так называется блестящая книга Нассима Николаса Талеба о роли случайности в финансовой сфере<sup>12</sup>. Кое-кто развивает поиск гениального управляющего в теорию Великого Мудреца в инвестировании: найдите такого человека, а когда он потерпит неудачу, принимайтесь за поиски очередного корифея.

Но как же Уоррен Баффетт? Ни у кого не возникает сомнений, что этот легендарный инвестор обладает огромным опытом и мастерством, однако ему, как и Миллеру, приходилось терпеть убытки от раздувания активов. В течение 10 лет, вплоть до декабря 2008 г., доходность его холдинговой компании Berkshire Hathaway составляла 3,27% в год. Вполне достойный результат по сравнению с индексом S&P 500, доходность которого в этот период составляла -1,38%, но не забывайте, что Баффетт занимается стоимостным инвестированием, и, хотя опережал пассивно управляемый DFA Large Value Fund с доходностью 2,15%, он отстал от DFA Small Value Fund, который приносил 7,55%.

На самом деле Уоррен Баффетт не столько инвестиционный менеджер, сколько бизнесмен: покупая компанию, он немедленно подключается к управлению своим новым детищем. А поскольку история его успеха известна всем, рынок добавляет к курсу акций Berkshire «премию Баффетта». Тот, кто покупает эти акции, платит

за каждый доллар активов компании гораздо дороже номинала. Впрочем, мудрец из Омахи стареет, и вряд ли эта премия продержится долго после его ухода со сцены.

Поиски Великого Мудреца вызывают еще больший ажиотаж в СМИ — издатели бюллетеней настойчиво внушают читателям, что инвестору под силу предсказать колебания рынка. Надеюсь, к настоящему моменту я сумел настроить вас на более скептический лад.

Самое подробное исследование на эту тему провели двое ученых, Кэмпбелл Харви и Джон Грэхем, которые проанализировали эффективность 236 стратегий из 132 бюллетеней и информационных рассылок. Очень немногие из них позволяли превзойти рынок, давая выигрыш всего в несколько процентов, при этом были и такие, которые отставали от него на 10–40% в год. Они показывали столь скверные результаты, что это не могло быть случайностью<sup>13</sup>. Харви и Грэхем обнаружили скоротечный феномен «счастливой руки». Стратегии, которые несколько месяцев давали более высокие результаты, нередко еще какое-то время действительно оказывались эффективнее прочих — но очень немногие из них опережали рынок. Однако даже этот эффект был мимолетным и менялся от рассылки к рассылке. Чтобы извлечь из него выгоду, инвестору пришлось бы подписаться на 132 рассылки и каждый раз определять, какая «рука» окажется счастливой в текущем месяце.

Впрочем, работа Харви и Грэхема наводит на мысль о любопытной стратегии: отобрать худшие из предлагаемых подходов и действовать прямо противоположным образом.

## Как Джек Богл перехитрил руководство

Но что же делать, если даже лучшие инвестиционные менеджеры не способны систематически опережать рынок, а издержки подобных попыток весьма высоки? Прежде чем продолжить повествование, мы должны познакомиться с еще одной заметной фигурой в мире инвестирования — Джоном («Джеком») Боглом\*.

---

\* Дополнительные подробности: с годами знакомство с Джеком стало весьма престижным. Однако нас не связывают деловые отношения, и мне

Подобно Юджину Фаме, Богл рос в довольно суровых условиях. Хотя неудачный старт едва не обернулся для него потерей стипендии и места в Принстонском университете, в 1951 г. он окончил университет, получив диплом с отличием. Студенческая дипломная работа нечасто оказывает влияние на целую отрасль, но работа Богла («Экономическая роль инвестиционной компании») совершила настоящий переворот — в ней он не только охарактеризовал зарождающуюся индустрию взаимных фондов, но и сформулировал основные принципы их деятельности в будущем. Впоследствии Богл использовал собственные рекомендации, чтобы изменить подход к инвестированию во всем мире.

