

ГЛАВА 2

Филип Фишер

Филип Фишер — «путеводная звезда» инвесторов роста. Существует ошибочное мнение, что инвесторы роста не придают должного значения анализу стоимости акций на основе настоящей стоимости самой компаний. Некоторые из них действительно не принимают этого в расчет. Даже компании с высоким потенциалом роста могут оказаться недооцененными, вне зоны интересов игроков фондового рынка, когда цена их акций опускается ниже стоимости компаний. Это случается нечасто, большинство компаний с высоким приростом прибыли находятся на виду, их акции продаются по высоким ценам. Однако искать тех, за кем по каким-то причинам «недоглядели», можно и нужно.

По Фишеру, рынок *можно* переиграть только сконцентрировавшись на одной отрасли или на небольшой их группе. Бессмысленно пытаться разобратся во множестве секторов экономики. Такой подход не позволит получить глубокие знания, необходимые для достижения успеха в выбранной области. Кроме того, необходимо обладать упорством и опытом анализа, чтобы понять особенности всех компаний отрасли, движущие факторы их стратегий, качество их менеджмента.

У Фишера можно многому поучиться:

- прислушиваться к слухам, которые курсируют в деловых кругах, для сбора сведений о компаниях и их менеджерах;
- проводить оценку конкурентных позиций компаний;
- оценивать их возможности в сфере НИОКР;
- составлять суждение о качестве менеджмента компаний, особенно в сфере маркетинга;
- изучать самые важные финансовые показатели;
- использовать с выгодой действия других игроков фондового рынка.

И еще: при покупке акций подлинно растущих компаний необходимо обладать терпением.

Филип Фишер родился в 1907 г. Его успешная карьера инвестора была невероятно долгой и продолжалась 74 года. Окончательно от дел Фишер отошел в 91 год. Мир инвестиций он открыл для себя еще в детстве, когда услышал разговор бабушки с дядей, обсуждавших вложения в акции. Возможность

купить долю будущей прибыли одной из сотен компаний буквально заворожила его. Бабушка, правда, беспокоилась, что предмет разговора может показаться ему скучным. Но она была неправа: краткий экскурс в мир ценных бумаг вызвал у маленького Филипа большой интерес. Фишер уже в ранней юности начал заниматься инвестированием и даже умудрился получить неплохой доход в период стремительно растущего «бычьего» рынка 1920-х гг. Правда, отец-терапевт смотрел на это по-своему и считал, что его сын погряз в биржевых спекуляциях. Филип в ответ утверждал, что вовсе не склонен рисковать просто ради риска. Однако позже признал, что первые сделки на фондовом рынке не научили его ничему полезному.

Образование и начало карьеры

Местом, где Фишер смог многому научиться, стала только что открывшаяся Школа бизнеса Стэнфордского университета. В учебном плане на 1927–1928 гг. один день в неделю выделялся для посещения студентами-первокурсниками крупных предприятий, располагавшихся в районе залива Сан-Франциско. Сопровождал их в этих походах профессор Борис Эмметт. Студенты не только знакомились с производством, но и могли задавать вопросы менеджерам, а благодаря комментариям и замечаниям профессора Эмметта — оценить сильные и слабые стороны каждой компании. Поняв, насколько ценны такие занятия, Фишер решил использовать знания Эмметта по максимуму и предложил подвозить профессора на автомобиле на предприятия и обратно. Это позволило ему беседовать с Эмметтом один на один и получать исчерпывающие комментарии о той или иной компании как до, так и после визитов в нее.

Беседы с профессором Эмметтом легли в основу инвестиционной философии Фишера:

- Он понял приоритет привлекательности долгосрочных перспектив развития компании в то время, когда этот показатель еще не получил широкого распространения среди инвесторов.
- Он осознал важнейшее значение продаж и маркетинга для успеха производственных компаний. Уже в столь юном возрасте он смог понять, что отличные инвестиции часто связаны с компаниями, способными не только продавать свои продукты, но и оперативно оценивать изменяющиеся желания потребителей.

Летом 1928 г., даже не завершив полный курс обучения, Филип был приглашен на работу в должности специалиста по ценным бумагам (или, как тогда называли, «статистика») в один из банков Сан-Франциско, который позднее стал подразделением банка Crocker National. В Школе бизнеса Стэнфордского университета, куда обратились финансисты, не нашлось подходящего выпускника, и их убедили взять Фишера. А самому Филипу пообещали, что если работа его не устроит, он сможет вернуться и продолжить учебу. Работа Фишеру сразу не понравилась. Он должен был собирать и предоставлять статистическую информацию банковским специалистам по сделкам с облигациями с высокой процентной доходностью. По сути, все сводилось к сбору сведений, содержащихся в различных публикациях, таких как отчеты Moody's или Standard & Poor's. Фишеру такая работа казалась слишком простой, скучной, неинтеллектуальной.

Новый подход

Осенью 1928 г. Фишер предложил провести, как он считал, настоящий анализ акций компаний, производящих радиоприемники. Банковское руководство поддержало начинание своего молодого сотрудника. Фишер посетил отделы радиотоваров нескольких универсальных магазинов и узнал мнения рядовых покупателей о продукции трех крупнейших производителей. Филипа удивило, насколько сходными оказались их оценки. Компания, которая на фондовом рынке считалась фаворитом, совершенно не нравилась покупателям. RCA, другая популярная у инвесторов компания, заслужила похвалу. Однако «победителем» по итогам опроса стала третья фирма, Philco, которую отличали привлекательность новых моделей и эффективный процесс организации производства и дистрибуции.

*Пытливость ума – один из краеугольных камней
инвестиционной философии Фишера.*

Примечательно, что на Уолл-стрит не звучало ни одного негативного комментария в отношении первой компании, хотя мнение потребителей указывало на очевидные проблемы, с которыми ей предстояло столкнуться в будущем. В последующие 12 месяцев Фишер с интересом наблюдал, как на фоне растущего рынка акции этой компании падали в цене. Он сделал важный вывод: одного, даже самого внимательного, чтения публикуемых финансовых отчетов

компаний недостаточно для обоснования инвестиций. Необходимо собирать дополнительную информацию, обсуждать результаты деятельности компании и ее перспективы с теми, кто знаком с ней не понаслышке. Пытливость ума — один из краеугольных камней инвестиционной философии Фишера.

Великий крах

В 1929 г. Фишеру стало очевидно, что на североамериканском рынке акций царит безумный, неустойчивый бум. В августе 1929 г. он даже представил руководству своего банка отчет, в котором предсказал, что в ближайшие полгода на рынке наступит крупнейший за последнюю четверть века спад. Фишер, увы, оказался одним из немногих, выступавших против общепринятого тогда мнения, что экономика и бизнес вступили в «новую эру», когда прибыль на акции обязательно будет увеличиваться год от года. Адепты этой теории утверждали, что новые технологии (радио, автомобили, электричество) безусловно обеспечивают стабильные темпы развитие экономики. Собственно, подобные настроения господствовали на фондовом рынке и в конце 1990-х гг., когда все верили, что интернет, компьютеры и телекоммуникационные технологии без спадов поднимут экономику на невиданные высоты. В прошлом столетии мы пережили множество «новых эр», сопровождавшихся заявлениями о том, что «в этот раз все будет по-другому», и оправдывавших очень высокий рост стоимости акций. Хороший инвестор должен знать историю фондового рынка: чем лучше мы понимаем прошлое, тем дальше можем заглянуть в будущее.

