

## ГЛАВА 1

# *Инвестиции и спекуляции: выбор разумного инвестора*

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

### **Инвестиции и спекуляции**

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

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

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

## МЕЛКИЕ ИНВЕСТОРЫ ИГРАЮТ НА ПОНИЖЕНИЕ: БУМ КОРОТКИХ ПРОДАЖ НЕПОЛНЫХ ЛОТОВ

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

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

В прессе в обоих случаях был использован термин «инвестор», потому что на жаргоне Уолл-стрит каждый, кто покупает или продает ценные бумаги, считается таковым, независимо от того, что именно он покупает, с какой целью, по какой цене и на какие средства — собственные или заемные. Между тем результаты опроса общественного мнения, проведенного в 1948 г. и посвященного отношению населения к акциям, показали, что более 90% опрошенных были настроены против покупки последних [3]. Почти половина респондентов указала на то, что это «небезопасно или рискованно». Другая половина считала, что они «недостаточно информированы»<sup>1</sup>. Парадоксально, но факт: покупка всех видов акций считалась весьма рискованной спекулятивной операцией, хотя в то время, накануне рекордного роста,

---

<sup>1</sup> Опрос, о котором пишет Грэм, проводился Университетом штата Мичиган по заказу Федеральной резервной системы. Его результаты были опубликованы в *Federal Reserve Bulletin* в июле 1948 г. Участникам опроса был задан вопрос: «Предположим, у вас есть сбережения. Вы можете положить их на счет в банке или вложить в ценные бумаги. Как, по вашему мнению, следует поступить сегодня: положить деньги на счет в банке, купить на них облигации, инвестировать в недвижимость или вложить их в обыкновенные акции?» Только 4% опрошенных ответили, что обыкновенные акции приносят «удовлетворительный доход»; 26% посчитали такие вложения «небезопасными» или «рискованными». С 1949 по 1958 г. среднегодовые показатели доходности фондового рынка были одними из самых высоких за всю историю (18,7%). В конце 2002 г. журнал *Business Week* провел аналогичный опрос. Только 24% инвесторов изъявили желание увеличить вложения в паи взаимных инвестиционных фондов или собственные портфели акций. Тремя годами ранее такое желание высказывали 47% опрошенных.

они продавались на самых выгодных условиях. С другой стороны, именно благодаря тому обстоятельству, что акции выросли до уровня, который, как показывал опыт, был опасным, любые вложения в акции стали считаться инвестициями, а все, кто покупал акции, — инвесторами.

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

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

Скажем несколько слов о биржевых спекуляциях как таковых (не путать с спекулятивной составляющей операций с надежными акциями, о которой мы писали выше). Сами по себе спекулятивные сделки ни противозаконны, ни аморальны, да и нажиться на них удастся лишь немногим. Более того, иногда спекуляции бывают даже полезны, поскольку при проведении операций с акциями инвестор может как выиграть, так и проиграть, и каждый, кто совершает такие сделки, должен учитывать, что риск — их неотъемлемая составляющая<sup>2</sup>. Не только инвестиции, но и спекуляции могут быть раз-

---

<sup>2</sup> В ряде случаев спекулятивные сделки бывают полезны. Во-первых, благодаря им новые, никому не известные компании (такие как Amazon.com или, ранее, Edison Electric Light Co.) могут собрать необходимые для роста финансовые ресурсы. Возможность быстро получить огромную прибыль — хороший стимул для продвижения инноваций. Во-вторых, при каждой новой сделке риск не исчезает, но переходит от продавца

умными. Неразумными последние являются в случаях, если: 1) инвестор думает, что осуществляет инвестиции, а на самом деле занимается спекуляциями; 2) инвестор совершает крупную сделку, не имея соответствующих знаний и опыта, и 3) инвестор проводит рискованную спекулятивную операцию, требующую более значительных вложений, чем он может себе позволить потерять в случае неудачи.

На наш консервативный взгляд, непрофессиональный инвестор, осуществляющий маргинальные операции<sup>3</sup> (т.е. покупающий акции на заемные средства), должен отдавать себе отчет в том, что фактически он занимается спекуляциями, а его брокеры обязаны напоминать ему об этом. Спекуляциями занимаются и те, кто приобретает так называемые «горячие» выпуски акций или проводит аналогичные операции. Спекуляции всегда соблазнительны, это увлекательная игра, и люди погружаются в нее с головой. Если вы хотите попытаться счастья на этом поприще, выделите для этого какую-то часть сбережений (чем меньше, тем лучше) и положите эти деньги на особый счет. Никогда не пополняйте денежные средства на этом счете только потому, что рынок растет, а значит, растет и ваша прибыль. (В период роста следует, наоборот, подумать о снятии денежных средств со «спекулятивного» счета.) Всегда используйте разные счета для ведения спекулятивных и инвестиционных операций, да и вообще не путайте эти понятия.

## Что делать пассивному инвестору?

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

---

к покупателю или наоборот, что также иногда бывает полезно. Покупатель рискует в случае падения курса акций, продавец — в случае их роста после продажи.