Когда он окончил университет, его приняли на работу в Wellington Management Company. К сожалению, начало карьеры Богла пришлось на бурную эпоху 1960-х гг., во многом схожую с бумом 1990-х гг. В ту пору добавление к названию компании *-tronics* вызывало не меньшее воодушевление, чем *-com* в 1990-е, и на бирже появилось немало сомнительных конгломератов и предприятий, которые спустя недолгое время начали разоряться.

Приговор, который выносит человеку история, нередко зависит от его умения справляться с превратностями судьбы, и разорение *-tronics*-компаний наложило свой отпечаток на характер Богла. Во-первых, как и Фама, он пришел к выводу, что отбор отдельных акций опасен и чреват высокими издержками. Во-вторых, его уволили. Не желая сдавать позиции, Богл, который уже начал считать Wellington «своей» компанией, после жарких споров в правлении убедил директоров Wellington *Fund* провозгласить свою независимость от Wellington *Management*. Надо сказать, что эта борьба была неравной, поскольку в распоряжении Богла было секретное оружие: он виртуозно владел Законом об инвестиционных компаниях (*Investment Company Act*) 1940 г. — проводя исследование для своей дипломной работы, он изучил его вдоль и поперек. Когда страсти улеглись, у Богла появилась собственная компания Vanguard, и пе-

---

не приходилось иметь дела с Vanguard Group, хотя мне очень нравятся ее взаимные фонды. Не секрет, что отношения Богла с Vanguard стали довольно прохладными с тех пор, как в 1999 г. ему пришлось против своей воли оставить должность председателя правления.

рестройка пошла полным ходом. Создание Vanguard, корпорации, которая фактически взяла на себя управление фондами, стало первым шагом на этом пути. Опираясь на запутанные положения Закона 1940 г., Богл сделал эту корпорацию собственностью взаимных фондов Vanguard, вместо того чтобы стать ее владельцем самому. *Поскольку фонды принадлежали клиентам Vanguard, фактически это означало, что они тоже становились собственниками корпорации.* Таким образом, все прибыли Vanguard возвращались держателям акций фондов, тогда как обычно прибыли, генерируемые взаимными фондами, поступали в управляющую компанию. По сути дела, Богл превратил свою компанию в некоммерческую организацию, которая действует исключительно в интересах клиентов. Хотя в прошлом так работали многие крупные страховые компании (например, Minnesota Mutual), для инвестиционной индустрии эта структура уникальна.

Далее Богл решил использовать в своей работе результаты исследований Фамы и других ученых. Он обратил внимание на то, что крупнейшие взаимные фонды взимают за свои услуги около 1,5% комиссионных. В соответствии с гипотезой эффективного рынка эти фонды были не в состоянии опережать рынок достаточно долго — ни по отдельности, ни в совокупности, а значит, активно управляемые фонды должны были неизбежно отстать от рынка из-за своих расходов и комиссионных — *ведь этим рынком были они сами.* Богл рассчитал их среднюю доходность и обнаружил, что она... на 1,5% ниже рынка. «Вот это да! Значит, практика подтверждает мою теорию», — отметил он. И Vanguard создала первый в мире индексный взаимный фонд. Поначалу представители инвестиционной индустрии посмеивались над ним, называя его «причудой Богла», однако со временем Vanguard 500 Index Fund стал крупнейшим взаимным фондом в мире<sup>14</sup>.

По стопам Богла пошли другие. Как уже упоминалось выше, Дэвид Бут, который учился у Фамы на программе MBA, с благословения своего учителя в 1982 г. основал Dimensional Fund Advisors (DFA) вместе с Рексом Синкуефилдом, еще одним выпускником Чикагского университета с дипломом MBA. Они избрали для себя новый подход — пассивное инвестирование. В дальнейшем крупные

управляющие компании, которые на первых порах демонстративно игнорировали новую тенденцию, пошли на попятную и стали тоже создавать индексные фонды. И наконец, в 1990-е гг. возникла новая инвестиционная структура — торгуемый на бирже фонд, или биржевой фонд (exchange-traded fund, ETF), разновидность взаимного фонда, паи которого обращаются на бирже наравне с акциями, — ориентированная почти исключительно на индексный подход.