Несмотря на разумность собственных доводов, Фишер все же поддался искушению рыночной лихорадки и вложил свои сбережения в «недооцененные» акции. Но при этом не наводил справки, не собирал сведения о компаниях. Фишер полностью проигнорировал свои же выводы, полученные при анализе акций компаний — производителей радиоприемников. Логичным итогом был финансовый крах. От первоначальных вложений остались крохи. Печальный итог преподал Фишеру важный урок: инвестору нужны акции, цена которых является низкой относительно прибыли компании, прогнозируемой на несколько последующих лет. И Фишер стал пытаться прогнозировать будущую прибыль компаний.

В 1930 г. он перешел на работу в одну из брокерских фирм. В его обязанности входил поиск акций, подходящих для покупки. В течение восьми месяцев он мог на практике применять то, что узнал и понял. Но, к сожалению, это не принесло серьезных результатов: брокерская контора пала жертвой Великого краха фондового рынка, а сам Филип оказался без работы.

Вперед, только вперед!

Фишер и раньше уже подумывал об открытии собственного бизнеса по управлению инвестициями клиентов. В 1931 г. он основал компанию Fisher & Co. Располагалась она в крохотной арендованной комнатке без окон. Время для начала любого нового бизнеса было ужасающим. В 1932 г. чистая прибыль компании Фишера за месяц составила \$2,99, в 1933 г. она выросла на 1000% – до \$29 в месяц. Никакого финансового вознаграждения сам Фишер не получал, но позднее тепло вспоминал эти два года и считал их самыми прибыльными в жизни, поскольку именно тогда он «довел до ума» свою концепцию инвестирования. Более того, ему удалось привлечь клиентов, недовольных работой своих прежних инвестиционных консультантов. И люди эти оказались чрезвычайно лояльными к методам Фишера (что неудивительно, если вспомнить высокую доходность, которую он обеспечивал их инвестициям).

Именно тогда Фишер нашел компанию, которая полностью соответствовала требованиям его формирующейся инвестиционной концепции, – Food Machinery Corporation. Компания – лидер в своей отрасли – была создана путем слияния фирмы из штата Иллинойс и двух калифорнийских предприятий, которые заинтересовали Фишера еще в бытность студентом Школы бизнеса и занятий с профессором Эмметтом. Компания обладала сильной маркетинговой стратегией, тщательно контролировала продажи и имела защищенный от конкуренции рынок поставок запасных частей. У нее был креативный отдел НИОКР, а менеджеры пользовались уважением у потребителей и работников. Цена же ее акций была значительно ниже гарантированной внутренней стоимости. Фишер оказался единственным аналитиком, обратившим на это внимание.

Аспекты, на которые обратил внимание Фишер, проводя свой анализ, говорят о многом:

- Обладают ли те, кто управляет фирмой, исключительными деловыми качествами?
- Насколько сильны конкурентные позиции фирмы?
- Находится ли в ней на качественном уровне операционное и долгосрочное планирование?
- Имеется ли достаточное количество новых продуктовых линеек, обладающих долгосрочным потенциалом роста?

Фишер, конечно, занимался и биржевыми спекуляциями (торговлей для получения краткосрочной прибыли), однако пришел к выводу, что они отнимают слишком много времени и приносят мало прибыли. Наблюдая за многими одаренными брокерами, занимавшимися спекуляцией, он убедился, что рано или поздно все это заканчивается крахом. Поэтому он решил сосредоточить усилия на получении значительного дохода в долгосрочной перспективе.

Во время и после Второй мировой войны

Во время Второй мировой войны Фишера призвали в авиацию, где определили заниматься штабной работой. В этот период он продолжал обдумывать свои идеи и доводить до совершенства свою инвестиционную концепцию. После войны он решил заняться поиском компаний, обладающих потенциалом значительного роста прибыли, ограничив число своих клиентов несколькими крупными инвесторами. В 1950-х и 1960-х гг. максимальное количество клиентов Фишера составляло 12 человек. Он предположил, что после войны наиболее активно будет развиваться химическая промышленность, и начал подыскивать привлекательную крупную химическую компанию. Проводя анализ отрасли, он общался со всеми, кто обладал знаниями в этой сфере. Анализ финансовых данных сопровождался и анализом полученной качественной информации, включая сведения об инновациях, изобретениях и конкурентных условиях.

Dow Chemical

К весне 1947 г. Фишер нашел компанию, удовлетворявшую всем его требованиям. Это была Dow Chemical Company. Его выбор обусловили следующие факторы:

- Внутренняя культура компании, нацеленная на командное достижение высоких результатов. Познакомившись поближе с сотрудниками Dow, он отметил, что ее менеджеры по-настоящему воодушевлены ростом компании, рассматривая его как командное достижение, и убеждены, что в будущем компанию ждет еще больший рост.
- Мудрость руководителей высшего звена. Одним из любимых вопросов Фишера при первом общении с руководителями компаний был вопрос о важнейшей долгосрочной цели. Президент Dow дал впечатляющий ответ. Он сказал, что компания по мере своего роста не должна

ориентироваться на ВПК, что необходимо бороться с возможной бюрократизацией и сохранять неформальные взаимоотношения, когда сотрудники разных уровней и различных подразделений свободно обмениваются информацией.

- Концентрация на направлениях, в которых компания имела особые компетенции, и отказ от выхода за их пределы. Dow работала только в тех областях химической промышленности, где была самым эффективным производителем или имела все шансы стать таковым. Эффективность достигалась благодаря большим объемам, высокому качеству инженерно-технических работ, лучшему пониманию продукта и иным факторам.
- Особое внимание компания уделяла НИОКР, позволяющим занять лидирующие позиции и сохранять их на многие десятилетия вперед.
- Развитие персонала на всех организационных уровнях. Старшие руководители осознавали важность раннего выявления сотрудников с выдающимися способностями. Этим людей приобщали к методам работы, принятым в Dow. Немало усилий прилагалось к тому, чтобы сотрудники компании занимали должности, максимально соответствующие их склонностям.

Несмотря на все сложности послевоенного периода, Dow Chemical Company и большинство других компаний, чьи акции покупал Фишер, показывали более высокие результаты, чем рынок в целом. Были, конечно, и исключения – акции компаний, не оправдавшие его выбор. Фишер признавал, что это происходило по его вине, из-за недостаточно детального анализа или выбора отрасли, о которой он не имел достаточных знаний.

Маленькие «темные лошадки» — Texas Instruments и Motorola — в конечном итоге оказались очень результативными.

Впоследствии Фишер стал специализироваться на акциях технологических компаний, в частности тех, которые поставляли свою продукцию другим компаниям. При этом он сделал все, чтобы как следует изучить положение дел в отрасли. Он искал относительно неизвестные компании. Две из них были небольшими и расценивались большинством инвесторов как крайне спекулятивные. Они не попадали в поле зрения консервативных и крупных институциональных инвесторов. Некоторые критиковали Фишера за опрометчивое

вложение средств своих клиентов в крохотные рискованные стартапы, которые казались обреченными на неудачу и неминуемо должны были быть атакованы и раздавлены корпоративными гигантами. Но Фишер оставался верен своему подходу, стараясь как можно лучше понять менеджмент компаний и отрасль в целом. Как вы уже догадались, маленькие «темные лошадки» в конечном итоге оказались чрезвычайно результативными и принесли очень высокий доход Фишеру и его клиентам. Возможно, и вы слышали о них: это были компании Texas Instruments и Motorola.

