



Виталий Каценельсон

АКТИВНОЕ СТОИМОСТНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ

Как заработать на рынке с боковым трендом

VITALIY N. KATSENELSON

Active Value Investing

*Making money
in range-bound markets*



John Wiley & Sons, Inc.

ВИТАЛИЙ КАЦЕНЕЛЬСОН

Активное стоимостное инвестирование

*Как заработать на рынке
с боковым трендом*

Перевод с английского



Москва
2010

УДК 336.764/.768

ББК 65.263.12

K30

Переводчик А. Залесова

Редакторы Н. Каценельсон, П. Суворова

В оформлении обложки использована иллюстрация Н. Каценельсона

Каценельсон В.

K30 Активное стоимостное инвестирование: Как заработать на рынке с боковым трендом / Виталий Каценельсон. — М.: Альпина Паблишерз, 2010. — 300 с.

ISBN 978-5-9614-1307-6

Книга Виталия Каценельсона, известного портфельного менеджера и постоянного автора *Financial Times*, является практическим руководством по работе на рынке с боковым трендом. Работа на рынке, который напоминает американские горки, требует от инвесторов особых навыков, которые не были критически необходимыми на бычьем рынке прошлых лет.

Из книги вы узнаете, как правильно провести анализ и выявить компанию, подходящую для инвестиций, как определить цену, по которой стоит покупать ее акции, как на практике реализовать активную инвестиционную стратегию в условиях бокового рынка (включая алгоритмы покупки и продажи акций). Вы также ознакомитесь с триадой «Качество — Оценка — Рост», которая лежит в основе предлагаемого автором подхода, и получите исчерпывающую информацию о таких инструментах, как риск и диверсификация.

Книга рассчитана на частных и профессиональных инвесторов, а также финансовых аналитиков.

УДК 336.764/.768

ББК 65.263.12

Все права защищены. Никакая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети Интернет и в корпоративных сетях, а также запись в память ЭВМ для частного или публичного использования, без письменного разрешения владельца авторских прав. По вопросу организации доступа к электронной библиотеке издательства обращайтесь по адресу lib@alpinabook.ru.

© Vitaliy N. Katsenelson, 2007

© Издание на русском языке, перевод, оформление. ООО «Альпина Паблишерз», 2010

Издано по лицензии John Wiley & Sons, Inc.

ISBN 978-5-9614-1307-6 (рус.)

ISBN 978-0-470-05315-7 (англ.)

Содержание

Предисловие.....	9
------------------	---

ЧАСТЬ I

ЧТО ГОТОВИТ НАМ БУДУЩЕЕ	17
-------------------------------	----

Глава 1

Введение: рынки с боковым трендом существуют.....	19
Пристегните ремни и умерьте ожидания.....	19
Виды рынков.....	20
Долгосрочный или циклический	20
Различия между рынками с долгосрочными бычьими, медвежьими и боковыми трендами.....	22
Достаточно ли изучить период в 100 лет?	23
Акции выиграли марафонский забег.....	24
Акции зарубежных компаний тоже отличились	26
Засияет ли золото снова?	27
Новый конкурент золота	29
Иллюзия длинного забега (марафона)	31
Боковые рынки сводят на нет доходы, полученные во время бычьих рынков	32
Длинный забег может оказаться короче, чем мы думаем	35

Глава 2

Эмоции на долгосрочном бычьем, медвежьем и боковом рынках.....	39
Эйфория растущего рынка	39
Депрессия медвежьего рынка.....	41
«Образцовый» долгосрочный падающий рынок в Японии.....	43
Что происходит при долгосрочном боковом рынке?.....	45
Волатильность на бычьем и боковом рынках.....	46

Глава 3

Математика фондового рынка, или Совокупный доход от акций	53
Источники прироста капитала: прирост прибыли.....	54
Источники прироста капитала: коэффициент «цена/прибыль».....	64

Источники дивидендного дохода	74
Почему боковые рынки следуют за бычьими	77
Все закончится, когда бы ни закончилось.....	78

Глава 4

Облигации: приемлемая альтернатива?	83
Почему не облигации?	83
На боковых рынках роль распределения активов снижается	85

ЧАСТЬ II

АКТИВНОЕ СТОИМОСТНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ89

Анализ	91
Введение в анализ: триада «Качество — Оценка — Рост»	93

Глава 5

«К» — качество.....	95
Конкурентное преимущество	95
Предсказуемая прибыль.....	105
Сильные балансовые показатели	107
Значение свободных денежных потоков	113
Высокая рентабельность капитала.....	120
Заключение.....	121

Глава 6

«Р» — рост.....	123
Источники роста: рост прибыли и дивидендов	123
Прошлое прошло	132
Двигатели роста в будущем	133
Дивиденды	134
Рост имеет огромное значение	137

Глава 7

«О» — оценка.....	139
Метод оценки Тевье-молочника	139
Обзор инструментов относительной оценки	147
Инструменты абсолютной оценки — анализ дисконтированных денежных потоков.....	151
Инструменты относительной и абсолютной оценки	154
Обзор абсолютных моделей.....	155
Ложная точность математических вычислений.....	156
Модель абсолютного коэффициента Р/Е.....	159
Модель ставки дисконтирования	167
Модель маржи безопасности	170
Союз абсолютного коэффициента Р/Е и маржи безопасности	173

Используем весь инструментарий.....	174
Уменьшение коэффициента Р/Е и что с этим делать	176

Глава 8

Давайте все соединим.....	185
Дополнительные пояснения	185
Одного из трех мало	185
Два из трех уже лучше, но достаточно ли?	187
Заключение.....	195

Стратегия..... 197

Введение в стратегию: алгоритм инвестирования	
и его последовательное выполнение	199

Глава 9

Покупка — легкая корректировка алгоритма	201
Алгоритм инвестирования	
и его последовательное выполнение	201
Думайте как долгосрочный инвестор, действуйте	
как краткосрочный.....	204
Познакомьтесь со своим новым лучшим другом —	
волатильностью	204
Следите за акциями, а не рынком	206
Наличные — ваше спасение.....	207
Когда придет время, будьте готовы к атаке	208

Глава 10

Покупка — противоположное инвестирование.....	209
Противоположное инвестирование — так называется эта игра ...	209
Вам необязательно их покупать.....	211
Разрушайте мифы.....	212
Проверяйте все подсчетами и инвестируйте вопреки новостям...	213
Срочный арбитраж.....	214
Поиск новых идей	216
Проведите тщательное первичное исследование и запишите	
его результаты	223

Глава 11

Покупка — международное инвестирование.....	225
Экономика стала единой:	
hola, bonjour, guten tag, buon giorno стальному миру	225
Если корпоративная штаб-квартира расположена за рубежом,	
это не значит, что компания иностранная.....	227
Вы подвергаетесь более значительному политическому риску,	
чем думаете	228
Как насчет США?	229
Определите свою комфортную зону и начинайте с нее.....	230

Не путайте быстро растущую экономику и хорошую возможность для инвестиций	231
Валютный риск.....	232
Когда нужно остановиться?	233
Заключение.....	233
Глава 12	
Продажа — пусть Дарвин гордится.....	235
Продажа акций при повышении их цены	236
Продажа акций при ухудшении основных показателей компании.....	239
Заключение.....	245
Риски и диверсификация	247
Введение в риски и диверсификацию	249
Глава 13	
Новый взгляд на риски	251
Что такое риск?	251
Свойства случайности.....	252
Охотник на крокодилов, случайность и инвестирование	253
Понимание внутренней структуры и взаимосвязей между компонентами триады «Качество — Оценка — Рост»	259
Влияние случайности на цену акций.....	260
Цена ошибки	263
Заключение.....	264
Глава 14	
Новый взгляд на диверсификацию.....	267
Не ставьте все на одну карту!	268
Слишком много яиц или слишком много корзин.....	270
Ментальный учет и диверсификация	270
Ментальный учет и случайность в портфеле акций.....	272
Случайность может быть вашим другом.....	275
Глава 15	
Заключение и выводы	277
Может быть, я ошибаюсь, но вряд ли	277
Бычьи рынки	279
Медвежьи и боковые рынки.....	280
Облигации?	282
Нет, я не ошибаюсь.....	283
Приложения. Время до начала бычьего рынка	285
Благодарности	291
Об авторе.....	295
Примечания.....	297

Предисловие

Читатели книг по инвестированию имеют полное право на скептицизм. Ежегодно на прилавках книжных магазинов появляются сотни новых изданий. В них сложно разобраться и трудно определить, какие книги стоит прочитать, а какие незаслуженно занимают место на книжной полке.

Я написал эту книгу для тех, кто ищет возможность для инвестиций и увлечен инвестированием по-настоящему. Неважно, кто вы: инвестор-любитель, который сражается за доходность по выходным под лозунгом «Я все сделаю сам, черт возьми!», или профессиональный инвестор, избравший девизом «Я занимаюсь инвестированием 12 часов в день и обедаю на рабочем месте. Я обожаю эту работу!» (именно к последней категории отношусь я), — вам стоит прочитать эту книгу. В ней общепринятые, традиционные принципы инвестирования видоизменяются и затем используются необычным, но эффективным в условиях бокового тренда способом.

Если вы как следует вошли в роль читателя-скептика, то я отвечу на вопросы, которые вы бы задали мне перед покупкой этой книги.

Читатель-скептик: Чем активное стоимостное инвестирование отличается от обычного?

Виталий Каценельсон: *Активное* стоимостное инвестирование — это традиционные стратегии инвестирования, видоизмененные таким образом, чтобы обеспечивать высокую доходность на рынках с боковым трендом. Хотя принципы фундаментального анализа не зависят от долгосрочной тенденции на рынке, методику фондового анализа и инвестиционную стратегию необходимо *постоянно пересматривать* в соответствии с изменяющимися рыночными условиями.

ЧС: Что такое «боковые рынки», о которых вы говорите?

ВК: Нагляднее всего сравнить боковой рынок с американскими горками. После всех волнений, которые вы пережили во время резких взлетов, падений, трясек и захватывающих дух вращений, — неважно, как долго продолжается весь заезд, — вы (и ваш портфель) в конечном счете оказываетесь там, где были вначале. Именно на это обречен неактивный стоимостной инвестор, практикующий пассивное, индексное инвестирование на рынках с боковым трендом, — доход от акций, близкий к нулю, плюс скудные дивиденды, потерянное время и незначительный прогресс на пути к поставленной цели.

ЧС: Значит, это то же самое, что и медвежий рынок?

ВК: На первый взгляд именно так и есть, но это широко распространенное заблуждение. Мы привыкли думать о рынках либо как о бычьих, либо как о медвежьих. Но если посмотреть на фондовый рынок США на протяжении всего XX в., то мы увидим, что большинство продолжительных рынков (длившихся более пяти лет) в действительности были бычьими или боковыми. Продолжительные медвежьи (падающие) рынки формировались только тогда, когда наряду с высокой рыночной оценкой наблюдался серьезный спад в экономике, подобно тому, что происходило в Японии с конца 1980-х гг. по 2003 г. или около того.

ЧС: И вы считаете, что сейчас как раз один из таких боковых рынков?

ВК: Да. Если посмотреть на двухвековую историю фондового рынка, то за каждым долгим бычьим трендом (а у нас только что закончился один из таких трендов, длившийся с 1982 по 2000 г.) следовал продолжительный боковой тренд. Боковые рынки — это время расплаты: инвесторы расплачиваются низкими доходами и потерянным временем за слишком высокие доходы, которые они получали во время предшествующих бычьих рынков.

ЧС: Первая часть книги называется «Что готовит нам будущее». Не похоже, чтобы она была о стоимостном инвестировании. О чем она?

ВК: Эта книга представляет собой практическое руководство по стоимостному инвестированию на боковых рынках. Но чтобы читатель принял эту стратегию и захотел использовать ее в собственной практике инвестирования, его необходимо убедить. Меня точно нужно было бы убеждать. Поэтому в первой части книги мы рассматриваем историю фондового рынка США за последние два столетия и обсуждаем, что послужило причиной продолжительных бычьих, медвежьих и боковых трендов. Мы говорим об эмоциях, которые доминировали на каждом из рынков, а также о том, почему высока вероятность того, что на нашем рынке начался боковой тренд и что он продлится еще добрый десяток лет. Затем я расскажу о принципах, которые помогут вам спрогнозировать продолжительность нынешнего тренда, и объясню, почему я считаю, что в течение следующих нескольких лет прирост корпоративной прибыли будет ниже прироста валового внутреннего продукта (ВВП).

ЧС: Если рынок никуда не движется, только вверх-вниз и вбок, то вы, наверное, просто посоветуете мне использовать тактику слежения за рынком (market timing)?

ВК: Нет, не буду, обещаю. Вместо этого я предлагаю использовать новые, альтернативные принципы инвестирования. Создать успешный алгоритм слежения за рынком сложно, если вообще возможно. Инвестор, использующий эту тактику, принимает решения, основываясь на прогнозах относительно направления краткосрочного

движения курсов, процентных ставок или экономической ситуации в целом. Помимо того, что от вас требуется не ошибиться дважды (когда вы покупаете и когда продаете), на ваше решение сильно влияют обычные человеческие эмоции, которые правят фондовым рынком, особенно на максимумах и минимумах. Вам не нужно следить за рынком, вы должны отслеживать отдельные акции.

ЧС: Вы советуете отслеживать не рынок, а акции. Чем отличается эта стратегия от традиционной?

ВК: Выбор оптимального момента для покупки и продажи отдельных акций не сильно отличается от привычной вам стратегии, за исключением того, что вы должны быть проактивны. Если вам не нравится фраза «Выбирать момент сделки», говорите «Выбирать цену» — вам нужно выбрать оптимальную цену для покупки или продажи активов. Вы покупаете их, когда они недооценены, и продаете, когда оценка рынка почти справедлива. Если вы отслеживаете рынок, то ваш остаток денежных средств указывает на то, как, на ваш взгляд, будет вести себя рынок. А если вы следите за акциями, то ваш остаток денежных средств — это побочный продукт инвестиционных возможностей, которые вы видите на рынке.

ЧС: Надеюсь, вы не советуете мне стать дневным трейдером?

ВК: Конечно, нет. Но во время бокового тренда вам нужно действовать более активно, чем во время бычьего. Пассивная инвестиционная стратегия, получившая широкое распространение на последнем бычьем рынке, еще не полностью изжила себя, но находится в состоянии, близком к этому, — в коме.

Стратегия «Покупать и держать» — это всего лишь кодовое название стратегии «Покупать и забывать продать». Покупка акций обычно подчиняется строгому алгоритму, в то время как слово «держать» — это только маска, под которой скрывается отсутствие четкого алгоритма продажи активов, если только вы не придерживаетесь принципа «Я буду держать их, пока смерть не разлучит нас». Стратегия «покупать и забывать продать» прекрасно работает на продолжительных бычьих рынках, когда коэффициенты Р/Е увеличиваются со значений, существенно ниже средних, до значений, существенно выше средних. Посредственные акции растут, а хорошие взмывают вверх. Пассивное инвестирование — покупка акций без дальнейшей продажи — оправдывает себя.

На боковом рынке складывается абсолютно противоположная ситуация: коэффициенты Р/Е уменьшаются со значений, которые существенно выше средних, до значений, которые существенно ниже средних (в XX в. так происходило из раза в раз). Нам нужна новая парадигма мышления взамен того, к чему мы привыкли в 1982–2000 гг.!

ЧС: И вы расскажете мне, что делать, да?

ВК: Абсолютно точно. Во второй части, посвященной практическому применению описываемых принципов, мы обсудим фондовый

анализ и активную стратегию инвестирования применительно к рынкам с боковым трендом.

В разделе «Анализ» мы поговорим о триаде «Качество — Оценка — Рост» (КОР), которая лежит в основе активного стоимостного инвестирования и призвана облегчить фондовый анализ. Мы будем оценивать акции по каждой шкале и затем изучим взаимосвязь между ними. Мы выясним, при каких условиях компанию можно назвать привлекательной для инвестиций и как определить цену, по которой стоит покупать ее акции.

Хотя методика оценки качества и перспектив роста компании требует небольшой корректировки при боковом тренде, она не сильно отличается от алгоритма, используемого на любом другом рынке. Нельзя сказать то же самое об анализе рыночной оценки, в который в условиях бокового тренда требуется вносить больше всего изменений.

ЧС: Почему именно оценка?

ВК: Постоянное уменьшение коэффициентов Р/Е (основная характеристика боковых рынков) требует понимания механизмов рыночной оценки. Кроме того, инвестору необходимо пересмотреть инструменты оценки акций. В условиях бокового движения курсов инструменты относительной оценки дают ложные сигналы к покупке и должны использоваться только в сочетании с инструментами абсолютной оценки, которые на боковых рынках приобретают особенно большое значение. Все эти аспекты подробно рассматриваются в книге. Также я знакомлю читателя с несколькими новыми инструментами оценки акций.

ЧС: Если я инвестор в акции роста, мне тоже нужно обо всем этом помнить?

ВК: Обязательно! На длительных боковых рынках инвесторы готовы платить за рост прибыли все меньше и меньше. Если речь идет об акциях роста, высокие коэффициенты Р/Е сокращаются гораздо быстрее низких. Я провел собственное исследование и изучил, что произошло с акциями с высокими и низкими коэффициентами Р/Е во время бокового тренда 1966–1982 гг. Вначале рыночная оценка компаний с большим потенциалом роста была на 200% выше рыночной оценки менее перспективных компаний. Однако постепенно эта разница уменьшалась, и к концу 1982 г. она составила лишь 40%. Инвесторы в акции роста должны помнить об этой закономерности, чтобы успешно работать на боковых рынках.

ЧС: Но большой прирост прибыли с лихвой компенсировал уменьшение коэффициентов Р/Е, правильно?

ВК: Вовсе нет! На боковом рынке 1966–1982 гг. доходность акций с низкими коэффициентами Р/Е постоянно была выше доходности бумаг с высокими Р/Е.

ЧС: Если я инвестор в акции роста, что мне тогда делать?

ВК: Перед покупкой убедиться на 100%, что повышение прибыли и дивиденды по акциям с высокой оценкой сполна компенсируют возможное уменьшение коэффициента Р/Е. В главе 7 я рассказываю о нескольких приемах, с помощью которых это можно сделать.

ЧС: **Меняется ли предложенная вами стратегия вместе с ситуацией на рынке?**

ВК: Вы должны стать активным инвестором и использовать стратегию «покупать и продавать». Здесь нельзя не подчеркнуть важность четкого алгоритма продажи. Вы должны продавать, когда рыночная оценка акций достигнет заранее заданного уровня, а это нелегко, поскольку часто в этот момент остальные инвесторы полны оптимизма и скупают акции. Я поделюсь с вами несколькими стратегиями, благодаря которым вы сможете более выгодно продавать свои активы.

Все это говорит о том, что на боковом рынке очень важно *действовать независимо от остальных, а порой и вопреки* им. Это настолько важно, что я посвятил противоположному инвестированию целую главу. В ней рассказывается о срочном арбитраже, о том, как использовать с выгодой для себя распространенные на Уолл-стрит мифы, как, разрушая их, определить недооцененные акции, как отыскать новые акции для инвестиций и о многом другом.

На бестрендовом боковом рынке инвестировать гораздо сложнее, чем на бычьем. В этом нет никаких сомнений. Поэтому обращайтесь внимание на зарубежные рынки, благодаря которым вы сможете увеличить альтернативную стоимость каждого своего решения. Об этом говорится в главе 11.

ЧС: **Ладно! Но что, если вы не убедили меня в эффективности своего подхода?**

ВК: Хотя эта книга посвящена особенностям инвестирования на боковых рынках, многие раскрытые в ней принципы можно с уверенностью применять на любом другом рынке. На самом деле все эти понятия (без изменений, сделанных с учетом бокового рынка) я использую на своих занятиях по практическому фондовому анализу в магистратуре Колорадского университета в Денвере. Кроме того, я добавил две главы — «Новый взгляд на риски» и «Новый взгляд на диверсификацию», которые тоже подходят для фондового анализа при любых рыночных условиях.

ЧС: **Что, если боковой рынок, о котором вы говорите, не начнется и вместо него у нас будет продолжительный бычий или медвежий рынок?**

ВК: Каждую стратегию необходимо оценивать не только с точки зрения выгоды, которую получит инвестор в случае успеха, но и взвесив убытки, которые он понесет, если прогнозы вдруг не сбудутся. Именно это я и собираюсь сделать. У стратегии активного стои-

мостного инвестирования самая низкая цена ошибки! На боковых и медвежьих рынках она более эффективна, чем пассивная стратегия и инвестирование в акции роста. В случае (маловероятном) долгосрочного бычьего тренда стоимостное инвестирование будет довольно результативным, но, может быть, в меньшей степени, чем пассивная стратегия и инвестирование в акции роста. Небольшая разница в доходности — это разумная страховая премия, которую придется заплатить инвестору, дабы избежать убытков на боковом или медвежьем рынке.

ЧС: Если все, что вы говорите, правда, то почему бы мне просто не купить облигации?

ВК: И снова давайте оценим инвестиционную стратегию с точки зрения «цены ошибки». Активное стоимостное инвестирование будет более эффективным на бычьем и боковом рынках, а также на медвежьем рынке, вызванном или сопровождающемся инфляцией. В облигации вкладывать деньги выгоднее всего будет только в одном случае: если в экономике США начнется серьезная рецессия, связанная с дефляцией. И даже тогда относительно хорошую доходность будут иметь государственные, лишенные риска дефолта облигации, в то время как доходность корпоративных облигаций будет под вопросом, поскольку уровень дефолтов по ним существенно вырастет.

ЧС: Эта книга — учебник?

ВК: Нет. Я терпеть не могу учебники по инвестированию, испещренные буквами греческого алфавита, с огромными сносками и длинными формулами. Эта книга не из их числа. Хотя я привожу в ней несколько формул, обещаю, в них не будет греческих символов, и они будут настолько простыми, что их сможет понять и семилетний ребенок. Я прекрасно понимаю, что разговоры об инвестициях никак не назовешь занимательными. За годы преподавания я понял, что, если студенты приходят на лекцию с большой чашкой двойного эспresso, значит, я что-то делаю неправильно. Я постараюсь, чтобы чтение этой книги было как можно более легким и интересным, попытаюсь обо всем говорить с юмором и приводить столько реальных примеров, сколько позволит мой редактор.

ЧС: По вашей биографии трудно понять, кто вы: преподаватель, писатель или инвестор. Выберите что-то одно.

ВК: Если бы мне пришлось выбирать, я бы ответил, что я инвестор. Я обожаю инвестирование, мне нравится в нем все. Неопределенность каждого решения. Необходимость разгадывать головоломки в отсутствие нужной информации. Постоянная борьба с собственными эмоциями — самая трудная и важная из всех. Бесконечное стремление к совершенству, несмотря на то что оно недостижимо, как в случае, когда тебе кажется, что ты все понял, а рынок готовит для тебя новый сюрприз — неподконтрольность рынка, наверное, одного из самых самостоятельных механизмов, изобретенных

человеком. Люди, споры, поиски истины. Наличие в каждой сделке двух противоположных сторон (покупателя и продавца) и времени между ними — переменной, которая показывает, кто был прав, а кто ошибался. Наконец, роль, для многих скрытая, но решающая, которую на рынке играет случай.

Я понял, что хочу зарабатывать на жизнь инвестированием, на втором курсе колледжа, поэтому получил степени и бакалавра, и магистра в сфере финансов. Вдобавок я успешно сдал экзамены на получение сертификата CFA. Я профессионально занимаюсь инвестированием. Это моя работа, но она больше похожа на хобби, за которое мне платят. У меня самая лучшая работа в мире! Если бы я не скучал по своим близким и друзьям, я бы работал круглую неделю. (Историю моего приезда в США читайте на с. 292–294.)

ЧС: Но как это сочетается с преподавательской деятельностью и написанием книг?

ВК: Руководство университета позволило мне составить свой собственный план занятий, поэтому они представляют собой естественное продолжение моей каждодневной работы. Плюс у меня благодарная аудитория.

ЧС: А книги?

ВК: Через несколько лет после того, как я начал преподавать, я обнаружил, что мне нравится кое-что еще — писать. Я пишу только о том, в чем действительно разбираюсь и что мне интересно. Это своего рода побочный продукт моей основной деятельности. Мои статьи регулярно появляются в *Financial Times*, *Barron's*, *BusinessWeek*, *Christian Science Monitor*, *New York Post* и др. Несколько статей было опубликовано в *Rocky Mountain News*, на сайтах <http://www.marketwatch.com> (Dow Jones & Company, Inc.), <http://www.fool.com>, <http://stockresearch.com> и <http://realmoney.com>. Эта книга, к примеру, стала результатом моей работы в трех направлениях — инвестирование, преподавание и сотрудничество с финансовыми изданиями — хотя, в сущности, все три сфокусированы на одном и том же.

ЧС: Почему о боковых рынках издается так мало книг? В самом деле, я не знаю ни одной другой книги об инвестициях на рынках с боковым трендом!

ВК: В книгах по инвестированию обычно рассказывается про инвестиционные стратегии, применимые к бычьим рынкам. С коммерческой точки зрения здесь все понятно. Книги издаются, чтобы их покупали, и интерес к инвестированию, а значит, и к книгам про инвестиции выше, когда инвесторы зарабатывают деньги, т.е. на бычьем рынке. Но это нечестно по отношению к тебе, мой вдумчивый читатель/инвестор-скептик, потому что рынок никуда не движется в течение такого же промежутка времени, в течение которого растет. Среднестатистический инвестор может не получить на боковом рынке желаемую доходность, но зачем

быть как все? Я надеюсь, что тебе хватит духа остаться на таком рынке в этот сложный период, и ты не уйдешь на рынок облигаций или денежный рынок. Используй эту книгу, чтобы добиться высокой доходности на этом непростом рынке с его радостными взлетами и неожиданными падениями.

ЧАСТЬ

I

Что готовит нам будущее

Введение: рынки с боковым трендом существуют

Делать прогнозы трудно, особенно относительно будущего.

*Приписывается Йоги Берра**

ПРИСТЕГНИТЕ РЕМНИ И УМЕРЬТЕ ОЖИДАНИЯ

Еще лет десять широкие фондовые рынки США будут напоминать американские горки. Индексы DJIA и S&P 500 станут попеременно подниматься и опускаться (достигая многолетних максимумов и минимумов), стоять на месте и колебаться в узком диапазоне. Они будут изменяться именно так, и в конце концов, когда схлынут эмоции и уляжется пыль, индексные инвесторы и те, кто предпочитает держать акции, обнаружат, что по сравнению с началом столетия их капитал вырос ненамного. С такими, в лучшем случае крохотными, доходами мириться нельзя!

Продолжительность и особенности будущих колебаний не знает никто, однако их в конечном счете горизонтальную траекторию уже определил повышательный тренд, который длился на рынке 18 лет и закончился в 2000 г. Судя по прошлому, до 2020 г. плюс-минус несколько лет американский фондовый рынок продолжит исполнять фокстрот, который он танцевал с конца 2000 г. Добро пожаловать на боковые рынки!

Ну что за мрачное, удручающее начало для книги, скажете вы. Но холодный душ реальности необходим, чтобы быстро переключить инвесторов в иной режим инвестирования — не в тот, к которому их приучил бычий рынок 1982–2000 гг., а в тот, о котором мы будем говорить в этой книге. Я осторожно использую слово *иной*, потому что оно входит в выражение «На этот раз все иначе». На этот раз все *не* иначе!

* Лоренс Питер (Йоги Берра) (род. 1925 г.) — легендарный бейсболист, выступавший за команду New York Yankees; знаменит своими парадоксальными, но меткими афоризмами. — *Прим. пер.*

Начиная с 2000 г. с индексами широкого рынка США происходит то же самое (и, скорее всего, будет происходить еще добрый десяток лет), что и в прошлом. Чтобы это заметить, нужно лишь заглянуть подальше, дальше долгосрочного повышательного тренда 1982–2000 гг. Именно это мы и сделаем.

Движением акций американских компаний на протяжении всего XX в. в основном подтверждается мой смелый (на первый взгляд) прогноз. Как видно из рисунка 1.1, в прошлом веке за каждым долгосрочным бычьим рынком следовал долгий боковой рынок. (Великая депрессия, которая началась после длительного повышения курсов, — единственное исключение.)

ВИДЫ РЫНКОВ

Согласно Википедии, «бычий рынок (рынок с повышательным трендом) — это продолжительный период, когда цены на финансовом рынке растут быстрее исторических средних, в отличие от медвежьего рынка (рынка с понижающим трендом), который представляет собой продолжительный период падения курсов». А как насчет рынков с плоской, горизонтальной траекторией? Профессионалы называют их боковыми, или бестрендовыми, рынками, и они отличаются от медвежьих, хотя инвесторы их часто путают. В следующей главе мы поговорим о разнице между ними.

Поскольку инвесторы привыкли ассоциировать рынки с животными, я придумал пару названий для боковых рынков — «куриный» или, может, «овечий». Или (мое самое любимое сравнение) «трусливый лев»: его случайные вспышки смелости приводят к росту цен, но потом их перевешивает страх, и курсы падают.

Тем, кто привык думать о рынках как о каком-нибудь животном и кого оставил равнодушным трусливый лев (удивительно, но, говорят, такие есть), предлагаю пополнить «биологический» словарь новым видом — медведь бокового рынка. Тогда медвежий рынок можно называть медвежьим рынком гризли, а более-менее плоский рынок — боковым медвежьим рынком.

ДОЛГОСРОЧНЫЙ ИЛИ ЦИКЛИЧНЫЙ

Теперь давайте условимся о еще нескольких определениях. При описании состояния рынка мы будем использовать термины *долгосрочный* и *циклический*. Долгосрочным называют длительное (более пяти лет) состояние рынка, которое наблюдается примерно один раз за поколение. Циклическим, напротив, называют рынок, состоящий из циклов, которые значительно короче и могут длиться несколько месяцев или лет.

Инвестирование — это не точная наука, как математика или физика, где действуют строгие определения. Оно скорее похоже на экономику

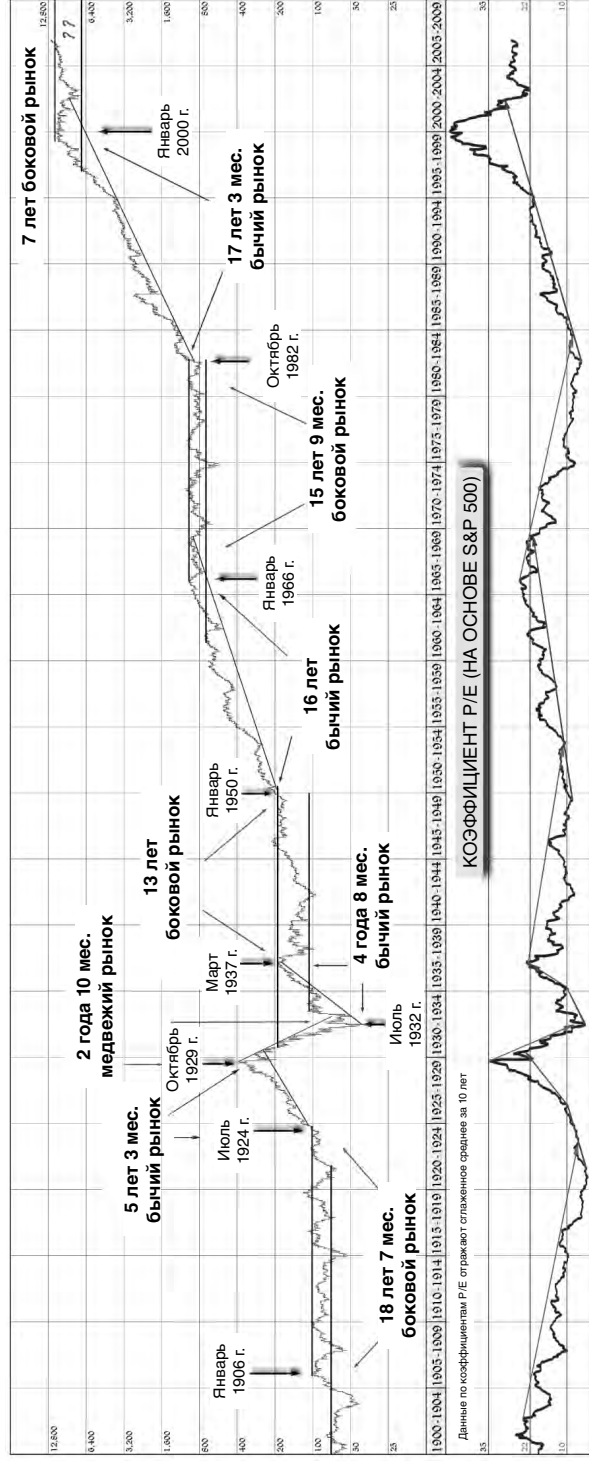


Рис. 1.1. Индекс DJIA, 1900–2006 гг.

Источник: Copyright 2007, Kevin A. Tuttle, Tuttle Asset Management, LLC (www.tuttleassetmanagement.com). Данные по коэффициенту P/E принадлежат Роберту Шиллеру

(«унылую науку»), и поэтому его определения часто субъективны и открыты для интерпретаций. Например, согласно приведенному выше определению, снижение рынка, вызванное Великой депрессией (или, как считают некоторые, ее вызвало), которая привела к одному из самых серьезных падений курсов в истории США, нельзя назвать продолжительным медвежьим рынком, поскольку оно длилось лишь два года и 10 месяцев, т.е. менее пяти лет. Но сама Великая депрессия была продолжительным медвежьим рынком. (Более подробно о Великой депрессии см. в главе 2.)

Длительное снижение японского индекса Nikkei полностью соответствует определению долгосрочного медвежьего рынка, поскольку оно началось в январе 1990 г. и закончилось (по крайней мере так кажется) в апреле 2003 г., т.е. длилось 13 лет.

Поскольку эта книга посвящена долговременным рыночным трендам, то долгосрочные бычьи, медвежьи или боковые рынки я буду называть просто бычьими, медвежьими или боковыми. Говоря о рыночных циклах, я обязательно буду использовать слово *циклический*.

РАЗЛИЧИЯ МЕЖДУ РЫНКАМИ С ДОЛГОСРОЧНЫМИ БЫЧЬИМИ, МЕДВЕЖЬИМИ И БОКОВЫМИ ТРЕНДАМИ

Боковые и медвежьи рынки отличаются друг от друга. Это различие редко проводится, но имеет большое значение. Рынки с боковым трендом представляют собой уникальную инвестиционную возможность и, как видно на рисунке 1.1, в предыдущем столетии наблюдались гораздо чаще. Из 100 лет, с 1900 по 2000 г., они занимали больше половины времени.

На боковых рынках происходит снижение коэффициентов «цена/прибыль» (P/E), в то время как на медвежьих снижаются не только коэффициенты P/E , но и *прибыль E*.

Боковые рынки еще называют рынками возврата — инвесторы возвращают в виде снижающихся коэффициентов P/E чрезмерные доходы, которые они до этого получили на бычьем рынке.

Причиной медвежьего рынка, такого как, например, в Японии, является переоцененность акций (что также основная черта бокового рынка) в сочетании с длительными экономическими трудностями. Высокие коэффициенты P/E одновременно с бедственным финансовым положением — смертельная комбинация. Экономические проблемы (неконтролируемая инфляция, серьезная дефляция, незначительный рост экономики и доходов или их снижение) подрывают оптимизм инвесторов. Они рассчитывают, что экономика (и акции) продолжит развиваться темпами выше средних, но их рост замедляется и опускается ниже среднего. Начинается медвежий рынок.

Экономический рост — это тот показатель, который позволяет отличить боковой рынок от медвежьего. Однако он не играет особой роли, если речь идет о разграничении бокового и бычьего рынков. Существенным фактором в этом случае является рыночная оценка компании.

В краткосрочной перспективе экономический рост может и ускоряться, и замедляться как во время бычьего, так и во время бокового рынка, усиливая промежуточную волатильность курсов. Зачастую именно экономическим развитием объясняются относительно короткие (циклические) бычьи, медвежьи и боковые рынки. Однако в долгосрочной перспективе экономический рост довольно стабилен во время и боковых, и бычьих рынков.

Как показано на рисунке 1.1, в XX в. бычьи рынки начинались после изнурительного бокового движения курсов или после их резкого снижения (Великой депрессии). Во всех случаях они начинались, когда коэффициенты P/E становились существенно ниже средних значений и экономический рост был на обычном уровне, не выше и не ниже, чем во время боковых рынков.

ДОСТАТОЧНО ЛИ ИЗУЧИТЬ ПЕРИОД В 100 ЛЕТ?

В первой части книги я буду исследовать данные по фондовому рынку США за XX в. Достаточно ли изучить период в 100 лет? Можно ли прийти к статистически значимым выводам, проанализировав лишь три рынка с боковым трендом, один медвежий и три бычьих (в том числе бычий рынок, начавшийся после краха 1929 г.)? Нет, нельзя.

Поэтому давайте возьмем еще 100 лет. В своей книге «Циклы фондового рынка» (Stock Cycles, iUniverse, 2000) Майкл Александер анализирует рыночные циклы на фондовом рынке с 1802 по 2000 г. Поскольку на рисунке 1.1 уже отражено поведение фондового рынка с 1900 по 2006 г., на рисунке 1.2 я покажу лишь реальную (с учетом инфляции) доходность акций американских компаний в зависимости от рыночного цикла в период с 1802 по 1906 г., используя сведения, собранные М. Александером. Таким образом, у нас есть данные еще за 100 лет. И мы снова видим, что в XIX в. за бычьими рынками следуют рынки с боковым (или нисходящим) трендом.

Одна небольшая деталь: М. Александер в своей книге не делает различий между боковыми и медвежьими рынками, однако я буду придерживаться своего определения бокового рынка, поскольку ни в один из рассмотренных периодов доходность акций не позволяла с абсолютной уверенностью говорить о медвежьем рынке.

Достаточно ли изучить период в 200 лет? Это лучше, чем 100, но и два века — недостаточно долгий срок с точки зрения статистики. Ученые скажут, что к статистически значимым выводам можно прийти, изучив данные по фондовому рынку за тысячи лет. К сожалению, у нас нет такого богатства. В этой книге я не пытаюсь доказать, что рынки с боковым трендом всегда начинаются после бычьих рынков, — у меня просто нет для этого статистически значимых данных.

Но независимо от того, насколько изменился мир вокруг нас, по сути, он остался прежним. Неважно, как совершается сделка: с помощью теле-

граммы, как было в начале XIX в., или онлайн-брокера и программы, больше похожей на компьютерную игру, как это происходит сейчас, — ее по-прежнему совершает человек. А все люди обладают стандартной эмоциональной «экипировкой», которую в определенной мере можно предугадать.

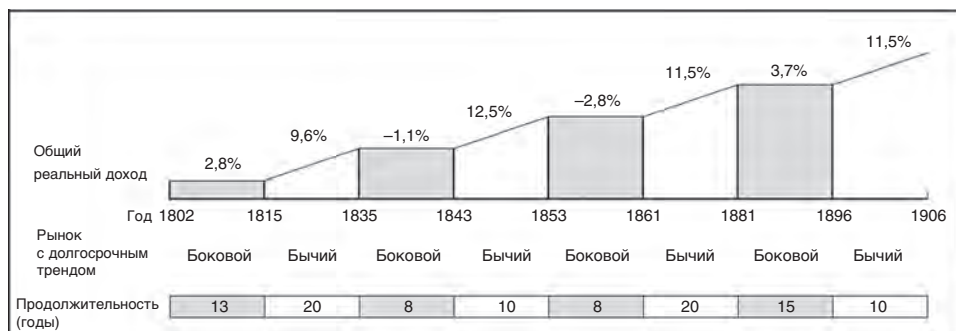


Рис. 1.2. Поведение фондового рынка, 1802–1906 гг.

Источник: Michael A. Alexander, *Stock Cycles* (iUniverse, 2000).

Человеческие эмоции и, следовательно, долгосрочные рыночные тренды остаются неизменными. С годами мы становимся образованнее и получаем доступ к более сложным, быстрым и эффективным финансовым инструментам. В нашем распоряжении находится несметное количество информации, высокие объем и скорость поступления которой всего лишь десять лет назад были привилегией избранных. Но несмотря на это, человеческая натура ничуть не изменилась за последние 10, 20, 50 или 100 лет. Неважно, насколько изощренные методы мы будем использовать. В любом случае мы останемся всего лишь людьми, если только новые технологии не лишат нас эмоций. Ситуация на рынках и дальше будет зависеть от человеческих переживаний, если только мы целиком не поручим инвестирование компьютерам. Эмоции — это плата и одновременно награда за право называться человеком.

АКЦИИ ВЫИГРАЛИ МАРАФОНСКИЙ ЗАБЕГ

В столетнем инвестиционном марафоне, который состоялся в XX в., акции американских компаний стали безусловными победителями, оставив золото и облигации глотать пыль позади себя. Эта гонка была не из легких. Акции пережили Первую мировую войну; всемирную эпидемию гриппа, которая убила более полумиллиона американцев и свыше 20 миллионов людей по всему миру; Великую депрессию; внезапное нападение на Перл-Харбор и последующее вступление США во Вторую мировую войну; войну в Корее; Карибский кризис (в результате которого чуть не началась

ядерная война между Соединенными Штатами и СССР); убийство Джона Кеннеди; войну во Вьетнаме; импичмент президенту; нефтяной кризис; одну холодную войну; две войны в Персидском заливе (ладно, будем соблюдать историческую точность: вторая война началась в 2003 г., т.е. в XXI в.); террористические акты; многочисленные стихийные бедствия и много чего еще.

Как видно на рисунке 1.3, хотя акции проиграли золоту и облигациям несколько коротких забегов, их преимущество на длинной дистанции неоспоримо. Вложенные в акции в конце 1925 г. \$100 к концу 2006 г. превратились бы в \$328 450, что намного больше \$7169 и \$3078, которые получил бы инвестор, вложив свои деньги в казначейские облигации и золото соответственно. Их доходность едва успевала за инфляцией, измеряемой с помощью индекса потребительских цен (CPI), и за доходностью казначейских векселей.

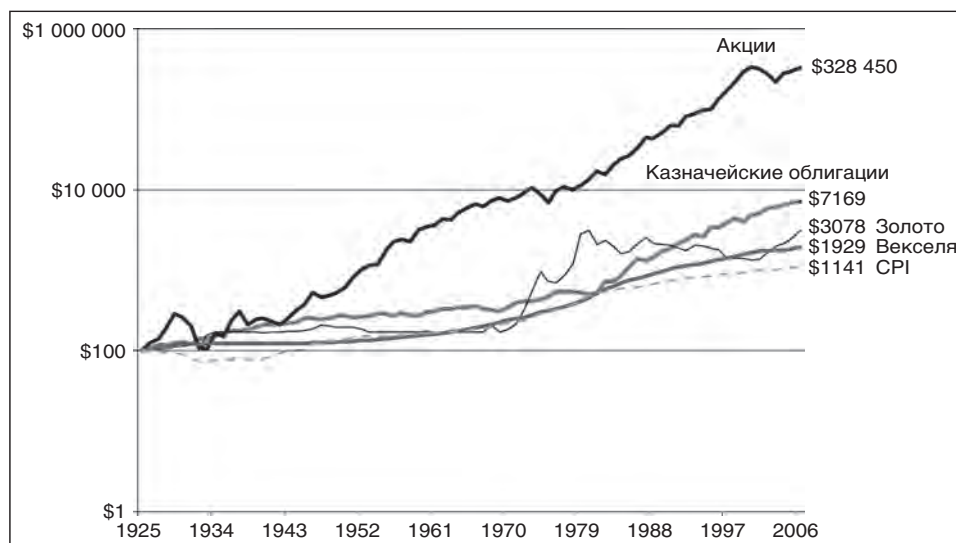


Рис. 1.3. Суммарный годовой доход на вложенный капитал: акции, облигации, золото, инфляция, 1925–2006 гг.