Заметьте, что, рассказывая о новом методе инвестирования, я использую два термина: «индексный» и «пассивно управляемый». Это не одно и то же. Первый термин означает, что фонд покупает все акции в *индексе*, например S&P 500, структура которого определяется комитетом компании Standard & Poor's Inc. Раз в году этот комитет заменяет некоторые из 500 компаний, входящих в состав индекса, и любой индексный фонд S&P 500 обязан сделать то же самое. Другой индексный фонд Russell включает от 1000 до 3000 крупнейших компаний США, ранжированных по рыночной капитализации.

Для индексного фонда такая замена выливается в сложную и довольно дорогостоящую процедуру, поскольку все фонды S&P 500 одновременно бросаются продавать акции, которые вышли из индекса, и покупать те, что вошли в него. Подобная гонка порождает транзакционные издержки, которые так мешали бедолаге Миллеру.

Еще сложнее иметь дело с индексом Russell 2000, поскольку здесь процесс отбора не является тайной и спекулянты могут без труда предсказать, какие компании будут добавлены в список или исключены из него при внесении изменений. Непосредственно перед назначенной датой спекулянты скупают акции компаний, которым предстоит войти в индекс, и распродают те, что будут вычеркнуты, что приводит к повышению или понижению курса акций. Из-за таких «упреждающих» сделок индексные фонды, привязанные к Russell 2000, несут крупные издержки.

«Пассивно управляемый» фонд в отличие от индексного формирует свой собственный индекс, стараясь свести текучесть к абсолютному минимуму. Именно такого подхода придерживается DFA, которая пошла еще дальше — ее критерии отбора при покупке акций обычно учитывают совокупную рыночную капитализацию

и балансовую стоимость активов компании. Определившись с перечнем акций, DFA приобретает лишь те из них, покупка которых не влечет высоких транзакционных издержек, — это не позволяет спекулянтам опережать события, зарабатывая на подобных сделках. Иными словами, DFA покупает не все акции, отвечающие ее требованиям, из них она выбирает лишь те, которые не заставляют ее тратить дополнительные средства.

Другие управляющие компании решают «проблему индексирования», выбирая менее популярные индексы. После спора о роялти со S&P Vanguard переключила большую часть своих индексных фондов на капитальные индексы Morgan Stanley (MSCI), которые используются сравнительно небольшой группой индексных фондов.

Кроме того, управляющие компании используют индексы «совокупного рынка», которые практически не претерпевают изменений. Самый популярный среди них — Wilshire 5000. Данный индекс, который изначально включал 5000 крупнейших компаний США, ныне содержит 6700 наименований и представляет практически все американские акции. Компания покидает этот список, лишь если обанкротится и обесценится или будет куплена или поглощена другой компанией — ни один из названных случаев не влечет дополнительных транзакционных издержек.

В долгосрочной перспективе преимущества индексного подхода и пассивного управления перед традиционным активным отбором акций несомненны. Попробуем подсчитать средние издержки активного управления инвестициями для трех разных типов фондов.

	Крупная капитализация	Малая капитализация/ зарубежные	Развива- ющиеся рынки
Доля расходов	1,3%	1,6%	2,0%
Комиссионные	0,3%	0,5%	1,0%
Спреды бид-аск	0,3%	1,0%	3,0%
Дополнительные издержки	0,3%	1,0%	3,0%
<b>Итого</b>	<b>2,2%</b>	<b>4,1%</b>	<b>9,0%</b>

В первой строке представлена доля расходов, которые состоят из комиссии за управление средствами и других более мелких административных сборов; во второй — комиссионные, которые фонд платит брокеру; в третьей — разница между ценой покупки и продажи, которую уплачивают все инвесторы, торгуя на фондовом рынке; в последней — дополнительные издержки, которые несут управляющие крупными фондами, такие как Миллер. Третья и четвертая строки в совокупности отражают «транзакционные издержки» торговли на фондовом рынке, которые уже рассматривались в данной главе.

Результаты меняются, но издержки активно управляемых фондов и их клиентов остаются неизменными, и немногим под силу выдержать эти трудности в долгосрочной перспективе.

Инвестор может без труда найти данные о доле расходов фонда в его годовом отчете, рекламных проспектах или в Интернете. Найти размеры комиссии в типовом отчете — задача потруднее. Два последних вида расходов — транзакционные издержки — не доступны для широкой общественности\*.