<sup>3</sup> Маргинальные счета используются для покупки акций на заемные средства, предоставляемые инвесторам брокерами. При росте акций растет и брокерская комиссия, а при их падении инвестор рискует разориться. Обеспечением по займу служит стоимость бумаг в инвестиционном портфеле. Поэтому, если их стоимость упадет ниже величины займа, вам придется внести на счет дополнительные средства. Для получения более подробной информации о маргинальных счетах см.: [www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm](http://www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm) и [http://www.nyse.com/404r.html?source=http://www.nyse.com/pdfs/2001\\_factbook\\_09.pdf](http://www.nyse.com/404r.html?source=http://www.nyse.com/pdfs/2001_factbook_09.pdf).

следует делать инвестору и на что он может рассчитывать в современных условиях (на начало 1972 г.).

### *1. Что мы писали шесть лет назад*

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

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

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

## 2. Что случилось после 1964 г.

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

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

Это лишь один из множества примеров, свидетельствующих о невозможности предугадать рыночную стоимость ценных бумаг<sup>4</sup>. Обычно стоимость облигаций колеблется не так сильно, как стоимость акций, поэтому инвесторы обычно приобретают надежные облигации с любыми сроками погашения, не особенно беспокоясь об изменении их рыночной стоимости. Правда, было несколько исключений из этого правила, в том числе после 1964 г. Более подробно динамика рыночных цен облигаций будет рассмотрена в следующей главе.

### *3. Что делали и чего ожидали инвесторы в конце 1971 — начале 1972 г.*

В конце 1971 г. облагаемый налогом доход инвестора по надежным среднесрочным корпоративным облигациям мог составить 8%, по надежным муниципальным облигациям и облигациям штатов — 5,7%. В краткосрочной перспективе инвестор мог рассчитывать на 6%-ную доходность по государственным 5-летним облигациям США. В последнем случае покупателю незачем было беспокоиться о возможных убытках от снижения рыночной стоимости инвестиций, так как он мог быть уверен в погашении облигаций по полной стоимости (включая выплату 6%-ного дохода по ним) в конце сравнительно короткого периода держания. Акции, входящие в расчет индекса Доу–Джонса, при его значении на уровне 900 пунктов в 1971 г. могли принести только 3,5% дохода.

Теперь представим себе, что сегодня, как и в прошлом, главным вопросом при разработке инвестиционной политики является вопрос о соотношении в инвестиционном портфеле высококачественных облигаций (эквивалентов наличности) и акций ведущих компаний, близких к тем, которые входят в расчет индекса Доу–Джонса. Какого курса должен придерживаться инвестор в современных условиях, если мы не можем прогнозировать на ближайшее будущее ни значительный рост фондового рынка, ни его падение? Во-первых, обратим внимание на то, что при отсутствии серьезных неблагоприятных изменений на рынке пассивный инвестор может рассчитывать на сложившийся уровень дивидендной доходности (3,5%) своих акций плюс доход от повышения их стоимости (примерно 4%). Как будет показано далее, эта оценка в значительной мере основана на объемах ежегодного

---

<sup>4</sup> Перечитайте еще раз данное утверждение Грэма и обратите внимание на то, что говорит этот величайший из экспертов по вопросам инвестирования: «невозможно предугадать рыночную стоимость ценных бумаг». Читая книгу дальше, обратите внимание на то, каким образом Грэм пытается убедить в этом инвесторов. Поскольку нельзя предсказать поведение финансовых рынков, стоит научиться контролировать свое поведение.

реинвестирования различными компаниями нераспределяемой прибыли. Таким образом, совокупный доход от владения акциями до вычета налогов в среднем будет составлять около 7,5% — немного меньше, чем процент по первоклассным облигациям<sup>5</sup>. После уплаты налогов средний доход по акциям будет составлять около 5,3% [5], т. е. примерно столько же, сколько приносили бы надежные не облагаемые налогом среднесрочные облигации.

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

Но, разумеется, абсолютной уверенности в том, что в сложившейся ситуации облигации принесут инвестору больше прибыли, чем акции, нет. Для этого, как известно, есть серьезная причина — фактор инфляции. В следующей главе мы наглядно это продемонстрируем. С одной стороны, наш немалый опыт работы на фондовом рынке в условиях инфляции XX в. говорит о том, что с учетом сложившегося соотношения уровней доходности облигаций и акций последние нельзя считать оптимальным выбором для инвестора. С другой стороны, всегда есть опасность роста инфляции (которую всегда учитывают лишь задним числом), неизбежно делающей обыкновенные акции более выгодным вложением, чем облигации с их фиксированной доходностью<sup>6</sup>. Кроме того, возможно, хотя и маловероятно,

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

<sup>6</sup> С 1997 г., когда на рынке появились защищенные от инфляции казначейские облигации (Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS), акции более не являются оптимальным выбором для инвесторов, которые не хотят, чтобы их вложения обесценились.



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

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

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

Говоря об акциях в портфеле пассивного инвестора, мы имели в виду только акции 30 ведущих компаний, входящих в расчет индекса Доу–Джонса. Мы поступали так исключительно ради удобства, а не потому, что приобретать стоит только эти акции. Существует множество других компаний, акции которых по своим характеристикам не уступают или даже превосходят акции, на основании которых рассчитывается индекс Доу–Джонса. Это, например, компании коммунального сектора (по ним

---

В отличие от других долговых обязательств, при росте индекса потребительских цен казначейские облигации растут в цене, надежно защищая инвестора от инфляционных потерь. Акции не дают такой гарантии и при высоких уровнях инфляции являются относительно менее надежным инструментом хеджирования (см. главу 2).