Источник: Robert J. Shiller — Stocks (S&P 500), CPI; Ibbotson Associates — Treasury bonds and bills

Облигации, хотя и с огромным отставанием, оказались на втором месте после акций. В отличие от акций, потенциальная доходность которых не ограничена, поток денежных средств от облигаций (и в значительной степени их доходность) предопределен договором и имеет максимальное денежное выражение. Если компания не объявляет дефолт по процентным платежам и платежам в счет основной суммы долга, потоки денежных

средств от облигаций не зависят от ее рентабельности. Увеличение прибыли компании может привести к существенному росту курса ее акций, но, несмотря на это, доход держателей облигаций останется неизменным.

С точки зрения риска невыполнения обязательств облигации — менее рискованный инвестиционный инструмент, чем акции. В случае банкротства держатели облигаций в первую очередь получают выплаты за счет активов компании, в то время как акционеры могут потерять весь инвестированный капитал. Инвесторы в облигации могут вернуть все свои вложения или их часть в зависимости от старшинства ценных бумаг (очередности погашения долга) и тяжести банкротства.

В своей книге «Акции для долгосрочной игры» Джереми Сигель (Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run*) проделал огромную работу, изучив доходность акций и облигаций с 1802 по 2001 г. Вот что он писал:

Начиная с 1802 г. по итогам каждых пяти лет акции с наихудшей динамикой курсов (–11% в год) приносили инвесторам за период владения чуть меньший доход, чем облигации и векселя с самой низкой доходностью. Более того, по итогам 10 лет самые невыгодные акции оказались более доходными, чем самые невыгодные облигации и векселя... Существенно и то, что акции, в отличие от инструментов с фиксированным доходом, никогда не приносили инвесторам убытков по итогам периода владения в 17 и более лет... Очевидно, что самым безопасным инструментом долгосрочного инвестирования, способным сохранить покупательную способность капитала, был диверсифицированный портфель обыкновенных акций... При 10-летнем инвестиционном горизонте акции побеждали инструменты с фиксированным доходом более 80% времени, при горизонтах в 30 лет — практически 100% времени¹.

АКЦИИ ЗАРУБЕЖНЫХ КОМПАНИЙ ТОЖЕ ОТЛИЧИЛИСЬ

В XX в. устойчивость и высокая доходность акций наблюдались не только в Соединенных Штатах. Как показывают данные за 1926–2001 гг., собранные Джереми Сигелем в книге «Акции для долгосрочной игры», реальная доходность акций была довольно стабильной и колебалась в пределах от 6 до 7% в США, Великобритании и Германии. В других промышленно развитых странах акции тоже выиграли марафонский забег, преодолев колоссальные препятствия. После начала Второй мировой войны бумаги немецких компаний обесценились более чем на 90% с учетом инфляции, но к 1958 г. инвесторы, продолжавшие держать бумаги, вернули свои вложения.

Япония — союзник Германии во Второй мировой войне — тоже пережила спад, а затем небывалый подъем. Во время и после войны акции японских компаний потеряли 98% реальной стоимости. Однако, несмотря на то что два крупнейших города страны были стерты с лица земли в результате ядерных

бомбардировок, а также на последующую гиперинфляцию, японские акции вернули свою стоимость, поднявшись на довоенный уровень к началу 1960-х гг. Реальная доходность японских ЦБ в этот период составляла 2,39% в долларовом выражении, однако она была существенно занижена, поскольку в XX в. курс японской иены по отношению к доллару США постепенно снижался. Если бы реальная доходность японских акций измерялась в иенах, то она была бы выше доходности акций американских компаний².

Инвесторам в облигации повезло гораздо меньше. По данным Джереми Сигеля, ни в Японии, ни в Германии они не вернули реальную стоимость своих первоначальных вложений. Немецкие облигации почти не восстановили свою реальную стоимость, которую потеряли из-за гиперинфляции. Проблемы начались в 1919 г., вскоре после окончания Первой мировой войны, когда в результате подписания Версальского договора Германии пришлось выплачивать большие репарации странам-победительницам. На тот момент немецкая экономика была слабой, в стране не было денег. Чтобы выплатить репарации и восстановить экономику, немецкое правительство стало печатать деньги. Однако в обществе в них не верили, и началась гиперинфляция. Цены росли на несколько миллионов процентов в месяц (они удваивались каждые 49 часов)³.

В Японии инфляция началась в 1939 г., когда правительство, лишившись своего основного источника доходов в оккупированном японскими войсками восточном Китае, стало печатать больше денег, чтобы покрыть растущие расходы на военные операции. Японским инвесторам в облигации повезло больше, чем их немецким коллегам, но ненамного. Они вернули часть реальной стоимости своих вложений, которую потеряли из-за гиперинфляции, начавшейся во время Второй мировой войны⁴.

Почему акции превзошли по доходности облигации? Будет ли так продолжаться и дальше? Скорее всего, асимметричное соотношение риска и доходности поможет акциям и в будущем лидировать в инвестиционном забеге. Строго очерченная степень риска (инвесторы могут потерять не более 100% своих вложений, как при инвестировании в облигации и золото, при условии, что они не использовали кредитное плечо) и неограниченный потенциал прироста капитала в сочетании с человеческой изобретательностью и здоровой жадностью приведут к тому, что и в XXI в. акции будут доминировать над остальными классами активов. Вспомните, что сказал Гордон Гекко в фильме «Уолл-стрит»: «Жадность — это хорошо».

ЗАСИЯЕТ ЛИ ЗОЛОТО СНОВА?

Золото — это важный, но очень специфичный класс активов, который соревнуется по доходности с акциями и облигациями. И хотя оно относится к группе сырьевых активов, в этом разделе я бы хотел вкратце на нем остановиться. В отличие от акций и облигаций, золото — ограниченный ресурс, который обладает такими привлекательными характеристиками, как долговечность и стойкость к окислению, — оно просто никогда

не перестает сиять. На самом деле все еще нас окружает бóльшая часть добытого когда-либо золота. Его выставляют в музеях, носят в виде ювелирных украшений и глубоко прячут в банковских хранилищах. Питер Бернштейн в своей книге «Власть золота»^{*} написал следующее:

Несмотря на свою непреодолимую притягательность, по сути своей, золото — поразительно простой металл. Его химический символ Au происходит от латинского aurora, что значит «утренняя заря», однако вопреки утонченному названию золото химически инертно. Это объясняет, почему оно никогда не перестает сиять. В Каире хранится зубной мост из золота, изготовленный для египтянина 4500 лет назад; он в таком хорошем состоянии, что его можно использовать и сегодня... Устойчивое сопротивление к окислению, необычайная плотность и хорошая ковкость — эти простые природные свойства объясняют романтический ореол, существующий вокруг золота⁵.

Несмотря на свои уникальные свойства, золото никогда не было хорошим способом инвестировать капитал. За последние 100 и 200 лет доходность вложений в этот металл едва успевала за инфляцией. Стоимость золота практически не коррелируется с курсами акций (бóльшую часть времени они изменяются независимо друг от друга), что является положительным моментом с точки зрения формирования инвестиционного портфеля, поскольку диверсификация вложений с помощью золота помогает уменьшить колебания портфельной доходности (волатильность).

Однако инвесторам это преимущество обходится дорого, так как золото существенно сокращает скорректированную на риск доходность портфеля: мизерная рентабельность инвестиций сводит на нет преимущества, которые получает портфель в результате уменьшения волатильности⁶.

Тем не менее у золота есть один неоспоримый плюс: оно материально! Вы можете взять его в руки, прикоснуться к нему и полюбоваться его сиянием. Кажется, что подобная осязаемость делает золото невосприимчивым к капризам политической обстановки, природы и времени в отличие от бумажных активов, таких как акции и облигации. Физические свойства золота привлекают инвесторов во времена экономической нестабильности, и поэтому в экономике и обществе оно выполняет особую функцию — стабилизирующую. Золото дает чувство уверенности.

Инвестор, считающий этот металл наиболее надежным инструментом капиталовложений (так называемый «золотой жук»), часто разделяет какую-либо интерпретацию идеи, суть которой состоит в следующем: «Оказавшись в подземном бункере (здесь подходит любой вариант развития событий по типу “конец света”), вы не сможете купить еду за бума-

^{*} Бернштейн П. Власть золота: История наваждения. — М.: Олимп-Бизнес, 2004.

гу — акционерный или облигационный сертификат (в действительности большую часть времени они существуют в виде байтов и битов)». Однако с помощью материальных активов, таких как золото, это возможно. Если события будут развиваться именно по такому сценарию (да простит меня Бог), золото фактически станет основной валютой. Поэтому вам нужно им запастись и хранить его в своем сейфе или закопать на заднем дворе. Управляя портфельным риском, предусмотрительный инвестор также вложит капитал в широкий арсенал оружия, поскольку после того, как государственные облигации перестанут обращаться на фондовом рынке, власть закона тоже сойдет на нет. Золото, которое купил ваш брокер или которым вы владеете, приобретя акции золотодобывающих компаний или паи торгуемых на бирже индексных фондов (ETF), вас не спасет: эти байты и биты ничем не отличаются от байтов и битов без риска неисполнения обязательств (например, ценных бумаг Казначейства США). На самом деле более надежным средством сбережения на случай «конца света» будут консервы.

В результате все большей глобализации и усложнения финансовой системы, стремительного распространения международной торговли и появления безрисковых инвестиционных инструментов, которые не существовали во время предыдущих экономических кризисов, поведение инвесторов в тяжелые для экономики времена могло измениться. Такие финансовые инструменты, как текущие и депозитные счета, застрахованные Федеральной корпорацией страхования депозитов (ФКСД), казначейские векселя и защищенные от инфляции казначейские ценные бумаги (Treasury inflation-protected securities, TIPS), могут отобрать у золота статус самого безопасного инструмента во время инфляционного кризиса.

НОВЫЙ КОНКУРЕНТ ЗОЛОТА

В будущем основным соперником золота в борьбе за статус самого надежного средства сбережения могут оказаться TIPS. Помимо того, что они выпускаются Казначейством США и, следовательно, выполнение обязательств по ним полностью гарантируется правительством Соединенных Штатов, TIPS также защищают инвесторов от инфляции, а это одно из наиболее ценных качеств золота. Номинал защищенных от инфляции казначейских ценных бумаг привязан к CPI: во время инфляции номинальная стоимость TIPS увеличивается, а во время дефляции она падает. При наступлении срока платежа по ценной бумаге инвестору выплачивается ее первоначальная или скорректированная с учетом инфляции стоимость — в зависимости от того, что больше.

Хотя TIPS обладают более привлекательными финансовыми характеристиками по сравнению с золотом, им все же недостает одного из самых весомых свойств этого актива — осязаемости. В конечном счете они представляют собой не что иное, как байты и биты в компьютере

брокерской фирмы или банка и бумагу, лежащую в сейфе. Кроме того, инфляционная составляющая, которая учитывается в цене TIPS, рассчитывается на основе индекса потребительских цен, вычисляемого в свою очередь правительством США. Многие инвесторы полагают, что методика подсчета CPI устарела и что индекс постоянно занижает инфляцию.

Стоимость любого актива, создающего денежный поток (например, акции или облигации), можно оценить по денежным потокам, которые, как ожидается, этот актив создаст в будущем. Спрогнозировать цены на золото чрезвычайно трудно, поскольку оно не создает потока денежных средств. Фактически золото обладает отрицательной доходностью (стоимостью поддержания инвестиционной позиции), оно требует вложения денежных средств (содержание сейфа и транспортировка стоят денег). В то же время TIPS, а также любые облигации и дивидендные акции обладают положительной доходностью: владея ими, инвестор получает прибыль.

Золото также считается хорошим инструментом хеджирования валютных рисков, особенно среди инвесторов на американском рынке, которых беспокоит снижение курса доллара США. Однако и здесь финансовая смекалка лишает золото его исключительного статуса, обеспечивая инвесторов инструментами, которые не существовали еще несколько десятилетий назад. Чтобы защититься от падающего доллара, инвесторы могут приобретать валютные фьючерсы и опционы, паи взаимного фонда, стоимость которых выражена в иностранной валюте, и депозитные сертификаты (certificates of deposit, CDs); они могут покупать акции зарубежных компаний на зарубежных фондовых биржах или с помощью американских депозитарных расписок (American depositary receipts, ADRs); и, конечно, в их распоряжении есть один из новейших инструментов — торгуемые на бирже индексные валютные фонды (ETFs).

Как в долгосрочной, так и в краткосрочной перспективе цены на золото определяются человеческим страхом перед концом света и ожиданиями инвесторов относительно будущей инфляции. И хотя золото нашло определенное применение в промышленности (для изготовления ювелирных изделий, в стоматологии, компьютерной технике, реактивных двигателях, электронике, как сверхпроводник и т.д.), связать его внутреннюю стоимость напрямую с ценой сложно. То, как инвесторы воспринимают способность золота сохранять реальную стоимость (особенно в условиях инфляции), является ключевым фактором, определяющим цену на этот металл. Пока люди будут считать золото надежным способом инвестирования в ситуации экономической неопределенности, оно будет выступать в этой роли.

Следует отметить, что недавно исключительный статус золота как оптимального инвестиционного инструмента во времена страха и неопределенности был подорван другими, названными выше, не менее эффективными финансовыми инструментами, которые нередко превосходят золото по своим характеристикам.

ИЛЛЮЗИЯ ДЛИННОГО ЗАБЕГА (МАРАФОНА)

Поднимитесь в космос, и Земля потеряет для вас свои привычные очертания: Гималаи станут плоскими, Большой Каньон покажется не глубже канавы... [Глядя из космоса], вы вряд ли заметите, если заметите вообще, резкие географические и экономические различия, с которыми можно столкнуться, путешествуя по земной поверхности... Взглянув на фондовый рынок в долгосрочной перспективе, скажем за 50 или 75 лет, вы увидите прекрасное место, площадку для бесприоритетных инвестиций. Однако долгосрочный рыночный рост скрывает реальность, с которой сталкивается почти каждый инвестор.

Эд Истерлинг. «Неожиданная прибыль»
(Ed Easterling, *Unexpected Returns*, Cypress House, 2005)

Глядя на феноменальную доходность акций в XX в., трудно избавиться от чувства спокойствия и уверенности в их дальнейшем росте. Они стали бесспорными чемпионами марафонского забега в прошлом столетии. Но, как и в случае с Землей, если судить о прошлом только по итогам больших временных отрезков, то можно получить искаженное представление об инвестировании и выбрать ошибочный путь, поскольку с большого расстояния суровая инвестиционная действительность часто выглядит обманчиво благополучной.

В XIX и XX вв. средняя реальная (с учетом инфляции) доходность акций составляла около 7%, а инфляция — 3–4% (номинальная доходность, без учета инфляции, равнялась примерно 10–11% в год). Учебники по финансовому делу, профессора самых престижных и не очень престижных учебных заведений США, ряд экспертов по инвестициям — все они учили инвесторов, что в долгосрочной перспективе среднюю растущую доходность можно получить на любом рынке, при любой оценке акций и временном горизонте инвестиций и в любое время. Но, как мы скоро узнаем, все не так просто.

Может быть, экономика США и вступает в «золотую» эпоху процветания (а может быть, нет). Однако есть вероятность, что инвесторов, которые ждут от своих инвестиций средней доходности, наблюдавшей в прошлом столетии, постигнет разочарование, потому что средние значения повторяются намного реже, чем нам об этом говорят. И вопреки сложившемуся мнению, сильный рост экономики не всегда означает положительную доходность на фондовом рынке.

Доходы на фондовом рынке в значительной степени зависят от первоначальной оценки акций (коэффициента P/E) на момент инвестирования.

За длительными периодами, когда доходы от акций выше средних (бычьими рынками), обычно следуют периоды такой же продолжительности, когда доходы ниже средних (боковые рынки). Вот так и появляются средние значения.

Об этом необходимо помнить, если вы используете пассивную стратегию управления портфелем и исходите из того, что долгосрочная ставка

реальной доходности ваших инвестиций составит 7%, а номинальной — 10–11%. Столкнувшись с жестокой действительностью боковых рынков, вы, вероятно, будете разочарованы.

Давайте рассмотрим четыре рыночных цикла, которые наблюдались с 1937 по 2000 г.: два бычьих рынка и два боковых. Мы не будем брать во внимание период до и после Великой депрессии, поскольку она оказала колоссальное влияние на инвестиционные принципы поколения, которое ее пережило. На сегодняшнем рынке такое поведения присуще незначительному меньшинству инвесторов. В указанный период боковые рынки длились в среднем около 15 лет, и за это время общая номинальная доходность акций составила 5,5% за год, а реальная — 0,6%. Бычьи рынки продолжались немного дольше — около 17 лет, и консервативные инвесторы получили за это время огромные доходы: 16,3% — в номинальном выражении и 13,8% — в реальном.

Как показано на рисунке 1.4, если бы средние значения, характерные для 1937–2000 гг. (двух боковых и двух бычьих рынков), повторились в будущем, то инвестору, который на начало среднестатистического рынка с долгосрочным боковым трендом купил долю в индексном фонде акций или имеет портфель акций широкого рынка, пришлось бы ждать 32 года, чтобы получить среднюю долгосрочную доходность в реальном выражении. Если бы этот же инвестор вложил капитал на более короткий срок, скажем на 15 или 20 лет, то общая годовая доходность оказалась бы значительно ниже по сравнению со средним ожидаемым значением: она была бы равна 0,6 и 3,75% в реальном выражении соответственно.

То же самое наблюдалось и в 1966–2000 гг. — во время полного рыночного цикла (рис. 1.5), который состоял из бокового рынка, длившегося с 1966 по 1982 г., и бычьего рынка, продолжавшегося с 1982 по 2000 г. Однако в этот период для фондового рынка была характерна гораздо более сильная волатильность по сравнению с усредненным примером (см. рис. 1.4). Инвесторы, которые в 1966 г. купили бы акции, включенные в индекс DJIA, в расчете получить среднюю за этот период долгосрочную доходность в течение 15 или даже 20 лет, были бы разочарованы, поскольку их реальные доходы оказались бы гораздо ниже ожидаемых. На самом деле портфель акций широкого рынка, приобретенных в 1966 г., не приносил бы никаких реальных доходов в течение 16 лет, до начала бычьего рынка в конце 1982 г. — начале 1983 г. Чтобы получить годовую реальную доходность в 6,8%, инвесторам, купившим в 1966 г. акции, включенные в какой-либо индекс широкого рынка, пришлось ждать 34 года (полный рыночный цикл).

БОКОВЫЕ РЫНКИ СВОДЯТ НА НЕТ ДОХОДЫ, ПОЛУЧЕННЫЕ ВО ВРЕМЯ БЫЧЬИХ РЫНКОВ

Высокие доходы, полученные инвесторами во время бычьих рынков, были постепенно нейтрализованы скудными доходами, которые в дальнейшем

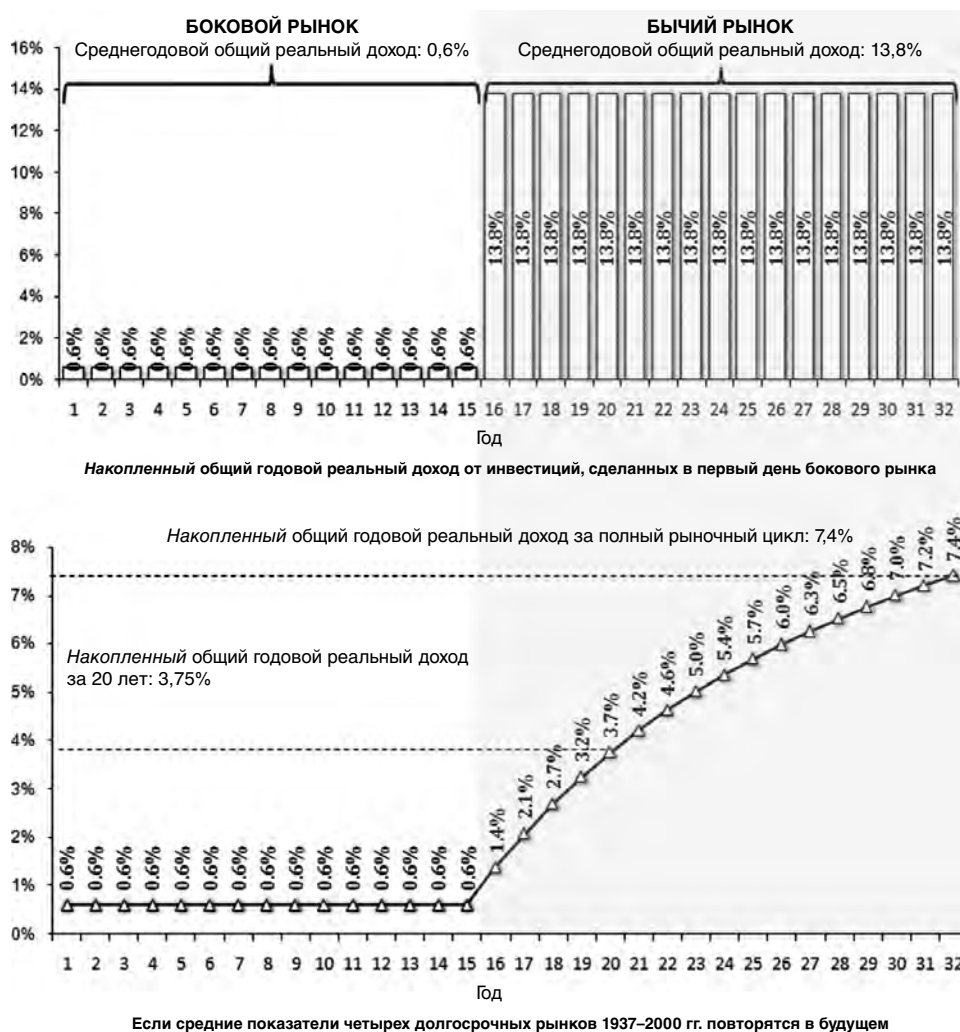


Рис. 1.4. Общий годовой реальный доход от акций за период с начала среднего бокового рынка до конца среднего бычьего рынка

инвесторы получали на долгосрочных боковых рынках. Если средние значения доходности, наблюдавшиеся в 1937–2000 гг., повторятся в будущем, как показано на рисунке 1.6, инвесторы, которые на конец бычьего тренда держали акции, включенные в какой-либо индекс широкого рынка (как это сделали инвесторы в 2000 г.), увидят, как доходы, которые они получили во время бычьего рынка, будут «съедены» низкой доходностью во время рынка с боковым трендом.

Давайте рассмотрим последний полный рыночный цикл, который состоял из бычьего и бокового рынка и продолжался с 1950 по 1982 г.

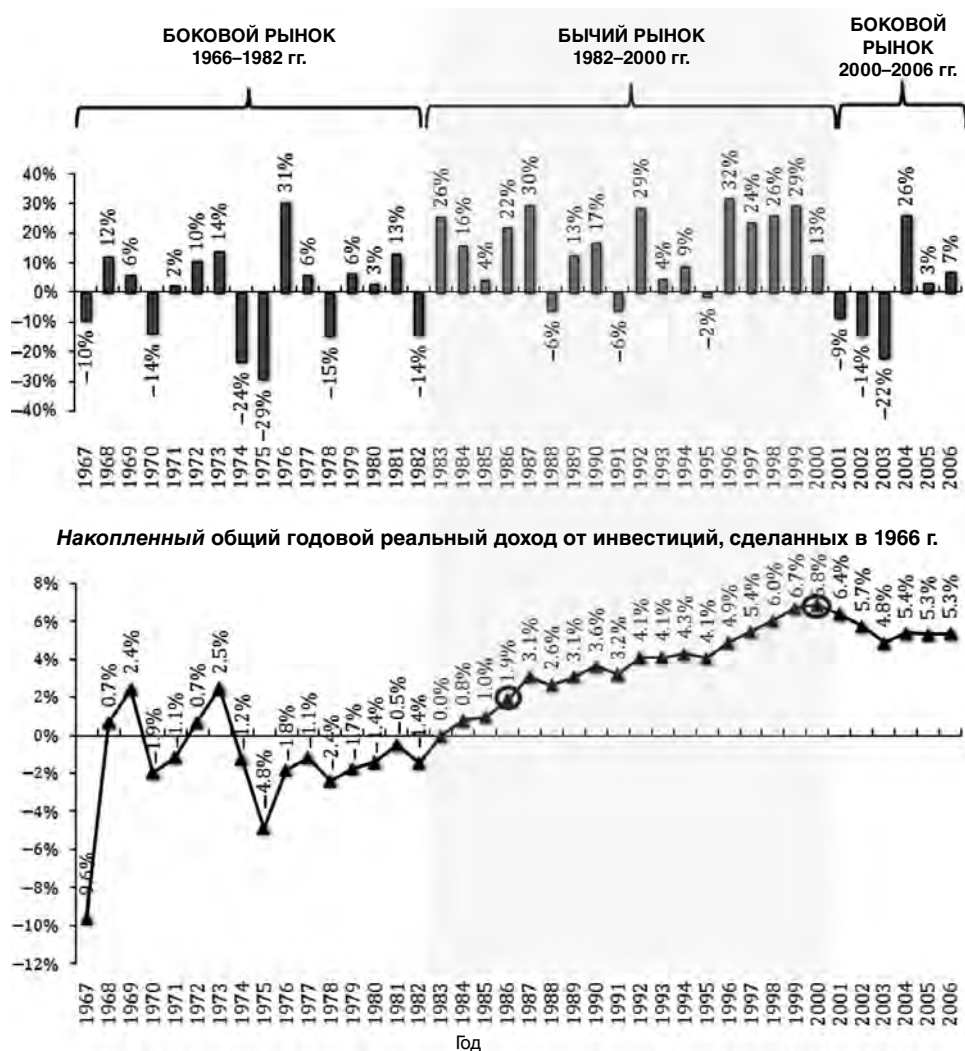


Рис. 1.5. Результаты инвестирования за полный рыночный цикл 1966–2000 гг. и по его окончании (январь 1967 г. — январь 2006 г.)

Как показано на рисунке 1.7, в 1966 г., т.е. в конце бычьего тренда 1950–1966 гг., общая реальная доходность инвестиций составляла внушительные 14%. Если бы инвесторы продолжали по инерции придерживаться пассивной инвестиционной стратегии (которая оправдывала себя предыдущие 16 лет), то в следующие 16 лет, т.е. к концу бокового рынка 1966–1982 гг., годовая ставка доходности их инвестиционных портфелей упала бы до 6,5%.

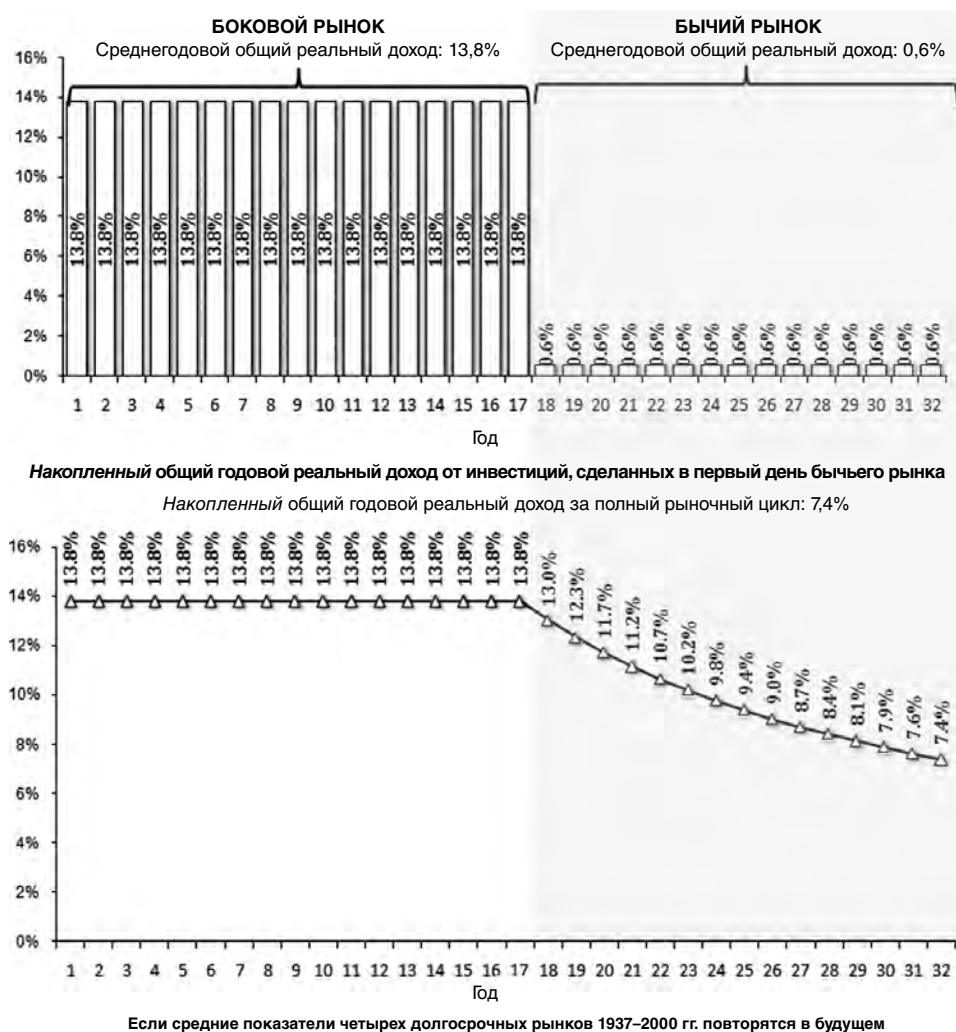


Рис. 1.6. Общий годовой реальный доход от акций за период с начала усредненного бычьего рынка до конца усредненного бокового рынка

ДЛИННЫЙ ЗАБЕГ МОЖЕТ ОКАЗАТЬСЯ КОРОЧЕ, ЧЕМ МЫ ДУМАЕМ

Мало кто из нас может позволить себе такую роскошь, как инвестиционный горизонт продолжительностью 50 или 75 лет. Многие не планируют инвестиции и на 30 лет вперед. Инвесторам нужно оплачивать машины, дома, вторые дома, образование своих детей, свадьбы (о них тоже нельзя забывать) и, наконец, собственную пенсию.

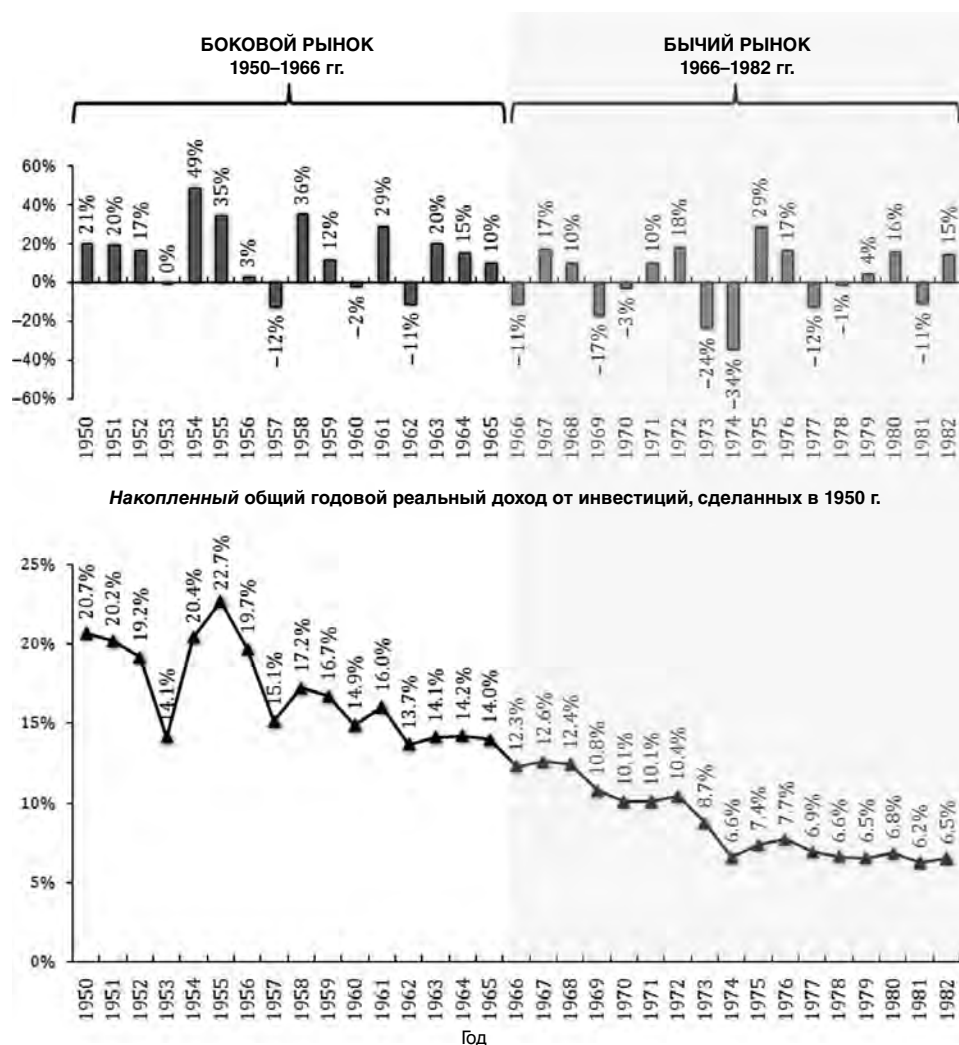


Рис. 1.7. Результаты инвестирования за полный рыночный цикл 1950–1982 гг. (декабрь 1950 г. — декабрь 1982 г.)

Более того, даже тем, кому приходится ждать 30 лет, чтобы получить от своих инвестиций среднерыночный доход, крайне сложно держать средства в определенном классе активов в течение долгого времени, мирясь с высокой волатильностью и ничтожными реальными доходами или их отсутствием в обмен на свою преданность.

Мало у кого хватает терпения подождать пару месяцев и сэкономить деньги на покупку последней технической новинки: мы оплачиваем ее

по кредитной карте. Мы хотим получить все и сразу. И когда дело доходит до инвестиций, наше поведение почти не меняется. В компании Dalbar Inc., которая специализируется на рыночных исследованиях и присвоении рейтингов, по результатам исследования, охватившего период с 1984 по 2002 г., пришли к следующему выводу:

«Движимые жадностью и страхом, инвесторы вкладывают крупные суммы в фонды акций, когда рынок на подъеме, и спешат продать активы, когда он падает. Среднестатистический инвестор взаимного фонда акций ежегодно зарабатывал жалкие 2,57%, в то время как в течение последних 19 лет инфляция составляла 3,14%, а ежегодная доходность индекса S&P 500 — 12,22%. Среднестатистический инвестор в инструменты с фиксированным доходом зарабатывал 4,24% в год, в то время как доходность индекса долгосрочных государственных облигаций была равна 11,7%»⁷.

С января 1984 г. по декабрь 2002 г. — в период, изученный Dalbar Inc., — инвесторы получили доход, который был существенно ниже доходности индексов широкого рынка. Средняя доходность взаимного фонда после вычета всех комиссионных сборов, измеряемая индексом Lipper 1000 (в котором учитывается 1000 крупнейших фондов акций в США), почти на 2% уступала доходности индекса S&P 500, составившей в этот период 10,6%. Ужасно то, что инвесторы взаимных фондов (но отнюдь не фонды, в которые они вкладывали деньги) получили доходов даже меньше, чем держатели казначейских векселей, заработавшие за этот же срок 5,5%.

Как показано на рисунке 1.8, инвестор, вложивший 31 декабря 1983 г. \$100 в S&P 500, во взаимный фонд акций (включенный в индекс Lipper 1000) или в казначейские векселя, к 31 декабря 2002 г. заработал бы \$906, \$672 и \$276 соответственно, в отличие от среднестатистического инвестора в фонд акций, который, вложив эти же деньги, заработал бы \$155.

Нетерпеливость и ненасытное желание мгновенно получить прибыль привели к тому, что вложения многих инвесторов принесли гораздо меньше доходов по сравнению с рыночными индексами и взаимными фондами, в которые они вкладывали средства. Что удивительно, исследование Dalbar Inc. охватило один из самых выдающихся и продолжительных бычьих рынков в XX в. Во время рынка с долгосрочным боковым трендом доходы инвесторов, скорее всего, будут гораздо ниже, так как для боковых рынков характерны горизонтальное движение курсов и высокая волатильность, которая равномерно распределена в обоих направлениях (подробнее см. в следующей главе).

Даже если инвесторы решают держать средства в одном активе очень долго, у большинства из них не хватает терпения выдержать заданный срок. Чтобы придерживаться одной стратегии в течение долгого времени, инвесторам нужно постоянно видеть, что их инвестиции приносят доходы, и именно в этом мы постараемся помочь читателю в данной книге.



Рис. 1.8. Доходы, полученные среднестатистическим инвестором в фонд акций, по сравнению с доходностью S&P 500, средней доходностью фонда акций и казначейских векселей (1984–2002 гг.)

Источник: Индекс Lipper 1000 — Lipper Inc.; акции (S&P 500) — Роберт Шиллер; среднестатистический инвестор в фонд акций — Dalbar Inc.; казначейские векселя — Ibbotson Associates

Эмоции на долгосрочном бычьем, медвежьем и боковом рынках

После нескольких месяцев отчаяния Ливермор наконец нашел в себе силы проанализировать свои действия, чтобы понять, какую именно ошибку он допустил. На этот раз ему пришлось заглянуть внутрь себя и разобраться в своих чувствах и эмоциях... Почему он позволил себе с такой легкостью отказаться от всех своих принципов биржевой игры, от созданных им самим теорий и закономерностей, которые ему удалось постичь с таким трудом? Необдуманное поведение привело его к финансовому и моральному краху. Почему он так поступил? Теперь он наконец осознал, что причиной всему было его тщеславие, его раздутое эго... Одержанная им невероятная победа, когда он за один день заработал более миллиона долларов, подкосила его. Он мог стойко перенести любое поражение — ведь он повидал их немало, — но оказался не в состоянии справиться с обрушившимся на него успехом.

Ричард Смиттен

*(Jesse Livermore: The World's Greatest Stock Trader)**

Эта глава посвящена эмоциональному состоянию инвесторов на бычьем, медвежьем и боковом рынках. Как упоминалось в главе 1, эмоциональная составляющая имеет большое значение, поскольку, по нашему мнению, именно она способствует формированию долгосрочных трендов.

ЭЙФОРИЯ РАСТУЩЕГО РЫНКА

Рост цен на бычьем рынке вызывает у инвесторов состояние эйфории и безграничного оптимизма, в результате чего они перестают трезво оценивать ситуацию и забывают о законах логики.

* Смиттен Р. Жизнь и смерть величайшего биржевого спекулянта. — М.: Омега-Л, 2007.

Чем дольше период роста рынка, тем большую уверенность обретают инвесторы, ожидая, что их прибыль продолжит расти. На начальной стадии бычьего рынка инвестиции рассматриваются лишь в качестве способа приумножения средств, отложенных на пенсию, затем они превращаются в азартную игру, и, наконец, для некоторых игроков торговля на бирже становится единственным видом деятельности. И хотя порог риска инвесторов (допустимая степень неопределенности относительно возможной прибыли или потерь) остается неизменным, по мере продолжения удачных сделок их чувство риска притупляется, и даже самые осторожные игроки начинают идти навстречу опасности. Как говорят трейдеры, на бычьем рынке каждый — победитель.

К моменту, когда длительный период роста достигает своего пика, инвесторы перестают воспринимать торговлю акциями как деятельность, сопряженную с определенной долей риска: пережив череду значительных выигрышей, они забывают о старых потерях. (О каком риске вообще может идти речь, если акции постоянно растут?) Эта так называемая рисковая амнезия характерна не только для фондовых рынков. Она неоднократно имела место на рынках других активов: тюльпанов в Нидерландах в 1630-х гг., (да, именно тюльпанов — кто бы мог подумать, что цветы тоже могут выступать в качестве актива!), болотистых земель во Флориде в 1920-х гг., нефти и золота в 1970-х гг., бросовых облигаций в 1980-х гг., недвижимости в первые годы XXI в. и на сырьевых рынках начиная с 2006 г.

На последних этапах развития бычьего рынка начинает действовать подход «на этот раз все иначе». Трудно забыть, как на пике интернет-пузыря в конце 1990-х гг. некоторые новоявленные интернет-гуру заявляли, что виртуальную компанию невозможно оценить с помощью традиционных методов. Вместо денежных потоков и прибыли на акцию они предлагали анализировать количество просмотров, кликов и другие неэкономические и не имеющие никакого отношения к рентабельности показатели. Все мы знаем, чем это закончилось. Опыт показал, что денежные потоки и рентабельность играют далеко не последнюю роль, и это касается всех классов активов. Однако время от времени подход «на этот раз все иначе» снова одерживает верх — у нас никак не получается учиться на своих ошибках¹.

Как ни прискорбно это признавать, инвесторы на бычьем рынке в конечном итоге остаются с огромным количеством сильно переоцененных акций на руках. Активы в затронутых «пузырем» секторах рынка торгуются по астрономическим ценам. Для того чтобы обосновать такие цены, потребовался бы телескоп «Хаббл» (еще один метод оценки активов?) — настолько они оторваны от действительности. Кроме того, у игроков складывается ощущение, что баснословные доходы от биржевых операций — нечто само собой разумеющееся, поэтому в дальнейшем это приводит к горькому разочарованию.

Возьмем, к примеру, Кенни (имя изменено). Кенни — обычный настильщик ковров и хорошо знает свое дело. У него своя небольшая компания, он много работает и откладывает каждый пенни. Я повстречал его в конце 1999 г. в доме своего друга, где Кенни как раз заканчивал укладывать

ковер. Как только ему стало известно, что я «зарабатываю на хлеб, торгуя акциями» (цитата), он сообщил мне, что в недалеком будущем собирается уйти с работы. «Я миллионер», — заявил Кенни, пояснив, что у них с женой имеются сбережения в пару сотен тысяч долларов. У нее была индивидуальная пенсионная программа в паевом инвестиционном фонде, доходность которой в последние пять лет превышала 20%; его пенсионные накопления были вложены в акции пяти компаний: Oracle, Cisco Systems, Sun Microsystems, Microsoft и Intel — фантастическая пятерка. Его друг-брокер сказал, что это акции, которые он просто обязан приобрести (обязан здесь ключевое слово). По скромным подсчетам Кенни, лет через пять его сбережения должны были вырасти до одного миллиона долларов (в своих расчетах он исходил из предположения, что темпы роста будут такими же «скромными», как в предыдущие пять лет).

«Я долгосрочный инвестор. Я просто покупаю их (акции фантастической пятерки) каждый месяц. Если цена на акции падает, я покупаю их немного больше, как на распродаже». Кенни поинтересовался моим мнением, но на самом деле оно не имело для него значения, поскольку он уже выбрал свою инвестиционную стратегию. У него были самые лучшие акции, о которых все вокруг только и говорили, и остальное было неважно. Он не хотел даже слышать о том, что цена на акции явно завышена, ведь это были акции самых успешных компаний, о которых не переставали писать в деловых журналах. Да и что я вообще смыслил в этом вопросе? Мои доводы о том, что хорошая компания и хорошие акции — не одно и то же (речь об этом пойдет в главе 8), остались без внимания. Кенни не хотел даже слышать о том, что его инвестиции недостаточно диверсифицированы: вклад в ПИФе и инвестицию значительной доли сбережений в чрезвычайно переоцененные акции пяти технологических гигантов едва ли можно назвать хорошо диверсифицированным портфелем. Мне также не удалось убедить его, что данный им прогноз доходности вложений не имеет под собой никаких оснований. Кенни точно знал, что ему следует делать, и был абсолютно уверен в правильности выбранной им стратегии, ведь до сих пор она полностью себя оправдывала.