При использовании налогооблагаемых счетов активное управление инвестициями порождает дополнительные издержки: высокая текучесть портфеля ведет к получению капитальных прибылей, на которые держателю акций приходится платить налоги. Типичный фонд, ориентированный на компании с высокой капитализацией, ежегодно распределяет таким образом суммы, составляющие в среднем 5–10% его стоимости, и на федеральном уровне эта прибыль облагается налогом по ставке 15%, помимо налогов, которые нужно уплатить штату. Поэтому инвестор должен учитывать, что еще примерно 1% доходов съедят налоги, которыми облагаются любые акции, находящиеся не на пенсионном счету.

---

\* Частные брокерские фирмы, например Plexus Group, предоставляют такие данные своим клиентам.

Эта несложная арифметика вдребезги разбивает почти все аргументы в пользу взаимных фондов. Как же активно управляемые фонды умудряются выжить, невзирая на подобные проблемы?

Представители индустрии взаимных фондов, подобно тем, кто занимается табачной промышленностью и производством оружия, научились виртуозно маскировать неудобную правду, давая происходящему разумное объяснение. Среди массы неубедительных аргументов, которые с готовностью проглатывают легковверные инвесторы, имеются следующие:

- *В прошлом году индексные фонды показали ужасные результаты.* И порой это соответствует истине: статистический разрывом приукрашивает финансовые рынки, и в какой-то год выбор, сделанный менеджерами некоторых активно управляемых фондов, окупается в достаточной мере, чтобы компенсировать 2,2% издержек среднестатистического фонда, ориентированного на компании с крупной капитализацией. Кроме того, в те годы, когда S&P 500 показывает скверные результаты, индексный фонд S&P 500 будет отставать от своих активно управляемых собратьев, которые имеют возможность приобретать акции более успешных компаний. Так, по данным рейтингового агентства Morningstar Inc., в 1977, 1978 и 1979 гг. индексный фонд S&P 500 компании Vanguard Group опережал соответственно лишь 15, 25 и 28% активно управляемых инвестиционных фондов США. И все же в долгосрочной перспективе индексные фонды опережают прочие. За последние 15 лет (по декабрь 2008 г. включительно) Vanguard Index 500 Fund превзошел 73% активно управляемых фондов соответствующей категории, а Vanguard Total Stock Market Fund опередил 68% фондов.
- *Индексирование отлично работает применительно к крупным компаниям США, но менее эффективно, когда речь идет о мелких компаниях и зарубежных рынках.* В этом случае инвестору необходимы услуги финансового аналитика, отбирающего акции. На самом деле этот тезис сомнителен, но даже если он соответствует истине, компании с низкой капита-



цией и зарубежные акции означают более высокие издержки. За последние 10 лет Vanguard Total International Fund опередил 69% активно управляемых фондов, а фонды DFA U. S. Microcap и U. S. Small Value за последние 15 лет превзошли соответственно 73 и 80% активно управляемых фондов в данных категориях.

- *Активное управление инвестициями более эффективно на падающем рынке.* Это форменные байки про пасхального зайца. По данным компании Lipper Inc., с января 1973 г. по сентябрь 1974 г. среднестатистический активно управляемый фонд США потерял 47,9%, тогда как потери индекса S&P 500 составили 42,6%. С сентября по ноябрь 1987 г. активные фонды показали чуть лучший результат — их доходность составила -28,7%, в то время как S&P 500 упал на 29,5%, но эта ничтожная разница тоже весьма примечательна, поскольку активно управляемые фонды, как правило, имеют в своем распоряжении 5–10% наличных и поэтому должны показывать значительно лучший результат. И наконец, в 2008 г. по данным Morningstar Inc., Vanguard 500 Index Fund превзошел 62% фондов в смешанной категории крупных компаний — отличный результат, учитывая тот факт, что активно управляемые фонды имеют в своем распоряжении значительно больший объем наличных средств.
- *Индексный фонд не позволит вам подняться выше среднего уровня.* Это верно, если средний уровень означает опережать 60–80% конкурентов в долгосрочной перспективе. Инвестиционный менеджер и автор книг Билл Шульгхайс сравнивает выбор между активно управляемым и индексным фондом с игрой в угадку, в ходе которой перед вами выкладывают 10 коробочек, где спрятано десять разных выигрышей:

\$1000	\$2000	\$3000	\$4000	\$5000
\$6000	\$7000	\$8000	\$9000	\$10 000

При этом индексный фонд выплатит вам гарантированные \$8000. И хотя можно превзойти этот показатель, выбрав коробочку, где лежит \$9000 или \$10 000, в большинстве случаев вы окажетесь в выигрыше, согласившись на \$8000<sup>15</sup>.