также рассчитывается соответствующий отраслевой индекс Доу–Джонса)<sup>7</sup>. Но сейчас для нас важно, что итоговая доходность инвестиций пассивного инвестора не будет значительно изменяться в зависимости от того, какие именно надежные акции он включит в свой диверсифицированный портфель. Строго говоря, ни сам инвестор, ни его финансовые консультанты не могут с уверенностью предсказать, как она изменится в конечном счете. Вполне оправданно мнение, что искусство инвестора — это прежде всего умение выбирать акции с доходностью выше рыночной. По ряду причин мы полагаем, что пассивному индивидуальному инвестору едва ли под силу добиться более высоких результатов, чем в среднем по рынку<sup>8</sup>. (Наш скептицизм распространяется и на крупные инвестиционные фонды, управляемые экспертами.)

Рассмотрим это утверждение на примере, который на первый взгляд может полностью его опровергнуть. С декабря 1960 по декабрь 1970 г. значение индекса Доу–Джонса выросло с 616 до 839 пунктов, или на 36%. Но на протяжении того же периода индекс широкого рынка Standard & Poor's 500 возрос с 58,11 до 92,15 пункта, или на 58%. Казалось бы, следовало покупать акции, входящие в расчет S&P. Но кто в 1960 г. решился бы предсказать, что доходность акций множества самых разных компаний, по которым рассчитывается индекс широкого рынка, будет выше доходности акций «аристократов» — 30 гигантов, по которым рассчитывался индекс Доу–Джонса? Несомненно, это доказывает, что лишь немногие инвесторы способны предсказать изменения курса акций как в абсолютном, так и в относительном выражении.

Повторим еще раз (никогда нелишне напомнить об осторожности): инвестору не стоит надеяться на доходность более высокую, чем в среднем по рынку, и покупать для этого новые выпуски облигаций и «горячие» акции, обещающие быструю прибыль<sup>9</sup>. Данное утверждение справедливо и в долгосрочной перспективе. В качестве объекта инвестиций пассивный инвестор

---

<sup>7</sup> Помимо индекса Доу–Джонса, сегодня рассчитываются и другие фондовые индексы — Standard & Poor's 500 (S&P) и Wilshire 5000. Индекс S&P рассчитывается на основании цен акций 500 крупнейших компаний, на которые приходится 70% общей капитализации рынка акций США. Индекс Wilshire 5000 отражает динамику акций практически всех значимых американских компаний, которые торгуются на бирже (всего их примерно 6700). Но поскольку этот индекс относится прежде всего к крупнейшим компаниям, доходность акций, входящих в его расчет, примерно такая же, как и акций, входящих в расчет S&P 500. Некоторые малобюджетные взаимные фонды инвестиций предоставляют клиентам возможность формировать инвестиционный портфель из акций, входящих в расчет этих индексов, пропорционально их удельному весу в последних (см. главу 9).

<sup>8</sup> См. главы 13 и 14.

<sup>9</sup> Более подробно мы поговорим об этом в главе 9.

должен выбирать акции устойчивых в финансовом отношении компаний, на протяжении длительного периода демонстрирующих высокую прибыльность. (Список таких компаний может составить любой хороший финансовый аналитик.) Агрессивные инвесторы могут покупать обыкновенные акции других компаний, выбирая их, исходя из четко сформулированных критериев и на основе всестороннего анализа.

В заключение перечислим три взаимодополняющих принципа, которым должен следовать пассивный инвестор. Принцип первый: в качестве альтернативы самостоятельного формирования портфеля акций можно приобрести паи хорошо зарекомендовавшего себя инвестиционного фонда. Принцип второй: можно воспользоваться услугами общего доверительного фонда или фонда смешанных инвестиций, управляемого трастовой компанией или банком; такие фонды работают во многих штатах. Инвестор, располагающий значительными денежными средствами, может обратиться за помощью к уважаемой инвестиционной или консалтинговой компании, способной профессионально управлять инвестициями на стандартных условиях. Принцип третий: инвестор может прибегнуть к инвестиционной стратегии, основанной на методе усредненного равномерного инвестирования. В этом случае он будет регулярно (ежемесячно или ежеквартально) вкладывать в покупку акций одинаковые суммы. Соответственно на падающем рынке он будет покупать больше акций, а на растущем — меньше. В итоге, скорее всего, цена входящих в его портфель акций окажется вполне приемлемой. Строго говоря, этот метод представляет собой частный случай использования более широкого подхода — так называемого «инвестирования по формуле». Этот метод мы имели в виду, когда писали, что в зависимости от ситуации на рынке инвестор может менять долю акций в своем портфеле от 25 до 75%. Эти весьма полезные методы пассивного инвестирования будут рассмотрены в следующих главах<sup>10</sup>.

## Что делать активному инвестору?

Активные, предприимчивые инвесторы хотят (и надеются) получать более высокую по сравнению с осторожными вкладчиками прибыль. Но прежде всего им следует убедиться в том, что их действия не приведут к результатам, обратным ожидаемым. Сплошь и рядом случается, что энергичные, одаренные от природы и образованные инвесторы приходят на Уолл-стрит

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

лишь для того, чтобы разориться, потому что их достоинства, используемые не по назначению, превращаются в недостатки. Поэтому важно, чтобы агрессивный инвестор прежде всего уяснил, какой образ действий ведет к успеху, а какой — наоборот.