Действия Кенни представляют собой пример типичного поведения инвестора на пике бычьего рынка. Кенни не одинок — на рынке в то время были (и остаются сегодня) миллионы таких Кенни, которые по мере продолжения роста цен перестают трезво оценивать ситуацию. *Доход* — вот главное слово в словаре инвестора на бычьем рынке, тогда как *риск* — это лишь странное слово из четырех букв, значение которого многие успели позабыть. Однако на медвежьих и боковых рынках все обстоит совсем иначе.

ДЕПРЕССИЯ МЕДВЕЖЬЕГО РЫНКА

В периоды длительного падения цен складывается противоположная ситуация. Оптимизм участников бычьего рынка превращается в пессимизм, эйфория уступает место чувству глубокой тоски. За время растущего

рынка инвесторы привыкли покупать в моменты снижения цен. На первых этапах медвежьего рынка они по инерции продолжают делать то же самое, однако на этот раз, как правило, чем больше покупают, тем больше негативных эмоций испытывают (поскольку большинство сделок по покупке заканчивается потерей вложенных средств). Снижение цен, которое, как они полагают, является лишь временным отступлением назад, на деле оказывается очередной ступенью на пути долгосрочного падения, а значит, разочарование инвесторов растет.

Порог риска игроков остается неизменным, однако чувство риска значительно обостряется. Даже самый незначительный и маловероятный риск, который раньше просто остался бы незамеченным, разрастается в головах инвесторов, делающих, образно говоря, из мухи слона. Падающий рынок лишает многих как денежных средств, так и уверенности в себе. В конечном итоге инвесторы или со значительными потерями полностью закрывают свои позиции, или перестают предпринимать какие-либо действия, предоставляя событиям идти своим ходом. Непрочитанные ежемесячные отчеты из ПИФов и брокерских компаний отправляются из почтового ящика прямо в мусорную корзину, поскольку игроки не хотят лишних напоминаний о своем крахе. Цены достигают предела падения.

Медвежьи рынки сеют ужас среди инвесторов и накладывают отпечаток на психологию биржевой игры последующих поколений трейдеров, навсегда изменяя их отношение к рынку акций. До сих пор можно услышать истории о людях, которые пережили Великую депрессию и с тех пор отказываются покупать акции, храня все свои сбережения в облигациях Казначейства, золоте или наличных, закопанных у них во дворе (или спрятанных под матрасом). Акции, приобретенные накануне падения рынка в 1929 г., вернулись на уровень до начала их падения лишь через 25 лет.

Все долгосрочные падающие рынки, зафиксированные в XX столетии в США, за исключением обвала рынка в 1929 г., на самом деле можно отнести к разряду боковых (это заблуждение встречается довольно часто).

Хотя, как вкратце упоминалось в главе 1, падение 1929 г. нельзя назвать долгосрочным, поскольку оно продлилось менее трех лет, я считаю возможным рассматривать его вследствие присущих ему особенностей как долгосрочный падающий рынок. Как показано на рисунке 2.1, это был настоящий медвежий рынок, поскольку за 2 года 10 месяцев цены упали на 89%. С тех пор в США ни разу не происходило ничего сравнимого по масштабам с этим падением. Обвалу рынка предшествовал значительный рост — в течение пяти лет рынок вырастал в среднем на 18,5% в год. Однако вследствие неадекватной (по меньшей мере) политики Федеральной резервной системы вполне естественная, хотя и слегка преувеличенная коррекция после затянувшегося периода роста превратилась во внезапный обвал рынка. «Фактически Федеральная резервная система продолжала бороться с инфляционной лихорадкой больной экономики США еще долго после того, как ее пациент начал замерзать от величайшей дефляции в истории страны»².

Фондовый рынок негативно реагирует как на более высокий, чем ожидалось, уровень инфляции, так и на любые признаки дефляции. Федеральная резервная система США способна противостоять инфляции с большим успехом, чем дефляции, поскольку располагает для этого более разнообразными кредитно-денежными инструментами. Именно по этой причине со времен Великой депрессии Федеральная резервная система всегда старалась предпринимать упреждающие шаги по борьбе с дефляцией при первых признаках ее возникновения, даже если чрезмерное увеличение денежной массы могло привести к повышению темпов инфляции.

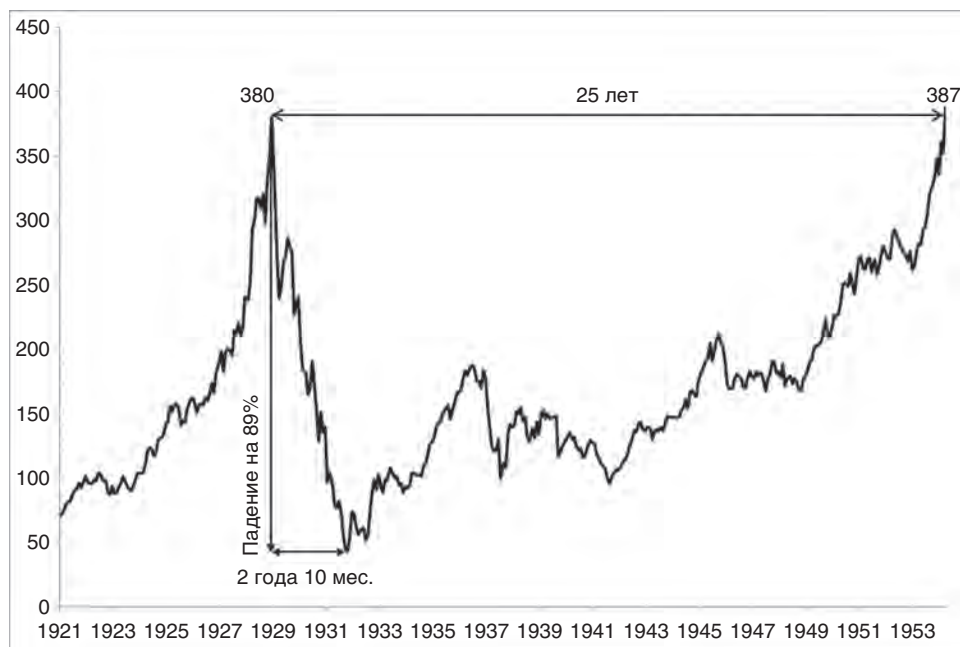


Рис. 2.1. Падение промышленного индекса Dow Jones (Dow Jones Industrial Average) в 1929 г.

«Образцовый» долгосрочный падающий рынок в Японии

Если говорить о других странах, то похожая ситуация наблюдалась в экономике Японии. Падение цен на японском рынке, которое продлилось 13 лет (рис. 2.2), — печальное доказательство неспособности центрального банка эффективно бороться с дефляцией. Японской индекс Nikkei 225 упал на 80% по сравнению с высокими отметками, установленными в 1989–1991 гг., пока не достиг предела падения в 2003 г. В течение более 10 лет страна боролась с дефляцией, вызванной глубоким банковским кризисом из-за невозврата кредитов, который начался после обвала рынка недвижимости.

Во второй половине 1980-х гг. экономика Японии стабильно росла при низком уровне инфляции и политике правительства по планомерному увеличению денежной массы. Для банков наступил период расцвета, поскольку в условиях растущей экономики и низкой инфляции объемы вкладов постоянно увеличивались. Полагая, что эра экономического благополучия продолжится, банки начали выдавать больше кредитов под залог недвижимости. Сильная экономика страны и доступное финансирование привели к росту цен на недвижимость, в результате чего строительные компании начали брать больше новых ссуд, которые банки давали им с большой охотой под залог имущества³.



Рис. 2.2. Долгосрочное падение японского индекса Nikkei 225

Затем, в 1990-х гг., мыльный пузырь японского рынка недвижимости лопнул, и цены на нее начали падать. Компании, оказавшиеся в больших долгах, были не в состоянии вернуть полученные кредиты в связи со значительным снижением стоимости имущества, заложенного в качестве обеспечения. Количество безнадежных кредитов росло. Активы банков начали обесцениваться, вынуждая их привлекать новые кредиты и продавать акции, в результате чего активы обесценивались еще сильнее. Развитие кризиса было постепенным: в 1990-х гг. темпы роста начали медленно снижаться, пока наконец не стали отрицательными.

Когда началось падение цен на недвижимость, банкам пришлось приступить к реализации заложенных активов (акций и недвижимости), что лишь усугубило падение цен. Средств, вырученных от реализации активов, было недостаточно для закрытия кредитов, и многие компании были объявлены неплатежеспособными.

Опасения по поводу будущего, нестабильность экономики и неопределенность на рынке труда вызвали значительное увеличение объемов сбережений — люди прекратили тратить деньги и начали активно скупать облигации Казначейства США и золото. Даже снижения ставки рефинансирования Центральным банком Японии до 0% оказалось недостаточно, чтобы побудить потребителей и организации вновь начать тратить деньги. Как утверждают многие, колоссальный размах экономического спада был обусловлен неэффективной системой банковского регулирования в стране.

Еще одним фактором, повлиявшим на силу и длительность дефляции в Японии, стал культурный аспект экономики: правительство предприняло меры с целью предотвратить банкротство фактически уже прекративших свое существование компаний, таким образом вмешавшись в самую суть капитализма (и дарвинизма) — процесс *созидательного* разрушения. Нежелание правительства проглотить горькую пилюлю привело экономику в заторможенное состояние, когда едва функционирующие компании, жизнь в которых поддерживалась искусственным путем, составили конкуренцию вполне здоровым организациям, мешая сильнейшим выйти вперед и пожиная плоды чужого успеха.

Остается надеяться на то, что Федеральная резервная система США, учтя печальный опыт Японии, будет использовать все средства, имеющиеся в ее арсенале, чтобы избежать глубины японского кризиса.

ЧТО ПРОИСХОДИТ ПРИ ДОЛГОСРОЧНОМ БОКОВОМ РЫНКЕ?

Эмоциональное состояние инвесторов на боковом рынке гораздо сложнее, чем при однозначном росте или понижении на бычьем и медвежьем рынках. Боковой рынок состоит из отдельных циклов и может включать этапы роста, понижения и периоды без четкого тренда. Тогда как в долгосрочном периоде средний уровень цен на боковом рынке остается практически без изменений, внутри его могут наблюдаться движение вверх, вниз или колебания на месте.

Как во время китайской пытки водой, когда жертва постепенно сходит с ума, инвестор на боковом рынке шаг за шагом теряет уверенность, поскольку большая часть его решений на протяжении длительного периода времени не приносит ему существенной выгоды. После нескольких лет незначительных выигрышей у него пропадает интерес к рынку акций, и он либо начинает искать другие инструменты для инвестиций, либо совсем покидает рынок. Так, после разрыва интернет-пузыря в конце 1990-х гг. и перехода рынка в бестрендовый период с высокой волатильностью многие инвесторы переместились на рынок недвижимости или обналичили оставшиеся у них средства и вышли из игры.

Перемещение инвесторов с рынка акций на рынок недвижимости легко проследить по данным таблицы 2.1, в которой сравниваются средний рост цен на жилую недвижимость в США и динамика

индекса S&P 500 за три пятилетних периода. В 1990-х гг., когда индекс S&P 500 удваивался приблизительно каждые пять лет, цена на недвижимость увеличивалась лишь на несколько процентов в год. Однако в 2000–2005 гг. S&P 500 снизился на 5,5% (внутри указанного периода индекс сначала упал более чем на 35% с декабря 2000 г. по март 2003 г., но к концу 2005 г. смог отвоевать большую часть потерь), и инвесторы, недовольные низкими доходами, перевели свои средства с рынка акций на рынок недвижимости. Это, а также действовавшая в течение нескольких десятилетий низкая ставка рефинансирования привели к росту средней цены на жилую недвижимость на 54% за вышеупомянутый период времени.

Таблица 2.1. Сравнение динамики индекса S&P 500 и средней цены на жилую недвижимость в США

	Индекс S&P 500, %	Средняя цена на жилую недвижимость, %
31.12.1990–31.12.1995	86,5	13,2
31.12.1995–31.12.2000	114,4	28,3
31.12.2000–31.12.2005	–5,5	54,0

Источники: S&P 500 — база данных Compustat© компании Standard & Poor's; средняя цена на жилую недвижимость — Бюро переписи населения США

На боковых рынках каждый период роста — лишь короткий цикл. Он длится не более двух лет (а иногда лишь несколько месяцев) и сменяется циклом падения, на смену которому может прийти боковой цикл (что еще больше запутывает ситуацию). Боковые рынки многократно имели место в различных вариациях. На рисунке 2.3 показан боковой рынок 1966–1982 гг. (типичный пример такого рынка), который состоит из нескольких циклов роста и падения курсов, а также одного бокового цикла.

На боковом рынке невозможно определить постоянное направление изменения цен — вверх или вниз (как на рынке 1966–1982 гг.). С течением времени, по мере того как надежда на повышение доходности тает, инвесторы теряют интерес к рынку, что приводит к дальнейшему снижению коэффициента цена/прибыль, усугубляя состояние неопределенности на рынке и безразличия инвесторов. Образуется порочный круг. У читателя мог возникнуть вопрос: «Как понять, что период бокового рынка подошел к концу?» Ответ на него я попытаюсь дать в главе 3.

ВОЛАТИЛЬНОСТЬ НА БЫЧЬЕМ И БОКОВОМ РЫНКАХ

Доходность акций на боковых рынках подвержена почти таким же сильным колебаниям, как на бычьих рынках. Как видно из нескольких

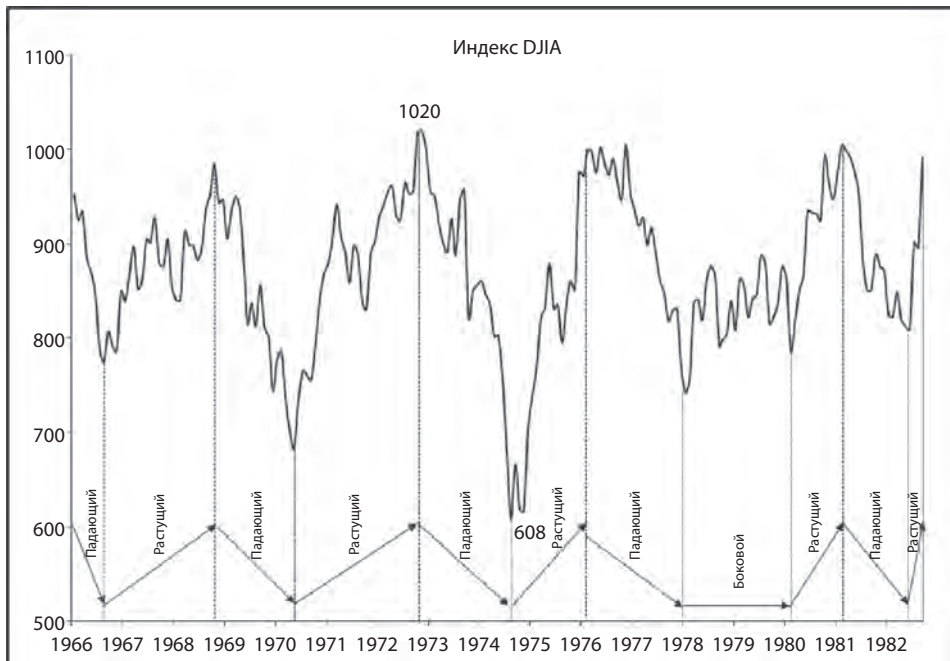


Рис. 2.3. Долгосрочный боковой рынок (1966–1982 гг.)

приведенных ниже примеров таких рынков, большая часть колебаний доходности на них направлена, как и динамика изменения стоимости акций, в сторону увеличения. Однако на боковых рынках наблюдается совершенно иная картина — для них среднее значение доходности с течением времени, как правило, не меняется. Как показано на приведенных ниже диаграммах, несмотря на высокую волатильность, в целом изменение доходности в большую сторону уравнивается изменением в меньшую.

На рисунках 2.4–2.9 показаны колебания доходности, которые я разделил на три диапазона: значительные колебания вверх (более чем на 10% в годовом исчислении), значительные колебания вниз (более 10%) и средний сегмент (изменение доходности в пределах от +10% до –10%). Я рассчитал доходность S&P 500 за каждые 12 месяцев, разбил ее на отдельные месяцы, чтобы построить диаграммы, а затем рассчитал процент времени, которое приходится на каждый из вышеперечисленных диапазонов.

Рассмотрим колебания доходности на боковом рынке 1966–1982 гг., которые показаны на рисунке 2.6. На изменения доходности в пределах среднего диапазона приходится только 44% общего времени. Что касается значительных изменений доходности в положительную и отрицательную

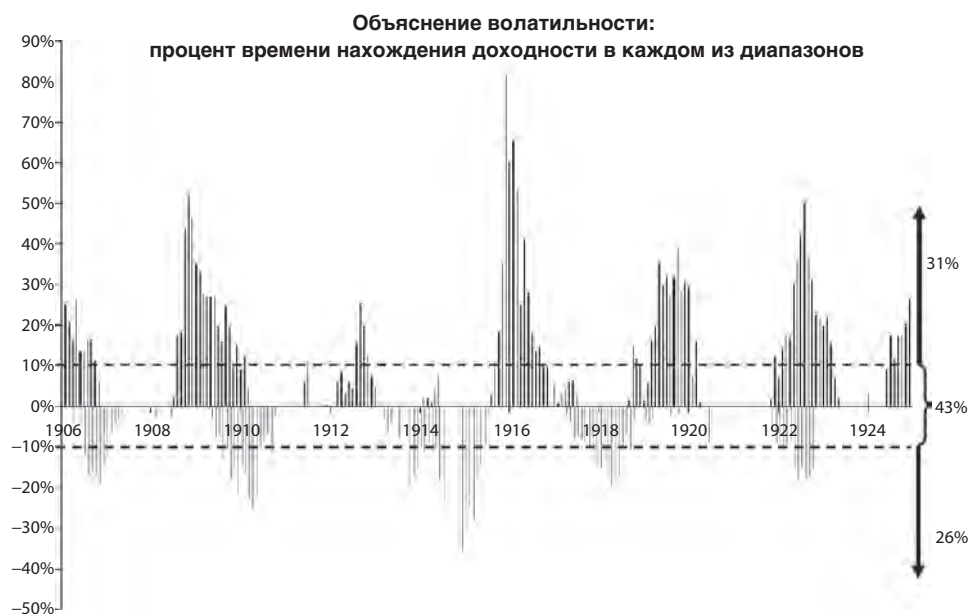


Рис. 2.4. Волатильность на боковом рынке (1906–1924 гг.)

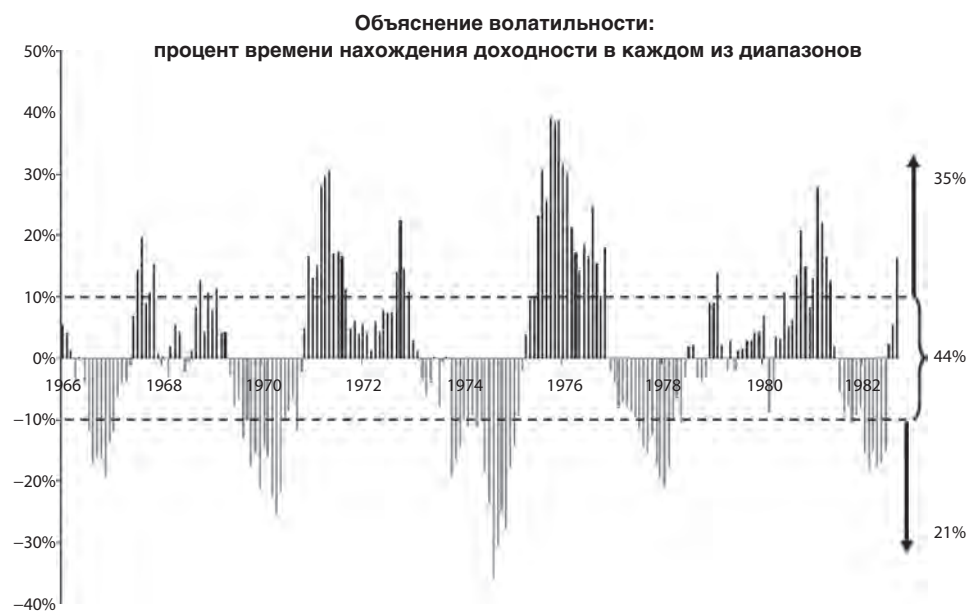


Рис. 2.5. Волатильность на боковом рынке (1966–1982 гг.)

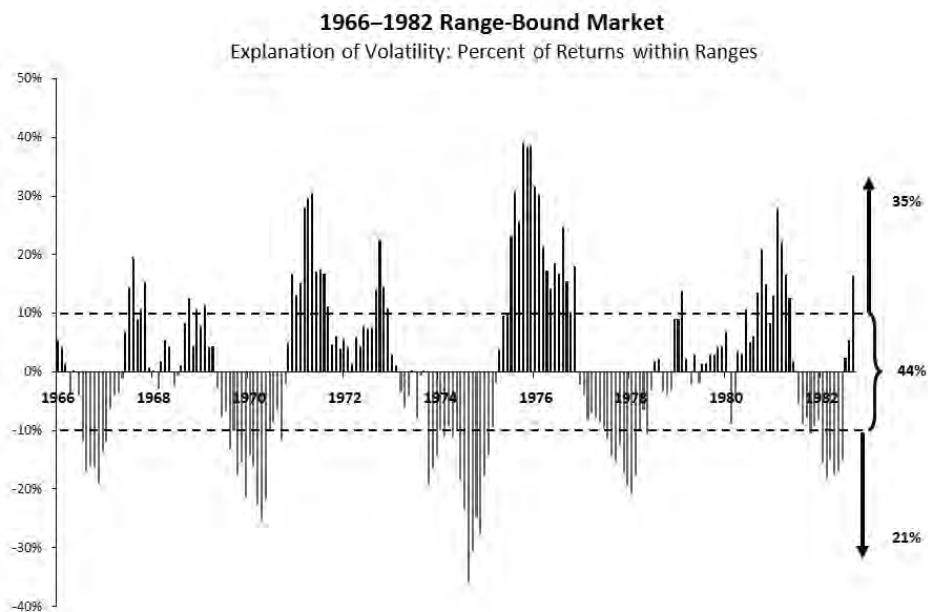


Рис. 2.6. Волатильность на боковом рынке (1966–1982 гг.)



Рис. 2.7. Волатильность на бычьем рынке (1932–1936 гг.)

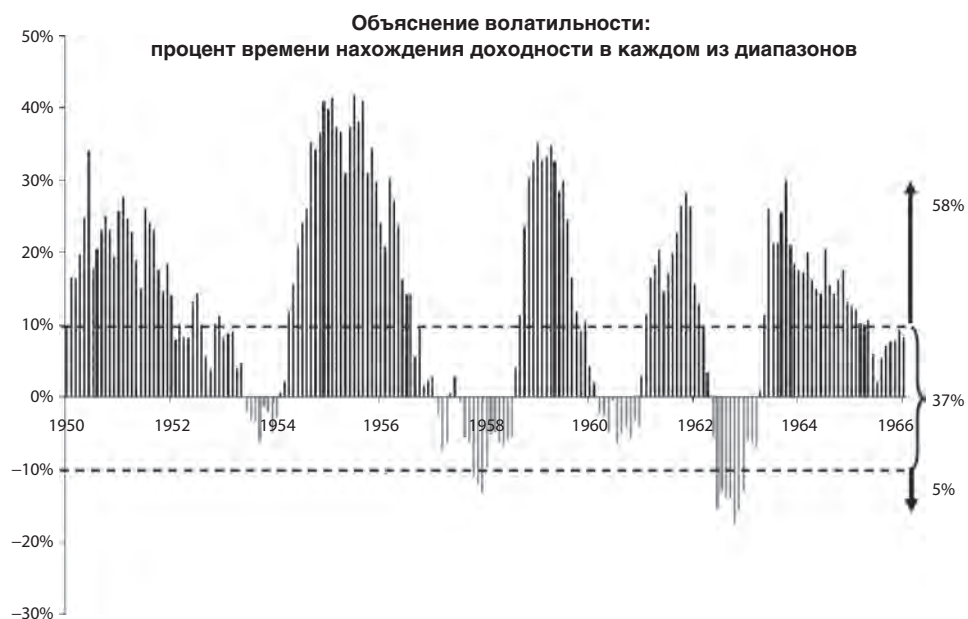


Рис. 2.8. Волатильность на бычьем рынке (1950–1966 гг.)

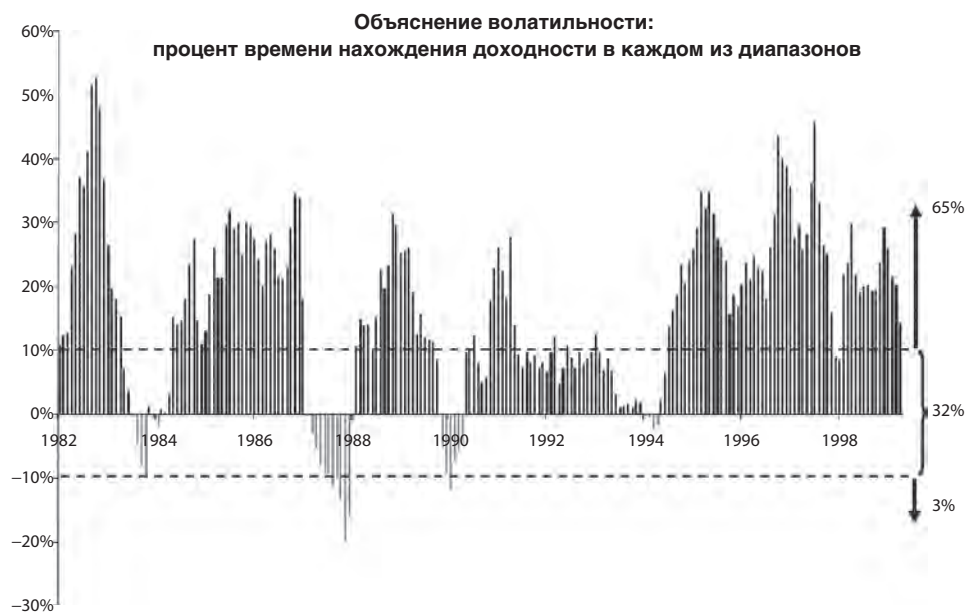


Рис. 2.9. Волатильность на бычьем рынке (1982–1998 гг.)

**Объяснение волатильности:
процент времени нахождения доходности в каждом из диапазонов**

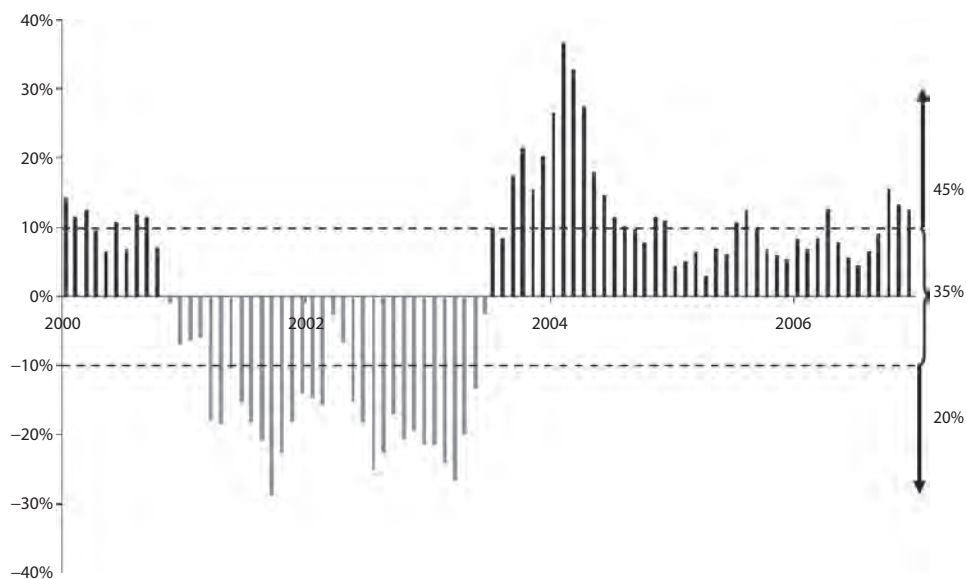


Рис. 2.10. Волатильность на боковом рынке (2000–2006 гг.)

стороны, они сравнимы между собой — 35 и 21% соответственно. Аналогичная картина волатильности наблюдалась и для других бестрендовых периодов в XX в. (рис. 2.4 и 2.5).

Теперь рассмотрим волатильность на растущем рынке 1982–2000 гг., которая показана на рисунке 2.9. На этот раз на колебания в пределах среднего диапазона приходится приблизительно лишь 33% времени, на значительные колебания вниз — около 3%, тогда как на значительные колебания вверх — 65%. Как видно из рисунков 2.7 и 2.8, на других долгосрочных растущих рынках ситуация была схожей.

Колебания доходности в 2000–2006 гг., показанные на рисунке 2.10, напоминают ситуацию на предыдущих боковых рынках (рис. 2.4, 2.5 и 2.6). На протяжении шести лет акции колебались то вверх, то вниз с сохранением высокой волатильности.

Математика фондового рынка, или Совокупный доход от акций

Сначала добудьте факты, а потом можете исказить их как угодно.

Марк Твен

Даже если вы читаете эту книгу через много лет после ее публикации (на что я очень надеюсь), все понятия, изложенные в этой главе, остаются актуальными, если только фондовый рынок не оценивает акции значительно ниже среднего уровня. Насколько низкой должна быть рыночная оценка, чтобы главу 3 по-прежнему нужно было читать? Ну, я думаю, этот вопрос похож на спор о том, что же появилось раньше: курица или яйцо. Чтобы понять, стоит ли читать эту главу дальше, ее необходимо читать дальше.

В ней мы рассмотрим источники совокупного дохода от акций. Как показано на рисунке 3.1, с чисто арифметической точки зрения инвесторы в акции получают доход из двух источников: от прироста капитала и дивидендов. Прирост капитала включает в себя увеличение коэффициента «цена/прибыль» и прирост прибыли, в то время как дивидендный доход



Рис. 3.1. Математика фондового рынка

зависит от коэффициента доходности (отношение прибыли на акцию к цене) и дивидендных выплат (отношение дивиденда к прибыли).

В таблице 3.1 показаны источники доходности для различных типов долгосрочных рынков. На протяжении всей главы мы будем часто обращаться к этой таблице.

ИСТОЧНИКИ ПРИРОСТА КАПИТАЛА: ПРИРОСТ ПРИБЫЛИ

Я заканчиваю писать эту книгу в начале 2007 г. и в интересах читателя стараюсь использовать все необходимые данные, касающиеся курсов акций и индексов, по состоянию на 31 декабря 2006 г. Однако на сегодняшний день в моем распоряжении есть не все данные; по некоторым экономическим показателям и показателям прибыли за IV квартал 2006 г. еще не составлены отчеты или они не опубликованы. Чтобы получить самую полную и точную картину, вместо отсутствующих данных я буду использовать оценки экспертов за IV квартал 2006 г.

Дело не в экономике

Можно ли объяснить рост на фондовых рынках сверхбыстрым экономическим ростом? Причина бокового рынка — слабый рост экономики? Ответы на эти вопросы: «нет» и «точно нет» соответственно.

Хотя в каждодневной суете фондового рынка это сложно заметить, в долгосрочной перспективе курсы акций определяются двумя факторами: приростом (или снижением) прибыли E и/или увеличением (или снижением) коэффициента P/E .

Из таблицы 3.2 видно, что между динамикой курсов, экономическим ростом (например, ВВП, доходами экономики) и увеличением корпоративной прибыли трудно установить связь. В 1940-е гг. номинальный ВВП вырос на 11,2%, а прибыль на акцию* компаний, входящих в индекс S&P 500, — на 7,7%, однако курсы акций увеличились лишь на 2,9% (корпоративная прибыль — это номинальные, т.е. без учета инфляции, доходы компании; поэтому мы сравниваем их с номинальным, а не реальным ВВП). За 1950-е гг. и ВВП, и прибыль на акцию компаний из индекса S&P 500 выросли не так сильно: на 6,3 и 5,4% соответственно, однако курсы акций увеличились значительно — на 13,6%.

Можно ли объяснить низкие темпы роста на фондовом рынке высокой или низкой инфляцией? Вероятно, увеличение доходов от акций в 1950-е гг. было спровоцировано сверхнизкой инфляцией, составлявшей 2,1%. Однако в целом низкая инфляция — это не первопричина: в 1960-е гг. она была еще ниже (1,9%), в то время как годовой уровень роста курса акций в этот период составлял 4,4%. Высокая инфляция тоже не может служить ориентиром для инвесторов, поскольку в 1970-е гг. она взлетела

* Прибыль на акцию (англ. *Earnings per share, EPS*) — финансовый показатель, равный отношению **чистой прибыли** компании, доступной для распределения, к среднегодовому числу обыкновенных **акций**. — Прим. пер.

Таблица 3.1. Состав среднерыночной доходности в годовом исчислении

	Медвежий рынок	Боковые рынки					Бычьи рынки		
	1929–1932	1906–1924	1937–1950	1966–1982	Среднее	1950–1966	1982–2000	Среднее	
Прирост прибыли	–28,1%	2,5%	7,6%	6,6%	5,6%	4,7%	6,5%	5,6%	
+ / – Рост коэфф. P/E	–12,5	–2,2	–7,4	–4,2	–4,6	6,3	7,7	7,0	
= Доход от акций	–37,1	0,2	–0,3	2,1	0,7	11,3	14,7	13,0	
+ Дивидендный доход	7,1	5,9	5,7	4,1	5,3	4,3	3,0	3,7	
Общий доход	–32,6	6,1	5,4	6,3	5,9	16,0	18,2	17,1	
Инфляция / Дефляция	–8,4	3,8	4,0	7,0	4,9	1,9	3,2	2,5	
Общий реальный доход	–26,4	2,2	1,3	–0,6	1,0	13,9	14,6	14,2	

Таблица 3.2. Доходность по десятилетиям

Десятилетие	Номинальный ВВП, %	Реальный ВВП, %	S&P 500 EPS, %	Инфляция / Дефляция, %	S&P 500	
					Доход только от акций, %	Общий доход, %
1930–1940	–1,4	0,5	–5,0	–1,9	–5,3	0,0
1940–1950	11,2	5,9	7,7	5,0	2,9	8,9
1950–1960	6,3	3,8	5,4	2,1	13,6	19,3
1960–1970	6,6	4,5	5,6	1,9	4,4	7,8
1970–1980	9,7	3,2	7,9	6,3	1,7	5,8
1980–1990	8,3	3,1	5,5	6,3	12,5	17,3
1990–2000	5,6	3,0	7,1	3,4	15,1	18,0
1930–2000	6,7	3,5	5,2	3,3	6,5	11,0
Бычьи рынки	4,8	3,7	5,0	0,8	12,6	17,4
Боковые рынки	9,3	4,0	7,0	5,5	2,2	7,3

до 6,3%, а акции выросли всего лишь на 1,7%. На протяжении 1980-х гг. инфляция оставалась равной 6,3%, однако акции выросли на 12,5%.

Судя по данным, представленным в таблице 3.2, сложно сделать вывод о наличии связи между темпом экономического роста и трендом (бычьим, медвежьим или «львиным»), доминирующим на фондовом рынке. Эта связь, безусловно, существует, однако периоды, когда она не просматривается, порой длятся десятилетиями.

Давайте посмотрим, можно ли, анализируя экономическую статистику, определить «животное, царствующее на рынке с долгосрочным трендом». В таблице 3.3 показаны номинальный и реальный рост ВВП, прирост прибыли компаний, входящих в индекс S&P 500, и инфляция во время последних пяти рынков с долгосрочными трендами в Соединенных Штатах (с 1930 по 2000 г.). Все рынки разделены на две группы: «Альфа» и «Бета». Попробуйте угадать, на каких рынках наблюдался долгосрочный боковой тренд, а на каких — долгосрочный бычий тренд.

Таблица 3.3. Угадайте тренд

Рынок «Альфа»				
Десятилетие	Номинальный ВВП, %	Реальный ВВП, %	S&P 500 EPS, %	Инфляция / Дефляция, %
Первый случай	9,4	5,3	7,9	3,9
Второй случай	9,3	2,7	6,1	7,0
Среднее для рынков «Альфа»	9,3	4,0	7,0	5,5
Рынок «Бета»				
Десятилетие	Номинальный ВВП, %	Реальный ВВП, %	S&P 500 EPS, %	Инфляция / Дефляция, %
Первый случай	1,8	3,2	2,7	-2,8
Второй случай	6,4	4,1	4,8	1,9
Третий случай	6,3	3,7	7,5	3,3
Среднее для рынков «Бета»	4,8	3,7	5,0	0,8

Вы догадались? Как видите, найти существенную разницу между экономическими показателями боковых и бычьих рынков трудно. В группе рынков «Альфа» были боковые рынки, а в группе «Бета» — бычьи.

По данным из таблиц 3.2 и 3.3 видно, что реальный рост ВВП оставался постоянным во время трех последних бычьих рынков и двух последних боковых рынков. Экономика США постоянно росла в реальном выражении (за вычетом инфляции) на протяжении примерно последних 70 лет, если их разбить на десятилетия (см. табл. 3.2 «Доходность по десятилетиям») и длительные рыночные циклы (табл. 3.4 «Доходность по рынкам»).

Таблица 3.4. Доходность по рынкам

Долгосрочный тренд	Годы	Номинальный ВВП, %	Реальный ВВП, %	S&P 500 EPS, %	Инфляция / Дефляция, %	S&P 500	
						Доход только от акций, %	Общий доход, %
Бычий	1932-1937	1,8	3,2	2,7	-2,8	15,1	21,8
Боковой	1937-1950	9,4	5,3	7,9	3,9	1,1	6,9
Бычий	1950-1966	6,4	4,1	4,8	1,9	9,2	13,7
Боковой	1966-1982	9,3	2,7	6,1	7,0	3,4	7,7
Бычий	1982-2000	6,3	3,7	7,5	3,3	13,4	16,7
Среднее для бычьих рынков		4,8	3,7	5,0	0,8	12,6	17,4
Среднее для боковых рынков		9,3	4,0	7,0	5,5	2,2	7,3

Что интересно, рост прибыли компаний, входящих в индекс S&P 500 (табл. 3.4), был выше во время боковых рынков. Однако если исключить из рассмотрения бычий рынок 1932–1937 гг., рост прибыли в 7% на боковых рынках окажется ненамного больше аналогичного показателя (6,1%) двух последних бычьих рынков, включенных в таблицу.

Темпы экономического роста (когда он был положительный) практически не влияли на долгосрочную доходность акций и тренд на фондовом рынке. Хотя в краткосрочной перспективе рост ВВП и прибыли привел к относительно коротким (циклическим) рыночным колебаниям, в долгосрочной перспективе (пока темпы роста были положительными) на рынке с одинаковой вероятностью мог начаться как долгосрочный бычий тренд, так и долгосрочный боковой тренд. Таким образом, можно сделать вывод, что прирост прибыли и жизнеспособность экономики не влияли на формирование бычьего или бокового трендов.

«А как насчет процентных ставок?» — спросите вы. Прекрасный вопрос! На рисунке 3.2 приведены коэффициент доходности индекса S&P 500 (расчитанный на основе прибыли компаний за последний год) и доходность долгосрочных облигаций. Согласно «модели ФРС», которую экономисты используют, чтобы объяснять высокие цены на фондовом рынке, между долгосрочными казначейскими облигациями и доходностью акций (которая выражена доходностью по прибыли, т. е. отношением прибыли к цене) существует тесная связь. Хотя название модели подразумевает, что она одобрена ФРС, это не так. Ее создал Эд Ярдени, когда был аналитиком в Prudential Securities¹.

Изучив последний полный цикл 1966–2000 гг., состоявший из одного бокового и одного бычьего рынков (рис. 3.2), мы увидим, что «модель ФРС» точно предсказала движение курсов акций по отношению к процентным ставкам (предположим, вы можете прогнозировать ставки). С 1966 по 1982 г. долгосрочные процентные ставки росли, и годовая доходность облигаций тоже росла (коэффициенты Р/Е падали). С 1982 по 2000 г. ставки падали, и доходность тоже падала (коэффициенты Р/Е росли). С логической точки зрения это легко объяснить: акции и облигации соревнуются за капитал инвесторов, поэтому более высокие процентные ставки делают акции менее привлекательными, и наоборот. Однако если мы взглянем на другие долгосрочные рынки, то увидим, что зависимость между коэффициентом доходности и процентными ставками небесспорна.

Во время бокового рынка 1906–1924 гг. процентные ставки увеличились с 3,4 до 3,9% — незначительное изменение с любой точки зрения. В течение следующего бокового рынка (1937–1950 гг.) они упали с 2,7 до 2,3%, и опять нельзя говорить о существенном колебании. Ставки также уменьшались во время медвежьего тренда в 1929–1932 гг., что объясняется дефляцией, наблюдавшейся в тот период. Они последовательно снижались во время бычьих рынков 1924–1929 гг., 1932–1937 гг. и 1982–2000 гг., но во время бычьего рынка 1950–1966 гг. возросли с 2,3 до 4,6%.

За исключением периода с 1966 по 2000 г., существенную зависимость между процентными ставками и долгосрочным трендом установить сложно.

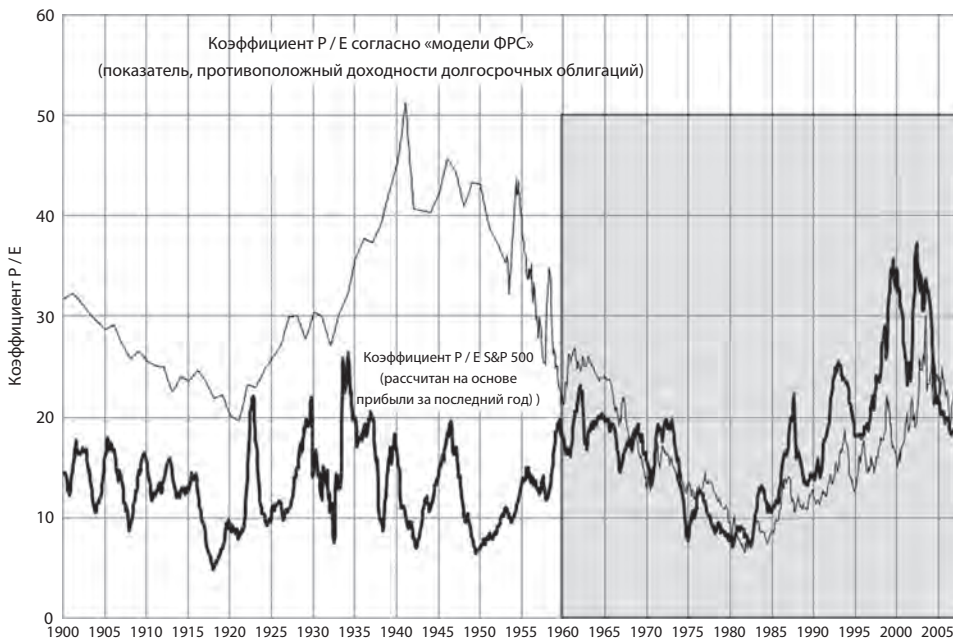


Рис. 3.2. Работает ли «модель ФРС»? Процентные ставки и коэффициент доходности индекса S&P 500

Если рост прибыли останется на том же уровне, что и в прошлом, то доходы инвесторов будут зависеть от коэффициентов P/E. Хотя предположение о непрерывности экономического роста может показаться необоснованным, это не так. На протяжении всего XX в., за исключением Великой депрессии (табл. 3.2, 3.3 и 3.4), рост экономики был довольно стабильным. Несмотря на более высокую волатильность по сравнению с реальным ВВП, прибыль постоянно, десятилетие за десятилетием, увеличивалась вне зависимости от тренда (бычьего, медвежьего или «львиного»), доминирующего на фондовом рынке.