Инвестиционная философия Фишера

Инвестиционная философия Фишера совершенствовалась на протяжении десятилетий, частично в результате его аналитических выводов, частично на основе наблюдений за успехами и неудачами других игроков рынка. Однако самым мощным двигателем был, пусть и болезненный, метод обучения на собственных ошибках. Полученный опыт убедил Фишера, что залогом успешных инвестиций является время, потраченное на изучение компании, общение с менеджерами и другими людьми, знающими отрасль и компанию. Сам Фишер называл это «сбором слухов», и ниже мы поговорим об этом подробнее. Информацию, полученную благодаря «слухам», Фишер анализировал параллельно с официальными отчетами и сведениями из официальных источников. Фишер искал не просто компании, лидирующие в своих отраслях, но и обладающие качествами, которые так впечатлили его в Food Machinery Corporation, компании, способные добиться значительного роста прибыли и имеющие эффективный менеджмент. Когда Фишер находил такую компанию, инвестиционную «золотую жилу», он покупал ее акции и держал их не менее трех лет, полагая, что инвесторы не должны искать легкой наживы или короткого пути к богатству.

По Фишеру, тщательно оценив и проанализировав слухи, инвестор должен остановить свой выбор на идеальной компании, показывающей исключительную результативность во всех аспектах своего бизнеса. Как правило, такие компании встречались в сфере технологий, где неудача — неотъемлемая составляющая прогресса. Менее информированные инвесторы при неблагоприятных сигналах и снижении прибыли ниже ожидаемого уровня обычно продавали акции. Это снижало цену акций и давало Фишеру возможность заключать выгодные сделки: если руководители компаний обладают исключительными способностями, а ошибки носят временный характер, компания все равно остается отличным объектом инвестиций и лучшей альтернативой тем, кто никогда не рискует быть первопроходцами.

«Слухи»

Как мы упомянули выше, Фишер называл «слухами» сбор сведений о компании, выходящий за рамки изучения официальной отчетности. К ним относятся новости делового мира, мнения всех и вся, связанные с компанией, включая сотрудников, клиентов, поставщиков, подрядчиков, конкурентов, представителей научных кругов и коммерческих ассоциаций, аналитиков отрасли, бывших работников и т. д. Сбор и анализ перекрестных мнений тех, кто так или иначе связан с конкретной компанией, помогает составить удивительно точную картину ее сильных и слабых сторон. Если люди почувствуют, что их высказывания предназначаются «не для печати», они свободно расскажут вам о своих конкурентах. При опросе представителей пяти разных компаний отрасли, задавая грамотные вопросы о преимуществах и недостатках других четырех компаний, можно получить ответы, которые помогут составить подробную и точную картину положения дел во всех пяти компаниях (см. рис. 2.1).



Рис. 2.1. Основные факторы инвестиционной философии Фишера

Поставщики и заказчики – отличные источники информации «из первых рук». От них можно узнать о продажах, маркетинге компании, надежности ее финансового положения. Остальные источники также способны

предоставить ценные сведения. В итоге из разрозненной информации у вас сложится полное представление о компании и ее менеджменте. В оценке данных необходимо проявлять осмотрительность, по возможности проводить перекрестную проверку, делать скидку на эмоции, особенно общаясь с бывшими сотрудниками компании. Самое важное — убедить тех, с кем вы общаетесь, что их имена останутся в тайне. При наличии малейших сомнений в том, что аналитик сохранит конфиденциальность, источники информации иссякнут, потеряют мотивацию и станут бесполезными. Иногда полученные данные будут противоречивыми, но это не должно быть проблемой, поскольку основная информация о подлинно выдающихся компаниях остается абсолютно прозрачной. Инвестор, который знает, что ищет, сможет определить компании, достаточно привлекательные для продолжения сбора сведений. После изучения слухов, полученных от заказчиков, поставщиков и конкурентов, аналитик может связаться с руководством самой компании, чтобы «закрыть» возможные пробелы в общей картине.

Недостатком работы со слухами является необходимость предварительного получения достаточно подробных сведений о финансах и стратегии компании, позволяющих задавать грамотные вопросы собеседникам. Этим могут заниматься только те, кто уже обладает определенными знаниями или готов их получать.

Конкурентная позиция

По Фишеру, хорошими инвестициями можно назвать вложение средств в акции компаний, которые обладают особыми характеристиками, обеспечивающими повышенную рентабельность не просто в течение года-двух, но на десятилетия вперед. Используя слухи, он искал компании, последовательно показывающие результативность выше, чем у конкурентов. При этом он никогда не забывал слова Герберта Дау, основателя Dow Chemical Company: «Если ты не можешь сделать что-либо лучше других, не делай этого вовсе»¹. Компания может сохранять конкурентное преимущество многими способами. Лучший из них — повышать эффективность всех сфер своей деятельности: продаж, закупок, производства, менеджмента, управления компанией в целом.

¹ Fisher, P. (1980) *Developing an Investment Philosophy*, Financial Analysis Society and Business Classics. References are for 1996 reprinted Wiley Investment Classics book, *Common Stocks and Uncommon Profits*, New York: John Wiley and Sons Inc., p. 231.

Эффект масштаба может стать потенциальным источником конкурентного преимущества.

Компании, получающие высокую прибыль, неизбежно привлекают внимание других компаний, желающих заполучить часть их рынка. Лучший способ борьбы с конкурентами — добиться такой эффективности, при которой те будут вынуждены либо нести значительные расходы, либо ввязаться в опасные ценовые войны, вызвав раздражение своих акционеров, а значит, и потерю доверия с последующей потерей стоимости. Эффект масштаба может стать потенциальным источником конкурентного преимущества. Фишер ценил эту возможность, но в то же время понимал, что снижение текущих затрат слишком часто нивелируется возросшими расходами на дополнительные уровни управления. Отлично работающие компании по мере роста могут потерять эффективность, их руководители — выпустить из рук руль. В таких случаях особо важны слухи, способные прояснить истинную ситуацию, складывающуюся внутри фирмы.

Главным преимуществом ведущих компаний обычно является не собственно производство, а маркетинг. Если крупная компания разрабатывает новый продукт, среднестатистический покупатель наверняка его купит, поскольку компания уже сформировала атмосферу, в которой новые потребители с большей вероятностью будут покупать продукцию лидера отрасли. Лидеры обладают солидной репутацией и (или) обоснованной стоимостью. В результате менеджер по закупкам вряд ли будет раскритикован за то, что остановил свой выбор именно на продукции такой компании. Компания-лидер редко теряет свои позиции, если ее менеджмент остается компетентным. В качестве примера Фишер любил говорить о компании — производителе супов Campbell. Она была лидером рынка, ее знали в каждом доме. Компания добилась снижения издержек благодаря эффекту масштаба и регрессивной интеграции (покупке предприятий-поставщиков). Ее товары выкладывались в магазинах на самых лучших местах, занимали наибольшую торговую площадь, а ее маркетинговый бюджет «разносился» на миллиарды банок с супом.

Иногда высокая прибыль возникает не потому, что компания отлично ведет основной бизнес. Поддерживать конкурентное превосходство можно благодаря эффективности в управлении вспомогательными элементами, например арендованным имуществом, страховками или недвижимостью.

По Фишеру, доминирующее положение компаний в ряде отраслей определяется сочетанием трех факторов:

- репутацией, завоеванной благодаря качеству и надежности;
- информированностью клиентов о том, что они должны поддерживать собственную репутацию, покупая надежные и высококачественные продукты;
- лидирующей позицией в отрасли, когда конкуренты обслуживают лишь небольшую долю рынка, а доминирующий бренд компании становится синонимом названия продукта.

При максимизации прибыли стоимость продукта для заказчика должна меняться в последнюю очередь, чтобы он понимал, что смена поставщика не приведет к большой экономии, но может создать риск снижения качества поставляемой ему продукции. Эффективная команда маркетологов может использовать это в качестве аргумента, убеждая клиентов делать повторные заказы. Такой подход создает серьезные преграды для конкурентов.