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

1. *Следование за рынком.* Следуя за рынком, акции покупают, когда рынок растет, и продают, когда рынок падает. В качестве объекта инвестиций желательно выбирать акции, которые «ведут себя» лучше, чем фондовый рынок в целом. Лишь немногие профессионалы часто прибегают к коротким продажам, т. е. продают заемные (взятые в долг) акции. Цель — получить прибыль за счет падения цены, т. е. от продажи акций по высокой цене и последующей их покупки по более низкой. (См. приведенную выше цитату из *The Wall Street Journal*: случается, что даже мелкие инвесторы, несмотря на отсутствие профессионализма, искушают судьбу, занимаясь короткими продажами.)
2. *Выбор акций по текущим показателям.* Инвесторы приобретают акции, руководствуясь текущими показателями, т. е. выбирают акции компаний, которые в своих отчетах показывают или прогнозируют рост прибыли и другие положительные результаты.
3. *Выбор акций с прицелом на будущее.* Инвесторы выбирают акции компаний, продемонстрировавших высокие показатели прибыли компании в прошлом, и экстраполируют положительную динамику на будущее. Иногда инвесторы выбирают акции компаний ничем не примечательных, но перспективных. (Обычно это компании высокотехнологичных отраслей, таких как компьютерная индустрия, фармацевтика и электроника, разрабатывающие новые многообещающие технологии и продукты.)

Мы уже выказывали скептицизм в отношении шансов на успех инвесторов, использующих перечисленные методы. Первый из них вызывает сомнения как с теоретической, так и с практической точки зрения. Трейдинг вряд ли позволит «тщательно анализируя ситуацию, сохранить вложенные средства и получить приемлемую прибыль». Более подробно трейдинг будет рассмотрен в одной из следующих глав<sup>11</sup>.

В своем стремлении выбрать самые привлекательные акции (в качестве объекта кратко- или долгосрочных инвестиций) инвестор сталкивается с двумя трудностями. Во-первых, человеку свойственно ошибаться.

<sup>11</sup> См. главу 8.

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

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

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

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

популярных и потому переоцененных акций нужны не только мужество и выдержка, но и толстый кошелек<sup>12</sup>. Короткие продажи имеют право на существование и могут приносить неплохую прибыль, но требуют мастерства, которым нелегко овладеть.

Бывают и исключения из этого правила. Случалось, опытные игроки получали прибыль на уровне 20% и выше. Речь идет об арбитражных сделках с различными видами активов, выплатах при ликвидации компаний и некоторых хеджевых операциях. Типичный пример — операции с акциями компаний, которым предстоит слияние или поглощение. В этом случае можно прогнозировать значительный рост курса акций по сравнению с их ценой на дату объявления о слиянии или поглощении. Количество таких сделок за последние годы возросло, что принесло немалую прибыль опытным инвесторам. Но с ростом количества объявлений о слияниях и поглощениях возникло множество проблем, и теперь эти когда-то выгодные операции чреваты убытками. Возможно, снижение общего уровня их доходности стало также следствием высокой конкуренции<sup>13</sup>.

Падение доходности вышеописанных операций — следствие разрушительного процесса, который сродни закону убывающей доходности (проявления последнего не раз наблюдались в периоды переиздания данной книги). В 1949 г. мы представили результаты анализа колебаний фондового рынка за предшествующие 75 лет. На их основании, используя показатели прибыли и уровни текущих процентных ставок, мы вывели специальную формулу для определения оптимальных моментов для покупки акций, входящих в расчет индекса Доу–Джонса, по цене ниже фундаментальной и последующей их продажи по более высокой цене. Этот подход отвечал

---

<sup>12</sup> При коротких продажах инвестор ставит не на рост, а на падение акций. Короткие продажи осуществляются в три этапа. Сначала инвестор заимствует акции у их владельца, затем продает их и, наконец, по прошествии определенного времени покупает и возвращает владельцу. Если рыночная стоимость акций падает, инвестор может купить их по более низкой цене. Разница между ценой продажи заемных акций и ценой покупки акций, предназначенных для возврата (за вычетом дивидендов, процентов и платы за услуги брокерской компании), и составляет прибыль инвестора. Но если курс акций растет, инвестор может понести огромные убытки, что делает короткие продажи чрезвычайно опасными для большинства индивидуальных инвесторов.

<sup>13</sup> В конце 1980-х гг., когда возросло количество враждебных поглощений и покупок контрольного пакета акций на заемные средства, компании Уолл-стрит, чтобы выиграть от ошибок в ценообразовании при проведении таких сложных операций, начали создавать особые подразделения, занимающиеся арбитражем. Опыт оказался настолько удачным, что получил широкое распространение, в результате чего прибыль упала и эти подразделения закрылись. Хотя Грэм и пишет об арбитраже далее, данный вид биржевой торговли стал неприемлемым для большинства инвесторов, так как прибыль можно было получить только в рамках многомиллионных операций. Богатые индивидуальные и институциональные инвесторы могут работать с хедж-фондами, специализирующимися на арбитраже слияния и других видах событийного арбитража.