Миф: прибыль все время росла быстрее, чем ВВП

Корпоративная прибыль проиграла гонку ВВП. Вопреки распространенному мнению, в XX в. прибыль компаний увеличивалась не быстрее номинального ВВП. На самом деле, если сравнить рост ВВП и прибыли по десятилетиям (табл. 3.2), станет очевидно, что рост прибыли компаний, входящих в индекс S&P 500, обогнал рост ВВП всего однажды — в 1990-е гг., когда номинальный ВВП увеличился на 5,6%, а прибыль таких компаний — на 7,1%. По этой причине, а также из-за сверхбыстрого увеличения прибыли в середине 2000-х гг. многие инвесторы стали считать, что в будущем рост прибыли, скорее всего, превзойдет рост номинального ВВП.

С 2002 по 2005 г., после сильного падения прибыли в 2001 г., прибыль компаний, включенных в индекс S&P 500, стала быстро увеличиваться, значительно обгоняя рост ВВП, равный 5,4%. Многих инвесторов этот неожиданный факт застал врасплох.

Как видно на рисунке 3.3, в 2004 и 2005 гг. прибыль компаний S&P 500 выросла более чем на 20%, а в 2006 г. — еще на 6%. Ошеломляющий рост корпоративной прибыли превысил темпы роста ВВП, который в 2004 г. достиг 7%, а в 2005 и 2006 гг. несколько снизился.

Сверхбыстрый рост прибыли после 2002 г. объясняется двумя причинами.

1. Во время рецессии 2001 г. прибыль компаний, включенных в индекс S&P 500, уменьшилась наполовину. В основе последующего роста лежали сниженные начальные показатели (рис. 3.3).
2. После 2003 г. рост объяснялся увеличением маржи прибыли до уровня выше среднего (рис. 3.4). Как мы скоро узнаем, подобный рост носит ограниченный характер.

Маржа прибыли

Маржа прибыли — это, наверное, один из тех финансовых показателей, которые чаще других возвращаются к средним значениям, и если маржа не стремится к среднему, то с капитализмом что-то случилось. Если высокая прибыль не привлекает конкурентов, то что-то не так со всей системой, и она неправильно функционирует.

Джеремии Грэнтем, Barron's

Возможно, сейчас новый период, когда прибыль компаний растет быстрее ВВП. Связующим звеном между этими двумя показателями является маржа прибыли. Судя по всему, причиной колоссального роста прибыли компаний стало увеличение маржи прибыли с 7% на конец III квартала 2001 г. до впечатляющих 12,4% в III квартале 2006 г. (рис. 3.4). По мере того как растет маржа прибыли, компании оставляют у себя все больше и больше выручки от продаж, что ведет к увеличению прибыльности. Сравним показатели разных лет: с 1981 по 2006 г. средняя маржа прибыли американских компаний составляла приблизительно 8,8%, т.е. на 3,6% меньше, чем в конце 2006 г.

Может быть, это таким образом окупаются миллиарды долларов, вложенные в увеличение производительности в 1990–2000-х гг.? Неужели настала новая эра, когда компании добиваются высокой эффективности с помощью новейших технологий? Экономика перешла на новую ступень развития, для которой характерна более высокая маржа прибыли? Ответ на все вопросы — «нет».

Ошибка композиции

Огромные инвестиции американских компаний в новые технологии не пропадают даром. Благодаря инновациям они стали работать более

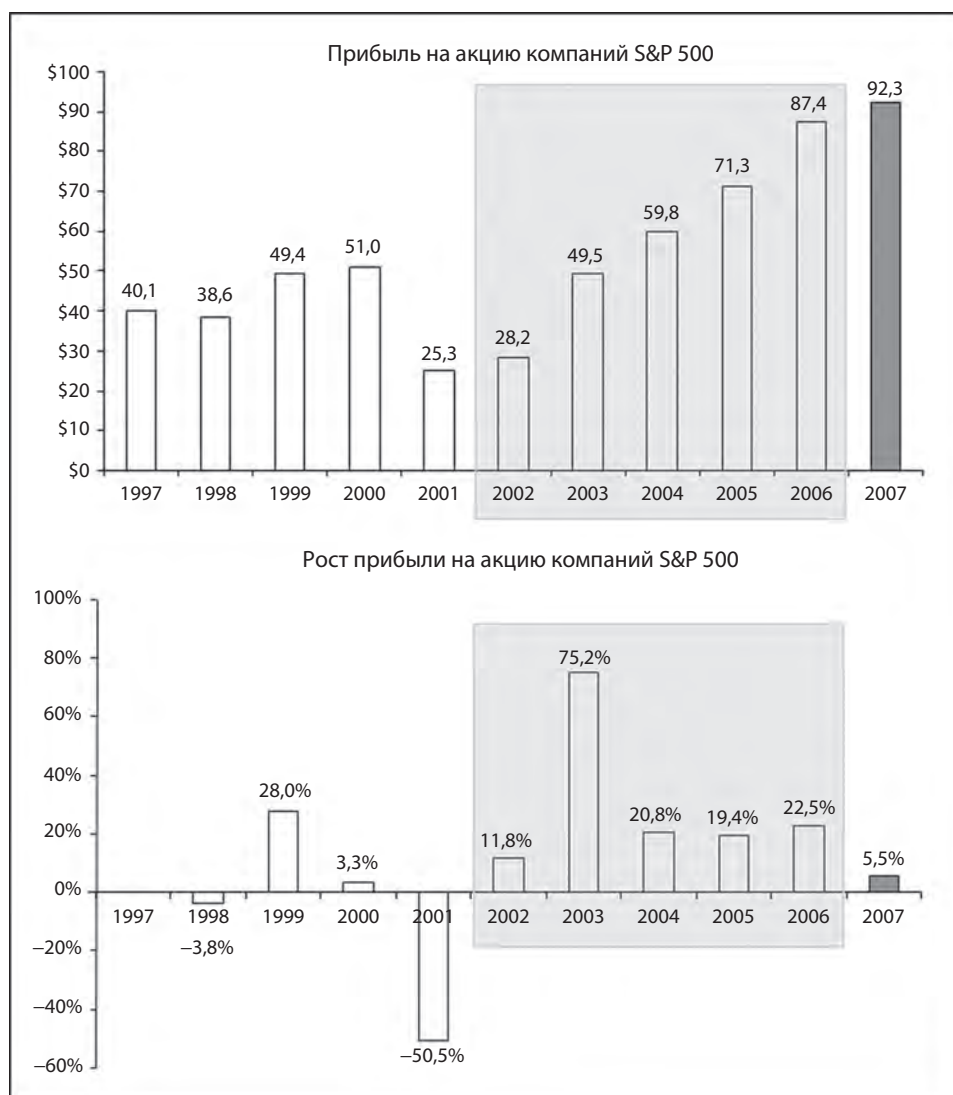


Рис. 3.3. Прирост прибыли компаний, включенных в индекс S&P 500

Источник: Standard & Poor's Compustat (значения EPS за 2006 и 2007 гг. носят оценочный характер)

эффективно, производить больше продукции с меньшими затратами (повысили производительность). Это хорошая новость. Плохая новость в том, что новейшие технологии доступны всем. Oracle, например, продаст свое программное обеспечение любой компании, которая в состоянии написать Oracle на многомиллионном чеке. Это как раз тот случай, когда с легкостью можно допустить так называемую ошибку композиции (что правильно

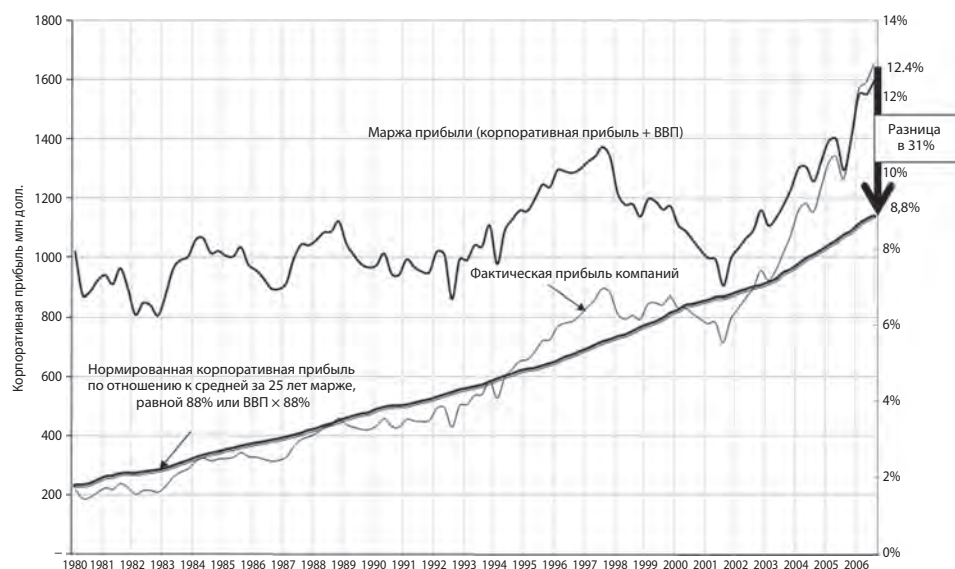


Рис. 3.4. Будущее корпоративной прибыли: прибыль в соотношении «цена/прибыль»

Источник: Бюро экономического анализа, США (<http://www.bea.gov>)

для частного, может быть неправильно для целого). Хотя благодаря новым технологиям компания, которая первая вложила в них средства, может уменьшить свои расходы и стать более конкурентоспособной, другие компании не будут смотреть, как их «денежный пирог» ест более успешный конкурент. Тех, кто будет почивать на лаврах, вытеснят из бизнеса. Другие будут приспосабливаться, выписывая чеки на огромные суммы для Oracle или Microsoft, и в конечном счете догонят конкурентов, лишив их высокой маржи. Таким образом, утверждение, справедливое для одной компании, неверно для отрасли в целом.

Как бы мы ни хотели верить в то, что новые технологии, повышающие производительность, увеличивают прибыльность компаний, история говорит об обратном. К примеру, когда-то Wal-Mart изменила ситуацию в розничном бизнесе, установив революционные (на тот момент) системы управления запасами и распределения. Благодаря сокращению расходов компания смогла снизить цены для потребителей и вытеснить с рынка менее эффективных конкурентов.

Однако сегодня технологии, используемые Wal-Mart, доступны любой корпорации, которая хочет выжить в современном розничном бизнесе. Даже такие компании, как Dollar General, магазины которой по площади не больше нескольких туалетов в супермаркете Wal-Mart, подписали крупные договоры с Manhattan Associates и установили системы непрерывной инвентаризации и автоматического заказа товаров. Эти инвестиции

позволят компании остаться на рынке и выжить в новой конкурентной среде, но вряд ли помогут ей намного увеличить маржу по сравнению с нынешним уровнем.

Одним словом, рост прибыли, скорее всего, уже достиг своего предела, по крайней мере в части, связанной с новыми технологиями, которые компании внедряли последние 10 лет. Может быть, в дальнейшем мы станем свидетелями новых технических прорывов, которые приведут к увеличению прибыли, однако это займет не одно десятилетие и станет лишь временным (подчеркиваю — *временным*) стимулом для увеличения маржи прибыли компаний.

Должны ли инвесторы беспокоиться из-за небывало высокой маржи?

На рисунке 3.4 также показано, какой была бы корпоративная прибыль, если бы маржа всегда оставалась на среднем уровне, т. е. показана нормированная прибыль. Я взял 8,8% (среднерыночная маржа прибыли за последние 25 лет) и умножил на ВВП. Как видим, каждый раз, когда корпоративная прибыль (маржа прибыли) становилась выше нормированной, она начинала изменяться в обратном направлении. На графике также видно, что в начале 2007 г. маржа все еще колеблется на уровне выше среднего. Если она начнет снижаться и остановится на среднем значении, то корпоративная прибыль упадет на 31%.

В 2007 г. оценка фондового рынка выше, чем может показаться. Рано или поздно маржа вернется на средний статистический уровень, и рост корпоративной прибыли либо замедлится (к разочарованию аналитиков с Уолл-стрит), либо начнет снижаться, увлекая вниз показатель прибыли Е, т. е. знаменатель в коэффициенте Р/Е. Инвесторы, вкладывающие средства в индексы широкого рынка, могут оказаться в неприятной ситуации, когда дешевый рынок неожиданно подорожает. Если маржа прибыли вернется к средним значениям, которые наблюдались последние 25 лет, корпоративная прибыль также снизится. (Примечание: это может стать толчком к началу следующего циклического медвежьего рынка; инвесторы привыкли к двузначному росту прибыли, но вместо этого он будет снижаться или стагнировать.)

Мы не будем затрагивать макроэкономические аспекты, но почему все вышесказанное имеет большое значение для инвесторов, которые владеют отдельными акциями? Дело в том, что компании, у которых нет устойчивого конкурентного преимущества («рва с водой» вокруг бизнеса, как говорит Уоррен Баффетт), не смогут долго получать прибыль от более высокой производительности. Ее сведет на нет рыночная конкуренция, и их маржа прибыли уменьшится. Вы владеете акциями одной из таких компаний? Я настоятельно рекомендую вам обратить внимание на компании с небывало высокой маржей и изучить конкурентную среду, в которой они работают, а также имеющиеся у них устойчивые конкурентные преимущества².

Рост ВВП, скорее всего, обгонит темпы роста корпоративной прибыли в течение следующих нескольких лет, поскольку маржа прибыли начала снижение до среднего уровня, увлекая за собой прирост прибыли.

Ошибочное понимание возврата к среднему

Термин «возврат к среднему» часто понимается инвесторами неправильно. Все знают, что среднее — это промежуточная точка между высокими и низкими значениями. Путаница обычно возникает, когда инвесторы пытаются применять идею возврата к среднему на практике. Маржа прибыли является одним из тех финансовых показателей, которые сильнее всего стремятся к среднему статистическому уровню. Инвесторы часто полагают, что, когда происходит возврат к среднему, тот или иной финансовый показатель замирает на среднем уровне, однако это не так.

Может быть, маржа прибыли и остановится на среднем уровне, однако само понятие подразумевает иное. Оно относится к *направлению*, в котором изменяется показатель. Предположим, среднее значение того или иного показателя является промежуточной точкой между высокими и низкими значениями, тогда, двигаясь через среднее, этот показатель должен достигнуть другого крайнего значения. Если маржа прибыли находится на уровне выше среднего, рано или поздно она должна опуститься на уровень ниже среднего, и наоборот. То же самое справедливо в отношении других финансовых показателей, для которых характерен возврат к среднему (прибыль на капитал, коэффициент P/E и др.).

Возможно, если бы возврат к среднему назывался как-то иначе — например, «обратное движение через среднее», — никто бы не ждал, что коэффициенты P/E и маржа прибыли автоматически остановятся на среднем уровне.

ИСТОЧНИКИ ПРИРОСТА КАПИТАЛА: КОЭФФИЦИЕНТ «ЦЕНА/ПРИБЫЛЬ»

Составляющие коэффициента P/E

Чтобы понять, как формируется рыночная оценка акций, необходимо рассмотреть ее составляющие. В этом разделе мы подробно остановимся на оценке акций фондовым рынком, и нам придется использовать профессиональный жаргон. Если вы знаете значение всех терминов, можете пропустить этот раздел. Если нет, то я объясню вам их смысл.

Возьмем фразу «Коэффициент P/E , рассчитанный на основе прибыли за последние 12 месяцев (один год, три года, пять лет, десять лет)». Существует множество различных коэффициентов, являющихся отношением цены акции к какому-либо финансовому показателю («цена / денежный поток», «цена / балансовая стоимость», «цена / продажи», «цена / квадратный метр» и т.п.).

Сперва мы должны разобраться, что означает коэффициент «цена/прибыль» (P/E). Под ценой, как правило, понимают курс акции или значение индекса на определенную дату. Этот показатель обычно постоянный. Единственным исключением являются данные Роберта Шиллера (относительно индексов DJIA, S&P, цен, прибыли, дивидендов, CPI), размещенные на его веб-сайте (<http://www.econ.yale.edu/~shiller/>); на них я часто ссылаюсь в своей книге. Шиллер использует не заключительную цену акции в определенный месяц, а среднее значение цены за весь месяц. Он подчеркивает, что инвесторы покупают акции в течение всего месяца, а не только в последний день во время закрытия торговой сессии. Следовательно, средняя цена за месяц — более корректный показатель изменений курса.

В коэффициентах с ценой P в числителе сильнее всего колеблется знаменатель. В коэффициенте P/E «цена/прибыль» в знаменателе могут стоять средние показатели прибыли за различные промежутки времени, о чем дополнительно сообщается говорящим. (Например, можно найти отношение цены акции к средней прибыли компании за последние 12 месяцев, пять лет и т.д.)

Зачем при подсчете коэффициента P/E использовать средние значения прибыли за десять, пять лет и три года? Чтобы исключить краткосрочные колебания курсов. Годичные колебания этого коэффициента связаны с естественной цикличностью экономики. Маржа корпоративной прибыли может достигать небывало высоких или низких значений, и средний показатель за год нередко дает неверное представление относительно потенциально возможной прибыли от акций или индекса. Чтобы решить эту проблему, исследователи часто берут для рассмотрения более долгий период, поскольку промежуток в несколько лет обычно охватывает по крайней мере часть экономического цикла, и краткосрочные колебания в меньшей степени влияют на получаемые данные.

«Маневры» коэффициентов P/E или снижение ниже среднего

Где мы находимся сейчас? Я ужасно не хочу быть тем человеком, который сообщает плохие новости в начале 2007 г., однако сегодня, когда последний бычий рынок 1982–2000 гг. давно позади, оценка акций рынком по-прежнему высока.

Кто-то, возможно, скажет, что, рассчитывая коэффициент P/E на основе показателя прибыли лишь за один отрезок времени (например, за последние 12 месяцев), мы получим неполную, ошибочную картину, поскольку ее легко могли исказить какие-либо однократные события. Я с этим согласен. Поэтому, чтобы избавиться от каких бы то ни было сомнений, я вычислил коэффициенты P/E на основе показателей прибыли за различные промежутки времени (один, три года, пять и десять лет) и представил полученные данные на рисунках 3.5, 3.6, 3.7 и 3.8.

Долгосрочный бычий тренд 1982–2000 гг. завершился (а боковой тренд 2000 — предположительно 2020 гг. начался) с самым высоким коэффициентом P/E по сравнению с любым другим бычьим трендом в XX в. Са-

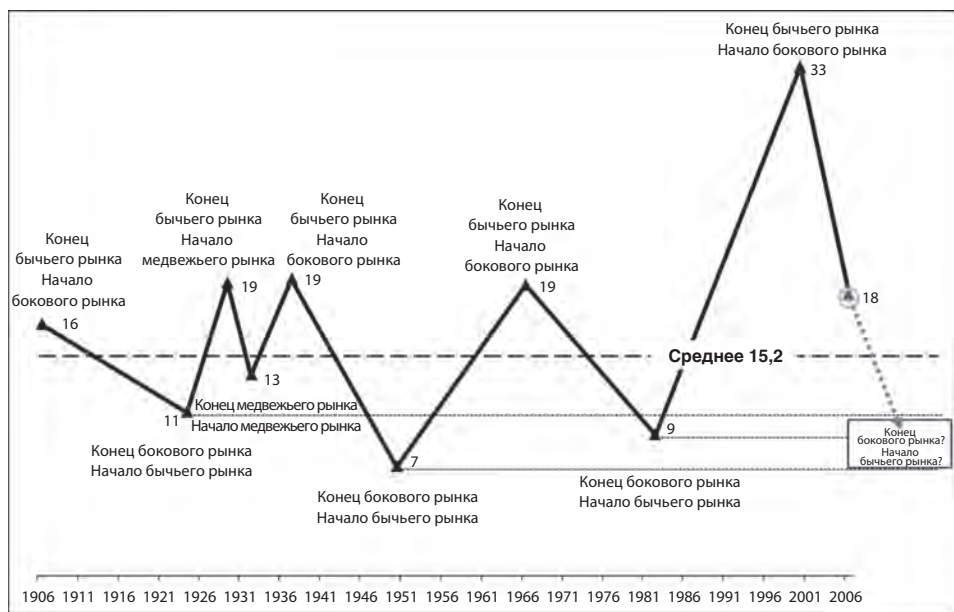


Рис. 3.5. Снижение коэффициентов Р/Е ниже среднего: коэффициенты Р/Е для акций S&P 500 на начало/конец экономического цикла (рассчитаны на основе показателей за последний отчетный год)

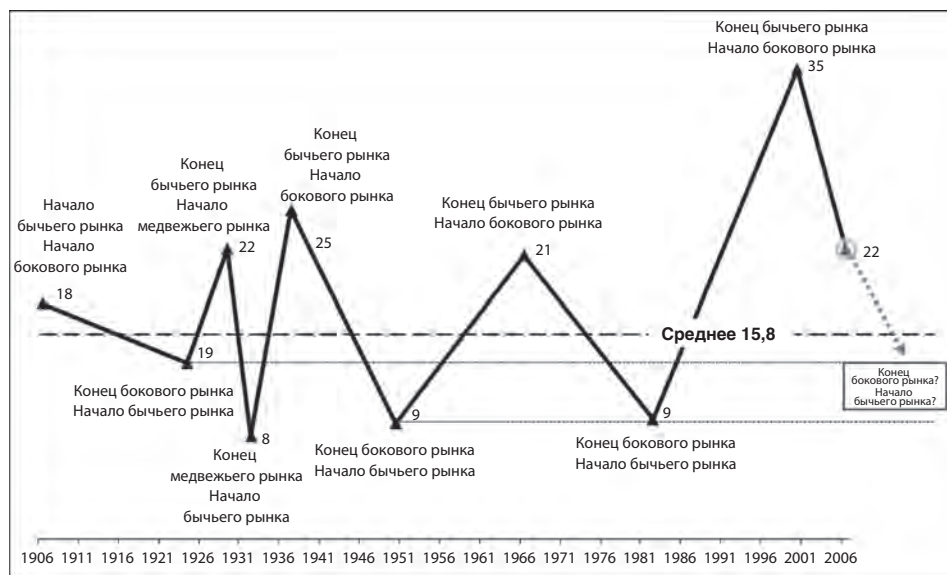


Рис. 3.6. Снижение коэффициентов Р/Е ниже среднего: коэффициенты Р/Е для акций S&P 500 на начало/конец экономического цикла (рассчитаны на основе показателей прибыли за последние три года)

мым высоким! В 2000 г. коэффициент Р/Е индекса S&P 500 был равен 33 (за последний отчетный год), 35 (за последние три года), 37 (за последние пять лет) и 48 (за последние десять лет).

Чем выше рыночная оценка акций на начало бокового рынка, тем вероятнее, что боковой тренд будет более долгим. Постепенное снижение высоких коэффициентов Р/Е до уровня ниже среднего занимает больше времени при условии, что темпы экономического роста не сильно меняются по сравнению с теми, которые наблюдались в прошлом (подробнее мы остановимся на этом вопросе всего через несколько страниц).

Даже в конце 2006 г., когда инвесторы уже почти шесть лет получали очень маленькие или нулевые доходы от индексов широкого рынка, коэффициенты Р/Е индекса S&P 500 (рассчитанные на основе средней прибыли за последний год, три года, пять и десять лет) незначительно отличались от показателей, с которых начинались предыдущие боковые рынки. Таким образом, несмотря на то что в XX в. боковые рынки длились от 13 до 18 лет, нынешний боковой тренд, судя по всему, будет более долгим.

Наконец, как видно на рисунке 3.4, коэффициент Р/Е, рассчитанный как отношение цены акции к корпоративной прибыли за последний год, занижен (поскольку значение прибыли завышено). Учитывая, что маржа прибыли колеблется на небывало высоком уровне и, скорее всего, начнет снижаться до среднего и даже ниже среднего уровня, это приведет к уменьшению прибыли в соотношении «цена/прибыль».

Рыночная оценка акций вряд ли будет справедливой — такого никогда не было, по крайней мере в XX в. Отрицательные эмоции, которые накапливаются на рынке со времен предыдущего бычьего тренда, приводят к падению курсов намного ниже внутренней стоимости акций, как это постоянно происходило в прошлом. На рисунках 3.5–3.8 видно, что в конце каждого бокового рынка, которые случались в XX столетии, коэффициенты Р/Е были существенно ниже средних.

Дело не в экономике, не в прибыли и не в инфляции.

Тогда в чем? В рыночной оценке!

Значение — и немалое — имеет исходная оценка акций

Мы только что сказали, что в конце 2006 г. американский фондовый рынок по-прежнему высоко оценивал торгуемые на нем акции. Почему это важно? Исходная оценка акций — это один из самых значимых факторов, определяющих будущие доходы от акций. Данные, приведенные в таблице 3.5, убедительно доказывают это утверждение. Я подсчитал медианные годовые ставки доходности индекса S&P 500 только для акций и для акций вместе с дивидендами за пять и десять лет и затем разделил их в зависимости от значений коэффициента Р/Е на момент покупки. Это исследование охватывает период с 1900 по 2005 г. Не надо быть экспертом, чтобы увидеть четкую зависимость между коэффициентами Р/Е на момент инвестирования и доходами (от акций и/или от акций и дивидендов), которые получит инвестор через пять или десять лет.

Таблица 3.5. Исходные коэффициенты Р/Е имеют большое значение!

Медианные доходы от акций, включенных в S&P 500 (1900–2005)				
Доходы при:	Коэфф. Р/Е к прибыли за последний отчетный год			
	Только акции, %		Общий доход, %	
	Пять лет	Десять лет	Пять лет	Десять лет
Коэфф. Р/Е менее 10	10,5	10,8	16,6	16,1
Коэфф. Р/Е равен 10–12	8,2	6,8	13,5	12,6
Коэфф. Р/Е равен 12–16	3,8	3,2	8,9	9,0
Коэфф. Р/Е равен 16–20	3,0	2,3	7,3	7,1
Коэфф. Р/Е больше 20	4,3	4,3	7,9	8,2
Доходы при:	Коэфф. Р/Е к средней прибыли за три года			
	Только акции, %		Общий доход, %	
	Пять лет	Десять лет	Пять лет	Десять лет
Коэфф. Р/Е менее 10	11,5	10,2	17,3	16,2
Коэфф. Р/Е равен 10–12	11,1	10,1	16,4	14,7
Коэфф. Р/Е равен 12–16	3,3	2,9	8,7	9,0
Коэфф. Р/Е равен 16–20	4,5	4,5	9,3	8,6
Коэфф. Р/Е больше 20	2,8	2,2	6,1	6,8
Доходы при:	Коэфф. Р/Е к средней прибыли за пять лет			
	Только акции, %		Общий доход, %	
	Пять лет	Десять лет	Пять лет	Десять лет
Коэфф. Р/Е менее 10	11,5	10,2	17,3	16,2
Коэфф. Р/Е равен 10–12	11,1	10,1	16,4	14,7
Коэфф. Р/Е равен 12–16	3,3	2,9	8,7	9,0
Коэфф. Р/Е равен 16–20	4,5	4,5	9,3	8,6
Коэфф. Р/Е больше 20	2,8	2,2	6,1	6,8

Чем ниже коэффициент Р/Е, тем выше доходы, и чем выше коэффициент Р/Е, тем ниже доходы. Это утверждение справедливо, когда коэффициент Р/Е рассчитывается как отношение цены акции к корпоративной прибыли за последние 12 отчетных месяцев, три года и пять лет. Если

на момент покупки акций коэффициент Р/Е ниже среднего (менее 12), это на руку инвестору, поскольку увеличение соотношения между ценой и прибылью становится источником дополнительных доходов (помимо прироста прибыли и дивидендного дохода). Но если на момент покупки коэффициент Р/Е выше среднего (более 16), это играет против инвестора, так как уменьшение соотношения цена/прибыль сокращает доходы.

Все еще не верите? На рисунке 3.9 я привожу подробный анализ источников прироста/падения стоимости акций во время каждого долгосрочного тренда, случавшегося в XX в.

Очевидно, что:

- на бычьем рынке увеличение коэффициентов Р/Е было «попутным ветром», подстегивающим рост доходов от акций. Именно из-за них доходность акций стала двузначной;
- на боковых и медвежьем рынках коэффициенты Р/Е стали «встречным ветром». Именно из-за них инвесторы получили ничтожные доходы. Уменьшение коэффициентов Р/Е во время боковых и медвежьего трендов стало расплатой инвесторов за чрезмерно высокие доходы, полученные в результате увеличения коэффициентов Р/Е на предшествующем бычьем рынке.

Увеличение коэффициента Р/Е — это конечный источник прироста стоимости акций

Коэффициент «цена/прибыль» может расти долгое время, как это и происходило на каждом продолжительном бычьем рынке в XX в. Однако этот рост не бесконечен. И хотя специалисты не называют какой-то конкретный лимит увеличения коэффициента Р/Е, соотношение между ценами акций и прибылью компаний никогда не было запредельным (некоторые, правда, могут возразить, что в конце 1990-х гг. сложилась почти такая ситуация). Коэффициенты Р/Е всегда росли в определенных границах. Акции конкурируют с другими классами активов, и по мере увеличения коэффициентов Р/Е инвесторы платят все больше за ту же прибыль, в результате чего акции становятся менее привлекательным инвестиционным инструментом.

Рынок редко ведет себя разумно

Фондовый рынок — странное существо, у которого очень часто меняется настроение. То он пребывает в состоянии абсолютного счастья, то страдает от глубочайшей депрессии. Уравновешенным рынок бывает редко. Одно чувство, как правило, доминирует над другим в течение долгого времени. В долгосрочной перспективе оба настроения компенсируются друг другом, поэтому в целом фондовый рынок ведет себя разумно, но редко не впадает в крайность.

Крайности человеческих эмоций не дают ему находиться в уравновешенном состоянии большую часть времени, т.е. оценивать акции

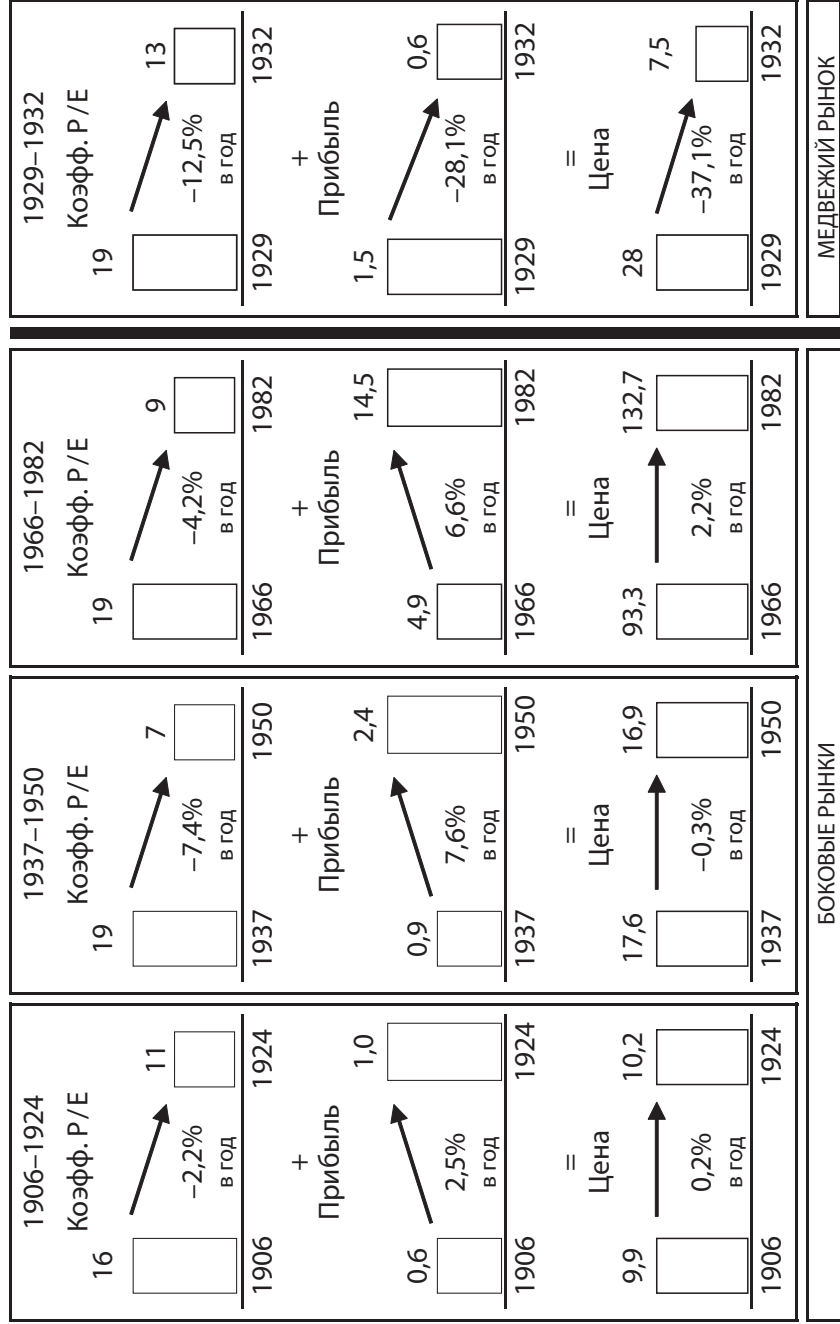
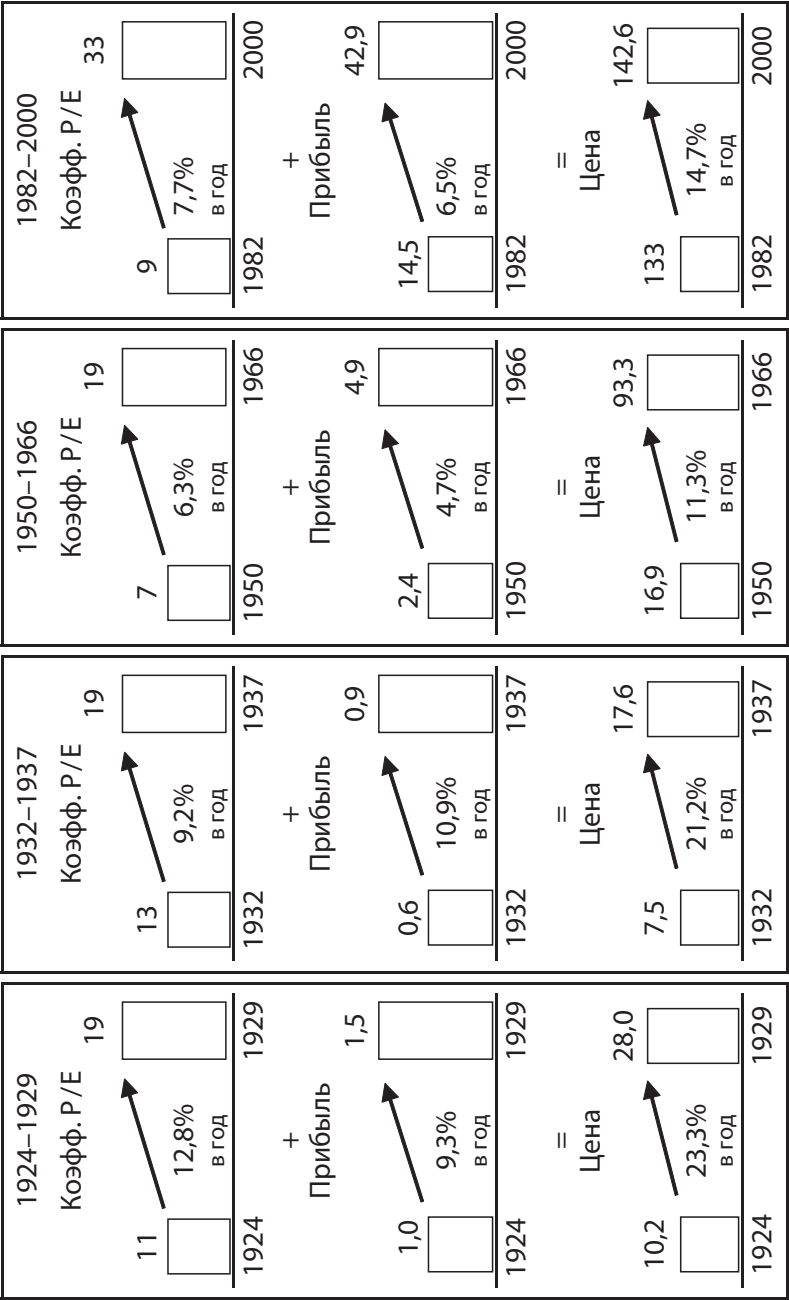


Рис. 3.9. Источники прироста капитала



БЫЧЬИ РЫНКИ

Рис. 3.9 (Окончание)

справедливо. Я решил подсчитать процент времени, в течение которого коэффициенты Р/Е индекса S&P 500, рассчитанные на основе прибыли за последние три года, находились в заданных пределах (14–16, 13–17 и 11–19), и затем представил полученные результаты на рис. 3.10. Как видно из рисунка 3.6, на протяжении всего XX в. соотношение между ценой и прибылью S&P 500 в среднем составляло 15,8 — это справедливая рыночная оценка индекса, которую можно вывести объективным методом. Но, как показывает рисунок 3.10, в XX в. коэффициент Р/Е лишь 13% времени находился в диапазоне между 14 и 16, 27% — между 13 и 17, а почти половину времени — между 11 и 19. В большинстве случаев рынок оценивал индекс справедливо (т.е. коэффициент Р/Е был равен примерно 15), когда двигался от одного крайнего значения к другому (см. рис. 1.1 в главе 1).

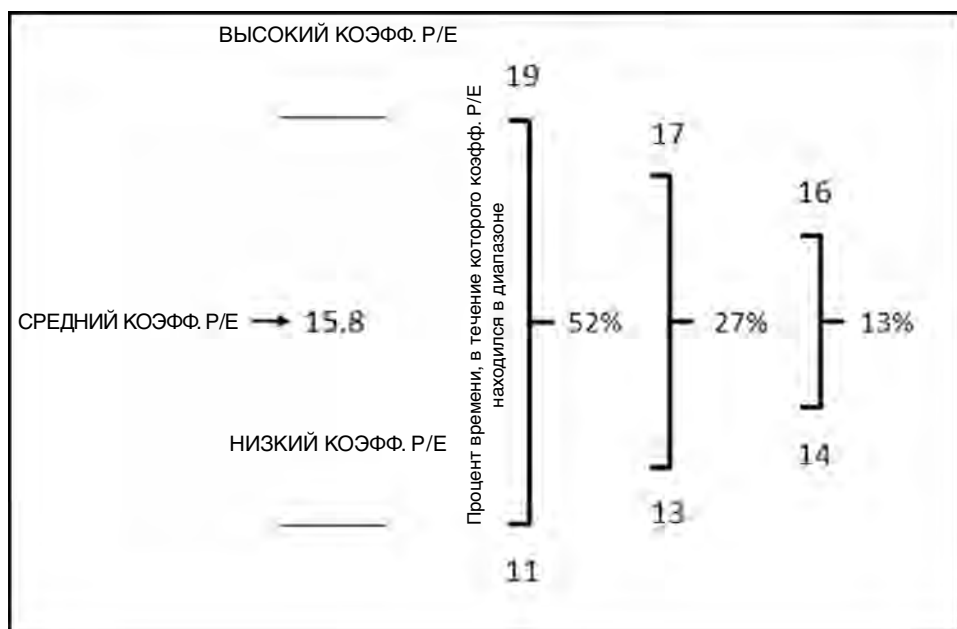


Рис. 3.10. Время, в течение которого коэффициент Р/Е для индекса S&P 500 находился в заданных диапазонах, 1900–2006 гг. (рассчитан как отношение цены к прибыли за последние три года)

На каком коэффициенте Р/Е рынок остановится в этот раз? Марк Твен сказал: «История не повторяется, но она рифмуется». Один вывод кажется очевидным: боковой рынок закончится, когда коэффициент Р/Е упадет существенно ниже среднего статистического уровня — 15. Именно это наблюдалось в XX в. каждый раз, когда заканчивался очередной боковой тренд.

В конце бычьего рынка 1982–2000 гг. коэффициенты Р/Е были намного выше, чем в конце предыдущих бычьих трендов. У нынешнего бокового рынка есть все признаки (в особенности высокие коэффициенты «цена/прибыль»), свидетельствующие о том, что он продлится дольше своих предшественников.

ИСТОЧНИКИ ДИВИДЕНДНОГО ДОХОДА

Коэффициент доходности

Вам, наверное, потребуется чашка крепкого кофе, чтобы не заснуть, пока мы говорим о дивидендной доходности. Ее обсуждать так же «интересно», как волатильность доходов от фондов денежного рынка или казначейских векселей. Я вдруг почувствовал себя ученым-антропологом, который шутит на тему размножения динозавров: он один понимает свои шутки и сам над ними смеется. Тем не менее, какой бы скучной ни была эта тема, в таблице 3.6, в которой я проанализировал источники доходов от акций на различных долгосрочных рынках, видно, что во время предыдущих боковых рынков на дивиденды приходилась существенная доля доходов от акций. На самом деле из 5,9% среднего совокупного дохода, которые инвесторы получали на боковых рынках в XX в., 5,3% приходилось на дивиденды, т. е. дивиденды составили более 90% от их общего дохода!

Нынешний долгосрочный боковой рынок начался (а долгосрочный бычий рынок 1982–2000 гг. закончился) с дивидендной доходности в 1,2% — самой низкой на сегодняшний день по сравнению с другими боковыми рынками. В конце 2006 г., через шесть лет после начала бокового тренда, инвесторам по-прежнему было нечем радоваться: хотя по сравнению с 2000 г. дивидендная доходность акций увеличилась, она все еще остается низкой (табл. 3.6).

Показателем дохода, полученного от дивидендов, является дивидендная доходность — отношение дивиденда на акцию, выраженного в долларах, к ее цене, или:

$$\begin{aligned} \text{Дивидендная доходность} &= \frac{\text{Дивиденд на акцию}}{\text{Цена}} = \\ &= \frac{\text{Прибыль на акцию}}{\text{Цена}} \times \frac{\text{Дивиденд}}{\text{Прибыль на акцию}}, \end{aligned}$$

или:

$$\begin{aligned} \text{Дивидендная доходность} &= \\ &= \text{Коэффициент доходности} \times \text{Дивидендные выплаты}. \end{aligned}$$

Таблица 3.6. Источники доходности индекса S&P 500

XX в.					
Источник дохода			31.01.1900–31.12.2000		
Цена			4,6%		
Дивиденды			5,5%		
Совокупный доход			10,4%		
Процент совокупного дохода, полученного от дивидендов			45%		
Боковые рынки					
Источник дохода	31.01.1906–31.12.1924	31.01.1937–31.01.1950	31.01.1966–31.10.1982	Среднее	
Цена	0,2%	–0,3%	2,1%	0,7%	
Дивиденды	5,9%	5,7%	4,1%	5,3%	
Совокупный доход	6,1%	5,4%	6,3%	5,9%	
Процент совокупной доходности, полученной от дивидендов	97%	106%	65%	90%	
Бычьи рынки					
Источник дохода	31.12.1924–31.10.1929	31.08.1932–31.01.1937	31.01.1950–31.01.1966	31.10.1982–31.01.2000	Среднее
Цена	23,3%	21,2%	11,3%	14,7%	17,6%
Дивиденды	4,7%	4,8%	4,3%	3,0%	4,2%
Совокупный доход	29,1%	27%	16%	18,2%	22,6%
Процент совокупной доходности, полученной от дивидендов	16%	18%	27%	17%	19%

Чем выше коэффициент P/E , тем ниже коэффициент доходности. В конце 2006 г. дивидендная доходность низка настолько, насколько высока рыночная оценка акций (коэффициенты P/E), что показано на рисунках 3.5, 3.6, 3.7 и 3.8. Да, все вот так просто.