Наличие множества небольших клиентов предпочтительнее, чем нескольких крупных; идеальными могут считаться заказчики со специальными потребностями. Благодаря этому компания может выстроить с ними отличные рабочие взаимоотношения и конкуренты не смогут проникнуть на ее «территорию». Позицию такой компании пошатнут только кардинальные изменения технологий или снижение собственной эффективности.

Фишер не считал патентную защиту эффективным средством сохранения конкурентоспособности, поскольку патент может заблокировать только один из путей потенциальных конкурентов к производству продукта, который сегодня предпочитает потребитель. Другими словами, если запатентованный продукт оказывается сверхприбыльным, конкуренты могут разработать похожий или даже улучшенный продукт, просто пойдя другим путем. Такие примеры можно найти в фармацевтике, производстве смартфонов. Фишер считал, что компаниям следует поддерживать конкурентное преимущество другими способами, например совершенствуя технологии, перенимая самый передовой опыт производства, добиваясь отличного качества продаж, сервиса, налаживая хорошие отношения с клиентами. Он даже заявил, что зависимость прибыльности компаний от патентной защиты скорее говорит об их инвестиционной слабости, а не силе. Даже те патенты, которые эффективно блокируют вход конкурентов на рынок, не вечны. По истечении их срока действия прибыль может резко снизиться.

Компании, занимающие сильные конкурентные позиции, не должны злоупотреблять своим положением. Им не следует нацеливаться на постоянное получение прибыли, значительно превышающей средний показатель по отрасли. Это спровоцирует другие компании на борьбу за долю рынка. Для хорошей компании вполне достаточно добиться рентабельности, на 2–3% превышающей рентабельность своих конкурентов. Это позволит инвесторам получить очень большой доход. Большой разрыв создаст в отрасли нездоровую конкуренцию.

Маркетинг

Важным фактором, позволяющим компании сохранять конкурентную позицию, является эффективное маркетинговое подразделение, способное обеспечить повторные продажи заказчикам. Если компания производит высококачественную продукцию, предоставляет отличное послепродажное обслуживание и поставку запасных частей, с ней сложно конкурировать. «Эффективного производителя со слабыми службами маркетинга и продаж можно сравнить с двигателем, который работает не на полную мощность из-за ослабленного ремня или плохо отбалансированного дифференциала»². Кроме прочих задач, подразделение маркетинга отвечает за то, чтобы клиент по достоинству оценил качество и надежность продукта. В этом случае он сто раз подумает, прежде чем решит перейти к конкуренту, чья продукция может оказаться ниже по качеству и менее надежной. Клиенты не будут спешить переходить в другую компанию, задача службы маркетинга — убедить их в стабильных достоинствах «своей мышеловки».

Фишера удивляло, как мало внимания уделяют маркетингу большинство аналитиков, работающих с числовыми данными. Правда, для него было очевидно, что этот фактор сложно поддается исчислению в сравнении с относительно ясными финансовыми данными. И вновь неопределимую роль здесь могут сыграть слухи. Конкуренты и заказчики имеют совершенно определенное мнение о компетентности подразделений продаж, маркетинга и не упустят случая поделиться им с заинтересованной стороной. Фишер отмечал, что компании, оказавшиеся отличными объектами инвестиций, неизменно отличали агрессивная дистрибуция и постоянное совершенствование процесса организации продаж.

² Fisher, P. (1975) *Conservative Investors Sleep Well*. Previously published by Business Classics. References are for 1996 reprinted Wiley Investment Classics book, *Common Stocks and Uncommon Profits*, New York: John Wiley and Sons Inc., p. 157.

НИОКР

Поскольку Фишер работал с технологическими компаниями, основным фактором успеха он считал НИОКР. При выборе другой отрасли, где изобретения и инновации играют не столь важную роль, этот фактор может оказаться менее значимым.

Необходимо не просто принимать к сведению суммы, затраченные на НИОКР. Деление этих сумм на общий объем реализации и определение расходов на НИОКР, приходящихся на один доллар выручки, кажется простой задачей. Однако проблема состоит в том, что в бухгалтерском учете не существует однозначного метода включения или не включения тех или иных расходов в затраты на НИОКР. Нет и однозначных правил распределения соответствующих расходов компаний. К тому же качество НИОКР может оказаться абсолютно различным: хорошо управляемые компании способны получить в два раза больше отдачи на каждый вложенный доллар, чем компании с менее эффективным управлением.

Не умаляя способностей компаний — «технологических гениев», важно помнить, что все они требуют управления. Важно также качество командной работы. Сегодня образ гения, колдующего в полной изоляции над новыми продуктами и процессами, далек от реальности. Современные инновации рождаются в коллективах высококвалифицированных специалистов, каждый из которых специализируется в определенной области. Так, химик может работать в одной команде со специалистами по физике твердых тел, материаловедению и математике. Их индивидуальные навыки составляют лишь части общего уравнения. В этой команде требуется и участие руководителей, способных эффективно координировать работу столь разных людей, направлять их усилия на достижение общей цели. Эта координирующая роль настолько важна, что часто перевешивает по значимости и количеству исследователей, и качество их знаний. Для того чтобы работать в единой команде, всем им требуется поддержка.

Кроме того, для достижения общей цели очень важна координация работы подразделений НИОКР, производства и продаж. Если дизайн нового продукта не обеспечивает эффективное производство или непривлекателен для клиентов, с его продажей неизбежно возникнут проблемы. Важно, чтобы менеджеры крупных компаний понимали ценность НИОКР и создавали для них стабильные условия с долгосрочной перспективой. Срочные программы, на которые отвлекают исследователей, срывают весь процесс и деморализуют коллектив. Отказ от исследований, еще не исчерпавших свой потенциал, является напрасной тратой ресурсов. Фишера не очень интересовали компании,

продукты которых приносили прибыль в текущем периоде. Он искал компании, способные стабильно выводить на рынок устойчивый поток новых рентабельных продуктов, обладающие потенциалом для сохранения своей продуктивности в будущем, занимающиеся перспективным планированием, стимулирующие подразделения НИОКР на постоянный поиск новых интересных идей.

Он искал компании, способные выводить на рынок устойчивый поток новых рентабельных продуктов.

Нужно остерегаться инвестировать в компании, распределяющие свои усилия в НИОКР по многим областям технологий. Наибольший успех имеют компании, разрабатывающие новые продукты параллельно с уже существующими продуктовыми линиями, поскольку это позволяет наиболее оптимально использовать существующие ресурсы. В таком случае исследователи и менеджеры максимально эффективно используют свои сильные стороны. Инвестору следует искать компании, чьи усилия в сфере НИОКР напоминают дерево, на котором вырастают все новые и новые ветви.

Финансовое положение и контроль

Фишер прекрасно понимал значение методов управления финансами компании. Компании, во главе которых стоят талантливые финансовые менеджеры, получают несколько существенных преимуществ. Они точно знают, какую прибыль получают от каждого продукта. Это дает им возможность направлять усилия туда, где можно получить максимальный доход. Знание элементов затрат позволяет выявить области для их сокращения путем изменения процессов или повышения эффективности управления персоналом. Наиболее важное значение имеет умелое бюджетирование. Оно позволяет планировать работу и служит для компаний «системой раннего предупреждения», благодаря которой менеджеры оперативно получают информацию об отклонениях от плана и причинах возможного снижения прибыли. Короче говоря, одно лишь наличие хорошего продукта не принесет успеха без навыков управления финансами, позволяющих произвести и продать этот продукт по правильной цене.