известной максиме Ротшильдов: «Покупай дешево и продавай дорого»<sup>14</sup>. Преимущество нашего подхода к операциям с акциями заключалось в том, что он прямо противоречил прочно укоренившемуся и разрушительному принципу Уолл-стрит, согласно которому акции следует покупать, когда они дорожают, и продавать, когда они дешевеют. Увы, после 1949 г. эта формула перестала работать. Еще одно подтверждение деструктивного процесса, о котором мы писали выше, — известная теория Доу, объясняющая движения фондового рынка. Применение этой теории на практике давало блестящие результаты в 1897–1933 гг., но после 1934 г. ее эффективность стала сомнительной.

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

В современных условиях активный инвестор по-прежнему может добиться более высокой доходности, чем в целом по фондовому рынку. Среди множества обращающихся на фондовых биржах акций не так уж трудно выбрать такие, которые, используя логику и определенные правила, можно классифицировать как недооцененные рынком. Такой подход более эффек-

---

<sup>14</sup> Семья Ротшильдов во главе с Натаном Майером Ротшильдом в XIX в. занимала доминирующее положение на европейском финансовом рынке и рынке ценных бумаг. История этой семьи блестяще описана в книге Найла Фергюсона (Niall Ferguson, *The House of Rothschild: Money's Prophets, 1798-1848*, Viking, 1998).

тивен, чем ориентация на акции, входящие в расчет индекса Доу–Джонса, или сходный набор надежных акций из котировального списка. С нашей точки зрения, для инвестора, стремящегося получить более высокую прибыль (скажем, на 5% превышающую среднегодовую доходность рынка), такие акции — просто находка. Далее мы расскажем о некоторых методах поиска этих акций, которые может использовать активный инвестор.



# КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 1

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

*Блез Паскаль*

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

Грэм предельно ясно сформулировал определение инвестиций: «Инвестиции — это операции, цель которых — тщательно анализируя ситуацию, сохранить вложенные средства и получить приемлемую прибыль. Операции, которые не отвечают этим требованиям, — это спекуляции»<sup>15</sup>. Обратите внимание, что это определение недвусмысленно указывает на три главных условия успеха:

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

---

<sup>15</sup> Более того, Грэм конкретизирует понятия, используемые в этом определении. Тщательный анализ — это изучение ценных бумаг на основе принятых методов оценки их стоимости и надежности. Чтобы сохранить вложения, их нужно защитить в условиях как спокойного, так и волатильного рынка. Приемлемая (удовлетворительная) прибыль — это минимальная прибыль, которую инвестор согласен получать при условии, что он действует достаточно разумно. (*Security Analysis*, 1934 ed., с. 55–56.)

Инвестор рассчитывает стоимость акций, исходя из стоимости компании. Спекулянт покупает акции в расчете на их рост, вызванный тем, что кто-то будет готов заплатить за них более высокую цену. Как указывал Грэм, инвестор судит о рыночной цене акций с учетом оценки (на основе принятых методов) фундаментальной стоимости компании-эмитента, а спекулянты, наоборот, оценивают реальную стоимость компании, исходя из рыночной цены их акций<sup>16</sup>. Спекулянту как воздух нужны постоянно меняющиеся котировки, без них он просто не выживет. Для инвестора рыночная цена акций, которую Грэм называет «котировочной», не столь важна. Он рекомендует инвестировать только при условии, что, купив акции, инвестор будет спокоен, даже не получая ежедневную информацию об их рыночной цене<sup>17</sup>.

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

Инвестиции, напротив, — азартная игра особого рода, которую в конечном счете нельзя проиграть — ведь инвестор играет только по правилам, позволяющим использовать все движения рынка в свою пользу. Инвесторы зарабатывают деньги для себя, спекулянты — для своих брокеров. Именно поэтому фондовая биржа постоянно ворчит на инвесторов и превозносит спекулянтов.

## ПРЕВЫШАТЬ СКОРОСТЬ ОПАСНО

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

Люди поверили, что если тот или иной метод инвестирования «работает», значит, он «правильный». Те, кому какое-то время удавалось получать прибыль выше средней по рынку (независимо от того, какими безрассудными и опасными способами это достигалось), хвастались своей «правотой». Но разумный инвестор не обязан доказывать свою правоту в краткосрочной перспективе. Казалось, методы, получившие массовое распространение

---

<sup>16</sup> *Security Analysis*, 1934 ed., с. 310.

<sup>17</sup> В одном из интервью Грэм дал такой совет: «Спросите себя: "Если бы акции такой-то компании не продавались на рынке, согласился бы я их купить?"» (*Forbes*, 1 января 1972 г., с. 90).

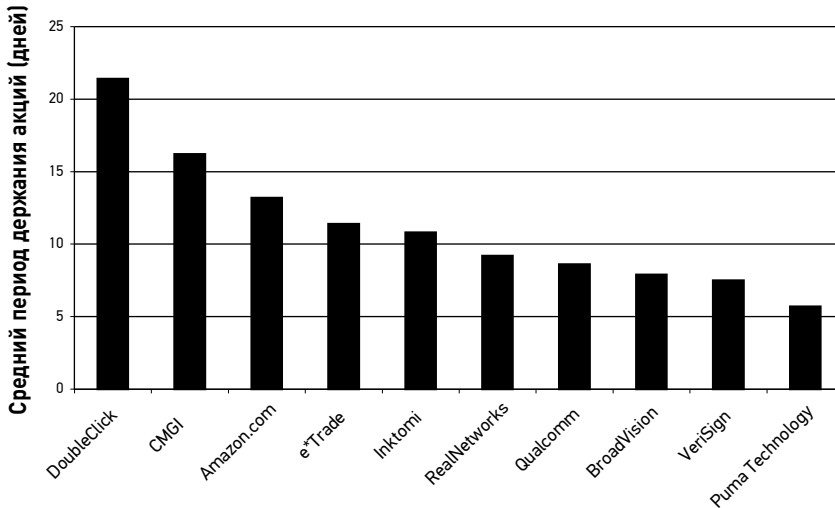
на фондовом рынке 1990-х гг., — внутриденная торговля (дейтрейдинг), отказ от диверсификации, перемещение средств в «горячие» инвестиционные фонды и использование различных «систем» выбора акций, — успешно работали. Но они не годились для долгосрочного инвестирования, так как не соответствовали ни одному из трех критериев Грэма, позволяющих отличить инвестиции от спекуляций.