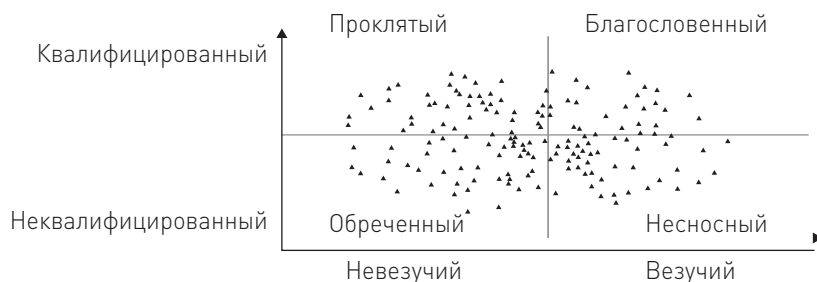
Сравнение с игрой в угадку вызывает справедливый упрек, который можно предъявить индексной стратегии — применяя ее, не сорвешь большой куш. Это согласуется с глубинной природой инвестирования. Выше уже говорилось, что его главная цель состоит не в том, чтобы стать богатым как Крез, а в том, чтобы на старости лет не оказаться без гроша. Если вы хотите сорвать куш с помощью активно управляемого фонда, я не стану вам мешать, но прежде убедитесь, что вы готовы не моргнув глазом перейти на хлеб и воду.

Вероятно, вам не дает покоя то, что за 10–15 лет примерно треть активно управляемых фондов опережает соответствующие индексы и индексные фонды. Не волнуйтесь. Во-первых, эти данные приуменьшают преимущество индексов. Для базы данных Morningstar Inc. характерна так называемая «систематическая ошибка выжившего» — это означает, что сотни неэффективных фондов разорились и почти все они уступали по своим показателям индексным фондам. Во-вторых, из-за низкой доходности в истекшем десятилетии активно управляемые фонды, которые имеют в своем распоряжении значительно больший процент наличных средств, получили определенные преимущества. Пройдет немного времени, и ситуация изменится. В-третьих, и это самое главное, история Уильяма Миллера показывает, что, когда речь идет о таких продолжительных периодах, как 15 лет, огромную роль в отборе акций по-прежнему играет удача.

## Лучше быть везучим, чем умным

Взаимосвязь везения и мастерства в финансовой сфере порождает массу заблуждений. Проще всего отобразить ее схематически — нанести на график несколько десятков гипотетических менеджеров с учетом их везения и профессионализма (рис. 2.3).

Менеджеры, которые обладают мастерством, но обделены везением, попадают в категорию проклятых, а неумехи, которым



**Рис. 2.3.** Везение и профессиональные навыки менеджеров

По материалам книги Richard C. Grinold and Ronald N. Kahn, *Active Portfolio Management* (New York: McGraw-Hill, 1999), 479.

сопутствует удача, отнесены к несносным. Я намеренно сделал ось везения значительно длиннее оси мастерства, чтобы показать, что первое влияет на исход куда больше, чем второе. Может быть, Миллер и Сэнборн начали с квадранта благословенных и затем оказались в квадранте проклятых или перебались из несносных в обреченные? Для инвесторов это останется тайной за семью печатями.

Невозможно переоценить, насколько везение перевешивает мастерство при отборе акций, даже если речь идет о таком длительном временном интервале, как 10 или 20 лет. При этом ни в пассивном управлении инвестициями, ни в индексном инвестировании нет ничего магического — любой активно управляемый фонд, который взимает низкие комиссионные, ориентирован на высокую диверсификацию и удерживает текучесть акций на абсолютном минимуме, способен принести выгоду для своих инвесторов.