Дивидендные выплаты

Высокая оценка акций фондовым рынком — это лишь одна из причин, объясняющих столь низкую дивидендную доходность в конце 2006 г. Дивидендные выплаты также низки как никогда.

На рисунке 3.12 видно, что в конце 2006 г. дивидендные выплаты составили около 32%. Если бы выплаты, рассчитанные на основе кор-

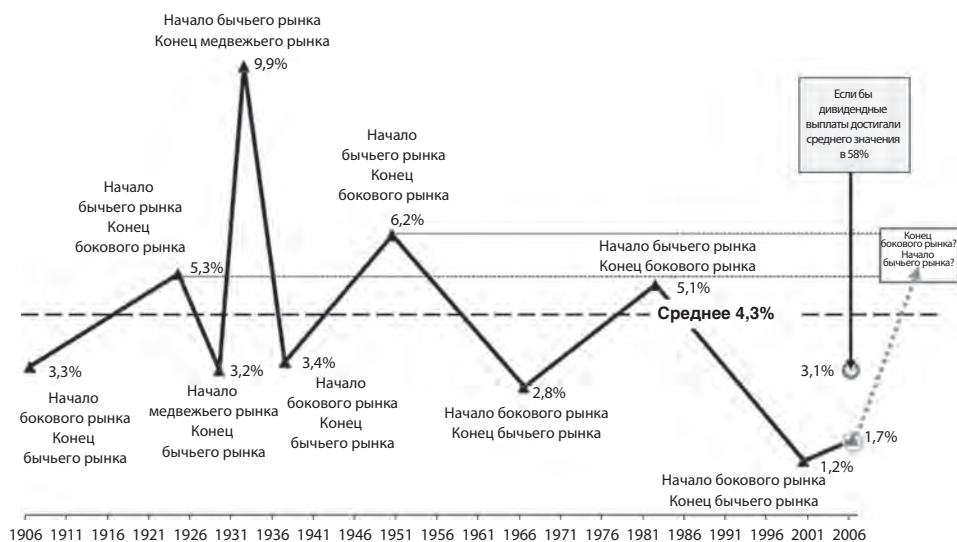


Рис. 3.11. Колебания дивидендной доходности (рассчитанной на основе дивидендов и доходности индекса S&P 500 за последний год)

Источники: Роберт Шиллер, Standard & Poor's Compustat

поративной прибыли в конце 2006 г., находились на среднем уровне, то дивидендная доходность составила бы примерно 3,1%. Этот показатель сопоставим с теми, которые наблюдались в начале предыдущих боковых рынков, но все еще существенно ниже показателей, зафиксированных в конце боковых и начале бычьих рынков (рис. 3.11).

Будьте внимательны, сравнивая дивидендные выплаты: помните, что этот показатель является соотношением дивиденда и корпоративной прибыли. Последняя характеризуется циклической волатильностью: во времена роста экономики прибыль (маржа прибыли) выше средних показателей за полный цикл, а во времена спада — ниже их. Выплачиваемые дивиденды, наоборот, менее волатильны. Во времена экономического спада компании обычно не уменьшают дивиденды, несмотря на более низкую прибыль, поэтому дивидендные выплаты оказываются более высокими. Во времена экономического роста выплаты дивидендов увеличиваются не так быстро, как прибыль, поэтому коэффициент дивидендных выплат более низкий.

В 1990-е гг., чтобы оправдать относительно низкие дивидендные выплаты и частый выкуп акций, американские компании ссылались на «неблагоприятный налоговый режим». Это было связано с тем, что дивиденды облагались подоходным налогом по обычной ставке, которая в то время была выше ставки налога на прирост капитала, равной 20%. Компании утверждали, что инвесторы могут самостоятельно «получить дивиденды», продав часть акций по более высокой цене и заплатив меньший налог

на прирост капитала, а не налог на выплаченные дивиденды. Однако после снижения налогов в 2002 г. эта отговорка больше не действует, поскольку теперь и долгосрочный прирост капитала, и дивиденды облагаются налогами по одинаковой ставке.

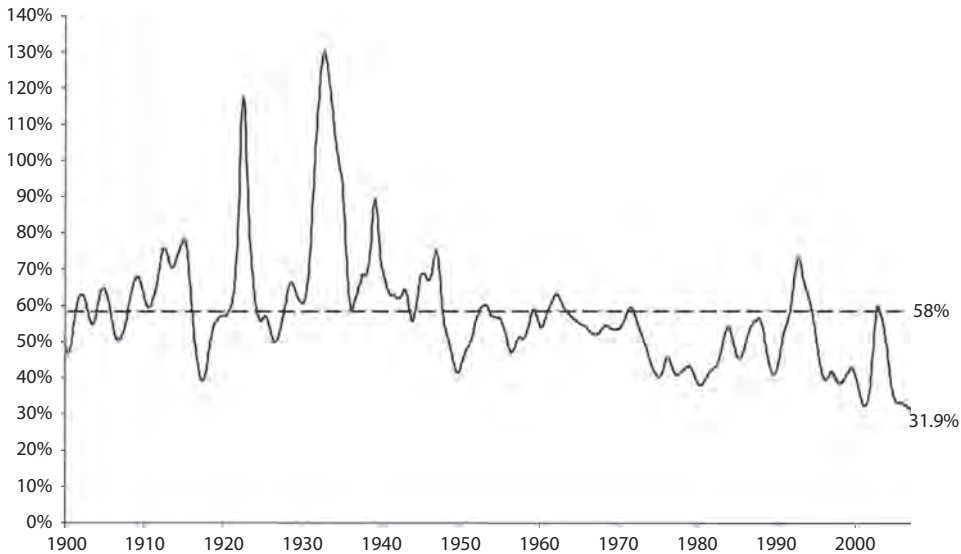


Рис. 3.12. Дивидендные выплаты почти достигли небывало низкого уровня (рассчитаны на основе дивидендов и доходности индекса S&P 500 за последний год)

Со временем инвесторы, разочарованные ценами и мизерной дивидендной доходностью большинства американских акций, заставят компании (активно используя возможности, которые дает статус акционера, и выбирая бумаги с более высокой дивидендной доходностью) увеличить дивидендные выплаты за счет обратного выкупа акций. Поэтому в течение следующих десяти лет рост дивидендов на рынке в целом, скорее всего, обгонит прирост корпоративной прибыли.

ПОЧЕМУ БОКОВЫЕ РЫНКИ СЛЕДУЮТ ЗА БЫЧЬИМИ

В мире есть одно неизменное явление — это человеческие эмоции. Боковые рынки следуют за бычьими не потому, что инвестиционные боги хотят подшутить над доверчивыми людьми, которые привыкли получать высокие доходы во время длительного бычьего тренда. И не потому, что на фондовом рынке существует определенный тайный порядок (мечта сторонников теории заговора) или его развитие подчиняется некой модели, не поддающейся человеческому восприятию. Так происходит

потому, что излишний, ничем не подкрепленный оптимизм заставляет курсы акций взлетать вверх, а затем несбывшиеся ожидания превращаются в разочарование, которое приводит к сильным падениям. Крайне завышенные или заниженные величины требуют длительной коррекции.

Во время бычьего тренда 1990-х гг. инвесторы привыкли получать высокие, характерные для растущих рынков доходы, которые приумножил значительный рост коэффициентов Р/Е. Когда бычий рынок заканчивается с коэффициентами Р/Е существенно выше средних, начинается фаза снижения (возврат к среднему). Акции приносят инвесторам не средний доход, а доход существенно ниже среднего. Ожидания инвестиционного «рая» (бычьего рынка) разбиваются о холодные скалы реальности, которые постепенно становятся все неприступнее.

Чтобы эмоциональный цикл достиг своего пика, требуется много времени. Таким образом, движение в обратном направлении и снижение коэффициентов Р/Е до предельно низкого уровня занимает на рынке столько же времени, сколько длится бычий тренд. Именно поэтому в XX в. за каждым затяжным бычим рынком (все из них продолжались около 17 лет, плюс-минус несколько лет) следовал боковой рынок такой же продолжительности. Следующий долгосрочный бычий рынок начнется тогда, когда коэффициенты Р/Е станут резко увеличиваться, но для этого соотношение цен к прибыли должно сначала опуститься ниже среднего уровня.

ВСЕ ЗАКОНЧИТСЯ, КОГДА БЫ НИ ЗАКОНЧИЛОСЬ

В главе 1 я сказал, что, судя по тому, что происходило в прошлом, нынешний боковой рынок продлится до 2020 г. или около того. Откуда я это знаю? Я сделал приблизительные подсчеты, основываясь на принципах, о которых собираюсь вам рассказать.

Нам всего лишь нужно спрогнозировать несколько трудно прогнозируемых переменных, и мы получим ответ. Мы должны предсказать инфляцию, рост реальных доходов, уровень коэффициентов «цена/прибыль» на момент завершения бокового рынка и, наконец, то, какой будет траектория движения курсов: абсолютно плоской или слегка наклоненной вверх или вниз. И кстати, мы будем прогнозировать эти величины на длительный срок — от 10 до 20 лет.

Как я еще не раз повторю, я всего лишь стараюсь, перефразируя Джона Мейнарда Кейнса, быть отчасти правым, а не абсолютно неправым. Не позволяйте точным расчетам в этой главе себя обмануть. Я использую конкретные величины, чтобы всего лишь проиллюстрировать одну идею — что нам по-прежнему далеко до завершения текущего бокового тренда.

Я не питаю никаких иллюзий насчет своего «магического кристалла». Он так же полезен, как стеклянные сувенирные шары с заснеженным городом внутри, которые я покупаю в аэропортах во время каждой командировки в подарок своим детям. Эти шары говорят о том, что снег идет во всех крупных городах Соединенных Штатов постоянно и в любое

время года. Иначе говоря, они не очень хорошо предсказывают погоду, но время от времени бывают правы. Однако понять факторы, влияющие на продолжительность бокового рынка, даже важнее, чем спрогнозировать, когда он закончится. Итак, приступим.

- *Рост реальной прибыли.* Как уже говорилось, рост реального ВВП был более или менее постоянным в течение всего XX в. и достигал примерно 3,5%. Мы также говорили, что связующим звеном между ВВП (продажами) и приростом прибыли является маржа прибыли. Поэтому если история будет повторяться и дальше и рост реального ВВП сохранится на уровне в 3,5%, то нам надо будет учитывать только маржу прибыли компаний. Принимая во внимание, что она выше среднего уровня, рост прибыли, по моим прогнозам, будет ниже роста ВВП. Насколько ниже, спросите вы. Пожалуйста! Я принял годовой рост реальной прибыли равным 3% (удобное, круглое число). Благодаря этому в моих расчетах не учитываются краткосрочные колебания, а только долгосрочные изменения.
- *Инфляция.* Судя по таблице 3.2, в XX в. инфляция в среднем была чуть выше 3%. Кто-то, возможно, скажет, что в условиях все большей глобализации она, скорее всего, будет снижаться. Хорошо, отвечу я, давайте примем инфляцию равной 2,5%.
- *Рост номинальной прибыли.* Теперь, когда мы с научной (псевдо!) точностью установили, что годовой рост реальной прибыли составит 3%, а инфляция — 2,5%, можем вычислить рост номинальной прибыли, который будет равен 5,5% в год.
- *Рост чистой прибыли.* Если в конце бокового рынка курсы акций будут находиться на том же уровне, что и сейчас, рост чистой прибыли будет равен росту номинальной прибыли. Однако на циклических рынках курсы могут существенно расти или падать. На рисунке 3.9 видно, что во время первых двух боковых рынков (1906–1924 гг. и 1937–1950 гг.) курсы акций компаний, включенных в индекс S&P 500, незначительно изменились по сравнению с началом соответствующего тренда. Но во время третьего бокового рынка (1966–1982 гг.) они росли на 2,2% ежегодно.
- Если вы решите, что к концу долгосрочного бокового рынка курсы акций вырастут, то этот рост необходимо вычесть из роста номинальной прибыли, поскольку удорожание акций замедляет изменение коэффициентов P/E в сторону конечных значений. Если вы предположите снижение курсов, тогда его необходимо прибавить к росту номинальной прибыли, так как удешевление акций ускоряет изменение коэффициентов. Возьмем боковой рынок 1966–1982 гг. В тот период рост чистой прибыли был равен 4,4% (годовой прирост номинальной прибыли 6,6% минус годовой прирост цен 2,2%). Мой магический кристалл молчит о том, в какую сторону изменятся курсы акций в долгосрочной перспективе: в положительную или отрицательную. Поэтому я предположу, что курсы не изменятся и уровень цен останется таким же, как на момент написания этой книги.

Кроме того, не забывайте, что мы говорим о незначительном долгосрочном росте или падении цен. В противном случае речь шла бы о начале бычьего или медвежьего рынка. Если в долгосрочной перспективе экономическая ситуация сильно не ухудшится, то медвежий рынок вряд ли начнется (судя по тому, что происходило в прошлом), а для начала бычьего рынка нужно, чтобы коэффициенты P/E упали ниже среднего уровня.

- *Конечные коэффициенты P/E .* В зависимости от того, какие коэффициенты P/E (за один год, три года, пять или десять лет) вы возьмете, средняя прибыль также будет различаться. Я предпочитаю коэффициенты за пять лет, потому что они исключают значительную часть краткосрочных колебаний, связанных с волатильностью маржи прибыли, и одновременно охватывают достаточно долгий промежуток времени. В XX в. боковые рынки заканчивались тогда, когда коэффициенты P/E , рассчитанные на основе прибыли за последние пять лет, были между 10 и 14. Поскольку в США недавно закончился один из самых грандиозных бычьих трендов, то, учитывая правило «чем сильнее выросли, тем сильнее упадут», я склоняюсь к тому, чтобы отталкиваться от самых низких коэффициентов P/E . Но из любопытства буду оценивать продолжительность нынешнего бокового рынка, используя конечные коэффициенты, равные 10 (низкий), 12 (средний) и 14 (высокий).
- *Исходные коэффициенты P/E .* Поскольку в предыдущих расчетах я использую среднюю прибыль за последние пять лет, то в качестве исходных коэффициентов P/E тоже возьму коэффициент на основе прибыли за пять лет. На момент написания этой книги он был равен 27 (см. рис. 3.11).

Модель простая: у нас есть отправная точка (исходный коэффициент P/E) и конечная точка (конечный коэффициент P/E), а также рост чистой прибыли (образно выражаясь, поезд, который движется от станции «Высокий коэффициент» до станции «Низкий коэффициент» с постоянной скоростью). Все, что нам нужно, так это вычислить, сколько времени понадобится рынку (поезду) на то, чтобы достичь конечной точки, после чего он поменяет свое направление и станет бычьим.

Я составил несколько простых таблиц, цифры в которых отличаются в зависимости от темпов роста чистой прибыли. Одну из них я включил в эту главу (табл. 3.7), а остальные — в приложении. Вам нужно выбирать отправные и конечные точки (исходные и конечные коэффициенты P/E), и вы увидите, сколько времени займет движение рынка до пункта назначения. Рассмотрим, к примеру, таблицу 3.7: если рост чистой прибыли равен 5,5%, а конечный коэффициент P/E — 14, тогда боковой рынок закончится через 12,3 лет. Именно на это предположение я опирался, когда говорил, что нынешний боковой рынок завершится в 2020 г. Если рост чистой прибыли останется равным 5,5%, а конечный коэффициент будет равен 10 или 11, тогда боковой рынок закончится через 18,6 и 16,8 лет соответственно.

Таблица 3.7. Годы до начала бычьего рынка? Рост прибыли в 5,5%

		Исходные коэффициенты Р/Е																				Конечные коэффициенты Р/Е	
		37	36	35	34	33	32	31	30	29	28	27	26	25	24	23	22	21	20	19			
18	13,5	12,9	12,4	11,9	11,3	10,7	10,2	9,5	8,9	8,3	7,6	6,9	6,1	5,4	4,6	3,7	2,9	2,0	1,0				
17	14,5	14,0	13,5	12,9	12,4	11,8	11,2	10,6	10,0	9,3	8,6	7,9	7,2	6,4	5,6	4,8	3,9	3,0	2,1				
16	15,7	15,1	14,6	14,1	13,5	12,9	12,4	11,7	11,1	10,5	9,8	9,1	8,3	7,6	6,8	5,9	5,1	4,2	3,2				
15	16,9	16,4	15,8	15,3	14,7	14,2	13,6	12,9	12,3	11,7	11,0	10,3	9,5	8,8	8,0	7,2	6,3	5,4	4,4				
14	18,2	17,6	17,1	16,6	16,0	15,4	14,8	14,2	13,6	12,9	12,3	11,6	10,8	10,1	9,3	8,4	7,6	6,7	5,7				
13	19,5	19,0	18,5	18,0	17,4	16,8	16,2	15,6	15,0	14,3	13,7	12,9	12,2	11,5	10,7	9,8	9,0	8,0	7,1				
12	21,0	20,5	20,0	19,5	18,9	18,3	17,7	17,1	16,5	15,8	15,1	14,4	13,7	12,9	12,2	11,3	10,5	9,5	8,6				
11	22,7	22,1	21,6	21,1	20,5	19,9	19,4	18,7	18,1	17,5	16,8	16,1	15,3	14,6	13,8	12,9	12,1	11,2	10,2				
10	24,4	23,9	23,4	22,9	22,3	21,7	21,1	20,5	19,9	19,2	18,6	17,8	17,1	16,4	15,6	14,7	13,9	12,9	12,0				
9	26,4	25,9	25,4	24,8	24,3	23,7	23,1	22,5	21,9	21,2	20,5	19,8	19,1	18,3	17,5	16,7	15,8	14,9	14,0				
8	28,6	28,1	27,6	27,0	26,5	25,9	25,3	24,7	24,1	23,4	22,7	22,0	21,3	20,5	19,7	18,9	18,0	17,1	16,2				

Облигации: приемлемая альтернатива?

Акции обычно имеют более высокую среднюю ставку доходности, чем облигации, поскольку доход от акций колеблется (иногда он снижается до нуля), а доход от облигаций фиксирован. И дело тут не в моральных принципах. Так происходит потому, что люди не станут рисковать и покупать акции, если средняя ставка доходности по ним не выше, чем по облигациям.

Томас Соуэлл. «Основы экономики»

ПОЧЕМУ НЕ ОБЛИГАЦИИ?

В этой главе мы вкратце рассмотрим динамику курсов акций и облигаций на различных рынках. Почему бы просто не купить облигации и не забыть об акциях? Звучит как идеальный инвестиционный план, не правда ли? Особенно если учесть, что на боковых рынках инвесторы в акции не могут похвастаться особыми доходами.

К сожалению, во время двух последних боковых рынков доходность облигаций тоже была не на высоте. Как видно на рисунках 4.1 и 4.2, во время боковых рынков 1937–1950 гг. и 1966–1982 гг. доходность американских казначейских облигаций уступала доходности акций, но не всегда.

Рисунки 4.1 и 4.2 иллюстрируют, что во время бокового рынка 1937–1950 гг. доходность казначейских векселей была значительно ниже доходности акций и казначейских облигаций, но во время бокового рынка 1966–1982 гг. сложилась обратная ситуация, и это неудивительно, поскольку период с 1966 по 1982 г. характеризовался высокой инфляцией. Казначейские векселя представляют собой инструмент краткосрочного инвестирования со сроком обращения от 30 дней до одного года. При наступлении срока погашения / повторного выпуска инвесторы могут потребовать более высокую процентную ставку по инструментам с фиксированным доходом. Поскольку казначейские векселя повторно выпускаются чаще казначейских



Рис. 4.1. Реальные доходы от акций и инструментов с фиксированным доходом на боковом рынке 1966–1982 гг.

Источник: казначейские облигации и векселя — Ibbotson; акции (S&P 500) и CPI — Роберт Шиллер (31.12.1965–30.10.1982)



Рис. 4.2. Реальные доходы от акций и инструментов с фиксированным доходом на боковом рынке 1937–1950 гг.

Источник: казначейские облигации и векселя — Ibbotson; акции (S&P 500) и CPI — Роберт Шиллер (31.12.1936–31.01.1950)

облигаций, срок обращения которых по определению не может быть меньше десяти лет, их доходность быстрее меняется вслед за ростом инфляции.

Однако, сравнив реальную доходность акций и облигаций, нельзя отрицать, что акции принесли своим владельцам более высокие доходы как по сравнению с казначейскими облигациями, так и по сравнению с казначейскими векселями — хотя и в последнем случае превосходство наблюдалось не всегда. В действительности доходность облигаций превышала доходность акций добрых две трети бокового рынка 1937–1950 гг. Доходность казначейских векселей, хоть и незначительная, но превзошла доходность акций во время бокового рынка 1966–1982 гг.

Сравним реальные доходы, полученные инвесторами от акций, казначейских облигаций и векселей во время бычьих рынков (рис. 4.3 и 4.4): очевидно, что акции с легкостью обогнали инструменты с фиксированным доходом; и это неудивительно. Доминирование инструментов пассивного инвестирования на боковых рынках не так очевидно и постоянно.

НА БОКОВЫХ РЫНКАХ РОЛЬ РАСПРЕДЕЛЕНИЯ АКТИВОВ СНИЖАЕТСЯ

«Девяносто процентов доходов зависит от распределения активов», — гласит одна старая поговорка, распространенная на Уолл-стрит. Другими словами, гораздо важнее правильно выбрать класс активов, чем отдельные ценные бумаги в каждом классе. Для всех ли рынков справедлива эта поговорка?

На рисунках 4.5 и 4.6 показана динамика курсов акций, казначейских облигаций и векселей во время бычьего рынка 1982–2000 гг. и бокового рынка 1966–1982 гг. соответственно. Я подсчитал пятилетние годовые ставки доходности для этих классов активов от начала и до конца указанных рынков, взяв за основу ежемесячные показатели. Периоды в пять лет были использованы, чтобы исключить случайные краткосрочные изменения доходности. Затем я разделил полученные годовые ставки на четыре квартала и подсчитал для каждого из них среднюю доходность.

Как показано на рисунке 4.5, в 1982–2000 гг. доходность акций, бесспорно, превосходила доходность американских казначейских облигаций и векселей. Даже в самые худшие времена (нижний квартиль) доходность акций была выше доходности казначейских облигаций в первые три квартала и доходности казначейских векселей во все четыре квартала. Таким образом, на бычьем рынке от распределения активов (выбора в пользу акций или инструментов с фиксированным доходом) зависит большая часть доходов. Даже если бы в 1982–2000 гг. инвесторы держали казначейские векселя в период их наивысшей доходности, они все равно заработали бы меньше, чем инвесторы, державшие акции в период их самой низкой доходности.

Очевидно, что даже если какой-нибудь инвестор соберет диверсифицированный портфель из посредственных акций, будет редко его пересматривать и вкладывать в него все свои средства (т.е. хранить как можно меньше денежных средств или облигаций), он получит от своих вложений



Рис. 4.3. Реальные доходы от акций и инструментов с фиксированным доходом на бычьем рынке 1950–1966 гг.

Источник: Казначейские облигации и векселя — Ibbotson; CPI и акции (S&P 500) — Роберт Шиллер



Рис. 4.4. Реальные доходы от акций и инструментов с фиксированным доходом на бычьем рынке 1982–2000 гг.

Источник: Казначейские облигации и векселя — Ibbotson; CPI и акции (S&P 500) — Роберт Шиллер

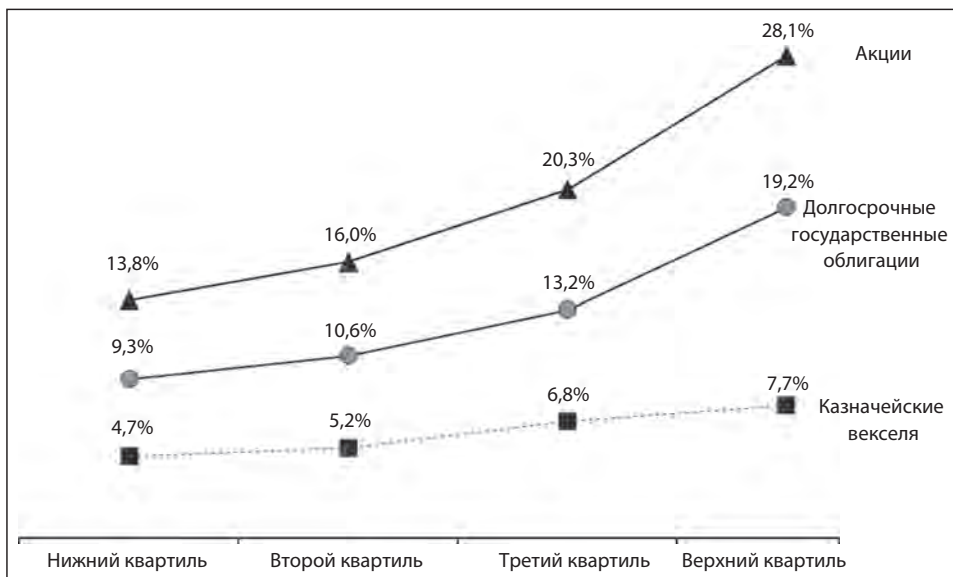


Рис. 4.5. Годовая доходность во время бычьего рынка 1982–2000 гг.

Источник: Казначейские векселя и облигации — Ibbotson Associates; акции (S&P 500) — Роберт Шиллер

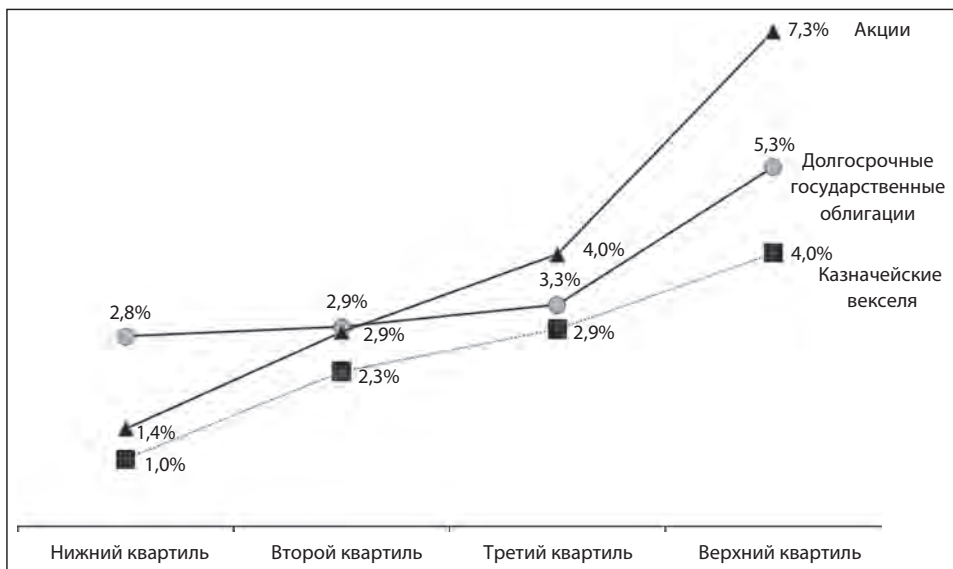


Рис. 4.6. Годовая доходность во время бокового рынка 1966–1982 гг.

Источник: Казначейские векселя и облигации — Ibbotson Associates; акции (S&P 500) — Роберт Шиллер

больше доходов, чем от портфеля, состоящего из лучших краткосрочных долговых обязательств или облигаций. На бычьих рынках растущая волна поднимает даже прохудившиеся лодки, и разница в доходности между акциями и инструментами с фиксированным доходом огромна. На рынках с долгосрочным бычим трендом от распределения активов зависит значительная часть доходов.

Нельзя сказать то же самое о доходности этих классов активов во время бокового рынка 1966–1982 гг. (рис. 4.6). В период, когда доходность казначейских векселей была наивысшей, они опередили акции в первые два квартиля и сравнялись с ними в третьем квартиле. В этот же период казначейские векселя превзошли по доходности государственные облигации в первые три квартиля. И хотя доходность акций была выше доходности казначейских векселей все четыре квартиля, их преимущество над облигациями было минимальным. На самом деле доходность облигаций первые два квартиля превосходила доходность акций в эти же квартили или была равна ей. В двух первых квартилях, когда акциям удалось обогнать облигации, разница в их доходности была небольшой: от 0,7 до 2%.

Правило, которое гласит, что «девяносто процентов доходов зависит от распределения активов», на боковых рынках не действует. Это связано с тем, что попутный ветер долгосрочного бычьего рынка превращается во встречный (происходит уменьшение коэффициентов P/E). На рынках с долгосрочным боковым трендом разница в доходности между акциями и инструментами с фиксированным доходом почти незначительна, в отличие от бычьих рынков. Во время бокового тренда более важную роль играет выбор отдельных акций, а распределение активов — соотношение между облигациями, акциями и краткосрочными ценными бумагами — не так важно, как на долгосрочном бычьем рынке.

Правильно отобранные акции правят бал на боковых рынках! Во время бычьего тренда все акции имеют преимущество перед облигациями. Покупка акций, включенных в индекс широкого рынка (пассивная стратегия инвестирования), творит чудеса. Во время боковых трендов *не все* акции имеют преимущество перед инструментами с фиксированным доходом, а только некоторые. Следовательно, портфель, состоящий из тщательно подобранных акций, в сочетании с активной инвестиционной стратегией также может принести на боковом рынке более высокий доход, чем облигации и краткосрочные ценные бумаги. Чтобы этого добиться, необходимо скрупулезно отбирать акции для капиталовложений и придерживаться стратегии краткосрочного инвестирования.

ЧАСТЬ



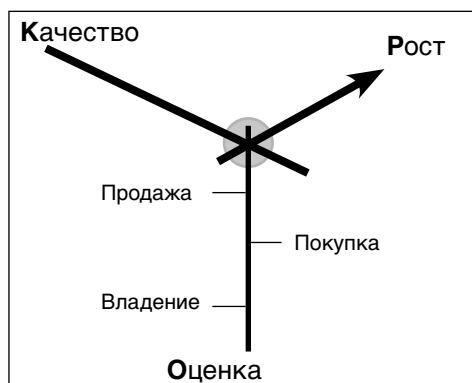
Активное стоимостное инвестирование

Анализ

Введение в анализ: триада «Качество — Оценка — Рост»

Как говорилось в первой части книги, доходы от акций на рынке с боковым трендом оставляют желать лучшего. Причиной этому служит не снижение темпов роста корпоративной прибыли, а уменьшение коэффициентов Р/Е, которое всегда наблюдается на боковых рынках. Поэтому, чтобы заработать больше при боковом тренде, нужно свести к минимуму возможные последствия снижения коэффициентов Р/Е путем ужесточения критериев общей доходности для ценных бумаг в портфеле. На практике это означает внесение соответствующих изменений в три основополагающих показателя инвестиционного анализа, которые используются при формировании портфеля.

1. Увеличение требуемой маржи безопасности.
2. Увеличение темпов прироста прибыли (денежных потоков).
3. Увеличение требуемой дивидендной доходности акций в инвестиционном портфеле.



Если бы мы жили в идеальном черно-белом мире, то могли бы с легкостью отбирать для своего портфеля акции, которые находятся на вер-

шине каждой из трех осей — «Качество», «Оценка», «Рост» (см. выше). В этом случае компанию-эмитента таких акций можно было бы описать следующим образом: она, как Microsoft, занимает на рынке монопольное положение, ее великолепным балансовым показателям и прибыли на капитал могла бы позавидовать любая другая компания, ее выручка и прирост прибыли были бы сравнимы с показателями Google, а коэффициент Р/Е был бы столь же низким, как у General Motors (надеюсь, в случае с General Motors все еще можно будет говорить о прибыли, когда эта книга выйдет в печать).

Однако, как однажды сказал легендарный бейсболист Йоги Берра, «если бы наш мир был совершенен, его бы не было». Наш мир едва ли можно назвать совершенным, а мир инвестиций вовсе не черно-белый — он наполнен различными оттенками серого. Триада «Качество — Оценка — Рост» позволяет добавить в этот мир столь необходимые нам контрасты, которые помогут вам составить свой инвестиционный портфель с учетом всех трех основополагающих показателей инвестиционного анализа.

Мы уже рассмотрели фондовый рынок с высоты птичьего полета — настало время вернуться на землю, закатать рукава и приступить к действиям.

«К» — качество

Хорошая компания — это компания, которая продолжает оставаться хорошей на протяжении 25–30 лет.

Уоррен Баффетт

Одной из главных задач инвестора на рынке с боковым трендом должно быть максимальное снижение своих потерь, поскольку отыграть свои деньги в таких условиях чрезвычайно трудно. На рынке всегда присутствует конкуренция. Вне зависимости от экономических условий даже самая успешная компания может рано или поздно оступиться. Сильная (с точки зрения качества) компания сможет адаптироваться к ситуации и пойти дальше, тогда как у более слабых может не хватить сил, чтобы подняться. Именно поэтому во время боковых рынков важно иметь акции «качественных» компаний. Понятие *качество* весьма субъективно. В этой главе я попытаюсь прояснить его значение.

КОНКУРЕНТНОЕ ПРЕИМУЩЕСТВО

Стабильное преимущество перед конкурентами — тот глубокий оборонительный ров (или ограждение из колючей проволоки, если вам хочется добавить драматизма) вокруг компании, который создается с помощью сильных брендов, высоких барьеров для доступа на рынок, патентной защиты и других методов, помогающих защититься от конкуренции, — ключевая характеристика любой «качественной» компании.

Стоимость любого актива определяется как текущая стоимость его будущих денежных потоков. Чем дальше в будущее могут заглянуть инвесторы и с чем большей долей вероятности они могут прогнозировать денежные потоки компании, тем большую инвестиционную ценность она представляет. Денежные потоки компании с *устойчивым* конкурентным преимуществом защищены от конкуренции, а значит, инвесторы могут

дать более точный прогноз будущих денежных потоков, и компания становится для них более привлекательной.

У компании с достаточно высокой прибылью на капитал (наилучший вариант для инвестирования) неизбежно появятся конкуренты. Они реагируют на высокую прибыль, как мухи на мед, — им хочется ее «попробовать». Если компания не обладает существенным преимуществом, конкуренты обязательно заявят о себе, вынуждая ее либо снизить цены, либо уступить им часть рынка, либо инвестировать значительные средства в диверсификацию своей деятельности — а возможно, предпринять все эти шаги одновременно. После того как ситуация нормализуется, прибыль компании на капитал постепенно снизится до среднестатистической.

Конкурентное преимущество может иметь различные источники: сильные бренды, патенты, уникальные технологии, регулируемая монополия, преимущественное право использования природных ресурсов и т. д. В 1980-х гг. Майкл Портер создал теорию о конкурентной структуре рынка, которая сегодня подробно изучается в бизнес-школах и широко используется американскими компаниями. В своей книге «Конкурентная стратегия: Методика анализа отраслей и конкурентов»* (*Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, Free Press, 1998) он описывает факторы, определяющие структуру отрасли: угрозу возникновения новой конкуренции и вытеснения с рынка, возможность поставщиков и покупателей диктовать свои условия и, наконец, соперничество между существующими конкурентами. Структура отрасли определяет рентабельность бизнеса в долгосрочной перспективе.

Конкурентное преимущество — не дар свыше, который навсегда останется с вами. В мире бизнеса, как и в мире в целом, есть только одна константа — постоянные перемены, скорость которых непрерывно увеличивается по мере развития информационных технологий и постепенного сглаживания различий между конкурентами. Благодаря Интернету информация о ценах стала более доступной, и круг потенциальных конкурентов расширился. Сегодня транснациональные корпорации вынуждены бороться с конкуренцией не только со стороны таких же гигантов, как они сами, но и со стороны рядовых компаний, использующих производственный аутсорсинг, новейшее программное обеспечение (ранее оно было доступно только для отдельных крупных компаний) и детально отработанные логистические схемы, которые им охотно предоставляют FedEx, UPS и другие аналогичные компании.

Компания, не обладающая конкурентным преимуществом, может выжить только в условиях быстро растущего рынка, когда объемы продаж конкурентов увеличиваются вместе с рынком. Однако, когда темпы его роста начинают снижаться, конкуренция обостряется. В этих условиях компания, не имеющая преимуществ перед другими, будет быстро раз-

* Портер М. Конкурентная стратегия: Методика анализа отраслей и конкурентов. — М.: Альпина Паблишерз, 2007.

давлена конкурентами, которые, борясь за увеличение собственного сегмента рынка, вынудят ее снизить цены и сведут к минимуму ее прибыль.

Когда Уоррена Баффетта спросили, что является наиболее важным для компании высокого класса (т.е. «качественной» компании), он, не задумываясь, ответил: устойчивое конкурентное преимущество. С моей точки зрения, недооценивать этот показатель не имеет права ни один инвестор.

Сильные бренды:

не все бренды рождаются равными

Сильные бренды часто выступают в качестве надежного оборонительного рва, который не допускает вторжения захватчиков на рынок и держит на расстоянии уже имеющихся конкурентов, что часто означает более высокую маржу и стабильные, хорошо прогнозируемые денежные потоки. Например, заказывая в кафе кока-колу или пепси, люди ожидают получить напиток с хорошо знакомым вкусом. Оба упомянутых бренда колы получили повсеместное распространение. За последние 50 лет как Coca-Cola, так и PepsiCo потратили миллиарды долларов на маркетинг и повышение осведомленности потребителей о своих брендах. Компании, которая решила бы попробовать себя в данном сегменте рынка, пришлось бы бороться с чрезвычайно известными брендами и высочайшей лояльностью покупателей, привыкших к уникальному вкусу этих продуктов.

Однако не все бренды рождаются равными. В некоторых сегментах рынка сильные бренды дают возможность противостоять конкуренции, но не позволяют устанавливать более высокие цены. Рассмотрим, к примеру, корпорацию Sara Lee. Она широко известна такими продуктовыми брендами, как Sara Lee, Jimmy Dean, Hillshire Farm, Ball Park, а кроме того, производит одежду и нижнее белье L'eggs и Hanes (последний бренд в 2006 г. был выделен в отдельную компанию с распределением акций между акционерами Sara Lee) и многих других хорошо зарекомендовавших себя марок. Как правило, сильные бренды позволяют устанавливать более высокие и менее гибкие цены (т.е. повышение цены не приводит к значительному снижению спроса).

Как ни странно, корпорация Sara Lee оказалась исключением из этого правила. В 2004 г. каждый раз, когда компания пыталась повысить цены (что часто было связано с ростом цен на сырье), спрос значительно падал. Потребители не перестали есть хот-доги, колбасу и выпечку или носить нижнее белье. Они просто переходили на другие известные бренды каждый раз, когда Sara Lee пыталась повысить цены, — в сегментах рынка, где работает корпорация, известных брендов предостаточно. Таким образом, сильный, широко известный бренд не всегда служит гарантией высоких цен и высокой маржи, но обеспечивает компании определенную долю рынка и позволяет устанавливать более высокие цены, чем у рядовых производителей. Сильные бренды корпорации Sara Lee могут защитить ее от вторжения на рынок новых конкурентов, но не от давления других

производителей известных брендов, которые мешают ей получить дополнительную прибыль.

Сегодня розничные рынки переполнены различными брендами. Любое нововведение одной из лидирующих компаний очень быстро копируется ее не менее сильными конкурентами. В некоторых сферах наличие сильных брендов является необходимым условием для участия в игре (конкуренции), но уже не может гарантировать высоких цен на продукцию компании.

Не стоит преуменьшать значение брендов, однако всегда следует помнить: наличие известных и уважаемых потребителями брендов далеко не всегда приводит к возникновению у компании устойчивого конкурентного преимущества перед другими участниками рынка.

МЕНЕДЖМЕНТ

Менеджмент компании должен подвергаться не менее тщательному наблюдению и анализу, чем ее балансовые показатели. Его высказывания следует оценивать с точки зрения вашего собственного здравого смысла вне зависимости от того, насколько успешными были его предыдущие действия.

Компенсационный пакет высшего руководства, как правило, напрямую зависит от положения акций компании на рынке, что вынуждает топ-менеджеров прилагать все усилия для их постоянного роста.

Менеджмент отвечает за разработку и реализацию стратегии развития компании, но его основной целью (это имеет первостепенное значение) должно быть укрепление конкурентного преимущества компании в долгосрочной перспективе, что, в свою очередь, обязательно приведет к повышению ее акционерной стоимости.

АНАЛИЗ ПРИМЕРА: Dell против Gateway, или руководство против руководства?

Очень легко увлечься анализом прибыли на акцию, успехов и промахов квартальных отчетов и разнообразных финансовых показателей и забыть о том, что любая компания управляется людьми, а именно топ-менеджментом. Они могут быть более состоятельны, иметь более дорогие дома и более шикарные машины, чем большинство из нас, и при этом производить впечатление настоящих богов бизнеса, но, в сущности, это такие же люди, как все мы, с присущими всем нам слабостями.

Трудно найти более яркий пример двух конкурирующих компаний, чья история сложилась совершенно по-разному исключительно по причине действий руководства, чем Dell и Gateway. Поразительно, но в 1992 г. эти компании были сравнимы по масштабу, и у них были равные шансы на успех.

Dell и Gateway были основаны приблизительно в одно и то же время: Dell — в 1984 г., а Gateway — в 1985 г. Как видно из рисунка 5.1, к 1992 г. рентабельность активов Gateway превосходила соответствующий показатель Dell в 3,5 раза. Объем продаж Dell вдвое превышал продажи Gateway, однако чистая прибыль компаний была практически одинаковой. Gateway была пионером прямых продаж — она начала продавать свои персональные компьютеры с помощью объявлений в магазинах и каталогах (не будем

забывать, что это происходило в темные времена, когда Интернет еще не стал столь же широко распространенным, как обычное электричество). Dell, правда, с ограниченным успехом, пыталась реализовывать свою продукцию через оптовые склады и компьютерные магазины. В середине 1990-х гг. она отказалась от старой стратегии и полностью перешла на прямые продажи. В этот период ни одна из компаний не обладала стабильным конкурентным преимуществом перед другой. Они были очень похожи, но между ними было одно маленькое различие — разное руководство, которое выбрало разные стратегии конкурентной борьбы.

Перенесемся в 2005 г. За прошедшие годы многое изменилось. Dell стала крупнейшим производителем компьютеров в мире, в то время как Gateway борется за выживание. Поразительно, но Dell обязана своим успехом не удачным поглощениям или сложным финансовым схемам. Ее рост был абсолютно естественным — компания просто постоянно увеличивала объемы продаж потребителям и другим компаниям, которые охотно скупали высококачественные компьютеры по низким ценам.