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

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

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

Как показано на рис. 1.1, на внебиржевом рынке NASDAQ акции обочивались с рекордной скоростью<sup>18</sup>.



**Рис. 1.1.** Акции: езда с превышением скорости

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

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

## НАЦИОНАЛЬНАЯ КОМПЬЮТЕРНАЯ ИГРА

Финансовые компании кричат о том, что онлайн-трейдинг — самый короткий путь к быстрому обогащению. Компания Discover Brokerage (подразделение такого почтенного банка, как Morgan Stanley), специализирующаяся на электронной торговле акциями, запустила телевизионный рекламный ролик, в котором водитель непрезентабельного грузовика подвозит куда-то лощеного менеджера. Заметив на приборной панели фотографию с видом роскошного дома на фоне пляжа где-то в тропиках, менеджер спрашивает:

<sup>18</sup> Средняя доходность акций (рис. 1.1) в 1999 г. составляла 1196,4%. В 2000 г. падение составило в среднем 79,1%, в 2001 г. — 35,5%, в 2002 г. — 44,5%, в результате чего ранее полученная прибыль превратилась в прах.

«Вы проводили там отпуск?» «Вообще-то это мой дом», — скромно отвечает водитель. «Похоже, он стоит на острове», — замечает пассажир. И водитель, потупив глаза, сообщает: «Остров тоже мой».

Этим реклама не ограничивалась. Она кричала о том, что онлайн-трейдинг не требует больших усилий, в том числе умственных. В телевизионном рекламном ролике онлайн-брокера Ameritrade домохозяйка, вернувшись с утренней пробежки, включала компьютер, делала несколько щелчков мышью и радостно щебетала: «Ой, кажется, я заработала 1700 долларов!» А в ролике брокерской фирмы Waterhouse тренера баскетбольной команды Фила Джексона спрашивали, знает ли он что-нибудь о торговле ценными бумагами? «Могу заняться этим делом хоть сейчас», — отвечал тот. (Интересно, выиграла бы команда Джексона хоть один матч, если бы она так же готовилась к играм? Можно ли рассчитывать на чемпионский титул, ничего не зная о командах соперников, но выражая готовность сражаться с ними «хоть сейчас»?)

В 1999 г. по меньшей мере 6 млн человек занимались электронной торговлей ценными бумагами. Примерно каждый десятый практиковал дейтрейдинг, используя возможности Интернета для мгновенной покупки и продажи акций. Каждый участник рынка — от непревзойденной Барбары Стрейзанд до двадцатипятилетнего Николаса Бирбаса, бывшего официанта из Квинса, — получил возможность молниеносно совершать сделки с акциями. «Раньше, — рассказывает Бирбас, — я вкладывал деньги на долгосрочной основе и пришел к выводу, что это неразумно». Сегодня бывший официант перепродает акции по 10 раз в день и надеется зарабатывать \$100 000 в год. «Ненавижу красный цвет в строке «Прибыль/убытки» — признается Барбара Стрейзанд в интервью журналу *Fortune*. — По гороскопу я Телец, и красный цвет приводит меня в ярость. Едва его увидев, я моментально продаю акции»<sup>19</sup>.

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

20 декабря 1999 г. компания Juno Online Services предложила новаторский бизнес-план, цель которого, видимо, состояла в том, чтобы израсхо-

<sup>19</sup> Актрисе следовало бы читать не астрологические прогнозы, а книги Грэма. Разумный инвестор никогда не продает акции по дешевке только потому, что они падают. Прежде чем сделать это, он выяснит, не изменилась ли реальная стоимость компании-эмитента.

довать как можно больше денег. Компания объявила, что будет обслуживать индивидуальных клиентов бесплатно (никакой платы за пользование электронной почтой, бесплатный доступ в Интернет). Кроме того, компания объявила о намерении в следующем году потратить на рекламу на несколько миллионов долларов больше. После того как компания сообщила, что собирается сделать харакири, стоимость ее акций буквально за два дня подскочила с \$16,375 до \$66,75<sup>20</sup>.

Зачем корпеть над книгами, пытаясь узнать, прибыльна ли компания-эмитент, какие товары и услуги она производит, кто ее возглавляет и, вообще, как она называется? Ведь достаточно знать ее тикер (CBLT, INKT, PCLN, TGLO, VRSN, WBVN)<sup>21</sup>. В конце 1998 г. акции микроскопической строительной компании Temco Services, операции с которыми проводились крайне редко, буквально за минуту подскочили в цене втрое, поднявшись до рекордного значения. Почему? Да потому что у участников рынка случился острый приступ финансовой дислексии, или, попросту говоря, они разучились читать. Тысячи трейдеров купили акции Temco по ошибке, спутав ее тикер (TMCO) с тикером интернет-компании, акции которой в тот день впервые были размещены на рынке, — Ticketmaster Online (TMCS)<sup>22</sup>.