Стороннему наблюдателю непросто обнаружить неэффективность в управлении финансами. Он не может рассчитывать на получение подробных

данных, но контакты с клиентами, поставщиками, сотрудниками позволяют со временем получить объективную картину.

Фишер искал компании, постоянно получающие высокую прибыль. Этот показатель с большой, хотя и не стопроцентной, вероятностью отражает будущую результативность. Некоторые компании обладают значительным потенциалом ценообразования, позволяющим поддерживать высокую рентабельность. Но и им необходимо снижать издержки, искать пути сокращения затрат и повышения эффективности. Это позволит компенсировать неизбежный рост затрат на оплату труда. Нужно искать компании, активно и умело работающие над сокращением затрат и повышением рентабельности.

Важно помнить, что в ряде случаев компании в краткосрочном периоде могут специально снижать рентабельность для повышения долгосрочных темпов роста, например из-за больших вложений в НИОКР или программ стимулирования сбыта. Нужно проявлять осторожность и отличать компании, показывающие резкое повышение рентабельности благодаря растущей конкурентоспособности при благоприятных условиях рынка, от тех, рентабельность которых повышается просто в силу объективной цикличности развития той или иной отрасли. При циклическом подъеме наибольшую маржинальную прибыль зачастую получают именно малопродуктивные (слабые) компании. Показатели же прибыли хороших компаний с самыми низкими издержками не сильно изменяются в процентном отношении. Однако со спадом экономики доходность слабых компаний будет снижаться гораздо быстрее.

Инвестирование по Фишеру предполагает долгосрочные вложения в компании, обещающие стабильность роста и доходности, а не в те, что процветают в хорошие времена, но неизбежно окажутся не у дел в период снижения деловой активности. Анализ показателей чистой прибыли за несколько лет позволит определить, к какой из этих двух категорий относится та или иная компания. Другой важный момент — потребность компаний в дополнительном привлечении собственного капитала. Не стоит держать у себя акции компаний, которые постоянно просят у акционеров дополнительных финансовых вливаний для устойчивого роста. Такие компании могут расти, но акционеры получают слишком низкую доходность на вложенные средства. Как правило, хорошо управляемая компания работает, используя имеющиеся средства и заимствования, не нуждаясь в дополнительных вливаниях акционерного капитала. Если такие вливания действительно нужны, важно, чтобы они приносили акционерам дополнительную прибыль. В противном случае можно сказать, что финансовый менеджмент компании недостаточно эффективен.

Качество персонала

Основой успеха любой компании и очень важным фактором для инвесторов является качество менеджмента и квалификация сотрудников. Главное различие между выдающейся компанией и среднестатистической или посредственной заключается в людях, которые управляют ими. Для определения качества персонала Фишер выделяет четыре критерия (см. рис. 2.2).



Рис. 2.2. Качество персонала

Способность к ведению бизнеса

Эта способность включает в себя два вида навыков. Во-первых, это эффективное выполнение текущих задач. Менеджеры должны обладать навыками текущего управления и постоянно искать пути повышения эффективности каждой составляющей бизнеса. У них нет времени расслабиться, даже когда все идет хорошо. Они должны быть готовы признавать ошибки и неудачи, особенно если компания работает в сфере передовых технологий. Хороший руководитель не станет чрезмерно критиковать тех, кого постигла неудача. Он постарается найти выход из ситуации и эффективно продолжить работу, понимая, что

неудачи являются частью движения вперед. Компании, не желающие рисковать и довольствующиеся тем, что есть, в конечном итоге уступают позиции более смелым конкурентам.

Инертные компании, которые не утруждают себя постоянным поиском новых сложных задач, рано или поздно окажутся в числе отстающих.

Во-вторых, менеджмент должен думать о долгосрочных перспективах. Здесь требуется способность предвидеть будущее и направлять бизнес по пути значительного роста без принятия чрезмерных рисков. Фишер утверждал, что во многих компаниях менеджеры хороши либо в текущем управлении, либо в долгосрочном планировании, а для подлинного успеха требуется и то и другое. Нужно мотивировать менеджеров к постоянному критическому анализу происходящего: то, что отлично работало в прошлом, вовсе не обязательно будет хорошо работать в будущем. Инертные компании, которые не утруждают себя постоянным поиском новых сложных задач, рано или поздно окажутся в числе отстающих.

Долгосрочные перспективы могут пострадать от стремления показать слишком высокую краткосрочную прибыль. Это может негативно сказаться на заказчиках и поставщиках. Компаниям важно поддерживать с ними хорошие отношения. К примеру, можно отказаться от чрезмерной агрессивности при получении наиболее выгодных условий от поставщиков и «выжимания» из них максимума возможной прибыли. Заплатив им больше, можно укрепить свой гудвилл, выстроить прочные отношения, которые переживут трудные времена и в любых условиях сохранят надежных поставщиков материалов и компонентов. Поддержка постоянных заказчиков, испытывающих проблемы из-за непредвиденных обстоятельств, может потребовать дополнительных затрат и снизить краткосрочную прибыль, но повысит прибыль в будущем. Хороший менеджер обладает долгосрочным видением, позволяющим компании выстраивать и поддерживать отличные рабочие отношения с поставщиками и заказчиками. Это – залог всеобщего долгосрочного благополучия.

Два вида удачи

Фишер считал, что компании, демонстрирующие устойчивый высокий рост в течение многих лет, делятся на две группы: «удачливые и компетентные»

и «удачливые, потому что компетентные». Неотъемлемой чертой обеих групп является способность к эффективному менеджменту. Пример удачливой и компетентной компании – Aluminium Company of America (Alcoa). Ее основатели были исключительно талантливыми людьми. Они прекрасно использовали преимущества развивающегося рынка и сумели обойти конкурентов. Затем им посчастливилось расширить бизнес на абсолютно новых рынках, возникших с развитием авиационного транспорта, и их компания начала расти еще активнее. Alcoa повезло, и она использовала свои преимущества в отрасли, превзойдя первоначальные ожидания ее основателей.

По Фишеру, компаниями, удачливыми благодаря своей компетенции, являются DuPont, Dow и Union Carbide. Они использовали существующие навыки и технологии для создания новых продуктов. DuPont была основана в 1802 г. и начинала с производства взрывчатых веществ. Позднее ее руководители и технологи сумели применить знания этого технологического процесса для разработки многочисленных инноваций в химической промышленности, включая нейлон, целлофан, неопрен, тефлон и лайкру, не говоря уже об остальном. Выдающиеся способности менеджмента в ведении бизнеса и управлении финансами в сочетании с непревзойденными техническими способностями ученых и инженеров обеспечили компании многолетний успех и устойчивый поток новой продукции.

Профессиональная добросовестность

Акционеры должны быть уверены, что их вложения находятся в надежных руках, что генеральные директора и менеджмент честны и порядочны при ведении бизнеса и не наживаются на компании за счет ее владельцев. При малейших сомнениях в честности менеджмента инвесторам следует вкладывать средства в другие предприятия. Здесь незаменима роль слухов: как иначе можно узнать о характере генерального директора и его команды, если не из личного общения с ними или с теми, кто их хорошо знает?

Неудачи случаются всегда, и честные менеджеры не пытаются их скрыть. Они должны иметь мужество сообщать акционерам не только о достигнутых успехах, но и о провалах. Уоррен Баффетт показал отличный пример честности, сообщая о неудачах Berkshire Hathaway в годовом отчете за 1999 г.:

Данные на соседней странице отражают плачевные результаты 1999 г. Мы показали наихудшую абсолютную результативность за весь период моей работы и наихудшую относительную результативность в сравнении с S&P... Даже инспектор Клузо смог бы найти виновного

в прошлогодних неудачах — это ваш председатель Совета директоров. Мои результаты напоминают мне ученика, в аттестате которого стоят четыре двойки и одна тройка, а понимающий наставник говорит ему: «Сынок, я думаю, что ты слишком много времени тратишь на этот единственный предмет». Мой «единственный предмет» — распределение капитала, и в 1999 г. по нему мне можно поставить только тройку.