## Облигационные фонды — игра на равных

Инвестирование в облигации куда меньше зависит от везения и поэтому служит куда более ярким примером низкозатратного подхода, ориентированного на индексы / пассивное управление. В то время как диапазон возможных результатов при отборе акций чрезвычайно широк, портфели с идентичным набором казна-

чейских, муниципальных и высококачественных корпоративных облигаций дают практически одинаковые результаты, и здесь преимущество низких комиссионных быстро становится очевидным. За 10 лет (по декабрь 2008 г.) индексные фонды Vanguard, инвестирующие в долгосрочные, среднесрочные и краткосрочные облигации, опережали аналогичные фонды с активным управлением на 99, 96 и 92% соответственно, а фонды Vanguard, инвестирующие в безналоговые облигации с ограниченным, промежуточным и длительным сроком погашения, — они не являются индексными, но покупают широкий спектр муниципальных облигаций по минимальной цене — за 15 лет опередили 92, 82 и 97% соответствующих фондов с активным управлением.

Акции и облигации — это всего лишь отдельные продукты, и в следующей главе мы научимся шинковать их, резать кубиками, смешивать, жарить и парить, чтобы получить на выходе готовый инвестиционный портфель. А теперь давайте подытожим то, что мы узнали к настоящему моменту.

## Резюме

- Риск и вознаграждение — это разные стороны одной медали: каждый инвестор, который рассчитывает на высокие доходы в долгосрочной перспективе, периодически терпит крупные убытки; полная безопасность обрекает инвестора на низкие доходы.
- В любой день, месяц или год, когда акции несут большие убытки, страдает весь акционерный капитал; свою стоимость в инвестиционном портфеле сохраняют только облигации. Однако в долгосрочном аспекте прибыль, которую дают различные категории акций, может варьироваться в очень широком диапазоне, и наличие в портфеле всех видов акций снижает вероятность того, что вы умрете в нищете.
- Инвестор должен знать как можно больше о доходности акций и облигаций в прошлом. Эти показатели полезны прежде всего как критерий *риска* и куда менее надежны в качестве

прогностического фактора будущих доходов. Никогда не экстраполируйте прежние показатели доходности на будущее, особенно если недавно они были сверхвысокими или чрезвычайно низкими.

- Мудрый инвестор оценивает будущую доходность акций с помощью уравнения Гордона, складывая дивидендный доход и темпы роста дивидендов. Если речь идет об облигациях, он оценивает будущую доходность, вычитая из купонной доходности ожидаемый процент банкротств и неплатежей.
- В периоды высокой экономической и политической нестабильности ощущение высокого риска нарастает. Из-за этого цены акций и рискованных облигаций падают, что повышает их будущую доходность. Акции и рискованные облигации, купленные в такое время, как правило, дают самый высокий доход в долгосрочной перспективе; акции и рискованные облигации, приобретенные в периоды спокойствия и оптимизма, обычно имеют минимальную доходность в долгосрочной перспективе.
- Доходность акций мелких и недооцененных (непривлекательных) компаний обычно чуть выше, чем у рынка в целом. Однако данный эффект варьируется в широком диапазоне, и такие акции могут отставать от уровня рынка на протяжении 10 и более лет.
- В настоящее время все рискованные активы обещают неплохую ожидаемую доходность. «Ожидаемая доходность» — это всего лишь хорошо вычисленная догадка; фактические результаты могут быть самыми разными, как и при игре в казино.
- Инвестор должен сформировать портфель таким образом, чтобы свести к минимуму свои шансы умереть в бедности. Хотя концентрированный портфель может сделать вас сказочно богатым, он в то же время способен оставить вас без гроша на старости лет.
- Не следует пытаться отобрать акции и взаимные фонды или определить правильный момент для операций на рынке. Хотя

в течение непродолжительных периодов многие делают это довольно успешно, дело почти всегда везении, а не в мастерстве. Вероятность рано или поздно берет свое, как случилось с Миллером — и почти со всеми его акционерами. Лучшее, что может сделать инвестор, — это позаботиться об увеличении доходов за счет минимизации расходов.