Оскар Уайльд как-то заметил, что циник — это человек, который всему знает цену и ничего не ценит. В этом смысле фондовый рынок всегда был циничным, но в конце 1990-х гг. он шокировал бы своим цинизмом даже Уайльда. А как еще расценивать тот факт, что стоит кому-то сказать хоть слово о цене акций и она может подскочить вдвое, хотя реальная стоимость компании не изменилась ни на йоту? В конце 1998 г. Генри Блоджет, аналитик компании CIBC Oppenheimer, сказал, что «прогнозировать стоимость акций интернет-компаний так же трудно, как и стоимость акций других компаний: это скорее искусство, чем наука». Затем, говоря всего лишь о целевой цене и возможности будущего роста, он предположил, что цена акций Amazon.com может вырасти с \$150 (текущее значение на тот момент) до \$400. В тот день, когда слова Блоджета услышали участники рынка, акции Amazon.com подскочили на 19% и, несмотря на уверения Блоджета, что он давал прогноз на год, целевой ориентир в \$400 был достигнут за три недели. Через год Уолтер Печик, финансовый аналитик компании Paine Webber, объявил, что ожидает роста курса акций компании Qualcomm до \$1000 в течение года.

---

<sup>20</sup> А через год упала до \$1,093.

<sup>21</sup> Тикер — сокращенное обозначение названия компании; обычно содержит от одного до четырех символов и используется для идентификации акций при совершении торговых сделок.

<sup>22</sup> Это не единичный случай. В конце 1990-х гг. было по меньшей мере еще три случая, когда аналогичные ошибки дейтрейдеров привели к росту курсов акций ничем не примечательных компаний.

В тот же день курс акций, которые и без того выросли в 1999 г. на 1842%, подскочил на 31% до \$659 за акцию<sup>23</sup>.

## ФОРМУЛА ФИАСКО

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

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

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

«Эффект января» не исчез бесследно, просто он стал проявляться слабее. По мнению профессора Уильяма Шверта (Рочестерский университет), покупая акции мелких компаний в конце декабря и продавая их в начале января, в период с 1962 по 1979 г. можно было получать

<sup>23</sup> В 2000 и 2001 гг. акции Amazon.com и Qualcomm упали соответственно на 85,8 и 71,3%.

прибыль, превышающую среднерыночные показатели на 8,5 процентных пункта. В период с 1980 по 1989 г. превышение составило бы 4,4, а с 1990 по 2001 г. — 5,8 процентных пункта<sup>24</sup>.

Чем больше участников рынка узнавали об «эффекте января», тем больше акций мелких компаний они скупали в декабре, что приводило к снижению доходности этих акций. Кроме того, «эффект января» наблюдался прежде всего для акций мелких компаний. А согласно данным Plexus Group — известной фирмы, специализирующейся на изучении брокерских издержек, — доля расходов на оплату услуг брокеров при операциях с акциями мелких компаний может составить до 8% объема инвестиций<sup>25</sup>. Поэтому, сыграв на «эффекте января», вы рискуете обнаружить, что вся полученная прибыль ушла брокерам.

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

Что должен был сделать инвестор, чтобы получить такую прибыль? Купить 50 акций с самой высокой годовой доходностью, непрерывно растущей на протяжении пяти лет, причем их доходность не должна была превышать цену более чем в 1,5 раза<sup>26</sup>.

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

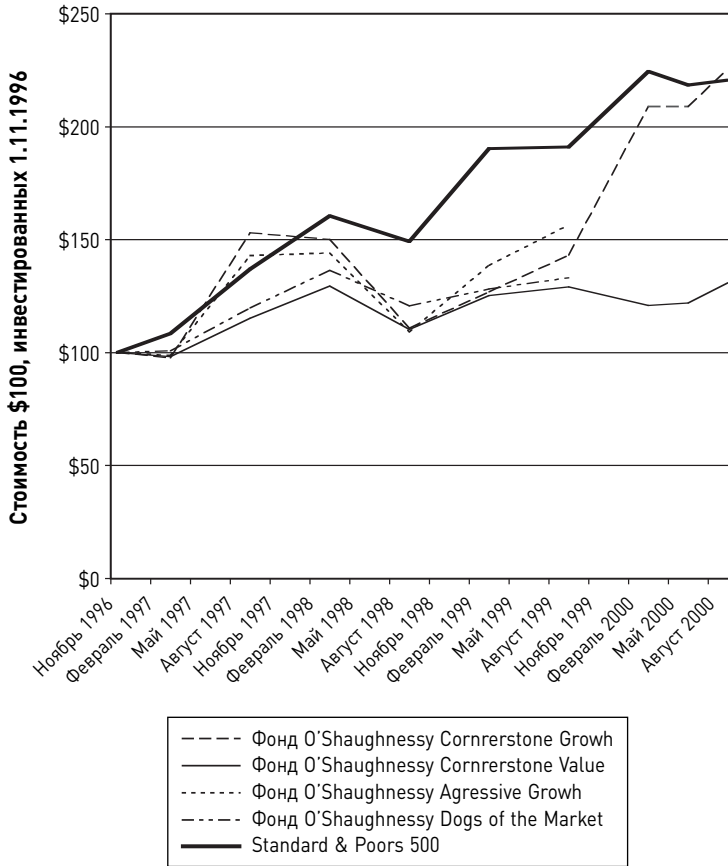
Но то, «что “работало” на Уолл-стрит», перестало «работать» после того, как О'Шонесси опубликовал свою книгу. Как показано на рис. 1.2, у двух из его фондов дела пошли настолько плохо, что в начале 2000 г.