С ошибками и неудачами могут столкнуться даже компании с самым лучшим менеджментом и отличными перспективами. Время от времени случаются неожиданные сложности, меняется спрос и проваливаются новые продукты, но это не должно отталкивать инвестора, уверенного в команде менеджеров. Любой намек на то, что менеджмент скрывает неудачи или проблемы, нужно считать предупредительным сигналом: возможно, у менеджеров нет плана по решению проблемы, они в панике или стали слишком самонадеянными, не желают себя утруждать и информировать акционеров.

Еще один аспект, для которого компетентность и честность менеджмента имеют важнейшее значение, — дивидендная политика. Плохой менеджмент может запасать денежные средства в объемах, превышающих потребности бизнеса, ущемляя тем самым интересы акционеров. Плохой менеджмент может также тратить эти средства на проекты, приносящие акционерам низкую доходность, но способные поднять его положение и заработную плату. С другой стороны, плохой менеджмент может необоснованно зависить дивиденды и пожертвовать хорошими возможностями реинвестирования прибыли. Это напоминает управляющего фермой, который идет на рынок и продает молодых бычков, не дожидаясь момента, когда они вырастут и их стоимость достигнет максимума. Конечно, он получает быстрые деньги, но фактически платит за это из кармана владельцев фермы.

Фишера интересовали быстро растущие компании с постоянным потоком новых продуктов. Поэтому он искал компании с низкими или даже нулевыми дивидендами, которые реинвестировали прибыль ради получения еще большей прибыли.

Отличные трудовые и личные отношения

Успех компании во многом зависит от отношений менеджмента и работников. Если действия старших руководителей убеждают сотрудников, что менеджмент делает все возможное для создания хорошей рабочей обстановки и заботится об интересах персонала, можно добиться значительного повышения производительности труда и снижения затрат. Если работники чувствуют,

что к ним относятся справедливо и с уважением, компания обычно получает выгоду: объемы выработки повышаются, затраты падают, а сотрудники относятся к работе с большим старанием. Необходимо выделять время на взаимное общение и улаживание конфликтов. Уровень заработной платы должен быть выше среднего, а пенсионные планы и программы участия в прибыли — щедрыми. Подобные дополнительные расходы — капля в море в сравнении с ценой плохих трудовых отношений. Высокая текучесть кадров губительна для производства и влечет дополнительные затраты на поиск сотрудников и их обучение. Дорого стоят и забастовки. Кроме того, при найме работников, не стремящихся трудиться с полной отдачей, возникают скрытые расходы. Создавать для работников отличные условия труда гораздо выгоднее. И здесь инвестору также могут помочь слухи. Они позволят узнать мнения настоящих и бывших сотрудников, оценить репутацию фирмы как работодателя. Мудрый инвестор также проанализирует показатели текучести кадров и длину списка кандидатов, ожидающих возможности поработать на компанию.

Отличные отношения в руководстве

Менеджеры компании должны целиком и полностью доверять генеральному директору и руководителям высшего звена. «Это те, чьи суждения, умения и совместная работа со временем возвысят или погубят любое предприятие»³. Политика компании определяется мнением тех, кто стоит у руля, и их задача — создать рабочую обстановку, в которой сотрудничество, умения и старания достойны уважения и награды. В любой быстро растущей компании могут возникать трения, напряженность или обиды. Их нужно быстро и умело устранять. Продвижение по службе должно основываться на личных заслугах, а не на поддержке чьих-то интересов или семейственности. Оклады нужно пересматривать регулярно, чтобы менеджерам не приходилось самим требовать прибавки. Компаниям с отличным управлением нет нужды нанимать старших руководителей со стороны. Их выращивают внутри компании, развивая таланты. Это важно, поскольку те, кто работает в компании, знают ее изнутри, а новому человеку приходится самому узнавать все скрытые риски, способные привести к проблемам. Инвестору также следует опасаться компаний, чей успех зависит от одного человека. Менеджмент должен быть коллективным.

Одна из главных задач руководителей высшего звена — найти и обучить мотивированных и талантливых молодых людей, способных со временем прийти им на смену. «Если на каждом руководящем уровне не дать менеджером

³ Fisher, P. (1960) *Common Stocks and Uncommon Profits*, PSR Publications (originally published by Harper & Brothers in 1958). References are for 1996 reprinted Wiley Investment Classics Book, *Common Stocks and Uncommon Profits*, New York: John Wiley and sons Inc., p. 40.

реальных полномочий для выполнения поставленных перед ними задач настолько усердно и эффективно, насколько позволяют их индивидуальные способности, отличный руководящий материал превращается в подобие здорного молодняка у животных, который сидит в клетке и не может двигаться. Они не развивают свои способности, потому что не имеют возможности их использовать»⁴. Старшие руководители не должны неоправданно вмешиваться в работу молодых, их задача — развивать новые таланты и давать жизнь новым идеям. И вновь для инвестора основным источником информации становятся слухи, хотя можно с успехом использовать и общедоступные данные — показатели разницы в заработной плате между первым лицом и двумя-тремя специалистами более низкого уровня. Значительная разница может служить сигналом тревоги.

Как с выгодой использовать поведение рынка

Движение против рынка

Движение в сторону, противоположную тенденциям рынка, особенно нравилось Фишеру. Он использовал знания, полученные на основе финансового анализа и слухов, чтобы инвестировать в компании, которые остальные инвесторы не принимали в расчет. Большинство инвесторов следуют за основной массой и вкладывают средства в то, что профессиональные аналитики называют хорошим объектом инвестиций. Фишер с гордостью вспоминал компанию Food Machinery Corporation, чья подлинная стоимость осталась незамеченной финансовым сообществом и принесла ему значительный доход. Он искал компании такого типа — непопулярные, недооцененные, но внутренне очень надежные. Он шел против рынка, полагаясь на результаты своего анализа и источники информации, когда весь рынок, следуя инстинкту толпы, двигался в другом направлении. Это позволяло Фишеру получать исключительно высокую прибыль, поскольку, если удовлетворялись все критерии тестирования, риск неудачи был относительно невысоким.

Цены акций и коэффициент «цена–прибыль»

Движение цен на акции зависит от оценок финансового сообщества, а они иногда расходятся с тем, что на самом деле происходит в компании. Не следует

⁴ Fisher, P. (1960).

забывать, что оценка стоимости, сделанная аналитиком брокерской фирмы, всегда будет субъективна. Она основана на его личной интерпретации событий и может не отражать то, что происходит на самом деле. У многих аналитиков не хватает навыков или времени, чтобы точно оценить факты. В результате их суждения зачастую оказываются неверны. Таким образом, цена конкретной акции поднимается или снижается без привязки к тому, что происходит в компании в настоящий момент или произойдет в будущем. Взлеты и падения обусловлены текущим консенсусом финансового сообщества, независимо от того, насколько точно он отражает события настоящего или будущего. Из-за различия между оценкой финансового сообщества и фактической ситуацией цена акций может долго оставаться значительно ниже, чем должна быть на самом деле.