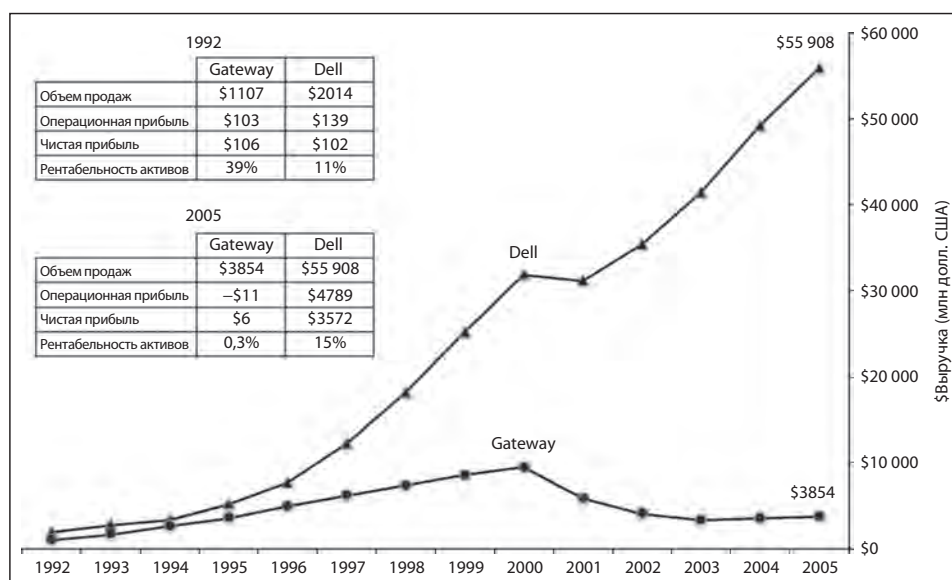


Рис. 5.1. Gateway против Dell, 1992–2005 гг.

Источник: Standard & Poor's Compustat© (объем продаж, операционная прибыль и чистая прибыль, млн долл. США)

В первые годы Dell добивалась успеха не за счет Gateway. С середины до конца 1990-х гг. темпы роста компьютерной индустрии в несколько раз превышали темпы роста ВВП, и Dell расширялась за счет доли рынка крупных игроков (на тот момент) — IBM и Packard Bell.

В середине 1990-х гг. компьютеры Gateway лишились преимущества в цене после открытия сети магазинов Gateway Country — прямые продажи ушли в прошлое. Однако именно метод прямых продаж позволяет добиться значительного преимущества в цене перед конкурентами, использующими традиционные методы реализации, поскольку

позволяет обходиться без лишних посредников, продавать товар с большей маржей и снизить запасы продукции на складе.

В 2001 г. рост компьютерной индустрии резко замедлился. Dell начала борьбу с конкурентами, стремясь расширить свою долю на рынке за счет низких цен. И ей удалось добиться успеха! У нее было конкурентное преимущество, от которого когда-то отказалась Gateway, — самая низкая себестоимость производства и реализации продукции. В этот период низкая цена стала иметь большое значение, поскольку потребители считали компьютеры от ведущих производителей (Dell, Gateway, IBM, Hewlett-Packard, Compaq и др.) равноценными по качеству. Основные параметры компьютеров — частота процессора, размер памяти и жесткого диска — приводились к единым стандартам, поэтому именно цена стала играть решающую роль.

Gateway остановилась на середине пути (у нее не было ни преимущества в цене, ни обширной дистрибьюторской сети, как у традиционных производителей), и ей пришлось дорого за это заплатить. Как показано на рисунке 5.1, объемы продаж Gateway снизились, тогда как продажи Dell выросли почти в два раза.

Gateway и Dell — не безликие объекты, их возглавляют обычные люди. Руководство Gateway, действуя из благих побуждений, приняло ряд решений, из-за которых компания оказалась на неверном пути и лишилась своего конкурентного преимущества.

На любом рынке инвесторы хотят вкладывать деньги в преуспевающие компании, а не в те, выживание которых находится под угрозой. Вашей целью должно быть избегать компаний, похожих на Gateway, и находить как можно больше компаний, похожих на Dell. История Dell и Gateway доказывает, насколько важно, чтобы у компании было правильное руководство, которое поможет ей добиться преимущества перед конкурентами и укрепить его в будущем.

Вооружитесь здоровым скептицизмом

Экономист Пол Крагмен, который ведет колонку в *New York Times*, собрал высказывания Роберта Толла, президента и основателя строительной компании Toll Brothers, сделанные в течение нескольких лет (до и после спада на рынке недвижимости)¹. Меня поразили тот факт, что до начала падения цен на недвижимость в 2006 г. Роберт Толл упорно отрицал фактическое положение дел на рынке.

Приведем некоторые из его высказываний, сделанных в 2005 г., до начала значительного спада: «У нас есть предложение, а на рынке имеется спрос. Сочетание просто идеальное», «Почему в сфере недвижимости не может наступить бум, как в любой другой отрасли?.. Почему все говорят о пузыре, который непременно лопнет?».

А вот комментарии, сделанные во второй половине 2006 г., после ухудшения ситуации на рынке недвижимости: «[Такое] я наблюдаю впервые — объемы продаж падают, хотя не произошло никакого “ухудшения макроэкономических показателей”, которое могло бы привести к спаду в экономике». Толл также говорил: «...уверенность в завтрашнем дне подрывается неясностью относительно экономического курса и войной в Ираке. Что я могу сказать? Пузырь лопнул!»

Роберт Толл — неглупый человек. Он создал многомиллиардную компанию, одну из крупнейших строительных компаний в стране. Он явно не простак. Просто Толл — заинтересованное лицо. На кону стояло его личное состояние, и немалое (около \$1 млрд, согласно отчету, поданному перед собранием акционеров в феврале 2007 г.), поэтому он убедил самого себя, что рынок недвижимости переживает настоящий подъем, и отказывался замечать сигналы, которые любой здравомыслящий человек увидел с первого взгляда. Возможно, Роберт Толл действительно верил, что «никакого пузыря нет».

Стоит также помнить, что суть работы его компании заключается в том, чтобы убедить людей приобрести крупную недвижимость высочайшего класса. Менеджерам по продажам Toll Brothers постоянно приходилось отвечать на вопрос потенциальных покупателей: «То, что мы наблюдаем на рынке недвижимости, — мыльный пузырь?» Дав положительный ответ на этот вопрос, продать жилье было бы невозможно. Даже если предположить, что сотрудники Толла не прочитали бы его высказываний, негативные комментарии руководителя непременно привели бы к падению курса акций компании, а значит, к снижению его личных активов.

Невозможно узнать, каковы были мысли Толла в тот момент, однако, давая в прессе оптимистичные прогнозы развития событий на рынке недвижимости, он в то же время продавал акции Toll Brothers (на сумму в несколько сотен миллионов долларов, по данным Комиссии по ценным бумагам и биржам), как будто они просто вышли из моды.

Менеджер по продажам, возможно, говорит вам правду об автомобиле, который вы собираетесь приобрести, но вы все же не станете до конца верить его словам, так как он — лицо, заинтересованное в том, чтобы продать вам эту машину. Это не значит, что менеджер — негодяй; может быть, ему просто нужно содержать свою семью. Едва ли стоит ожидать от него иного поведения. Люди склонны доверять топ-менеджерам крупных компаний больше, чем автомобильным дилерам, но это вовсе не означает, что первые более откровенны в своих высказываниях, чем вторые.

Изучив комментарии Роберта Толла, данные до и после начала падения рынка недвижимости, можно почерпнуть для себя один важный урок: на высказывания руководства компании всегда стоит смотреть со здоровой долей скептицизма и анализировать с точки зрения заинтересованности их автора в определенном развитии событий, а также с точки зрения вашего собственного здравого смысла².

При этом нужно настроить себя, чтобы не поддаваться влиянию говорящего. Топ-менеджеры, как правило, уверены в себе и умеют правильно строить свои выступления — такие качества необходимы им для управления компанией. Но эти качества легко могут сбить нас с толку. Именно поэтому следует видеть в говорящем прежде всего обычного человека, отбросив такие его атрибуты, как успешная карьера, высокая должность, уверенность в себе и образ абсолютно честного человека. Попробуйте представить его в костюме клоуна или используйте любую другую уловку, чтобы избавиться от ауры сверхчеловека. Как только вам удастся увидеть

в нем простого смертного, ваш здравый смысл обязательно подскажет вам, в чем его личная заинтересованность, и поможет правильно понять ситуацию.

Правильное ли руководство у компании?

Говоря о руководстве, трудно делать какие-либо обобщения. Какие качества отличают хорошего топ-менеджера от плохого? Хороший топ-менеджер должен быть практичным, здравомыслящим, умным и скромным (его это не должно быть сравнимо по размерам со штатом Техас, хотя на практике такое среди руководителей высшего звена встречается нечасто); он должен любить свою работу, переживать за судьбу компании и «быть в деле» (владеть акциями), а также обладать многими другими качествами.

Мне хотелось бы особо подчеркнуть две черты характера, которые чрезвычайно важны для хорошего руководителя, — порядочность и стремление добиться роста акций компании в долгосрочной перспективе, даже если при этом он рискует вызвать временное недовольство инвесторов.

Как оценить топ-менеджеров компании? Слушайте их выступления на телефонных конференциях, читайте пресс-релизы и ежегодные отчеты, беседуйте с ними лично и попытайтесь определить для себя, насколько они честны с акционерами и с собой. Почему с собой? Чтобы обнаружить проблему, нужно быть готовым признаться самому себе, что она существует.

Что касается порядочности, то любой руководитель рано ли поздно может допустить ошибку, ведь он обычный человек. Однако именно способность признавать свои ошибки часто отличает хорошего топ-менеджера от плохого. В декабре 2004 г. я сделал следующие комментарии для сайта <http://www.thestreet.com> после участия в телефонной конференции компании Dollar General (на тот момент моя компания владела ее акциями).

По моему мнению, в действительности показатели еще более удручающие, чем кажется на первый взгляд. Объемы продаж выросли на 11,5% — не самый лучший результат, который к тому же ниже моих ожиданий в долгосрочном периоде. Но это, по-видимому, самая незначительная из проблем Dollar General. Себестоимость реализованных товаров [исчисляемая как процент от выручки] возросла на 1,2% — изменение очень значительное, учитывая минимальный уровень маржи в розничной торговле. Если вы подумали, что проблемы на этом закончились, вы ошибаетесь. Затраты на реализацию, общие и управленческие расходы [исчисляемые как процент от выручки] увеличились на 0,54%... снизился коэффициент оборачиваемости материальных запасов, а денежный поток по текущей деятельности был практически сведен к нулю за счет значительного увеличения товарно-материальных запасов.

Я наблюдаю серьезные противоречия между словами руководства Dollar General, положением ее акций на рынке, мнением аналитиков, которые выступали на телефонной конференции, и фактическим положением дел. Руководство не переставало говорить об успехах, которых им удалось добиться, как будто последние несколько кварталов не были самыми худшими за всю историю компании. Аналитики полностью проигнорировали проблему увеличения товарно-материальных запасов и резкого снижения маржи прибыли... Когда топ-менеджеры рассказывали о своих достижениях за последние десять месяцев, мне хотелось закричать: «Покажите мне деньги!» Они сначала похвастали расширением ассортимента одежды и увеличением продаж трикотажа, но затем сообщили, что в целом объем продаж в этом сегменте был недостаточно высоким. Мне надоело квартал за кварталом слушать, как руководство хвастает своими невероятными успехами, и не видеть результатов.

Мы продали свои акции Dollar General по цене около \$20 сразу после моего участия в телефонной конференции. Несколько недель спустя вышел отчет Standard & Poor's, в котором отмечались высокие квартальные показатели, и акции выросли до \$22. Можно было бы сдаться и признать, что я совершил ошибку, но я не собирался отказываться от своих выводов. Для меня в тот момент было очевидно, что у компании слишком много торговых точек: количество магазинов уже превышало 7000, и они продолжали открывать около 700 торговых точек в год (т. е. в среднем два магазина в день). Казалось, руководство было готово открывать их где угодно, игнорируя аксиому о том, что первостепенную роль для магазина играет его местоположение, и компании не хватало квалифицированных сотрудников, чтобы управлять всеми торговыми точками.

Возможно, руководство Dollar General пыталось приукрасить правду, которая была столь очевидна, стоило только взглянуть на ряд важнейших показателей, определяющих оценку компании инвесторами. Возможно также, что топ-менеджеры знали о проблемах Dollar General, но, будучи не в силах их решить, предпочли не говорить инвесторам всей правды. В любом случае они пытались скрыть информацию. Хорошее руководство должно уметь признавать свои ошибки — как перед самим собой, так и перед акционерами — и пытаться их исправить.

В III квартале 2006 г. Dollar General в очередной раз опубликовала неутешительный квартальный отчет, и ее акции упали до \$12.

Из этой истории можно сделать следующие выводы.

- Всегда проводите свое собственное исследование; прислушивайтесь к мнению аналитиков с Уолл-стрит, но не стоит слепо доверять им. Даже аналитики из солидных компаний вроде Standard & Poor's иногда ошибаются — они ведь тоже обычные люди.
- Анализируйте высказывания руководителей компании и сопоставляйте их с реальностью. Что подсказывает вам здравый смысл?
- Если топ-менеджеры введены в заблуждение или не видят проблемы, которая находится у них под носом, — спасайтесь бегством!

Значение долгосрочного роста

Хотя разумные решения, принимаемые на краткосрочную и на долгосрочную перспективу, не всегда являются взаимоисключающими, чтобы вырастить дерево (долгосрочные инвестиции), нужно сначала посадить семена (безотлагательные расходы). Топ-менеджерам приходится ежедневно принимать важные решения, и, к сожалению, они часто подрывают перспективы долгосрочного роста акций компании, чтобы доставить сиюминутную радость фанатикам с Уолл-стрит.

Я был чрезвычайно удивлен, услышав ответ генерального директора компании Costco на вопрос одного из аналитиков во время телефонной конференции. Его спросили, что мешает ему спать по ночам.

Больше всего мне мешают спать краткосрочные колебания курса акций, хотя, должен признаться, в последнее время мне спалось довольно неплохо — ведь колебания акций во многом зависят от ожиданий инвесторов, а в текущем квартале, как мы только что продемонстрировали, а также в трех последних кварталах прошлого года нам удалось не только оправдать, но даже слегка превзойти эти ожидания³.

Компанией Costco руководит одна из лучших команд управленцев в стране, которой путем постоянного укрепления конкурентного преимущества удалось добиться значительного роста акций компании. В условиях жесткой конкуренции со стороны гиганта Wal-Mart они создали крупнейшую сеть оптовых супермаркетов в США, которая приносит огромный доход. Но, несмотря на такие результаты, генеральный директор Costco испытывает беспокойство по поводу краткосрочных колебаний акций.

Если даже наиболее успешные компании в отрасли вынуждены постоянно следить за малейшими колебаниями курса акций, стремясь «слегка превосходить» квартальные прогнозы аналитиков, что же можно сказать об их менее успешных собратьях? Их руководству ежедневно приходится делать выбор между работой на краткосрочную и долгосрочную перспективу.

Несколько лет назад я участвовал в неофициальной встрече за завтраком с топ-менеджерами одной из оптовых сетей (не Costco). Я спросил, почему они не открывают в своих торговых центрах больше аптек — ведь у компании значительный по величине свободный денежный поток, а новые аптеки будут способствовать увеличению количества покупателей.

Ответ менеджеров был следующим: «Да, аптеки — хороший способ инвестировать средства, однако, чтобы они начали приносить прибыль, должно пройти определенное время. Открытие аптек привело бы к кратковременному снижению прибыли компании, поэтому мы решили пока его отложить».

Руководство этой оптовой сети приняло решение пожертвовать возможностью удачно инвестировать средства, опасаясь, что не сможет удовлетворить краткосрочные аппетиты Уолл-стрит.

Не стоит возлагать всю ответственность за стремление к хорошим краткосрочным показателям на руководство компании. Один из недостатков открытых акционерных компаний — это их акционеры с Уолл-стрит. Они ориентируются именно на краткосрочные показатели, и их аппетиты в отношении кратковременного роста поистине безграничны.

Еще один пример, когда меня удивила позиция руководства компании, — ответ на вопрос аналитика во время телефонной конференции независимой кинокомпании Lionsgate Entertainment в 2006 г. (I квартал 2007 финансового года):

Аналитик: *«В последнее время наблюдается тенденция к сокращению промежутка времени между этими событиями [премьерой фильма в кинотеатрах и его выходом на DVD]. Каковы положительные и отрицательные стороны этой тенденции?»*

Джон Фелтхеймер (генеральный директор): *«Мы по-прежнему считаем, что разрыв между выходом фильма в кинотеатрах и на DVD должен составлять около 16 недель. Не думаю, что мы можем значительно сократить этот промежуток времени. Просто иногда, особенно это касается открытых акционерных компаний, руководство стремится достичь определенного уровня прибыли до окончания финансового года, поэтому на DVD фильм может появиться на пару недель раньше обычного срока»⁴.*

С точки зрения долгосрочного роста выход фильма на DVD не имеет никакого отношения к квартальным показателям компании — он должен произойти в тот момент, когда этого хотят потребители (а не Уолл-стрит) и когда компания сможет получить наибольшую прибыль от продажи DVD.

С течением времени одержимость Уолл-стрит краткосрочными показателями изменила приоритеты топ-менеджеров. Раньше они стремились к долгосрочному росту — теперь превратились в ручных собачек Уолл-стрит, пытающихся в каждом квартале перепрыгнуть заветную планку, которую их хозяин упорно поднимает все выше и выше.

Каковы же должны быть ваши действия? Выбирайте компании, чье руководство обладает достаточным мужеством и уверенностью в себе, чтобы продолжать стремиться к долгосрочному росту и не идти на трусливые уступки, которые ставят под угрозу конкурентное преимущество компании в долгосрочной перспективе только ради того, чтобы угодить жадных до сиюминутных показателей инвесторов.

ПРЕДСКАЗУЕМАЯ ПРИБЫЛЬ

До того как слово Enron стало в нашем словаре синонимом слова «катастрофа», акции компаний, чья прибыль с каждым годом планомерно увеличивается, считались очень выгодным объектом инвестиций. Однако, как многим пришлось убедиться на собственном опыте, истинным

источником такого роста зачастую была не эффективная работа компании, а различные бухгалтерские манипуляции.

Можно привести длинный список компаний, включая самые крупные и известные, которые попадались на манипуляциях, к которым они прибегали, чтобы добиться высоких финансовых показателей. Фармацевтическая компания Bristol-Myers Squibb до отказа заполняла медикаментами каналы сбыта с целью досрочного учета продаж. Телекоммуникационная корпорация MCI WorldCom (как и энергетический гигант Enron) намеренно завышала свои показатели. Даже General Electric, самая голубая из голубых фишек, вносила коррективы в свои страховые резервы с целью предъявить ожидаемые показатели роста игрокам с Уолл-стрит.

Чтобы по-настоящему предсказать прибыль, нужно копнуть немного глубже уровня отчетных показателей и изучить суть деятельности компании. Только так можно обнаружить определенные характеристики, которые позволят вам судить о предсказуемости прибыли.

Для компаний, чья выручка имеет значительную периодическую составляющую, как правило, нехарактерны резкие колебания объемов продаж, что делает их прибыль и денежные потоки более предсказуемыми, снижая операционные риски.

Периодичность выручки — важнейшая характеристика с точки зрения предсказуемости финансовых показателей компании. Для компаний, продукты или услуги которых их клиентам приходится приобретать регулярно, как правило, характерна более низкая волатильность объемов прибыли, чем для остальных. Так, к услугам страховых брокеров прибегают компании (от небольших семейных до участников рейтинга Fortune 500), стремящиеся найти оптимальный пакет страховых услуг по приемлемой цене. Значительную часть оборотов страховых брокеров составляют именно периодические доходы — они получают от своих клиентов комиссионные в течение всего срока действия страховки, который, как правило, бывает весьма длительным. Снижение выручки среднестатистического брокера в случае потери клиентов составляет лишь около 8% в год. Иными словами, 92% его доходов — периодические. Для увеличения своей выручки за год на 10% ему нужно повысить объем продаж на 18%, чтобы компенсировать снижение выручки на 8% за счет потери клиентов.

В то же время производителю компьютеров, чтобы увеличить выручку на 10%, потребуется достичь объема продаж на уровне 110% от предыдущего показателя. Это значит, что ему нужно реализовать то же количество компьютеров, что и в прошлом году (а возможно, даже больше в связи с постоянным падением цен в этой сфере), и еще 10%.

Высокий объем периодических доходов делает результаты работы компании более стабильными и предсказуемыми, снижая степень риска для инвесторов. Он также облегчает ее дальнейший рост, поскольку компании приходится прилагать значительно меньше усилий для того, чтобы увеличить выручку.

Дополнительным фактором предсказуемости доходов является срок службы продукции. Сравним две компании — строительную (например,

Toll Brothers или MDC Holdings) и производителя медицинских инструментов (возьмем для примера Becton Dickenson, поставщика одноразовых игл и шприцев). Строительная компания не имеет никаких периодических доходов. Абсолютно. Она приобретает землю, строит дом, продает его и приступает к строительству следующего здания. Периодические доходы Becton Dickenson, напротив, колоссальны — хирургическую иглу или шприц используют лишь однажды, а затем уничтожают. И уже очень скоро нужна новая игла.

Благодаря постоянному спросу производимые иглы и шприцы очень быстро используются. Ситуация с жильем полностью противоположна. Строительство и продажа дома увеличивают будущее предложение на рынке, ведь новые дома конкурируют с уже существующим жильем. Чтобы увеличить объем продаж, строительной компании, как и производителю компьютеров, потребуется продать столько же домов, сколько в прошлом году (при условии, что цена не изменится), плюс еще некоторое их количество. Becton Dickenson не приходится бороться с собственным прошлым, поскольку иглы и шприцы, которые были проданы в предыдущем году, уже были использованы и выброшены. Эта компания борется лишь за место в мусорной корзине. Прошлое строительных компаний, напротив, может преследовать их очень долго, так как срок службы домов весьма продолжителен. Человек, который решит приобрести жилье, будет выбирать из огромного числа домов, построенных в предыдущие годы, количество которых в последнее время постоянно возрастает в связи с бурным расцветом строительной индустрии.

Что это значит для нас? Стоит ли навсегда отказаться от инвестиций в строительные компании? Конечно, нет — их акции уже не раз приносили инвесторам значительную прибыль, только приобретать их нужно в подходящий момент (обычно он не совпадает с моментом резкого увеличения предложения на рынке недвижимости). Выбор правильного момента всегда очень важен при покупке акций производителей товаров с длительным сроком эксплуатации (дома, оборудование, автомобили и т. п.).

Такие компании вынуждены бороться не только с внешними конкурентами, но и со своей собственной ранее реализованной продукцией. Важно помнить о значительной нестабильности прибыли таких компаний, как и любых компаний, не обладающих высокими периодическими доходами. Риски, связанные с волатильностью прибыли, должны компенсироваться сильными балансовыми показателями (о них мы поговорим прямо сейчас) и/или высокой маржей безопасности (которая будет рассмотрена в главе 7).

СИЛЬНЫЕ БАЛАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Плюсы и минусы заемного капитала

Часто компании, которые могут позволить себе использование заемных средств, не прибегают к заимствованиям, а те, которым не следовало бы

делать этого, влезают в долги. Такие показатели, как высокая рентабельность капитала и значительные свободные денежные потоки, обычно привлекают инвесторов к компаниям, которые слабо используют заемные средства.

В США отрасли, которым явно не следует прибегать к заемному капиталу и которые делают это с завидным упорством, — автомобилестроение (General Motors и Ford) и авиаперевозки (большинство компаний, за исключением Southwest Airlines и некоторых других). Эти отрасли характеризуются высокими постоянными затратами (самолеты и заводы стоят больших денег), и во многом издержки здесь не зависят от объема продаж — классический пример операционного леввериджа. Кроме того, для этих отраслей характерна высокая активность профсоюзов, поэтому сократить штат сотрудников очень непросто — таким образом, оплата их труда тоже относится к постоянным затратам. Успешная деятельность производителей автомобилей и авиакомпаний во многом определяется состоянием экономики в целом (экономическими циклами), поскольку приобретение автомобилей и авиаперелеты (как в туристических, так и в деловых целях) не входят в список первоочередных статей расходов и подлежат сокращению в первую очередь при начале экономического спада.

Высокий левверидж (комбинация операционного и финансового леввериджа) в сочетании с высокой волатильностью объемов продаж может привести к катастрофе. Затраты компании не снижаются вместе с падением объемов продаж, что приводит к значительным убыткам.

Кроме того, существенная часть расходов обусловлена непредсказуемыми ценами на сырье — топливо для авиакомпаний и сырье (сталь, масла, алюминий и т. п.) для производителей автомобилей, а это связано с дополнительным риском для их денежных потоков.

Компании с невысоким заемным капиталом могут позволить себе совершать больше ошибок. Заемный капитал должен в разумных пределах использоваться компаниями со стабильными, предсказуемыми денежными потоками. Компаниям, для которых характерна высокая волатильность денежных потоков и высокий операционный левверидж (основные активы), нужно использовать заемный капитал с большой осторожностью.

Обратный выкуп акций искажает балансовые показатели

В условиях, когда американские компании постоянно прибегают к обратному выкупу акций, анализ заемного капитала через отношение заемных средств к активам или собственному капиталу может не принести желаемых результатов. Выкуп акций приводит к непреднамеренному искажению балансовых показателей, когда изменения чисто технического характера (такие, как выкуп акций) смешиваются с действительно важными показателями (такими, как выпуск обыкновенных акций или нераспределенная прибыль). В случае, когда рыночная стоимость акций значительно превышает их балансовую стоимость, обратный выкуп акций может даже привести

к отрицательному собственному капиталу (по крайней мере по данным баланса).

Чтобы оценить истинную долю заемного капитала и сопутствующие ему риски, следует анализировать коэффициенты покрытия долга и процентов в отношении чистой прибыли; прибыли до вычета налогов, процентов, износа и амортизации (EBITDA); денежного потока по операционной деятельности и/или свободного денежного потока. Эти коэффициенты позволяют более точно определить возможные риски, связанные с заемным капиталом, и не искажаются обратным выкупом акций. Вот несколько примеров подобных коэффициентов: заемный капитал / EBITDA; заемный капитал / денежный поток по операционной деятельности; EBITDA / расходы на выплату процентов; денежный поток по операционной деятельности / расходы на выплату процентов и многие другие.

АНАЛИЗ ПРИМЕРА: структура капитала Colgate-Palmolive

Если анализировать размер заемного капитала Colgate-Palmolive за 1999–2002 гг. исключительно через отношение заемных средств к активам или к собственному капиталу, можно прийти к неверному заключению относительно актуальных для компании финансовых рисков. Как показано в таблице 5.1, за указанный период Colgate-Palmolive выкупила свои обыкновенные акции на сумму свыше \$3 млрд, что привело к снижению общей стоимости акций в собственности акционеров с \$1,816 млрд до \$0,367 млрд (обратный выкуп акций был частично компенсирован увеличением нераспределенной прибыли компании на более чем \$1,5 млрд).

Однако, как показано в таблице 5.2, с 1999 по 2002 г. отношение собственного капитала Colgate-Palmolive к активам снизилось с 24 до 5%, а отношение заемного капитала к активам возросло с менее чем 38 до почти 51% в связи с масштабным выкупом акций. На первый взгляд значительные изменения в структуре капитала компании свидетельствовали о том, что она столкнулась с серьезными трудностями.

Но коэффициенты покрытия долга и процентов, приведенные в таблице 5.3, позволяют сделать более верный вывод о том, что за указанный период финансовые показатели компании улучшились. Так, коэффициент покрытия расходов на выплату процентов за счет свободного денежного потока увеличился с 4,1 до 8 раз, что свидетельствует о значительном укреплении финансового положения компании.

Кроме того, из таблицы 5.4 видно, что, несмотря на увеличение общей суммы долга, коэффициенты, связанные с его уплатой, не подверглись значительным изменениям. Например, Colgate-Palmolive по-прежнему могла полностью погасить свой долг за счет свободного денежного потока (если бы захотела это сделать) менее чем за три года. Стоит также отметить, что, несмотря на увеличение процентного долга, расходы на выплату процентов снизились. Это произошло в связи с тем, что в 1999–2002 гг. наступил срок оплаты по многим взятым ранее обязательствам и было произведено рефинансирование с более низкими процентными ставками.

Я вовсе не считаю обратный выкуп акций Colgate-Palmolive очень удачным решением — как будет показано в следующей главе, он осуществлялся в тот момент, когда

Таблица 5.1. Резюме бухгалтерского баланса Colgate-Palmolive (млн долл. США)

	Декабрь 2002 г.	Декабрь 2001 г.	Декабрь 2000 г.	Декабрь 1999 г.
Нераспределенная прибыль	4653	4148	3624	3076
Обыкновенные акции в собственности акционеров	1867	1902	1878	1796
За вычетом собственных акций, выкупленных у акционеров	6152	5204	4043	3056
Собственный капитал	367	851	1458	1816
Процентный долг	3604	3239	2978	2790
Активы	7087	6985	7252	7423

Источник: Standard & Poor's Compustat©

Таблица 5.2. Традиционный анализ структуры капитала Colgate-Palmolive (млн долл. США)

	Декабрь 2002 г.	Декабрь 2001 г.	Декабрь 2000 г.	Декабрь 1999 г.
Собственный капитал	367	851	1458	1816
÷	÷	÷	÷	÷
Активы	7087	6985	7252	7423
Отношение собственного капитала к активам	5,2%	12,2%	20,1%	24,5%
Процентный долг	3604	3239	2978	2790
÷	÷	÷	÷	÷
Активы	7087	6985	7252	7423
Отношение процентного долга к активам	50,9%	46,4%	41,1%	37,6%

Источник: Standard & Poor's Compustat©

Таблица 5.3. Покрытие долга и процентов в Colgate-Palmolive (млн долл. США)

	Декабрь 2002 г.	Декабрь 2001 г.	Декабрь 2000 г.	Декабрь 1999 г.
Денежный поток по операционной деятельности	1611	1600	1536	1293
÷	÷	÷	÷	÷
Расходы на выплату процентов	158	192	204	224
Коэффициент покрытия расходов на выплату процентов за счет денежного потока по операционной деятельности	10,2	8,3	7,5	5,8
Свободный денежный поток	1268	1259	1170	920
÷	÷	÷	÷	÷
Расходы на выплату процентов	158	192	204	224

Окончание табл. 5.3

	Декабрь 2002 г.	Декабрь 2001 г.	Декабрь 2000 г.	Декабрь 1999 г.
Коэффициент покрытия расходов на выплату процентов за счет свободного денежного потока (количество раз)*	80	65	57	41
Процентный долг	3604	3239	2978	2790
	÷	÷	÷	÷
Денежный поток по операционной деятельности	1611	1600	1536	1293
Коэффициент покрытия долга за счет денежного потока по операционной деятельности †	2,2	2,0	1,9	2,2
Прибыль до налогообложения и уплаты процентов (ЕВИТ)	2024	1861	1721	1564
	÷	÷	÷	÷
Расходы на выплату процентов	158	192	204	224
Коэффициент покрытия расходов на выплату процентов за счет ЕВИТ*	16,3	17,5	16,2	12,8
Процентный долг	3604	3239	2978	2790
	÷	÷	÷	÷
Свободный денежный поток	1268	1259	1170	920
Коэффициент покрытия долга за счет свободного денежного потока	2,8	2,6	2,5	3,08

Источник: Standard & Poor's Compustat©

* Покрытие, количество раз.

† Лет до полной выплаты долга.

акции компании были сильно переоценены. Я просто использую эту компанию в качестве примера изменений, которые могут произойти в балансе компании вследствие выкупа акций, и неверных выводов, которые могут сделать чересчур доверчивые инвесторы, используя традиционные методы анализа. Выкуп акций Colgate оказал особенно значительное влияние на ее балансовые показатели, поскольку в момент выкупа акции продавались по цене, намного превышающей их балансовую стоимость.

Вне бухгалтерского баланса

Я с радостью сказал бы, что анализ обязательств компании ограничивается вычислением коэффициентов, связанных с заемным капиталом, но это не так. Это первый, но далеко не последний шаг на пути анализа финансовых обязательств.

Недостаточно финансируемые пенсионные планы, операционный лизинг — эти составляющие деятельности компании не отражаются в балансе и должны быть подвергнуты тщательному анализу. Следует обращать особое внимание на расчет активов и обязательств, который

руководство компании осуществляет при составлении пенсионного плана для сотрудников. Так, требуется оценить ожидаемый уровень прибыли от активов пенсионного плана. Если прогноз прибыли окажется выше ее фактического значения, в пенсионном фонде компании возникнет дефицит, т.е. обязательства компании не будут подкреплены соответствующими денежными средствами, что впоследствии негативно скажется на балансовых показателях.

К примеру, General Motors ожидает, что прибыль от ее пенсионных активов составит 9% годовых. Возможно ли достичь такого уровня прибыли, учитывая возраст пенсионеров из General Motors? Вопрос открыт для обсуждения. Тем не менее, если компания и/или аудиторы (и актуарии) придут к заключению, что прогнозы долгосрочной доходности пенсионных активов необоснованно завышены, пенсионная программа окажется недофинансированной, что означает значительный риск.

В своей книге «Читаем между строк: Как правильно оценить компанию» (*Financial Fine Print: Uncovering a Company's True Value*, John Wiley & Sons, 2003) Мишель Ледер сделала одно интересное наблюдение: сдержанность компании при составлении пенсионных планов (определение дисконтной ставки, увеличение заработной платы и долгосрочной доходности) — надежная характеристика ее подхода к бухгалтерскому учету. Например, если компания запланировала высокую доходность пенсионных активов (признак агрессивного подхода к учету), следует с особой тщательностью подходить к анализу ее финансовых отчетов и пояснительных записок.

Лизинг, который не отражен в балансе, нужно вернуть на его законное место. Возьмем, к примеру, розничную компанию. У нее имеется выбор между приобретением магазина путем финансирования из собственного или заемного капитала (при этом в баланс будет одновременно добавлен актив и обязательство) и лизингом. В последнем случае компании все равно придется производить лизинговые платежи, даже если магазин будет закрыт (исключение составляет сублизинг). Кредитные агентства добавляют объекты операционного лизинга в баланс как активы с соответствующими обязательствами. Вам следует поступать аналогичным образом.

У компании с низким заемным капиталом больше шансов стать объектом поглощения

По моему мнению, у компании с выдающимися балансовыми показателями есть еще одно скрытое преимущество — у нее выше вероятность поглощения другой компанией. При поглощении компания-приобретатель выплачивает надбавку сверх рыночной стоимости акций поглощаемой компании, поскольку в дальнейшем она будет иметь возможность увеличить долю заемного капитала в приобретаемой компании с целью финансирования поглощения. Таким образом, компания с низким заемным капиталом более привлекательна для инвестиций.

Подобный случай произошел, когда компания Lincoln Financial, которая специализируется на страховании жизни, приобрела другую аналогичную компанию — Jefferson Pilot. На тот момент у последней были первоклассные балансовые показатели, отмеченные рейтингом AA, — одни из лучших в отрасли и намного превосходившие показатели Lincoln Financial (также весьма неплохие) с рейтингом A. Lincoln Financial объявила, что после поглощения заемный капитал Jefferson Pilot будет увеличен на несколько миллионов долларов, чтобы снизить ее рейтинг до уровня рейтинга Lincoln Financial. В результате путем увеличения заемного капитала Jefferson Pilot Lincoln Financial заставила ее частично оплатить собственное поглощение.

ЗНАЧЕНИЕ СВОБОДНЫХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

Одно из определений *свободных денежных потоков* — денежные потоки за минусом затрат на все текущие нужды, включая расходы на заработную плату, уплату налогов, финансирование материальных запасов, выплату процентов по кредитам, членские карты в загородном клубе для топ-менеджеров, различные ежегодные затраты и все расходы, связанные с будущим ростом, например инвестиции в основные средства (капитальные затраты на приобретение заводов, оборудования и т.п.), — иными словами, денежный поток по операционной деятельности за вычетом капитальных затрат. Другой метод определения свободного денежного потока — пересчет чистой прибыли в денежные средства в бухгалтерском балансе и последующее вычитание инвестиций в основные средства.

Компании, имеющие значительный свободный денежный поток и грамотное руководство, действующее в интересах акционеров, могут с выгодой для себя использовать волатильность рынков с боковым трендом, увеличив стоимость акций путем разумно используемого обратного выкупа (в момент, когда акции компании значительно недооценены рынком или, говоря простым языком, дешевы). Значительное сокращение количества акций в обороте приводит к увеличению прибыли и дивидендов в расчете на одну акцию, поддерживая цены на высоких отметках.

Так, в 2004–2005 гг. цена акций компании Nokia упала до минимальных отметок за многие годы — она превышала свободный денежный поток на акцию лишь в 12 раз. В то же время компания имела свободный денежный поток за год на уровне свыше \$5 млрд и около \$15 млрд денежных средств, а ее заемный капитал приближался к нулю. Руководство Nokia решило воспользоваться удачной возможностью и выкупило около 11% обыкновенных акций компании, тем самым значительно повысив их курс. Этот пример также иллюстрирует значение сильных балансовых показателей.

Существует ряд других преимуществ, связанных с высоким показателем свободного денежного потока.

- Компании, генерирующие значительные свободные денежные потоки, как правило, не являются капиталоемкими в связи с невысокими

капитальными затратами (им не требуются крупные инвестиции в основные производственные фонды), что зачастую приводит к увеличению рентабельности капитала и росту прибыли.

- Значительные свободные денежные потоки снижают уровень риска для компании, поскольку за счет них она способна к самофинансированию и в меньшей степени зависит от внешних заимствований. Как сказал поэт Роберт Фрост: «Банк — это место, где вам могут одолжить зонтик в солнечную погоду, чтобы забрать его, как только начинается дождь». Когда компания купается в ликвидности (она может без труда выпустить акции или облигации или получить кредит в банке), легко не заметить имеющиеся ресурсы для самофинансирования. Однако во время кризиса именно свободные денежные потоки позволяют спастись наиболее удачливым представителям отрасли.
- В период экономического спада или кризиса покупательная способность наличных средств увеличивается в геометрической прогрессии. Во время спада 2002 г. компания Уоррена Баффетта Berkshire Hathaway наслаждалась высокими показателями ликвидности. У ее дочерних компаний были значительные свободные денежные потоки, и денежные средства на балансе Berkshire Hathaway исчислялись миллиардами долларов. В этих условиях Баффетту удалось приобрести по бросовым ценам энергокоммуникации у страдающих от кризиса коммунальных компаний (Williams и Dynegy). Он мог провести переговоры с сильной позиции, поскольку эти компании отчаянно нуждались в наличных средствах, которые Баффетт был в состоянии им предоставить.

Не все капитальные затраты равны между собой

Очень важно понимать природу капитальных затрат. При определении свободного денежного потока практически не возникает споров относительно термина «денежный поток от операционной деятельности» — это чистая прибыль за вычетом всех неденежных (преимущественно износа и амортизации) и связанных с операционной деятельностью расходов. Однако значение свободного денежного потока компании может уменьшаться или увеличиваться в зависимости от метода вычисления капитальных затрат, поскольку не все они равны между собой. В частности, зачастую не разделяются инвестиции в будущий рост и поддержание текущих показателей. Между тем именно различия между этими двумя видами капитальных затрат начинают играть решающую роль в формировании цены на акции компании в условиях замедления роста объемов продаж.

- *Затраты на поддержание текущих показателей* — инвестиции в основные средства, необходимые для поддержания текущего объема продаж. Так, производителю полупроводников, чтобы сохранить имеющийся объем продаж, приходится постоянно вкладывать

средства в усовершенствование оборудования по мере появления новых технологий производства. Нефтяные компании также вынуждены тратить миллиарды долларов на освоение новых скважин по мере истощения старых. Для того чтобы вычленить затраты на поддержание текущих показателей, нужно задать себе вопрос: что произойдет с объемом продаж компании, когда она остановит инвестиции в основные средства? Если при прочих равных условиях объем продаж со временем начнет снижаться, как это произошло бы с производителем полупроводников или нефтяной компанией, значит, речь идет о капитальных затратах на поддержание текущих показателей.

- *Капитальные затраты, направленные на будущий рост*, — инвестиции, необходимые для увеличения объема продаж, например строительство новых магазинов розничной компанией, расширение верфи судостроительной компанией или офисного помещения производителем программного обеспечения. В этом случае после сокращения капитальных затрат при прочих равных условиях темп роста продаж замедлится, однако снижения их объема не произойдет.

Почему столь важно разделять эти виды капитальных затрат? Мы живем в мире конечных величин, где невозможен бесконечный сверхъестественный (на самом деле это лишь эмоциональный способ обозначения понятия «выше среднего») рост прибыли (и денежных потоков). Рано или поздно любая, даже самая успешная компания достигнет той стадии своего развития, при которой дальнейший стремительный рост станет невозможен, — ведь, если бы ее показатели продолжали расти прежними темпами, они в какой-то момент сравнялись бы с показателями всей отрасли, а затем и всей экономики.

Кроме того, важно помнить о принципе больших чисел (не путать со статистическим законом больших чисел): чем крупнее становится компания, тем сложнее ей поддерживать прежние показатели роста. Этот принцип неумолим, как сила притяжения, и всегда медленно, но верно одерживает верх.

Возьмем для примера одну из наиболее успешных компаний — Microsoft. Как показано на рисунке 5.2, в 1980-х гг. ее объем продаж ежегодно увеличивался более чем на 50%, и в 1990 г. рост составил почти \$1,2 млрд. К концу XX в. темпы роста снизились до «скромного» уровня около 30% (большинство компаний не могут даже мечтать о таких показателях), достигнув в 2000 г. \$23 млрд, и с тех пор ежегодный рост объемов продаж находится на уровне немного выше 10%. Если бы Microsoft удалось сохранить темпы роста, которые компания демонстрировала в 1980-х гг., к 2005 г. ее объем продаж достиг бы \$700 млрд, а маржа прибыли при существующих наценках составила бы 1/6 совокупной прибыли всех американских компаний. Еще через пару лет такого роста объемы продаж Microsoft превысили бы ВВП штата Калифорния (пятый по величине в мире на уровне около \$1,5 трлн).

Многие компании бросают вызов закону больших чисел, постоянно осваивая новые рынки или новые сферы деятельности. Однако действие этого закона неотвратимо, его нельзя отсрочить или избежать. Чем быстрее темпы роста и чем дольше он продолжается, тем сложнее его поддерживать — история Microsoft служит ярким тому подтверждением.

Когда неминуемый момент настанет для компании с высоким уровнем капитальных затрат на поддержание текущих показателей, увеличение ее свободного денежного потока маловероятно — даже после прекращения роста продаж, — поскольку она продолжит осуществлять инвестиции (хотя и менее значительные) в основные средства с целью предотвратить снижение объема продаж. (Сразу вспоминаются нефтяные компании — если они прекратят искать новые месторождения, со временем их запасы истощатся, и они вынуждены будут уйти из бизнеса.)