<sup>24</sup> Результаты исследований Шверта представлены в блестящей работе *Anomalies and Market Efficiency* (<http://schwert.ssb.rochester.edu/papers.htm>).

<sup>25</sup> См.: Plexus Group Commentary 54, “The Official Icebergs of Transaction Costs,” январь 1998 г. <http://www.plexusgroupe.com/>.

<sup>26</sup> James O'Shaughnessy, *What Works on Wall Street* (McGraw-Hill, 1996), с. xvi, 273–295.





Источник: Morningstar, Inc.

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

они прекратили свое существование, а рынок в целом (как показывает индекс S&P 500) на протяжении следующих четырех лет постоянно демонстрировал более высокие результаты, чем фонды О'Шонесси.

Дело закончилось тем, что в июне 2000 г. О'Шонесси передал созданные им фонды другому управляющему и оставил клиентов один на один со своей «проверенной временем инвестиционной стратегией»<sup>27</sup>. Вклад-

<sup>27</sup> Парадоксально, но факт: после того, как О'Шонесси покинул свой пост, два выживших инвестиционных фонда (сегодня они называются фондами Хеннесси) начали работать гораздо лучше. Но вкладчики были в ярости. В чате на сайте [www.morningstar.com](http://www.morningstar.com) один из них буквально кипел от злости: «Видимо, О'Шонесси считает, что долгосрочный период — это три года... Сочувствую всем пострадавшим. Я тоже верил в его метод... Я порекомендовал фонд нескольким друзьям и родственникам, но, к счастью, они не понесли в него деньги».

чики, возможно, пострадали бы не так сильно, если бы он дал своей книге более точное название — например, «Что “работало” на Уолл-стрит до того, как я написал свою книгу».

- **Метод Motley Fool, или «дурацкая четверка».** В середине 1990-х сайт компании Motley Fool (и некоторые книги) всюду рекламировали стратегию, получившую название «дурацкая четверка» (The Foolish Four). Согласно рекомендациям Motley Fool, тратя всего 15 минут в год на «планирование инвестиций», в течение 25 лет можно получать прибыль, превышающую как среднерыночные показатели, так и показатели взаимных инвестиционных фондов, и, что самое главное, с минимальным риском. Для этого предлагалось делать следующее.
  1. Выбрать пять самых дешевых акций, входящих в расчет фондового индекса Доу-Джонса, с самой высокой дивидендной доходностью.
  2. Исключить из их числа самую дешевую акцию.
  3. Вложить 40% средств в акции, занимающие второе место в списке самых дешевых.
  4. Вложить по 20% средств в каждые из трех оставшихся акций.
  5. Через год снова выбрать акции из числа входящих в расчет индекса Доу-Джонса в соответствии с теми же критериями и повторить действия согласно п. 1–4.
  6. Повторять до тех пор, пока не разбогатеете.

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

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

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

- Можно ли считать портфель, включающий акции всего четырех компаний, диверсифицированным и обеспечивающим «сохранность инвестиций»?

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

Ни одна из «открытых» экспертами Motley Fool формул (исключение из списка самых дешевых акций; вложение 40% средств в акции, занимающие второе место в списке; деление дивидендной доходности на квадратный корень из цены акции) никоим образом не может повлиять на будущую динамику цен акций или хотя бы объяснить ее. В журнале *Money* отмечалось, что вероятность успеха при использовании метода «дурацкой четверки» не выше, чем, например, при выборе акций компаний, в названии которых нет повторяющихся букв. Причина одна: в обоих случаях успеха можно добиться только случайно<sup>28</sup>. Как не уставал повторять Грэм, будущая доходность акций зависит только от того, как идут дела у компании-эмитента, и ни от чего другого.

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

Как показывают приведенные выше примеры, единственная акция, которая всегда высоко ценится на Уолл-стрит, — это «акция» дурацких идей. Все рассмотренные выше «стратегии» противоречат «закону Грэма». Все так называемые «формулы успеха» на фондовом рынке являются разновидностью «разрушительного процесса, который сродни закону убывающей доходности». Они не обеспечивают обещанной доходности по двум причинам. Во-первых, если «формула успеха» основывается на иллюзорных

<sup>28</sup> См.: Jason Zweig, "False Profits," *Money*, август 1999 г., с. 55–57. Более подробно о методе «дурацкой четверки» можно узнать на сайтах <http://www.investor.home.com/> и <http://www.fool.com/>.

закономерностях (как метод «дурацкой четверки»), то с течением времени станет ясно, что в ее основе лежат ложные предпосылки. Во-вторых, если такая «формула» действительно когда-то «работала» (как «эффект января»), то по мере того, как о ней узнают все больше участников рынка, ее эффективность снижается, и вероятность получения более высокой прибыли по сравнению с рынком стремится к нулю.

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

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

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

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