*Так же как и в мире моды, на финансовом рынке
доминируют тенденции и стили.*

Рынки играют по принципу «следуй за лидером», когда кто-то может заставить всю массу инвесторов свернуть с рационального пути. Так же как и в мире моды, на финансовом рынке доминируют тенденции и стили. «Модные» объекты вложений представляются потенциальным инвесторам во всей красе, иррациональный оптимизм поднимает их цены выше и выше. Затем он сменяется иррациональным пессимизмом, на авансцену выходят опасения, проблемы и сомнения. В 1990-х гг. это было особенно характерно для акций многих технологических, телекоммуникационных компаний, СМИ. Инвесторы могут бесконечно ждать возврата к рациональной оценке цен на акции. Огромный разрыв между оценкой рынка и действительными условиями может сохраняться очень долго. Но следует помнить, что пузырь всегда лопается: иногда это происходит через несколько месяцев, иногда — через несколько лет, но происходит обязательно.

Если после установления завышенной цены акций происходит ее коррекция, психологический эффект от падения вызывает переоценку всех негативных факторов. В результате цена может стать сильно заниженной. Серьезные инвесторы должны отстраниться от рыночных перипетий и спокойно анализировать факты. Так можно найти «золотые» акции Фишера, отвергнутые финансовым сообществом, а найдя их, ждать повышения цены. Эта работа требует терпения и дисциплины, поскольку ожидание может продлиться долго. Отличная нервная система нужна хорошему инвестору не меньше, чем отличные мозги. Инвестор должен мужественно сдерживать эмоции, и тогда

его ждет награда: высокий доход в виде растущей прибыли и одновременного повышения коэффициента «цена–прибыль» (PER).

Плата за качественную прибыль

Простое сравнение PER различных компаний — пустая трата времени и сил. В качестве примера рассмотрим две компании, А и Б. Обе имели одинаковую прибыль за последние годы. Ожидается, что в последующие четыре года эта прибыль удвоится. Показатель PER обеих компаний равен 20. Акции аналогичных компаний этой отрасли, не имеющих перспектив роста прибыли, продаются по цене, в 10 раз превышающей прибыль на акцию. Перенесемся на четыре года вперед и допустим, что инвесторы продолжают оценивать акции компаний без перспектив роста на уровне PER, равном 10. Компания А ожидает удвоения прибыли в последующие четыре года, так же как и в предыдущие четыре года, поэтому ее PER остается на уровне 20, а цена акций удваивается. С другой стороны, компания Б больше не имеет перспектив роста. Цена ее акций равна десятикратной прибыли на акцию. Несмотря на удвоение прибыли за последние четыре года, цена ее акций остается на прежнем уровне. Вывод ясен: инвесторы должны покупать акции компаний, только если уверены в продолжении их роста в последующие годы.

Если компания реализует обоснованную политику развития новых источников прибыли, или если она работает в секторе, который с высокой вероятностью будет демонстрировать новые импульсы роста, то ее PER может оставаться таким же высоким по сравнению со средним рыночным уровнем на протяжении 5–10 лет. Зачастую акции с подлинным потенциалом быстрого роста оказываются недооцененными: рынок не так оптимистично дисконтирует будущие денежные потоки, как можно себе представить. Если тщательный анализ показывает очень активные темпы роста прибыли компании, цена акций которой кажется чрезмерно высокой, покупка таких акций все равно может стать самой выгодной сделкой на рынке, несмотря на наличие множества других акций с гораздо более низким коэффициентом PER.

Инвесторы должны с опаской относиться к попыткам предсказать будущее в точных цифрах. Это невозможно в любой сфере и особенно в финансовом мире. Для оптимистической оценки будущего важно присутствие всех необходимых факторов успеха: качественного менеджмента, отличного маркетинга, сильной конкурентной позиции, исключительных НИОКР и т. д. Если все это присутствует, то рано или поздно неизбежно придет и рост прибыли, и рост цены акций.

Диверсификация

Многие считают, что нельзя класть все яйца в одну корзину. Фишер же больше опасался обратного. Раскладывать яйца во множество корзин невыгодно, поскольку многие из них могут оказаться непривлекательными. Кроме того, при таком раскладе невозможно контролировать поведение всех яиц. Фишер был не согласен с теми, кто предлагал инвесторам распределять их средства между акциями 25 и более компаний. Фишер считал, что нельзя как следует отследить так много компаний. На самом деле главная задача инвесторов — найти выдающиеся объекты вложений, а не брать их числом. Тех, кто составлял портфели с очень длинными списками акций, он называл спекулянтами, считая, что это признак неуверенности в себе, а отнюдь не признак исключительного таланта.

Инвестор должен прямо или косвенно поддерживать контакты с менеджментом. Это невозможно, если вкладывать средства в десятки компаний. Результативность при чрезмерной диверсификации может оказаться ниже, чем в ситуациях, когда инвестор владеет акциями ограниченного числа компаний. Вместе с тем инвестор обязан помнить, что в будущем он может допустить ошибки, и во избежание серьезных потерь необходима достаточная диверсификация. При этом он должен руководствоваться не количественным, а качественным принципом. Гораздо лучше держать акции нескольких выдающихся компаний, чем покупать всего понемногу. Традиционные фонды вкладывают средства в компании, о которых известно слишком мало, не оставляя достаточно средств для покупки акций, прошедших тщательный анализ. Покупка акций без достаточных знаний о стратегических, управленческих и финансовых преимуществах и недостатках компании сопряжена с более высоким риском, чем недостаточная диверсификация.

Приводя пример приемлемого уровня диверсификации, Фишер проводил аналогию с ружьями, составленными в козлы. Двух ружей недостаточно для устойчивости конструкции, а вот пяти или шести уже хватит. При этом пять обеспечат такую же устойчивость, как и пятьдесят. Однако применительно к диверсификации между ружьями и акциями важно отметить одно большое различие. При составлении ружей в козлы между их количеством и качеством нет принципиальной зависимости. Характеристики же акций во многом определяют необходимый уровень диверсификации. Риск можно уменьшить, выбирая компании, управляемые командой менеджеров, а не одним человеком. Инвестиции в циклические компании следует уравновешивать покупкой акций, менее подверженных колебаниям цен. Не стоит вкладывать все средства в компании одной отрасли. С другой стороны, покупка акций десяти компаний из десяти разных отраслей может привести к чрезмерной диверсификации. Инвесторам, ориентировавшимся на крупные растущие компании с прочной позицией на рынке,

например на Dow, DuPont и IBM, Фишер в 1960-е гг. предлагал покупать акции минимум пяти таких компаний, вкладывая не более 20% в каждую из них и обращая внимание на то, чтобы их продукты не были одинаковыми. Прочно закрепившиеся, но еще не достигшие лидерства компании, отвечающие критериям Фишера, могут стать объектом вложений в объеме 8–10% фонда. И, наконец, в небольшие компании, сулящие высокую прибыль в случае успеха, но полную потерю вложений в случае провала, можно вкладывать только те средства, которые не страшно потерять, причем не более 5% в одну компанию.

Чего избегал Фишер

Отказ от акций компаний, допустивших ошибки

Большинство компаний, в которые инвестировал Фишер, были пионерами новых технологий. И даже если такие компании работают с полной отдачей, неудачи в ряде проектов будут у них неизбежны. Поэтому нужно оценивать отношение среднего количества успешных и неудачных проектов. Если у компании сильный менеджмент, то ее слабая результативность — лишь временный фактор. Инвесторы, ориентированные на краткосрочную отдачу, имеют привычку переоценивать негативные последствия снижения прибыли: «...текущий консенсус инвестиционного сообщества то и дело понижает рейтинг качества менеджмента. В результате снижение прибыли в текущем году опускает коэффициент “цена–прибыль” ниже исторических значений, завышая эффект сокращения доходов. Цена таких акций часто достигает очень выгодного уровня»⁵.