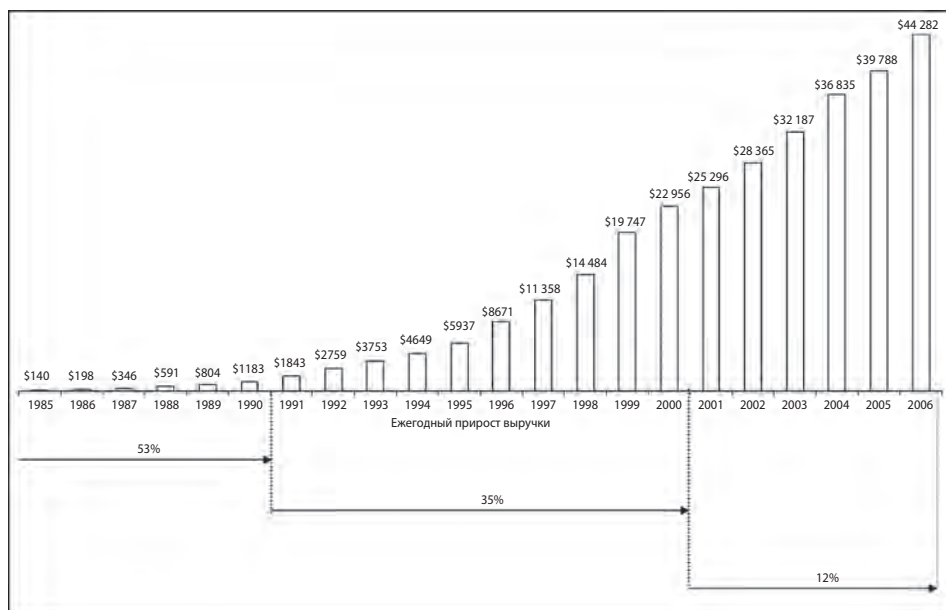


Рис. 5.2. Выручка Microsoft за 1985–2006 гг. (млн долл. США)

Источник: Standard & Poor's Compustat©

В аналогичной ситуации у компании с низким уровнем затрат на поддержание текущих показателей сразу после прекращения инвестирования в увеличение объема продаж произойдет значительный рост свободного денежного потока — ее капитальные затраты снизятся, а свободный денежный поток и выручка увеличатся. Акциям такой компании, вероятно, будет нанесен меньший урон по сравнению с акциями компаний со значительными затратами на поддержание текущих показателей, поскольку снижение коэффициента P/E (которое всегда происходит при замедлении

темпов роста) будет не столь значительным. Таким образом, компания сможет увеличить дивиденды и прибегнуть к обратному выкупу акций. Кроме того, дополнительным фактором, который будет препятствовать падению курса акций вследствие снижения коэффициента Р/Е, станет увеличение прибыли и свободных денежных потоков ввиду сокращения капитальных затрат.

Например, капитальные затраты компании Wal-Mart в 2005 г. составили свыше \$14,5 млрд, т. е. более 80% от денежного потока по операционной деятельности. Большая часть этих расходов была направлена на будущий рост, включая строительство новых магазинов и распределительных центров. Если бы Wal-Mart пришла к выводу, что она охватила весь существующий рынок, ее капитальные затраты были бы значительно снижены. Компания могла бы по-прежнему тратить пару миллиардов долларов в год на обновление существующих магазинов с целью поддержания объемов продаж (хотя какое значение имеет пара миллиардов долларов для такого гиганта?). В то же время свободный денежный поток компании взлетел бы до небес, увеличившись приблизительно на \$12 млрд. Компания выкупила бы свои акции, хотя бы частично, чтобы добиться увеличения роста прибыли на акцию, и повысила бы дивиденды — и то и другое привело бы к увеличению рыночной стоимости акций.

Коэффициент Р/Е акций Wal-Mart снизился бы, поскольку ожидания инвесторов относительно дальнейшего роста компании не были бы оправданы. Однако определенная часть понижения Р/Е компенсировалась бы увеличением прибыли (в связи с уменьшением амортизационных отчислений, хотя для этого потребовалось бы дополнительное время из-за продолжения начисления амортизации ранее приобретенных основных средств) и значительным ростом свободных денежных потоков (незамедлительно, поскольку капитальные расходы снизились бы сразу).

Волатильность свободных денежных потоков

Волатильность свободных денежных потоков, как правило, выше волатильности чистой прибыли. Этому есть несколько причин. Отчет о прибылях и убытках формируется путем накопления данных (соотнесения объемов продаж и соответствующих расходов), тогда как поток денежных средств по операционной деятельности рассчитывается, исходя из фактического (высоковолатильного) притока и оттока денежных средств. Таким образом, если операционная эффективность компании (которая непосредственно связана с оборотным капиталом) не претерпевает значительных изменений, резкие колебания оборотного капитала (материальные запасы, дебиторская и кредиторская задолженность) в течение одного года, как правило, возвращаются на прежний уровень в следующем году.

Кроме того, стоит помнить, что, хотя сумма амортизационных отчислений, отражаемая в отчете о прибылях и убытках, — величина стабильная, фактические расходы, связанные с основными средствами (капитальные затраты), по своей природе неоднородны.

Годовая волатильность свободного денежного потока может побудить вас сделать неверные выводы относительно финансового состояния компании. Свободный денежный поток может иметь положительное значение в один год и отрицательное — в другой. Наилучший подход к анализу этого показателя — расчет его средних значений или суммарного денежного потока за несколько лет и последующее уменьшение полученного значения на сумму средних или суммарных капитальных затрат за аналогичный период. Для капиталоемких компаний расходы на амортизацию обычно позволяют оценить капитальные затраты.

- На стадии стремительного роста капитальные затраты компании превышают расходы на амортизацию.
- При приближении компании к этапу зрелости оба показателя близки по своим значениям.
- Наконец, при достижении зрелости расходы компании на амортизацию превышают ее капитальные затраты.

Обратите внимание на планы компании относительно свободного денежного потока

Свободные денежные потоки при их нерациональном использовании могут оказывать негативное влияние на рыночную стоимость акций. Компания может использовать свободные денежные потоки несколькими способами (для погашения долга, обратного выкупа акций, начала выплаты дивидендов или увеличения их суммы, поглощения другой компании) или же не использовать их вовсе. Важно узнать, каковы планы компании в отношении свободных денежных потоков, поскольку это поможет вам лучше понять ее корпоративную стратегию.

Руководство часто использует свободный денежный поток для приобретения других компаний. Несмотря на то что некоторые поглощения обеспечивают прирост рыночной стоимости акций, многие другие направлены исключительно на удовлетворение амбиций руководства, нацеленных на расширение (но вовсе не обязательно улучшение) своей империи. Одна из компаний, имеющих негативный опыт поглощений, — телекоммуникационный гигант AT&T. В 1992 г. компания приобрела корпорацию NCR, хотя в будущем ее пришлось продать по значительно более низкой цене. Затем, в конце 1990-х гг., AT&T потратила миллиарды долларов на приобретение компании TCI Inc., без устали твердя о том, как необходимо ей это поглощение, а в 2002 г. продала ее компании Comcast с убытком для себя.

АНАЛИЗ ПРИМЕРА: слияние IMS Health и VNU

Слияние IMS Health и VNU — показательный пример стремления одной компании приобрести другую исключительно с целью построения «империи», что негативно сказывается на стоимости акций. В июле 2005 г. голландский издательский концерн VNU Inc. объявил о своем намерении приобрести медико-фармацевтическую компанию IMS Health за \$6,9 млрд (при этом акционерам было объявлено, что приобретение фак-

тически будет слиянием, несмотря на выплату надбавки сверх рыночной цены акций компании). Это заявление застало врасплох многих инвесторов, вложивших средства в IMS Health (включая меня).

IMS Health когда-то отделилась от материнской компании Cognizant, которая, в свою очередь, отделилась от Dun & Bradstreet в 1996 г. На момент получения самостоятельности IMS имела ряд слабо взаимосвязанных между собой бизнес-направлений и с тех пор отчаянно пыталась оптимизировать свою структуру путем отказа от некоторых из видов деятельности. Ушли годы на то, чтобы через образование бесконечных дочерних компаний и с помощью финансового инжиниринга добиться желаемых результатов, создав компанию с простой, прозрачной и понятной инвесторам структурой. Наконец можно было начать жизнь с чистого листа, но именно в этот момент акционеры IMS Health получили известие о готовящемся поглощении. На совместной телефонной конференции выступления руководителей VNU и IMS Health были весьма оптимистичными — речь, как это обычно бывает в подобных случаях, шла о положительных сторонах совместной работы, снижении издержек и фантастических перспективах «добраться туда, где еще никто не был».

У меня есть подозрение, что существует некое пособие «Слияния и поглощения для чайников», которое под большим секретом передается из одного офиса в другой, потому что все телефонные конференции, посвященные слияниям/поглощениям, проходят по одному и тому же сценарию. Обе стороны радостно взволнованы, и каждая поет оды руководству другой компании. Словосочетания типа *«совместные достижения»* (которое прозвучало семь раз на конференции VNU и IMS Health) опережают по частоте употребления лишь слово *«возможности»* (14 раз на той же конференции). Руководство прилагает все усилия для того, чтобы вставить в каждое предложение хотя бы одно такое слово/словосочетание. Поскольку предполагается, что в конференции участвуют сотрудники обеих компаний, вопросы сокращения штата предпочитают обходить стороной. При этом не сообщается никакой конкретной информации.

Очень немногие крупные слияния оказываются успешными. К сожалению, в большинстве случаев нормальной работе вновь образованной компании мешают амбиции руководства, несовместимость корпоративной культуры и выплата надбавки сверх стоимости акций. Случай с VNU и IMS Health не был исключением.

Интересно отметить, что когда-то два крупнейших подразделения VNU (ACNielsen and Nielsen Media) и IMS Health входили в состав одной компании — Dun & Bradstreet. В момент их разделения (1996) руководство Dun & Bradstreet сочло, что IMS Health и Nielsen — слишком разные, чтобы быть вместе, поэтому были созданы две отдельные компании. Теперь обе они говорили о том, что все изменилось. Впрочем, так говорят всегда. Но достаточно ли этих изменений для слияния двух компаний, деятельность которых практически не взаимосвязана?

В беседе с руководством IMS Health я озвучил идею о создании совместного предприятия. В ответ я услышал, что создавать совместные предприятия очень сложно, поскольку переговоры об их структуре часто заходят в тупик. Хотя в этом и есть доля правды, потери при образовании неудачного совместного предприятия намного ниже, чем при неудачном слиянии. Расставание компаний после попытки создать совместное предприятие похоже на неудачное первое свидание, тогда как раздел имущества после провала слияния — это настоящий развод по-голливудски. (У меня есть еще одно подозрение: возможно, миф о сложности создания совместного предприятия распро-

страняют инвестиционные банки, которые не имеют никакой прибыли от совместных предприятий и, напротив, получают огромные премиальные и комиссионные при слияниях/поглощениях?)

Я видел немало подобных слияний и обратных разделений, и мне было несложно представить телефонную конференцию, посвященную разделению компаний. На ней генеральный директор или президент недавно образованной компании (второй генеральный директор, который когда-то собирался остаться и помогать осуществлять руководство, уже успел получить свое выходное пособие, обналечить акции и покинуть компанию по личным причинам — как будто кто-то уходит с работы по «неличным» причинам!) уныло объясняет, что прогнозы относительно совместной деятельности не оправдались, структура компании слишком сложна для финансового анализа, а это может стать причиной низкого коэффициента P/E и т. п. Когда речь идет о слияниях, очень легко стать циником. Успешное крупное слияние — обычно исключение, а не правило.

К счастью, акционеры обеих компаний не поддержали амбиции руководства по созданию более крупной, хотя, возможно, менее прибыльной, более сложной и подверженной большому риску компании. Переговоры о слиянии прекратились через несколько месяцев. Впоследствии генеральный директор VNU был уволен, а сама компания оказалась на грани поглощения консорциумом хеджевых фондов.

Дэвид Паккард, основатель Hewlett-Packard, однажды сказал: «Компании чаще погибают от несварения, чем от голода». Поэтому, если компания не обладает значительным опытом успешных слияний и поглощений, к каждому серьезному поглощению нужно подходить критически, расценивая его как ошибку, пока не будет доказано обратное.

ВЫСОКАЯ РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ КАПИТАЛА

Рентабельность капитала позволяет судить, насколько успешно инвестированный капитал работает на акционеров. Если рентабельность капитала значительно превосходит затраты на его привлечение, это свидетельствует о значительном потенциале роста акций компании.

Рентабельность капитала — одна из двух главных составляющих формулы роста прибыли: способность к росту определяется высоким уровнем рентабельности капитала и возможностями для роста. Чем выше рентабельность инвестированного капитала, тем меньше собственных или заемных средств потребуется компании для роста.

При наличии возможностей для роста компания с высокой рентабельностью капитала сможет расти, используя внутренний капитал, т. е. прибыль акционеров будет увеличиваться без дополнительного риска. Выпуск новых акций приводит к снижению прибыли, тогда как привлечение заемного капитала означает новую статью расходов в отчете о прибылях и убытках и увеличивает риски для компании.

Помимо всего прочего, стабильно высокая рентабельность капитала свидетельствует о наличии сильного конкурентного преимущества. Как уже упоминалось ранее, высокая рентабельность капитала в отсутствие

конкурентного преимущества привлекает новых конкурентов; повышение конкуренции приводит к снижению цен и, следовательно, маржи корпоративной прибыли, а также объемов продаж либо требует увеличения инвестиций, что приводит к снижению рентабельности капитала. Компании, которые в течение длительного времени демонстрируют высокую рентабельность капитала, в большинстве случаев имеют конкурентное преимущество, которое позволяет им поддерживать эти показатели на должном уровне. При устойчивом конкурентном преимуществе высока вероятность сохранения показателей прибыли и в будущих периодах.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Стабильное конкурентное преимущество, высококлассное руководство, предсказуемая прибыль, значительные свободные денежные потоки, сильные балансовые показатели и высокая рентабельность капитала — вот основные черты «качественной» компании. К некоторым из этих характеристик — например, к устойчивому преимуществу перед конкурентами и грамотному руководству — стоит подходить без компромиссов. Другие в некоторой степени взаимозаменяемы (если одна из характеристик недостаточно сильна, она может быть компенсирована преимуществом по другим показателям) — например, можно слегка снизить требования к балансовым показателям, если у компании предсказуемые прибыль и денежные потоки. Или можно закрыть глаза на незначительный свободный денежный поток при высоких капитальных затратах, направленных на будущий рост. Тем не менее я не советую вам часто идти на компромиссы в отношении качества компании, поскольку, как я уже упоминал в начале главы, вернуть потерянные средства на боковом рынке очень непросто.

«Р» — рост

Если компания преуспевает, то ее акции в конце концов поднимаются в цене.

Уоррен Баффетт

ИСТОЧНИКИ РОСТА: РОСТ ПРИБЫЛИ И ДИВИДЕНДОВ

Чтобы плодотворно говорить об «Оценке» в триаде КОР, необходимо четкое понимание составляющих «Качество» и «Рост». Поэтому, несмотря на то что следующей по порядку идет «Оценка», перед тем как приступить к ее рассмотрению, мы поговорим о «Росте».

Покупка непопулярных акций, у которых временно приостановлен «роман» с рынком, — это именно та стратегия, которую следует использовать на рынке с боковым трендом (кстати, и на остальных рынках тоже), поскольку она позволяет инвестору покупать акции как преуспевающих, так и развивающихся компаний по привлекательным ценам.

Однако с данной стратегией связан риск того, что якобы временное расставание может обернуться длительной разлукой, а это превращает акции в мертвый капитал — они остаются недооцененными в течение долгого времени, и их оценка никак не меняется. Как раз в этом случае может пригодиться рост: компания, которая наращивает прибыль и выплачивает дивиденды, компенсирует таким образом время ожидания, значительно сокращая риск появления мертвого капитала.

«Рост» включает в себя как рост прибыльности (который выражается в росте прибыли или денежных потоков), так и рост дивидендов (который выражается в дивидендной доходности).

Дивиденды — это компенсация ожидания роста в режиме реального времени. Растущая прибыль сжимает пружину рыночной оценки (коэффициент Р/Е). К примеру, если за \$15 вы покупаете акцию, на которую сегодня приходится \$1 корпоративной прибыли, то эта акция торгуется с коэффициентом Р/Е, равным 15. Если прибыль компании растет на 15%

ежегодно, то через пять лет величина прибыли на акцию возрастет до \$2. Следовательно, даже если коэффициент Р/Е этой акции никогда не вернется к значению 15 (на момент покупки) и остановится на 12, т.е. EPS будет составлять \$24 ($12 \times \2), то вы все равно получите весьма приличный годовой доход в размере 10%. И когда «роман» акций с рынком возобновится, коэффициент Р/Е будет расти уже на базе большей прибыли, что послужит вам наградой за ожидание. Даже если вы немного переплатили за акции, их рост с течением времени вылечит эту проблему. Время — ваш лучший друг, когда прибыль компании растет и дивиденды постоянно перечисляются на брокерский счет; в противном случае оно превращается во врага.

Важно знать источники (двигатели) роста прибыльности компании. Они по-разному влияют на прибыльность. Структуру ее роста в пересчете на акцию можно изобразить в виде перевернутой пирамиды (рис. 6.1), в верхней части которой лежит рост корпоративного дохода, а далее, по направлению к вершине пирамиды, обращенной вниз, следуют чистая прибыль, свободный денежный поток, прибыль на акцию и свободный денежный поток в пересчете на акцию.

Если расходы растут медленнее, чем доходы, маржа чистой прибыли возрастает, и рост чистой прибыли опережает рост доходов. Если в течение рассматриваемого периода компания выкупает свои акции, количество акций в обращении уменьшается (чистая прибыль распределяется между меньшим количеством акций), что ведет к тому, что прирост прибыли на акцию опережает прирост чистой прибыли. И наконец, если компании удастся эффективно управлять своими основными и операционными активами (оборотным капиталом: дебиторской задолженностью, наличным товаром, кредиторской задолженностью), то рост свободного денежного потока на акцию превысит рост прибыли на акцию.

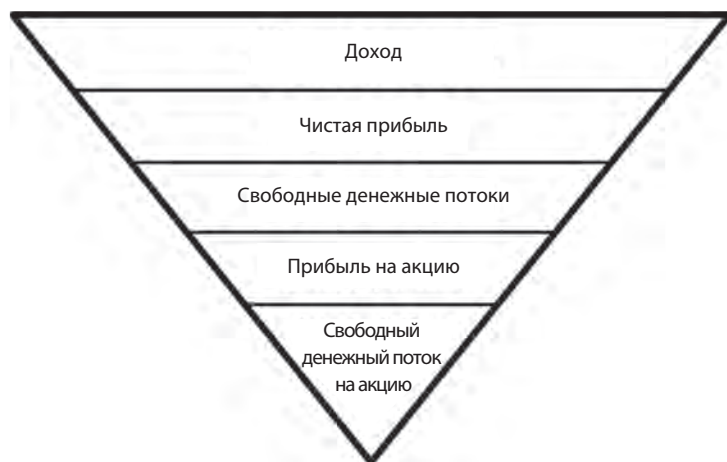


Рис. 6.1. Перевернутая пирамида роста

В этом примере акционерная стоимость формируется на различных ступенях деятельности компании. В ходе анализа необходимо изучить каждый уровень пирамиды роста, чтобы определить, создает ли он стоимость или, наоборот, разрушает ее.

Многие вещи в жизни, хотя и в разной степени, имеют свой предел. Источники роста — не исключение: хотя все они имеют начало и конец, это влияет на них по-разному. Возможно, какие-то из ступенек пирамиды обеспечивали рост прибыльности компании в прошлом, но их время подходит к концу. Поэтому необходимо регулярно пересматривать все двигатели роста и оценивать, какой вклад каждый из них сможет сделать в рост прибыльности компании в будущем, сравнивая его с ростом на текущий момент.

Рост доходов

Рост доходов — самый естественный способ развития компании (помимо поглощений других компаний). Далее я привожу несколько (не связанных с поглощением) стратегий увеличения доходов компании.

- *Продажа большего объема товаров и услуг нынешним и/или новым клиентам* — одна из самых популярных стратегий, используемых американскими компаниями и компаниями во всем мире.
- *Выход на новые рынки, внутренние и международные* — многие компании получили второе дыхание, когда вышли на растущие международные рынки.

Благодаря своему успеху Microsoft стала фактически гегемоном в таких сегментах рынка программного обеспечения (ПО), как операционные системы, серверное ПО и офисные приложения. В результате у компании практически не осталось возможностей для роста. Чтобы сохранить прирост доходов, Microsoft вышла в новые сегменты рынка программного обеспечения: видеоигры (игровая приставка Xbox), веб-поиск (MSN) и операционные системы для мобильных телефонов и кабельных шкафов.

В Dell обнаружили, что эффективная, малозатратная система распределения и опыт компании в области производства позволяют ей перейти к выпуску принтеров и телевизоров, а не только компьютеров. Компания вышла за пределы рынка, где уже имела высокую долю, в абсолютно новые для нее сегменты, в которых раньше она не была представлена. В результате Dell получила новые возможности для роста.

- *Повышение цен* — коварная стратегия, успех которой зависит от эластичности спроса (влияния роста цен на готовность потребителей покупать товар).

Повышение цен — это конечная стратегия, поскольку высокие цены увеличивают привлекательность отрасли для новых компаний, которые в зависимости от уровня барьеров для доступа могут попытаться захватить значительную долю рынка путем снижения цен.

Или, что еще хуже, высокие цены могут разочаровать покупателей, и тогда они переключатся на товары-заменители или конкурирующую продукцию.

- *Снижение цен* — данная стратегия приходит на ум далеко не в первую очередь, но она оказывается действенной, если повышение спроса компенсирует снижение цен и понижает затраты. Снижение цен сотворило настоящие чудеса в сфере беспроводных технологий, поскольку стимулировало использование сотовых телефонов и позволило сотовым компаниям распределить фиксированные расходы (сети и службы по работе с клиентами) между крупнейшими абонентами.

Конечно, существует и такая стратегия роста, как поглощение, но она, как правило, обходится дороже. Некоторые компании существенно выиграли от поглощений: это General Electric, PepsiCo, а также много крупных банков. Но, как уже обсуждалось в главе, посвященной качеству, с такой стратегией связано много внешних рисков.

Рост за счет повышения маржи

Маржа повышается под влиянием различных факторов, в том числе в результате увеличения операционной эффективности компании и экономии за счет расширения производства (экономия от масштаба).

Операционная эффективность — в последние годы наиболее распространенный источник увеличения маржи большинства компаний США, стала таковой за счет использования новых технологий.

Как уже говорилось в главе 3, новые технологии, которые принесли успех одной компании, с течением времени становятся доступными и другим компаниям отрасли. Те участники рынка, которые их внедряют, во многом повторяют операционную структуру компаний-первопроходца, в то время как остальные оттесняются на периферию.

По мере того как все больше компаний стремятся сократить свои расходы (улучшить операционную эффективность), структура затрат компаний-конкурентов становится идентичной. В результате конкуренции снижаются цены и маржа компаний, и от сокращения текущих расходов в конечном счете выигрывают потребители, так как они пожинают плоды более высокой эффективности — низкие цены. Поэтому предприятиям редко удается пользоваться преимуществами от повышения операционной эффективности в течение долгого времени. В зависимости от структуры отрасли, устойчивости развития и уровня конкурентного преимущества компаний некоторым удастся сохранить более высокую маржу, а некоторым нет.

Сокращать затраты нельзя бесконечно, поскольку полностью избавиться от них невозможно. В течение некоторого времени компания может с успехом это делать, но довольно быстро она достигнет предела. Руководство Colgate сделало очень много, чтобы сократить корпоративные затраты.

Это позволило компании повысить маржу, которая в конце 1980-х — начале 1990-х гг. составляла всего несколько процентов, до 14,4% в 2003 г. Как следствие, акционерная стоимость Colgate резко повысилась. Однако, по всей видимости, в конце 2003 г. был достигнут предел роста маржи, и с тех пор компании не удалось вновь добиться таких же показателей.

Важно убедиться в том, что снижение затрат не происходит за счет будущего роста. В конце 1990-х гг. Becton Dickenson (производитель игл и шприцев) представила на рынке новую безопасную систему «шприц плюс игла». Компания инвестировала десятки, если не сотни миллионов долларов в разработку этой технологии. К примеру, медсестра, используя новую систему при заборе крови у ВИЧ-инфицированного пациента, не могла заразиться ВИЧ. Администрация США по контролю за продуктами питания и лекарствами уже была готова сделать новый шприц обязательным для использования в больницах. Анализируя деятельность компании, я спросил у ее руководства насчет конкуренции, и мне сказали, что ее нет. Единственным значимым конкурентом была компания U. S. Surgical, которую приобрела Тусо.

В то время Тусо поглотила ряд компаний, значительно сократила расходы U. S. Surgical на научно-исследовательские работы, чтобы увеличить (краткосрочные) денежные потоки и предстать в выгодном свете перед жадным до успеха финансовым сообществом. В результате Becton Dickenson вывела на рынок революционный шприц, а U. S. Surgical... ничего.

Экономия от масштаба — более стабильный источник увеличения маржи. Чтобы подобная экономия была возможна, необходимы две вещи: рост объема продаж и большие постоянные затраты (например, расходы на разработку программного обеспечения, производственные издержки и т. п.). В этом случае с ростом объема продаж затраты увеличиваются не так быстро (поскольку многие из них — постоянные), что ведет к росту маржи. Аналогично повышению операционной эффективности, в зависимости от структуры отрасли, потребители получают по крайней мере малую часть выгоды от прироста маржи, поскольку конкуренты, скорее всего, тоже будут пользоваться тактикой увеличения продаж и доли фиксированных затрат.

Важность отраслевой структуры трудно переоценить, когда дело касается экономии от масштаба. Если конкуренты той или иной компании привлекают к производству подрядчиков, в то время как сама компания производит товары самостоятельно, то она сэкономит на росте производства больше, чем ее конкуренты, поскольку доля их фиксированных затрат не так высока.

Экономия от масштаба практически не ограничена в компаниях по разработке программного обеспечения. Первый экземпляр программы стоит десятки миллионов долларов, в то время как стоимость второго (CD-диска, на котором она записана) составляет гроши или вообще равняется нулю, если эта программа скачана из Интернета.

Компания, которая отвоевывает долю рынка у своих конкурентов, может выиграть от экономии за счет увеличения масштабов деятельности,

в то время как ее конкуренты пострадают от их уменьшения, поскольку их объем продаж может снизиться. Дистрибьютор продуктов питания Sysco — одна из тех компаний, маржа которых увеличивается за счет роста объемов продаж. Sysco поставляет продукты питания в рестораны и гостиницы. Компания развивалась как естественным путем, так и в результате поглощений. Увеличение масштабов работы позволило Sysco распределить затраты на дистрибуцию и хранение продуктов на больший объем продаж, в результате чего повышение прибыли опередило повышение продаж. С 2000 по 2005 г. продажи росли на 9,2% в год, чистая маржа увеличилась с 2,4 до 3,2%, что стимулировало рост прибыли (дополнительные 6% в год), а это, в свою очередь, — рост чистой прибыли, который составил 15%.

Обратный выкуп акций

Обратный выкуп акций (если их рыночная оценка на приемлемом уровне) и высокие дивиденды создают акционерную стоимость. Часто эту стратегию недооценивают, однако она сокращает степень риска, на который должна пойти компания, чтобы обеспечить своим акционерам определенный уровень дохода на вложенный капитал, поскольку повышает величину прибыли на акцию и размер дивидендов. Другими словами, при отказе от дивидендов или обратного выкупа акций, чтобы добиться общей доходности в размере 12% (предположим, что коэффициент P/E остается неизменен), необходимо увеличить EPS на 12%. Но если компания выплатила 3%-ные дивиденды и скупила 2% своих акций, то, чтобы достичь того же показателя в 12%, прибыль необходимо увеличить всего на 7% (еще 5% приходится на дивиденды и обратный выкуп). А увеличение прибыли на 7% связано с меньшим риском, чем на 12%. Выкуп акций — это не замена естественного роста, а недооцененная возможность.

Примечание: предыдущее вычисление — приблизительно, поскольку в нем не учитывался сложный процент. Для ясности я использую простые операции сложения и вычитания, а для точного расчета необходимы умножение и деление. В дальнейшем, чтобы упростить объяснение того или иного понятия, я тоже буду использовать приблизительные формулы без учета сложного процента.

Эта мысль связана с двумя другими составляющими триады КОР — качеством и оценкой. Компания, которая может позволить себе скупить значительное количество своих акций и выплачивать большие дивиденды, одновременно наращивая прибыль, должна обладать значительными свободными денежными потоками (это не касается капиталоемких предприятий) и/или иметь высокую рентабельность капитала — а это составляющие качества. Кроме того, акции должны продаваться по привлекательной цене, так как дивидендный доход и сумма, необходимая для обратного выкупа акций, тоже зависят от рыночной оценки.

Обратный выкуп акций может создать акционерную стоимость, если акции скупаются по низкой цене, но если руководство компании пере-

плачивает за акции, это лишь понижает их стоимость. В связи с обратным выкупом акций возникает два вопроса:

- 1) является ли менеджмент компании хорошим инвестором;
- 2) покупаются ли акции для того, чтобы улучшить показатели (оправдать или превзойти ожидания Уолл-стрит относительно прибыли на акцию)?

Чаще всего менеджмент не является хорошим инвестором. Руководство компании пристрастно — оно, как правило, без ума от своей компании и тратит огромное количество времени на повышение ее прибыльности и построение сильной франшизной сети. Такие мощные инвестиции времени порождают привязанность к предприятию, а это ведет к потере объективности. Как родители предвзяты при оценке способностей своих детей к рисованию (я, например, считаю, что все рисунки моего шестилетнего сына — настоящие шедевры, и это правда), так и руководство верит, что их компания — самая лучшая, таким образом переоценивая ее и переплачивая за акции.

(Если при анализе компании, акции которой находятся в вашем инвестиционном портфеле, вы пришли к выводу, что ей не следует скупать свои акции по нынешней цене, то задайте себе вопрос: если мне кажется, что компания не должна выкупать свои акции по справедливой или завышенной цене, то не пора ли и мне от них избавиться?)

Зачастую руководство компании бывает готово на что угодно, чтобы стимулировать рост EPS, даже если для этого придется уничтожить акционерную стоимость путем обратного выкупа. Так, Colgate выкупала собственные акции, когда их цена в 30 раз превышала прибыль, что разрушило акционерную стоимость, исчислявшуюся сотнями миллионов долларов. Обратный выкуп имеет смысл, если рыночная оценка акций занижена, так как это является инвестицией в расчете на изменение стоимости — как покупка недооцененных активов. Кроме того, выкуп акций способствует росту EPS и повышает дивидендную доходность, поскольку число акционеров, которые будут делить между собой чистую прибыль, сокращается. Пирог делится на большие части. Разве плохо?

Выкуп акций за счет заемных средств не так выгоден, как за счет свободного (дискреционного) денежного потока, по двум причинам.

1. Высокий доход связан с высоким риском, который может вызвать понижение коэффициента Р/Е и нейтрализовать плюсы обратного выкупа.
2. В балансе предприятия доля заемного капитала ограничена возможностями компании брать на себя долговые обязательства, в то время как выкуп акций за счет свободного денежного потока ограничивается лишь количеством акций, находящихся в обращении (при условии, что компания постоянно генерирует свободные денежные средства).

Формально обратный выкуп акций увеличивает долю заемного капитала в балансе компании, так как снижает долю ее собственного капитала

(остаток денежных средств уменьшается, что понижает долю собственного капитала и повышает отношение задолженности к общей сумме активов). Следуя этой же логике, выплата дивидендов тоже увеличивает долю заемного капитала в балансе компании, поскольку из-за нее уменьшаются остаток денежных средств и нераспределенная прибыль. В результате отношение задолженности компании к ее активам изменяется так же, как при выкупе акций.

Однако если компания увеличивает задолженность с целью обратного выкупа акций (высокий леверидж), то в абсолютном выражении сумма долга и затрат на выплату процентов повышаются. Выкуп акций за счет свободных денежных средств (низкий леверидж) способствует более стабильному росту прибыли и, пожалуй, связан с меньшим риском, поскольку эта стратегия не повышает абсолютный уровень задолженности.

С точки зрения кредитного анализа (измерение риска банкротства компании) картина выглядит следующим образом:

- при высоком леверидже: повышается отношение суммарной задолженности к суммарным активам и понижается коэффициент покрытия процентов;
- при низком леверидже: повышается отношение суммарной задолженности к суммарным активам (но в меньшей степени, чем в первом случае), а коэффициент покрытия процентов остается неизменным (возможно незначительное отрицательное влияние, так как выплаченная наличность приносит проценты).

Обратный выкуп акций может создать акционерную стоимость, но при неверной тактике он способен ее и понизить¹.

АНАЛИЗ ПРИМЕРА: обратный выкуп акций Westwood One

Westwood One — яркий пример компании, которая недальновидно выкупала свои акции по высокой стоимости.

Westwood One занимается созданием разнообразного контента (сводки о ситуации на дорогах, радиопередачи), который закупается как наземными, так и спутниковыми радиостанциями. В период с 2001 по 2005 г. доходы компании росли незначительно. На самом деле «незначительно» — это еще сильно сказано. Начиная с 2002 г. рост доходов был равен нулю, а если учесть инфляцию, то вообще ушел в минус.

Однако, вместо того чтобы реинвестировать капитал и развивать бизнес, Westwood One начала скупать свои акции, как будто они стали выходить из моды. К несчастью, стоимость акций также понизилась с \$35 в 2002 г. (коэффициент P/E = 35) до \$7 в 2007 г. (коэффициент P/E = 13), в этот же период уменьшилась и прибыль компании. Печально, но все это время Westwood One скупала свои акции по сильно завышенной цене в сравнении с EPS.

Я могу понять, если компания выкупает свои акции, когда они недооценены и впоследствии дешевеют; но рассчитать по времени такой шаг сложно. Однако если компания скупает свои акции, когда рынок оценивает их высоко (а, на мой взгляд, цена, превышающая прибыль в 25–30 раз, является высокой, особенно для компании, доходы которой не растут), и берет для этого большие займы (к сентябрю 2006 г. задолженность

Westwood One увеличилась с \$232 млн до \$406 млн), то это говорит о нерациональном использовании капитала. Начиная с 2002 г. вплоть до второй половины 2006 г. рост EPS акций Westwood One полностью обеспечивался обратным выкупом акций — естественного роста не было (до того момента, когда прибыль резко не упала во второй половине 2006 г.).

Я не виню руководство Westwood One, которая совсем не показывала роста, за нелепую первоначальную оценку акций, — здесь вина инвесторов. На мой взгляд, вина менеджмента в том, что Westwood One выкупала свои акции по очень высоким ценам вместо того, чтобы реинвестировать прибыль в развитие основной деятельности или выплату больших дивидендов (компания начала выплачивать дивиденды только в 2005 г.)².

Каждый случай обратного выкупа акций необходимо анализировать по отдельности при помощи следующих четырех вопросов.

1. Покупаются ли акции в тот момент, когда они недооценены?
2. Какую цель преследует руководство компании, выкупая собственные акции?
3. Использует ли компания заемный капитал для покупки своих акций?
4. Можно ли использовать деньги компании более эффективно?

Повышение оборачиваемости активов

Одним из первых шагов Боба Нарделли на посту руководителя Home Depot, которую он возглавил в 2000 г., после того как ушел из GE Power Systems, было увеличение срока, в течение которого компания оплачивала счета своих поставщиков: он был продлен с 21 до 31 дня, а через год — до 41 дня. Ну и что дальше, спросите вы? Благодаря этому небольшому изменению денежные потоки Home Depot мгновенно выросли на миллиарды долларов. Нарделли переложил расходы, связанные с поддержанием товарно-материальных запасов, на плечи поставщиков, которые, по сути дела, предоставили Home Depot беспроцентный заем (самый выгодный вид займов), тем самым высвободив денежные потоки компании. Это решение было оправданным, поскольку на тот момент менее сильный конкурент Home Depot — компания Lowe's — оплачивала счета поставщиков примерно через 40 дней.

Dell уже много лет перекладывает заботы, связанные с товарно-материальными запасами, на плечи поставщиков. Если тот или иной поставщик желает с ней сотрудничать, то он должен поставлять товар в течение нескольких дней, если не часов, после запроса. В результате товар задерживается на складах Dell всего на несколько дней, а это крайне важно для отрасли, в которой постоянно происходит снижение цен. Благодаря этому у Dell всегда было преимущество перед ее менее успешными конкурентами Gateway и Hewlett-Packard, в которых период инвентаризации составляет 20 и 40 дней соответственно. В то же время за комплектующие Dell расплачивается лишь через 60–80 дней. Стратегия компании по управлению оборотным капиталом вынуждает поставщиков оплачивать ее развитие.

Совершенствование стратегии управления оборотным капиталом способно различными путями повысить акционерную стоимость компании:

предприятие может увеличить дивидендные выплаты, выкупить свои акции, выплатить задолженность, инвестировать в будущий рост и т.д.

ПРОШЛОЕ ПРОШЛО

Если компания пользовалась тем или иным источником роста в прошлом, это еще не значит, что на него можно рассчитывать в будущем. Я настоятельно рекомендую не пытаться слепо проецировать прошлый рост на будущее. Однако, чтобы предсказать будущее, нужно хорошо понимать прошлое.

17 апреля 2004 г. журнал *Barron's* опубликовал статью «Месть Colgate»³. Мы еще поговорим об этой статье в главе, посвященной оценке. В статье утверждалось, что падение акций компании — временное явление, и скоро все вернется на круги своя: рост прибыли вновь приблизится к средним статистическим показателям (в течение предыдущих пяти лет он составлял впечатляющие 13% в год).

27 апреля я написал ответную статью для сайта <http://www.thestreet.com>, отрывок которой привожу здесь.

Давайте рассмотрим и постараемся понять, какие факторы способствовали сильному росту прибыли Colgate за последние пять лет — иными словами, изучим источники роста.

- Объем продаж увеличивался всего на 2% в год.
- Чистая маржа выросла с 9,5 до 14,4%, благодаря этому чистая прибыль за год увеличилась еще на 8,8%. Рост маржи объясняется по большей части снижением затрат, поскольку операционный леверидж только увеличивается при значительном росте объема продаж.
- Colgate год за годом выкупала свои акции, и благодаря этому ежегодный рост EPS увеличился еще на 1,9%. Таким образом, в 1999 и 2000 гг. компания покупала свои акции по цене, превышающей прибыль на акцию предположительно в 33–34 раза.
- Общий рост EPS составлял около 13% — очень неплохой показатель для весьма зрелой компании, но я считаю его нестабильным.

Прямоком проецировать этот 13%-ный рост на будущее опасно. Источники роста, которые обеспечивали успех в прошлом (предыдущие пять лет), могут исчезнуть. Увеличение маржи — это конечный источник роста (сокращать издержки можно только до определенного предела), а, к несчастью для Colgate, именно этот фактор был самым большим источником роста прибыли в прошлом. Пока Colgate не будет быстрыми темпами наращивать валовой доход, она не сможет поддерживать показатели прироста прибыли за предыдущие годы. Прошлое прошло — помните о нем, но в первую очередь думайте о будущем.

ДВИГАТЕЛИ РОСТА В БУДУЩЕМ

Выявление потенциальных источников повышения прибыли в будущем и анализ каждого из них в отдельности помогают лучше понять природу двигателей роста и более объективно и трезво оценивать перспективы развития компании.

Сначала необходимо оценить потенциальный рост прибыли за счет каждого источника и лишь затем их суммировать. Это поможет вам сохранить ясность ума, если что-то пойдет вопреки вашим планам, и вычислить влияние каждого из источников на рыночную оценку компании.

К примеру, анализируя деятельность Jackson Hewitt, которая предоставляет своим клиентам помощь в оформлении налоговой документации, я выявил следующие пять источников роста этой компании.

1. *Недавно открытые офисы.* Более половины офисов обслуживания Jackson Hewitt были открыты менее пяти лет назад. Это важный фактор, поскольку по мере развития офисы обрабатывают все больше заказов, в результате чего оборот компании увеличивается на 3–6%.
2. *Инфляция.* Инфляция цен в отрасли расчета налогов составляет 4–6% в год. Она зависит от двух факторов: общего роста цен и усложнения налоговой документации (Jackson Hewitt берет плату за заполнение формы, а количество налоговых деклараций постоянно растет).
3. *Открытие новых офисов.* В результате открытия новых офисов выручка компании предположительно будет расти на 3–6% в год. Jackson Hewitt занимает лишь 4% рынка в этой раздробленной и развивающейся отрасли. Поскольку открытие новых офисов в основном происходит за счет франшизы, то Jackson Hewitt практически не тратит капитал на расширение сети. Это почти неисчерпаемый источник роста прибыли на капитал, который связан с еще одним источником роста — увеличением маржи.
4. *Увеличение маржи.* 90% офисов Jackson Hewitt работают по договору франшизы. Эта бизнес-модель предоставляет огромные возможности для увеличения маржи. Благодаря ей прибыль Jackson Hewitt ежегодно повышается еще на 2–3%.
5. *Обратный выкуп акций.* Jackson Hewitt использует все свободные денежные потоки для скупки своих акций, что повышает EPS на 5–7% в год, в зависимости от рыночной оценки компании. Jackson Hewitt добивается таких показателей, продолжая выплачивать 20% чистой прибыли в качестве дивидендов. В результате общая доходность акций увеличивается еще примерно на 1%.

За счет всех этих источников роста Jackson Hewitt способна увеличивать прибыль на акцию на 17–28% в год.

Вкладывая средства в компанию с несколькими источниками роста, вы снижаете инвестиционный риск: если один из них прекращает работать, временно или постоянно, то остальные поддержат рост компании, как в случае с Jackson Hewitt.

Обдумайте возможные сценарии развития компании. Так вы сможете определить диапазон стоимости ее акций, закладывая различные показатели роста в модель дисконтированных денежных потоков, абсолютного коэффициента P/E , маржи безопасности (подробно рассматриваются в следующей главе).

ДИВИДЕНДЫ

Дивиденды или обратный выкуп акций?

Должно быть, Йоги Берра имел в виду дивиденды и обратный выкуп акций, когда говорил: «Теоретически между теорией и практикой нет разницы. Практически же она есть». Хотя в теории между выплатой дивидендов и обратным выкупом акций нет никакой разницы, на практике она все же есть. Руководители компании сначала продадут корпоративные самолеты и аннулируют членство в загородных клубах и только потом уменьшат размер дивидендов, поскольку их снижение — негативный сигнал для инвесторов, который в худшем случае может вызвать резкое падение акций, а это будет стоить менеджменту работы. Даже когда прибыль компании уменьшается, руководство нередко увеличивает дивидендные выплаты, чтобы сохранить их размер на прежнем уровне.

Вместе с тем выкуп акций — шаг необязательный. Даже если у компании есть разрешение на приобретение определенного количества акций, менеджмент решает, покупать их или нет. Теоретически выкуп акций так же повышает их стоимость, как и выплата дивидендов, но из-за отсутствия материальной ответственности руководства обратный выкуп акций менее предсказуем и, соответственно, не так сильно повышает стоимость акций, как дивиденды.

С теоретической точки зрения выплата дивидендов — это просто перевод денег с корпоративного счета (которым частично владеют, но не управляют акционеры) на брокерские счета акционеров (которые находятся в их полном распоряжении). Таким образом, происходит превращение гипотетической собственности в реальную. Если вы владеете 0,00005% от \$10 млрд, находящихся на счете компании, то это гипотетическая собственность, поскольку она неликвидна. Те же 0,00005%, выплаченные вам в качестве дивидендов, превращаются в \$5000 на вашем брокерском счете, и это реальная собственность, так как она ликвидна. Дивиденды предпочтительнее, чем прирост корпоративной прибыли, потому что, как только они выплачены, их никто не может у вас забрать, в то время как прибыль может исчезнуть, если у компании начнутся проблемы.

Если компания выплачивает высокие дивиденды, вы получаете деньги за ожидание того момента, когда ее акции вновь начнут продаваться по приемлемой цене. Нередко большие дивиденды определяют нижний предел стоимости акции, поскольку любое понижение курса способствует росту дивидендной доходности (хотя размер дивидендов в расчете на акцию

остаётся неизменным, более низкая цена повышает дивидендную доходность), что привлекает многих инвесторов и сокращает отрицательную волатильность.

Дивиденды и рынки с боковым трендом

Как уже говорилось в главе 3, на боковых рынках значимость дивидендов увеличивается в несколько раз, поскольку они составляют 90% от общей доходности акций, в то время как на бычьих рынках — лишь 19% (рис. 3.18).