Краткосрочная торговля

Фишер говорил, что не может предсказать краткосрочные движения цен. Глупо верить в то, что можно взять один вид акций портфеля, предположить, что их цена в течение полугода будет снижаться, и принять решение о немедленной продаже и повторной покупке через шесть месяцев. Так же глупо искать акции, которых еще нет в портфеле и которые предположительно будут дорожать в течение последующих шести месяцев. Ни один из великих инвесторов, о которых говорится в этой книге, не считал себя достаточно осведомленным, чтобы предсказывать повышение или снижение цен на конкретные акции в течение полугода. Тем не менее огромное множество менее опытных людей уверены в том, что им это под силу! Какой вывод можно сделать о тех, кто слишком

⁵ Fisher, P. (1980), p. 231.

самоуверен, и о тех, кто обладает большей мудростью? Он очевиден: долгосрочный инвестор в конечном итоге оказывается успешнее краткосрочного.

Макроэкономические прогнозы

Полагаться на такие прогнозы несерьезно. Современные знания экономики сродни знаниям химии в эпоху алхимиков. Временами (раз в десятилетие) наступают критические моменты, когда макроэкономические прогнозы могут принести какую-то пользу. Финансовое сообщество прилагает огромные усилия, постоянно пытаясь предсказать будущее экономики. Жаль, что на это тратится столько времени и энергии. Инвесторы могли бы добиться гораздо большего, если бы перестали строить догадки об общих тенденциях бизнеса или фондового рынка и сконцентрировались на поиске недооцененных компаний с прочными позициями и сильным менеджментом.

Нетерпение

Иногда требуется много времени, прежде чем рынок распознает и оценит стоимость компании, акции которой вы купили. Предположить, что акции будут расти, относительно легко. Сложнее сказать, когда начнется рост. Оставайтесь верны принципам рационального инвестирования и ждите, пока и остальные игроки рынка станут более рациональными.

Попытки закрыть позицию с нулевым результатом

Немало инвесторов в разы увеличили свои потери, держа акции до получения «хотя бы нулевого результата». Несмотря на потерю интереса к компании, они не желали сдаваться, признать поражение и понести убытки. Здесь налицо опасность не только дальнейшего снижения цены акций, но зачастую и значительных альтернативных издержек, поскольку инвестор упускает шанс получить доход от реинвестирования средств, вырученных при продаже обесценивающихся акций. В таких случаях сохранять позиции только ради непризнания допущенной ошибки — самообман. Признайте ошибку и продолжайте работу.

Суждение о цене акций по их историческим значениям

Принимать решения о покупке или продаже акций на основе диапазона их цен в прошлом — значит впустую тратить время и полагаться на нерелевантные

данные. Важнейшие факты, которые нужно учитывать при оценке, заключаются в текущей и будущей результативности бизнеса компании. Глупо заявлять, что «цена находилась в этом диапазоне несколько лет и теперь должна подняться» или «цена намного возросла, поэтому уже не поднимется выше». Рост компании в будущем может означать, что и цена будет намного выше. Анализируйте бизнес, а не графики движения цен на акции.

Стартаты

Для оценки работы основных подразделений стартапов требуются данные хотя бы за два-три года.

Отказ от акций с высоким коэффициентом «цена–прибыль»

При наличии потенциала роста прибыли Фишер был готов платить PER на уровне 35 или выше.

Продажа

Совет Фишера о том, когда продавать акции, краток: почти никогда. Если при их покупке было выполнено главное условие — правильно проведен анализ. Тем не менее Фишер время от времени продавал акции. Делал он это по двум причинам. Во-первых, если при первоначальной оценке компании были допущены ошибки или характеристики компании были менее благоприятными, чем казалось вначале. В таких случаях важно быстро выявить допущенную ошибку и исправить ее. Инвестор должен проявить честность, признать свою неправоту и сделать выводы на будущее.

Во-вторых, есть компании, со временем перестающие отвечать критериям Фишера для акций роста. Существует множество причин для ухудшения характеристик компаний, в том числе ухудшение менеджмента, инертность старших руководителей, потеря конкурентного преимущества. Здесь самое главное — вовремя разглядеть проблему. Фишер предлагал проводить специальное тестирование, проверяя, сохраняют ли акции компании качества акций роста. В период следующего пика делового цикла следует задаться вопросом, показала ли прибыль на акцию такой же или более высокий рост по сравнению с текущим уровнем, как рост между текущим уровнем и предыдущим пиком общей деловой активности. Если ответ не будет положительным, возможно, эти акции стоит продать.

Еще одна причина для продажи — появление более интересных объектов для инвестирования. Тогда одни акции роста продаются ради покупки других акций. При этом нужно быть твердо уверенным в обоснованности принятого решения, ведь очень часто кажется, что хорошо там, где нас нет. Вы знаете проблемы компании, акциями которой владеете, в то время как проблемы потенциального новичка известны вам не так хорошо. Всегда остается риск, что при его оценке были упущены важные моменты.

Сложности и недостатки подхода Фишера

Требуются время, знания, личностные качества

Правила инвестирования Фишера и необходимые для них навыки очень сложны. Для сбора слухов и приобретения знаний в области финансов, экономики, корпоративной стратегии, необходимых, чтобы задавать правильные вопросы, требуется много времени. У большинства из нас времени на проведение анализа по методу Фишера просто нет. А из тех, у кого оно найдется, лишь часть обладает талантом завязывать контакты и вести грамотные беседы с лицами, имеющими отношение к компании. Необходимо иметь подлинный интерес к проблемам бизнеса, чтобы разговорить других и заставить их поделиться сведениями о компании.

Кто захочет общаться с мелким инвестором?

Руководители предприятий, безусловно, хотят общаться с существующими или потенциальными инвесторами, но у них нет времени, чтобы ответить на вопросы всех и каждого. Поэтому они с большей охотой пойдут на контакт с менеджерами крупных инвестиционных фондов, способных инвестировать в их компанию миллионы, а не с мелкими инвесторами.

Делайте все правильно или не делайте вовсе

Нельзя основывать решения на поверхностных знаниях. Нужно полностью посвятить себя процессу инвестирования или доверить дела профессионалу. «Сам себе доктор, юрист и бухгалтер» — это нонсенс. То же самое можно сказать и об инвестициях: их нужно поручать специалисту.

Заключение

Основные советы Фишера: получать сведения всеми возможными способами, инвестировать только в те отрасли, по которым был проведен достаточно глубокий анализ, и внимательно анализировать слухи. Он подчеркивал роль правильного анализа акций и считал задачи инвестора настолько специализированными и сложными, что любителям не под силу управлять собственными инвестициями. В отличие от советов других великих инвесторов, допускавших, что усердный любитель может сформировать прибыльный портфель при условии работы с компаниями конкретных отраслей, которые ему хорошо известны, рекомендации Фишера в основном предназначены для профессионалов. Инвесторам следует рассматривать возможности добавления акций в портфель, если они полностью владеют информацией о событиях в компании, ее реальных стратегических целях, качестве менеджмента и других факторах бизнеса.

Идеи Фишера на протяжении 50 лет оказывают значительное влияние на многих инвесторов, независимо от их приверженности акциям роста или стоимостному инвестированию. Для всех них имеют ценность следующие рекомендации:

- Понимайте важность слухов.
- Инвестируйте в небольшое число компаний, бизнес которых вам хорошо известен.
- Ищите компании с сильным менеджментом и прочной конкурентной позицией.
- Не верьте оценкам общей массы инвесторов, проводите собственную оценку.
- Концентрируйте усилия на долгосрочной доходности.
- Всегда покупайте растущие компании по низкой цене.
- Не тратьте время на макроэкономические прогнозы или предсказание краткосрочных колебаний рынка.