В своей книге «Будущее инвесторов» (The Future for Investors) Джереми Сигель пишет, что дивиденды на медвежьем рынке защищают инвесторов: «Большой объем акций, накопленных путем реинвестирования дивидендов, смягчает последствия от снижения стоимости инвестиционного портфеля. Но когда рынок восстанавливается, эти дополнительные акции не только компенсируют падение стоимости, но и значительно повышают будущие доходы. Таким образом, помимо того, что дивиденды защищают инвесторов от убытков, они играют роль источника доходов, как только цены на акции повышаются. Именно поэтому ценные бумаги, по которым выплачиваются дивиденды, обеспечивают самый высокий доход независимо от состояния фондового рынка»⁴.

Кроме ощутимой финансовой пользы хорошие дивиденды дают инвестору уверенность в деятельности компании. Прибыль представляет собой комбинацию множества бухгалтерских расчетов, в то время как дивиденды выплачиваются не из нее, а из свободного денежного потока. Поэтому в компании, которая выплачивает неплохие дивиденды, гораздо меньше вероятность бухгалтерского скандала, подобного тому, который разразился в Enron.

Как было показано на рис. 3.19, в XX в. средняя дивидендная доходность составляла 4,3%. В настоящее время она вдвое меньше и находится на одной из самых низких отметок за последние 100 лет. Следовательно, дивиденды, выплачиваемые по среднестатистическим акциям или индексам широкого рынка (например, S&P 500), вряд ли спасут ситуацию и помогут защитить или повысить доходы на рынке с боковым трендом, однако портфель акций с дивидендной доходностью выше средней может справиться с этой задачей.

Чем выше дивиденды, тем медленнее рост?

Научное сообщество вбило нам в головы миф, что выплата высоких дивидендов ведет к замедлению роста прибыли.

Теоретически прибыль компаний, выплачивающих большие дивиденды, растет медленнее, чем прибыль компаний, не выплачивающих дивиденды. С точки зрения логики в этом есть здравый смысл: выплачивая значительную часть прибыли в виде дивидендов, компания ограничивает капитал, который может быть реинвестирован в бизнес. Но в реальности это происходит лишь в исключительных случаях. К при-

меру, в начинающей компании свободный денежный поток невелик, поскольку большая доля капитала идет на инвестиции в будущий рост (научно-исследовательские работы, инфраструктуру, торговый персонал, строительство предприятий). Если компания будет направлять средства на выплату дивидендов, то это затормозит ее развитие. Но на деле многие публично торгуемые компании уже прошли этот этап и в настоящий момент располагают достаточным количеством свободных средств, чтобы выплачивать высокие дивиденды.

Как показало исследование Клиффа Аснесса и Роберта Арнотта, опубликованное в *Financial Analysts Journal*, под названием «Сюрприз! Более высокие дивиденды = Более быстрый рост прибыли», прибыль компаний, которые выплачивают большие дивиденды, растет быстрее.

Вот к каким выводам они пришли.

Практика показывает, что прибыль растет более быстрыми темпами в том случае, если коэффициент дивидендных выплат высок, и более медленными темпами, если он низок. Данное отношение не зависит от других факторов, например от среднего арифметического понижения прибыли. Наши выводы противоречат взглядам многих специалистов, которые считают, что активное реинвестирование нераспределенной прибыли обеспечит более быстрый рост прибыли. Но это утверждение соответствует истине лишь в надуманных историях о менеджерах, которые выражают свои ожидания относительно будущей прибыли с помощью дивидендов или временами путем строительства шикарных, но убыточных зданий. Наши выводы — это вызов рыночным аналитикам, которые считают, что низкие дивиденды — это знак грядущего прироста прибыли⁵.

Данное исследование противоречит существующей теории, потому что в ней не учитывается уничтожение капитала руководством компании. Компания, выплачивающая высокие дивиденды, работает в совершенно иной обстановке, нежели компания, которая купается в наличности своих акционеров, поскольку выплата фиксированных дивидендов заставляет руководство использовать по максимуму буквально каждый доллар оставшейся прибыли. Высокие дивиденды прививают дисциплину, но не оказывают отрицательного влияния на перспективы роста.

Менеджмент компании зачастую нерационально использует оставшуюся на руках наличность. Большая денежная позиция Microsoft в 1980-х и 1990-х гг. не увеличила акционерную стоимость компании, так как миллиарды долларов были потрачены на так называемые стратегические инвестиции (вспомните инвестицию в AT&T в размере \$5 млрд). Еще один пример — Mobil Oil. В конце 1970-х гг. она купалась в наличности и решила «диверсифицировать денежные потоки» путем приобретения розничной компании Montgomery Ward, которая сейчас банкрот, — ну разве можно придумать более глупое вложение акционерного капитала?

Дивиденды очень важны, но...

В своей книге «Стратегии противоположного инвестирования: новое поколение» (Contrarian Investment Strategies: The Next Generation) Дэвид Дремман доказывает, что выбор акций с низкими коэффициентами Р/Е и высокими дивидендами — весьма успешная стратегия как на боковом, так и на бычьем рынке. В исследовании, в котором Дремман охватил 1970–1996 гг., проанализированы 12 лет рынка с боковым трендом (1966–1982 гг.) и 14 лет бычьего рынка (1982–2000 гг.). В течение этого периода средняя цена акции упала на 7,5%, в то время как стоимость портфеля акций с низкими Р/Е — на 5,7%, а портфеля акций, по которым выплачивались высокие дивиденды, — всего на 3,8%⁶.

Хотя во время бокового рынка на дивиденды приходится значительная часть доходов от инвестиционного портфеля, при анализе им нужно отводить второстепенную роль по сравнению с другими величинами. Дремман пришел к выводу, что, хотя в 1970–1996 гг. инвестирование в акции с высокими дивидендами превзошло по доходности рынок, все же более успешными оказались стратегии инвестирования в акции с низкими коэффициентами Р/Е, «цена / денежный поток» и «цена / балансовая стоимость». Другими словами, акции не стоит покупать лишь потому, что по ним выплачиваются высокие дивиденды. Высокие дивиденды — это отличная поддержка, но не нужно руководствоваться только ими. Рассматривать размер дивидендов необходимо в контексте вышеупомянутых важнейших факторов (естественное снижение коэффициента Р/Е и рост прибыли).

РОСТ ИМЕЕТ ОГРОМНОЕ ЗНАЧЕНИЕ

Хотя эта книга называется «Активное стоимостное инвестирование», это не значит, что фактор роста не имеет никакого значения. Наоборот, рост как раз создает стоимость! Это очень важный элемент, повышающий стоимость акций, поскольку он помогает бороться с уменьшением коэффициента Р/Е на боковом рынке. Рост нельзя рассматривать изолированно от других факторов (т.е. покупать компании, прибыль которых стремительно растет, игнорируя их качество и оценку), но в любом случае это неотъемлемый этап вашего анализа.

«0» — оценка

Даже если у плотника молоток — любимый инструмент, он никогда не приходит на работу с ним одним (по крайней мере специально, будучи в трезвом состоянии). Он берет ящик с множеством инструментов. То же самое и с инвестированием: в вашем распоряжении есть много инструментов для оценки компаний, и у каждого имеются свои достоинства и недостатки. Но если вы будете использовать все инструменты сразу и помнить об их сильных и слабых сторонах, то сможете более точно (с нескольких ракурсов: относительного и абсолютного) оценить ту или иную компанию.

МЕТОД ОЦЕНКИ ТЕВЬЕ-МОЛОЧНИКА

Примечание: если вам кажется, что вы достаточно знаете об анализе дисконтированных денежных потоков и умеете использовать инструменты относительной оценки акций, и вы хотите перейти непосредственно к обсуждению темы данной главы, можете пропустить раздел «Метод оценки Тевье-молочника» и начать со следующего раздела — «Обзор инструментов относительной оценки».

Понятия относительной и абсолютной стоимости вряд ли можно объяснить на менее утонченных предметах, чем коровы. У фермера (будем звать его Тевье-молочник*) есть много способов подсчитать справедливую цену, когда он собирается покупать корову. Тевье живет в небольшой деревушке, похожей на ту, которую мы видели в фильме «Скрипач на крыше»**. Он простой человек, незнакомый с финансовой аксиомой, которая гласит, что стоимостью любого актива (а корова — это актив) является текущая стоимость его будущих денежных потоков.

Тевье подумывает купить молодую корову и собирается в честь первой жены назвать ее Голда. Он рассчитывает, что в год она будет давать

* Герой одноименных рассказов Шолом-Алейхема.

** Кинофильм (а также мюзикл), снятый по мотивам рассказов Шолом-Алейхема о Тевье-молочнике.

примерно 9500 литров молока, которые он станет продавать по 32 цента за литр, т.е. годовая выручка Тевье должна будет составить около \$3000 (рис. 7.1). За вычетом всех расходов (содержание утепленного коровника, покупка высококачественных кормов, осеменение Голды, первоклассные ветеринарные услуги, плата племяннику за то, что он будет ухаживать за Голдой и доить ее, и, наконец, налоги) наш фермер рассчитывает зарабатывать около \$1000 в год только на молоке.

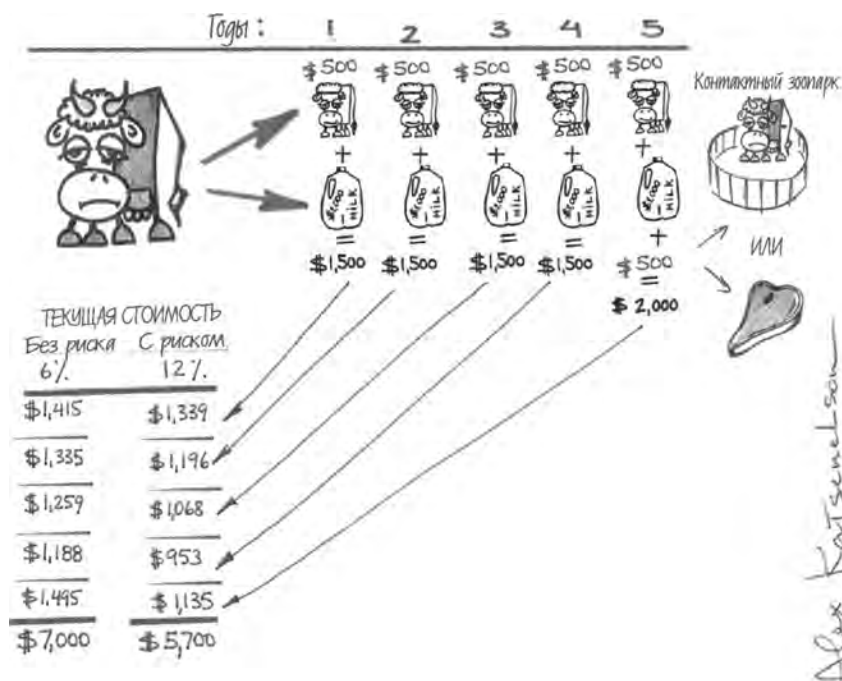


Рис. 7.1. Денежные потоки от Голды, по мнению Тевье

Каждый год Голда станет приносить теленка (у коров обычно так и бывает), которого Тевье будет продавать на аукционе за \$500. Через пять лет тяжелой работы надоеи молока у Голды, скорее всего, упадут — в конце концов, она не робот. Тевье сможет продать свою 300-килограммовую корову другу-мяснику по \$1,40 за килограмм, получив около \$500 чистыми. Если вы не хотите, чтобы Голду убивали, он может продать ее в местный контактный зоопарк — он все же добрый человек.

Последний доход от Голды, т.е. стоимость ее реализации, называется **терминальной стоимостью**.

Сколько она стоит?

По мнению Тевье, Голда может стоить самое большее \$8000. Он подсчитал, что за счет молока (\$1000) и теленка (\$500) она будет приносить около \$1500 в год в течение пяти лет, т.е. всего к концу пятого года — \$7500

плюс \$500 от мясника или зоопарка. Сначала Тевье решил, что в худшем случае он заплатит за Голду не больше \$8000.

Однако \$8000, которые фермер получит за пять лет, это не то же самое, что \$8000 сегодня, — за это время может много чего случиться. Нельзя забывать об инфляции и альтернативных издержках, которые не учитываются в этих \$8000.

Зять Тевье, банкир по профессии, узнал, что тот собирается покупать корову. Желая завоевать расположение тестя, он предложил (от имени банка, в котором работает) профинансировать будущие денежные потоки от Голды, одновременно выделив Тевье \$7000*. В обмен на это фермеру придется выплачивать банку \$1500 ежегодно в течение пяти лет и заплатить еще \$500 после продажи Голды в конце этого срока. Другими словами, банк профинансирует покупку Голды за 6% в год.

Тевье не нужно финансирование, но зять объяснил ему кое-что важное: если фермер может предсказать денежные потоки от Голды с абсолютной точностью и готов взять на себя все риски по сделке, тогда он может принять предложение банка и купить Голду на аукционе максимум за \$7000. (Но зачем покупать корову за \$7000? Тевье может просто отдать деньги зятю, и пусть 6% годовых будут его проблемой.)

Тевье считает, что покупка Голды будет лишена риска, если:

- она не заболеет коровьим бешенством;
- цены на корма не будут колебаться;
- цены и спрос на молоко не будут меняться вследствие конкуренции со стороны европейских фермеров;
- «искусственное» молоко не будет вытеснять с полок местного супермаркета «настоящее» (Тевье никогда не уважал соевое молоко, которое он называет соевым соком. Своим дочерям он говорит: «Я назову это молоком, когда вы найдете у soi вымя»);
- власти не будут увеличивать налоги, чтобы финансировать причуды, которые Тевье никогда не понимал и не разделял (он никогда особо не интересовался политикой).

Если Тевье купит Голду за \$7000, это компенсирует ему инфляцию и альтернативные издержки (6%, которые заработает его зять), но не дополнительный риск.

Справедливая стоимость и премия за риск

Опыт и чутье Тевье подсказывали ему, что он должен потребовать по крайней мере удвоения безрисковой ставки, которую предложил ему зять, и настоять на ставке доходности в 12% за денежные потоки от Голды. В результате **справедливая стоимость** Голды (которую еще называют **внутренней**) снизится примерно до \$5700**. Другими словами, вместо того чтобы дисконтировать денежные потоки Голды (приводить их к текущей стоимости) по ставке

* Если точнее, то \$6912,17.

** Если точнее, то \$5690,88.

6%, — что и сделал зять Тевье, когда предложил ему \$7000, — Тевье должен использовать ставку в 12%. Кто-то, возможно, скажет, что необходима 6%-ная премия за риск к безрисковой ставке в 6% (табл. 7.1).

Если Тевье купит Голду за \$5700, т. е. по стоимости ее денежных потоков, дисконтированных на 12%, то это компенсирует ему инфляцию, альтернативные издержки и риски, которые сопровождают содержание коровы.

Таблица 7.1. Абсолютная стоимость Голды

Сумма всех денежных потоков: \$8000
Справедливая стоимость, если денежные потоки приведены к текущей стоимости по «безрисковой» ставке доходности в 6%: \$7000
Справедливая стоимость, по мнению Тевье, если денежные потоки дисконтированы по «рисковой» ставке в 12%: \$5700
Покупная цена Голды (с маржей безопасности в 25%): \$4300

Конечно, риск — непредсказуемость будущих денежных потоков — всегда может обернуться на пользу Тевье. Цены на молоко и говядину могут вырасти, а стоимость кормов и налоги — упасть, Голда может оказаться отличной коровой и производить намного больше молока, чем он ожидает, либо руководство контактного зоопарка сойдет с ума и заплатит за Голду в несколько раз больше, чем он рассчитывает. Тем не менее многолетний опыт научил Тевье надеяться на лучшее и готовиться к худшему. Если будущее окажется лучше, чем он ожидает, дополнительные деньги станут приятной наградой, и Тевье сможет провести в свой дом водопровод.

Маржа безопасности

Маржа безопасности зависит от уплаченной цены. При одной цене она будет большой, при другой — маленькой, а при более высокой цене ее не будет совсем.

Бенджамин Грэм. «Разумный инвестор»

Тевье никогда не встречался с Бенджамином Грэмом и никогда не читал его книгу «Разумный инвестор». Он никогда не слышал о марже безопасности (покупке с дисконтом от справедливой цены), о которой много писал Бенджамин Грэм. Однако Тевье надо выдать замуж несколько дочерей, и поэтому он стал осторожным. Кто-то назовет его стоимостным инвестором, но, по мнению Тевье, это всего лишь здравый смысл. Он решил, что если покупать что-либо по справедливой цене (\$5700 — это справедливая цена за Голду, в которой учтены риски), то у него остается слишком маленький резерв на случай ошибки. Даже если прогнозы Тевье относительно будущей выручки верны, он все равно не может проконтролировать и предсказать множество других факторов.

Благодаря дисконтированию будущих денежных потоков по рисковой ставке в 12% (которая на 6% больше безрисковой ставки) у Тевье есть небольшой резерв на случай ошибок. Премия за риск в 6% обеспечивает

буферный запас в \$1300 (разница между \$7000 и \$5700). Однако если Тевье купит Голду по справедливой цене (\$5700) и полученные от нее денежные потоки окажутся ниже, чем он рассчитывал, то не получит в полном размере компенсацию за взятый на себя риск.

Тевье нужна защита (маржа безопасности), поскольку она:

- 1) *служит источником дохода*. Если все пойдет так, как он ожидает (или лучше), то при покупке Голды за цену, которая ниже справедливой, Тевье получит дополнительный доход. К примеру, если он купит Голду за \$4500 (с маржей безопасности около 20%) и все его прогнозы в точности сбудутся, тогда кроме годового дохода в 12% Тевье заработает еще \$1200 за счет маржи безопасности;
- 2) *компенсирует риски*. Гораздо важнее то, что, если Тевье ошибется, прогнозируя будущие денежные потоки от Голды, или они упадут под влиянием каких-либо факторов, которые он не в состоянии контролировать, то Тевье сможет рассчитывать на маржу безопасности. При марже в 20% он все равно заработает 12% в год, даже если (дисконтированные) денежные потоки снизятся на \$1200.

Диверсификация

Тевье не был наивным фермером. Он понимал, что Голда может заболеть и даже умереть, и тогда он потеряет существенную часть своих инвестиций. И хотя маржа безопасности все равно смягчит этот удар, она не покроет общую сумму убытков (не говоря об эмоциональном потрясении, которое испытает Тевье, увидев, как умерла корова, названная в честь его первой жены). Поэтому Тевье никогда не вкладывал все свои деньги в одну корову (т.е. не клал все яйца в одну корзину) и покупал коров в разных районах страны, чтобы уменьшить этот небольшой, но все же реальный риск. С этими мыслями Тевье отправился на аукцион по продаже домашнего скота (который не сильно отличается от фондового рынка), чтобы купить свою Голду.

Аукцион по продаже домашнего скота

В первый день Тевье не купил Голду. На небе светило солнце, и другие фермеры были полны оптимизма относительно перспектив рынка крупного рогатого скота, поэтому предлагали слишком высокие цены, и многих коров продавали дороже их внутренней стоимости (по мнению Тевье). Рассчитывая на то, что солнце будет светить всегда, многие фермеры были чересчур оптимистичны, забыли, что они фермеры, и купили коров без учета предполагаемых денежных потоков, надеясь, что завтра другие фермеры (которые, как все знают, «еще бóльшие дураки» в инвестировании) купят этих коров дороже.

Второй день был более плодотворный, чем первый, но и на этот раз Тевье не купил свою Голду. Цены по-прежнему были слишком высокими, но вместо того, чтобы следить за ними, Тевье изучил коров, которые были выставлены на продажу. Он определил лучших животных в своем классе — тех, которые реже болеют и вполне могут удивить своими надоями.

Третий день был днем Тевье. Именно в этот день он купил свою Голду. Шел дождь, и цены на крупный рогатый скот не повышались, как все этого ждали. Многие разочарованные фермеры, которые только что купили коров дороже их внутренней стоимости, надеясь затем продать их с прибылью, теперь продавали их по любой цене, лишь бы вернуть хоть какую-то часть своих инвестиций. Вдобавок аукцион совпал с огромной распродажей в винном магазине по соседству, и многие расстроенные фермеры не преминули этим воспользоваться.

Тевье нашел свою Голду. Она не была «гвоздем программы», но, несомненно, лучшей в своем классе. Она удовлетворяла всем самым строгим требованиям Тевье, и, что лучше всего, он купил ее с 25%-ной маржей безопасности. Он заплатил всего \$4300!

Факторы, создающие и разрушающие стоимость

Во время покупки Голды Тевье неосознанно использовал модель дисконтированных денежных потоков. Он оценил факторы, влияющие на стоимость:

- доходы — молоко, телят и мясо (или сумма, вырученная от продажи Голды в контактный зоопарк), которые он получит за несколько лет;
- расходы, связанные с уходом за любимой коровой, которая так похожа на первую жену Тевье (спокойная, дружелюбная и неприхотливая);
- долголетие Голды — чем дольше корова будет давать высококачественное молоко, тем дороже она становится, независимо от личной привязанности Тевье;
- внешние факторы риска — причуды потребителей, налоги, политические риски, правила и нормы для молочной промышленности и т. д.

Оценка всех этих факторов, создающих (а иногда разрушающих) стоимость коровы, — весьма важный этап покупки, который позволил Тевье остаться фермером и не превратиться в спекулянта. Он считал, что, если бы в первый день аукциона другие фермеры принимали решения на основе предполагаемых денежных потоков, они бы не стали покупать коров так, будто молоко скоро станет «новой водкой». Анализ дисконтированных денежных потоков умерил бы эйфорию покупателей в солнечный день и рост цен на скот и не позволил бы фермерам превратиться в спекулянтов.

Инструменты относительной оценки

При покупке коровы Тевье использовал и другие методы. Для него они были самым быстрым и удобным способом оценить стоимость Голды: я говорю о коэффициентах «цена/ x » (отношении цены к показателю x), где на месте x может стоять прибыль, денежный поток, выручка, галлоны молока или что-то еще! Зять Тевье называет их инструментами относительной оценки стоимости, так как они показывают соотношение между ценой и каким-либо фактором, создающим стоимость (x).

Поначалу Тевье было непросто в них разобраться, но со временем он научился ценить их простоту и легкость в использовании.

Через какое-то время лучше остальных Тевье стал понимать соотношение между ценой и денежным потоком. Купив Голду за \$5700 (по справедливой цене, согласно своим оценкам), он заплатил бы сумму, в 3,8 раза превышающую годовой денежный поток (\$1500) от своей коровы (\$5700 разделить на \$1500). Ему бы понадобилось чуть меньше четырех лет, чтобы выйти в ноль (вернуть свои деньги) после покупки Голды, и если он правильно оценил денежные потоки, то корова окупит себя через четыре года (табл. 7.2).

Таблица 7.2. Относительная стоимость Голды и подобных ей коров

	Цена / денежный поток
Справедливая цена Голды, по оценке Тевье: \$5700	3,8
Самая низкая цена за предыдущие пять лет: \$4050	2,7
Самая высокая цена за предыдущие пять лет: \$12 000	8
Молодой фермер купил корову, похожую на Голду, за \$10 500	7
Покупная цена Голды (с маржей безопасности 25%): \$4300	2,8

Оценка и дисконтирование денежных потоков позволили Тевье определить стоимость Голды в абсолютных показателях, в то время как при помощи инструментов относительной оценки он определил относительную стоимость коровы с учетом ее дальнейшей судьбы или стоимости других коров. Показатели «цена/х» часто помогали Тевье быстро определить подходящую цену.

Несмотря на то что аукцион, в котором участвовал Тевье, проходил в провинции, фермерам все равно приходилось раскрывать информацию о денежных потоках и выручке, полученных от своих коров в предыдущие годы, согласно правилам Комиссии по коровам и биржам (Cow Exchange Commission, CEC). Эта правительственная организация, которая почти не отличается от Комиссии по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC) в США, проверяла информацию, представленную фермерами, на достоверность, и тех, кто осмеливался обманывать других фермеров, публично секли.

Из своего богатого опыта Тевье знал, что для типичной двухгодовой коровы (а Голде как раз исполнилось два) цена, в 3,8 раза превышающая ее годовой денежный поток, была справедливой. Просмотрев статистику предыдущих лет, Тевье увидел, что корову, подобную Голде, обычно продавали и покупали по цене, примерно в 4 раза превышающей денежный поток. Кроме того, за предыдущие пять лет похожих коров покупали при минимальном соотношении цены и денежного потока, равном 2,7 (Голда стоила бы \$4050), и максимальном — 8 (Голда стоила бы \$12 000). По оценкам Тевье, при соотношении цены и денежного потока, равном 8

(\$12 000), стоимость Голды превысила бы сумму всех денежных потоков, которые она могла бы создать для своего владельца в течение всей трудовой жизни (\$8000). Бинго! Тевье осенило. Он заметил один из самых существенных недостатков показателей «цена/х»: в пылу торговли они теряют для фермеров свое значение и превращают их в безрассудных спекулянтов.

На второй день аукциона Тевье случайно подслушал один интересный разговор между двумя фермерами. Более молодой собеседник утверждал, что при соотношении «цена / денежный поток», равном 7 (\$10 500), Голда была бы удачной покупкой, так как всего лишь накануне (в первый день) она стоила в 8 раз дороже своего годового денежного потока. Второй, гораздо более старший фермер, на морщинистом лице которого читался весь его опыт и здравый смысл (прямо как у Тевье), сказал: «Сынок, то, что один дурак нашел другого дурака и продал ему корову по нелепо высокой цене, не значит, что эта корова стоит именно столько. Зная, что случилось вчера, мы не можем угадать, что случится завтра. После того как уляжется пыль и все успокоится, цены упадут до разумного уровня. Сколько времени это займет? Что ж, может, много, а может, и мало. Мы узнаем ответ только после того, как это случится. Именно поэтому в солнечные дни, когда все улыбаются, я перестаю торговаться. В такое время действительно трудно договориться о справедливой цене. В чем я точно уверен, так это в том, что деньги, которая корова принесет своему хозяину в будущем, не покроют цену, по которой она продается сейчас».

Молодой фермер пожал плечами и все равно купил такую корову, как Голда, рассчитывая продать ее на следующий (третий) день по более высокой цене. Как и предсказывал более опытный фермер, все в конце концов успокоилось, на что ушло совсем немного времени. Это случилось, надо сказать, на следующий же день.

Тевье считал полезным изучать коэффициенты «цена / денежный поток» («цена/х») за предыдущие годы, поскольку они показывали историю рыночной оценки Голды. Однако не забывайте, что он был осторожным малым. Он знал, что из прошлого можно почерпнуть полезную информацию, но понимал, что путь, которым фермеры поведут своих коров по рынку в будущем, совсем необязательно будет похож на тот, который они уже прошли.

И как оказалось, у коэффициента «цена / денежный поток» действительно были свои преимущества: благодаря ему Тевье быстро определил недооцененных коров на аукционе. Вдобавок, когда фермеры начали паниковать и цены на скот стали падать, он без труда выяснил, при каком уровне цен коровы будут действительно дешевыми. Тевье сумел объективно оценить необходимую маржу безопасности для Голды — 25% — и решил, что купит свою корову по цене, которая в 2,9 раза выше годового денежного потока (справедливая цена, превышающая денежный поток в 3,8 раза, минус маржа безопасности в 25%). Затем он просто подождал, когда цены упадут, и купил свою Голду.

Тевье купил Голду не по самой низкой цене, но со значительной скидкой от ее внутренней стоимости. Возможно, если бы он подождал

еще чуть-чуть, ему удалось бы купить ее дешевле, но Тевье это не волновало, потому что он знал, что купил отличную корову (свою Голду) по отличной цене. К тому же возможность перехитрить рынок, купив корову очень дешево, была заманчивой, но не имела никакой практической ценности. Тевье смог бы хвастаться перед соседями своим проворством, но это было не в его характере. Возможность похвастаться ничем не значила для Тевье, потому что ею нельзя оплатить свадьбы его дочерей, а ведь именно для этого он и покупал корову.

ОБЗОР ИНСТРУМЕНТОВ ОТНОСИТЕЛЬНОЙ ОЦЕНКИ

Инструменты относительной оценки актива, например коэффициенты «цена / денежный поток» (P/CF), «цена / прибыль» (P/E), «цена/продажи» (P/S), «цена / дивиденды» (P/D), «цена / балансовая стоимость» (P/B) и др. — это быстрый и легкий способ анализировать и отслеживать акции на фондовом рынке. Благодаря тому, что их просто считать и использовать, они стали очень популярными среди инвесторов.

Чтобы продемонстрировать применение инструментов относительной оценки на рынках с боковым трендом, я буду использовать для удобства коэффициент P/E (самый популярный из всех).

Анализ относительной оценки компании позволяет инвесторам сравнить коэффициент P/E ее акций с коэффициентами конкурирующих компаний, средними коэффициентами по отрасли и рынку, а также текущий коэффициент P/E с коэффициентами в предыдущие годы. Коэффициент P/E — это важный инструмент оценки стоимости, который используется практически всеми. У рынка есть свое мнение насчет определенных акций, и он выражает его в виде цены, которую готов заплатить за единицу прибыли компании.

При покупке акций инвестор стремится выяснить, являются ли акции дешевыми или дорогими. Один из способов это сделать — посмотреть, с какими P/E такие акции торговались в прошлом. Если компания торгуется с P/E , равным 15, но раньше этот коэффициент никогда не превышал 12, то ее акции являются дорогими по сравнению с предыдущими годами, хотя на первый взгляд может показаться обратное. Действуя (покупая или продавая) или бездействуя, участники рынка постоянно дают понять, сколько они готовы заплатить за прибыль компании по сравнению с ее конкурентами. Анализ относительной оценки позволяет узнать, как рынок оценивал ту или иную компанию в прошлом.

АНАЛИЗ ПРИМЕРА: почему акции банков торгуются с низкими коэффициентами P/E ?

В прошлом акции крупных банков постоянно торговались с дисконтом относительно среднерыночных коэффициентов P/E . В таблице 7.3 я собрал статистику предыдущих лет и текущие статистические данные по крупнейшим банкам США. На протяжении последних 10 лет акции всех банков, за исключением Fifth Third Bancorp, торговались на рынке с относительными коэффициентами P/E от 0,66 до 0,90 (среднее значение

по отрасли — 0,84, дисконт — 16%) по отношению к среднерыночному коэффициенту. Почему? Может, дело в финансовом леверидже? Или в сложности финансовых отчетов? Вероятно, ответ гораздо проще — банки медленно развиваются.

Я изучил несколько крупных банков, чтобы понять, действительно ли это было в прошлом, и такой вывод не подтвердился. Многие банки на самом деле добились существенного роста прибыли и выплачивали акционерам дивиденды, которые были выше средних (табл. 7.3). Тогда я обратил внимание на ожидания аналитиков относительно роста прибыли этих банков в будущем, и они тоже оказались не ниже среднего уровня, в то время как дивидендная доходность большинства банков была вдвое выше дивидендной доходности среднестатистической компании, включенной в индекс S&P 500. Акции всех банков, за исключением Fifth Third, который на Уолл-стрит когда-то предпочитали любить, а теперь предпочитают игнорировать, торговались (и до сих пор торгуются) значительно ниже рынка.

Таблица 7.3. Статистика рыночной оценки банков:
справедливо ли, что акции банков торгуются с дисконтом?

	Данные за 10 лет			Текущие данные		
	Меди- анный коэфф. P/E	Средний рост EPS, %	Относи- тельный коэфф. P/E	Коэфф. P/E	Дивидендная доходность, %	Рост EPS, по прогнозам First Call, %
Citigroup Inc.	15,3	16,4	0,82	12,0	3,6	10,0
U. S. Bancorp	14,3	17,3	0,89	12,7	4,5	10,0
Fifth Third Bancorp	22,7	14,5	1,25	13,9	4,1	10,0
Wells Fargo & Co.	15,6	14,4	0,90	13,2	3,1	10,9
Bank of America Corp	13,4	9,2	0,66	10,4	4,4	9,0
Regions Financial Corp.	13,7	4,6	0,76	12,7	4,0	8,0
Wachovia Corp.	13,6	2,8	0,73	11,2	4,0	10,0
J.P. Morgan Chase & Co.	5,0	-2,7	0,73	12,2	2,7	10,0
Средняя для группы	15,5	10	0,84	12,3	3,8	9,7

Источник: Standard & Poor's Compustat

Скорее всего, причина кроется не только в темпах роста. На мой взгляд, низкие P/E в банковском секторе объясняются другими факторами, о каждом из которых я расскажу далее: цикличность бизнеса, финансовый леверидж, волатильность процентных ставок, сложность финансовых отчетов и характер развития.

Цикличность

Банковский бизнес тесно связан с состоянием экономики. Когда она развивается, увеличивается спрос на кредиты и сокращается уровень безнадежных долгов, что положительно сказывается на прибыльности банков. Если экономическая ситуация ухудшается, то, само собой, все происходит наоборот.

Поскольку инвесторы платят только за предсказуемость, они редко выплачивают полную рыночную стоимость за компании, деятельность которых сопровождается волатильностью из-за цикличности экономики. К примеру, такие предприятия тяжелой промышленности, как Caterpillar и Ingersoll Rand, обычно торгуются ниже среднерыночного P/E, так же, как и многие банки.

Финансовый левиредж

В США уже давно не было банковского кризиса*, поэтому большинство инвесторов забыли, какой высокий риск может его сопровождать. Но, как сказал Уоррен Баффетт, к тому времени, когда вы узнаете, что у банка проблемы, будет уже слишком поздно. Собственный капитал большинства банков составляет жалкие 6–10% от суммарных активов, поэтому, когда банк действительно допускает ошибку, высокий уровень заемного капитала усугубляет проблему.

Волатильность процентных ставок

Банки подвержены рискам, которые связаны с колебаниями процентных ставок. Они процветают, когда разница между долгосрочными и краткосрочными ставками (т.е. процентный спред) велика. Но когда этот спред уменьшается, банкам становится крайне сложно зарабатывать деньги. Многие из них решают эту проблему путем увеличения комиссий за обслуживание клиентов. К примеру, на комиссионные сборы приходится ровно 46% доходов U.S. Bancorp, и поэтому этот банк не так сильно зависит от колебаний процентных ставок.

Сложность финансовых отчетов

Своего шестилетнего сына я мог бы научить анализировать отчеты розничных компаний примерно за 20 минут, если бы мне удалось его усадить и заставить внимательно себя слушать так долго. Наверное, придется подождать еще пару лет. Но суть в том, что в отчетах розничных фирм легко разобраться. Взглянув лишь раз на отчет о прибылях и убытках и балансовый отчет (особенно на те показатели, которые касаются товарно-материальных запасов), вы быстро поймете, что произошло в компании за последний квартал.

Банки и страховые компании — это другого поля ягоды. Если анализ розничной фирмы можно сравнить с игрой в шашки, то анализ банка похож на игру в шахматы (а страховой компании — на игру в шахматы против компьютера: их отчетность еще сложнее, чем отчетность банков). Инвесторам приходится изучать финансовые отчеты и десятки других документов, чтобы объективно оценить ситуацию в банке. В этом-то и проблема, поскольку инвесторы обычно тянутся к простому и избегают сложного.

* На момент публикации книги на английском языке, т.е. в 2007 г., автор не мог предвидеть, что в США разразится банковский кризис. — *Прим. ред.*

Ситуацию усугубляет и то, что отчеты банков пестрят предположениями. Хотя некоторые допущения в отчетах приходится делать всем компаниям, в случае с банками их сложность и масштабы увеличиваются в геометрической прогрессии. Возьмем, к примеру, тот факт, что в быстрорастущих банках ожидаемые убытки по кредитам обычно довольно велики ввиду незрелости кредитных портфелей (т.е. из-за преобладания в нем новых кредитов). Однако по мере того, как рост замедляется и наступают сроки погашения по большому количеству займов, размер кредитных убытков может быть намного больше предполагаемых показателей.

Характер развития

Нередко крупным банкам мешает быстро развиваться естественным путем именно их размер. По этой причине многие из них пытаются расти путем поглощений. При этом поглощающий банк имеет возможность постепенно включить бизнес приобретаемого банка в свою инфраструктуру, что, в свою очередь, позволяет существенно экономить затраты и увеличить прибыль.

На бумаге все выглядит прекрасно. Однако поглощения сопровождаются рисками, включая трудности, связанные с интеграцией двух банков. Bank One (теперь часть J.P. Morgan Chase) узнал об этой проблеме на собственном опыте, когда приобрел First USA. Вскоре после поглощения Bank One столкнулся с огромными трудностями, связанными с несовместимостью компьютерных систем двух банков, и в результате его акции резко упали. Regions Financial испытал похожие проблемы интеграции после того, как много лет успешно поглощал другие банки. Чтобы сохранить темпы роста, этому банку приходилось в конечном итоге поглощать все более крупные компании. Именно в этот момент и начались сложности.

Кроме интеграционных рисков, проблемой могут стать раздутое самомнение руководства банка и его желание управлять все более крупной (но не обязательно более эффективной) империей. Это ведет к тому, что поглощающий банк переплачивает за приобретаемый.

И тем не менее, несмотря на множество потенциальных проблем, поглощения — это основной источник роста EPS для большинства крупных банков. На самом деле я не знаю ни одного крупного банка, который стал крупным в результате естественного роста. Ни одного!

Выводы

Рост путем поглощений гораздо более рискованный и обычно более дорогой, чем естественный. Инвесторы знают об этих особенностях и поэтому готовы платить гораздо меньше за развитие крупных банков. Итак, медленный рост отчасти объясняет низкую рыночную оценку большинства банков. Но помимо этого снижению коэффициентов P/E способствуют такие факторы, как дополнительный риск, связанный с цикличностью банковского бизнеса, высокий финансовый леверидж и сложность финансовой отчетности¹.

В прошлом на рыночную оценку акций могла влиять масса факторов, многие из которых в будущем, может быть, повторятся, а может быть, и нет. Приведу примеры.

- То или иное значение коэффициента P/E в определенный период в прошлом, возможно, объяснялось событиями, которые не обяза-

тельно произойдут снова в обозримом будущем. К примеру, в конце 1990-х гг., когда на фондовом рынке рос «мыльный пузырь», оценка акций поднялась до беспрецедентно высокого уровня. Если вы считаете, что в ближайшие годы «пузырь» не возникнет снова, то не ждите, что оценка акций (и коров) достигнет такого же высокого уровня.

- В будущем объем продаж и прибыль той или иной компании могут расти не такими темпами, как и в прошлом. Коэффициенты Р/Е сильно зависят от ожиданий инвесторов относительно будущего увеличения прибыли и денежных потоков. Если инвесторы полагают, что в ближайшие годы компания будет расти быстрее, чем раньше, то коэффициенты Р/Е могут подняться до более высокого уровня, чем в предыдущие годы, и наоборот.
- Возможно, в компании произошли серьезные перемены, которые изменят взгляд инвесторов на нее. Например, руководство могло ликвидировать часть подразделений или дочерних предприятий, которые развивались очень медленно и нестабильно или деятельность которых была связана с высоким риском. Кроме того, ликвидация подразделений могла упростить бизнес компании и сделать его более понятным и прозрачным для инвесторов.

В будущем рыночная оценка акций вовсе не обязательно будет такой же, как в прошлом. Коэффициенты Р/Е за предыдущие годы могут служить лишь ориентиром на будущее.

ИНСТРУМЕНТЫ АБСОЛЮТНОЙ ОЦЕНКИ — АНАЛИЗ ДИСКОНТИРОВАННЫХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

Анализ дисконтированных денежных потоков, или DCF* (модель, которую Тевье интуитивно использовал для оценки Голды), — самый известный инструмент для абсолютной оценки актива. Чуть позже мы поговорим о менее известной модели — модели абсолютного коэффициента Р/Е, но сейчас давайте обсудим модель DCF.

С ее помощью можно спрогнозировать массу финансовых показателей: будущий объем продаж, маржу прибыли, капитальные расходы, потребности в капитале для налаживания деловых связей (дебиторская задолженность, товарно-материальные запасы и кредиторская задолженность) и множество других переменных, которые позволяют определить будущие денежные потоки компании, включая ее терминальную стоимость, в конце периода прогнозирования. После того как будущие денежные потоки определены, они приводятся к текущей стоимости на основе той или иной ставки дисконтирования, что позволяет оценить будущую стоимость акций. Затем полученный результат сравнивается с текущей стоимостью. Многие на этом и останавливаются, но это только начало.

* Discounted cash flows, DCF (англ.) — дисконтированные денежные потоки. — *Прим. пер.*

Результат, выдаваемый моделью DCF (теоретическая внутренняя стоимость компании), зависит от предположений, которые будут в нее заложены, а их существует очень много. По этой причине бессмысленно ждать от этой модели точных ответов. В лучшем случае она укажет на направление, в котором будет меняться стоимость акций.

Модель DCF дает «приблизительно правильные» прогнозы, и именно так ее и нужно использовать. Следовательно, на завершающем этапе необходимо менять предположения, на основе которых рассчитывается внутренняя стоимость. Это позволит определить диапазон ее возможных значений. Конечно, диапазон значений не так удобно использовать, как точное число, но, повторюсь, лучше иметь приблизительно правильный результат, чем абсолютно неправильный.

Я часто вижу, как аналитики со стороны продавца используют модель DCF для точной оценки стоимости акций. Они обычно говорят примерно следующее: «При цене \$10 акции XYZ недооценены на 7%, так наша модель DCF показала, что они стоят \$10,70». Но стоит лишь аналитику увеличить ставку дисконтирования на долю процента, и предположительная стоимость акций упадет, а их текущая стоимость станет справедливой.

Модель DCF в основном относится к будущему. Хотя данные, на основе которых происходит моделирование, часто учитывают, что происходило в прошлом, разрыв между ним и будущим можно сократить с помощью анализа. Тевье, к примеру, взял сведения о надоях молока и стоимости содержания Голды из своего прошлого опыта. Он учел эту информацию и затем попытался спрогнозировать (опираясь на свое представление о фермерском деле), что произойдет с этими показателями дальше.

Внутренняя стоимость Голды оценивалась при помощи «интуитивно понятной» модели и была **абсолютной**, поскольку ее величина была привязана к денежным потокам, которые, как предполагалось, Голда будет генерировать в будущем. Полученная цифра не была привязана к относительным рыночным показателям (например, к прошлой оценке Голды или оценке, по которой продавались похожие коровы).

Отличный барометр ожиданий

Модель DCF — прекрасный инструмент для измерения рыночных ожиданий, которые заложены в оценку акций. Используя при моделировании различные предположения и стараясь привести конечный результат к текущей стоимости акций, вы сможете измерить ожидания, которые уже заложены рынком в цену, и затем оценить инвестиционную привлекательность акций исходя из того, насколько достижимы эти ожидания.

Модель DCF полезно применять, если на рынке сложилась исключительная ситуация. К примеру, Тевье не стал участвовать в аукционе домашнего скота в первый и второй день, потому что цены на коров были выше, чем денежные потоки, которые они предположительно сгенерировали бы за все время, пока давали молоко. А если бы некоторые инвесторы провели анализ DCF в 1990-х гг., когда на рынке рос «мыльный пузырь»,

то они не стали бы инвестировать в растущие интернет-компании и другие сильно переоцененные акции.

Даже если бы они дисконтировали денежные потоки соответствующих компаний по безрисковой ставке, словно бы американское правительство разрешило им печатать деньги (и тогда этим компаниям не угрожал бы риск дефолта, а это было не так), то все равно увидели бы, что ожидания, заложенные рынком во все «мыльные» акции, — из области фантастики.

Модель DCF также служит прекрасным барометром заложенных в акцию ожиданий, когда рынок находится на другом краю эмоционального спектра, т.е. когда акция падает. В 2004 г. курс акций Nokia снизился до \$11 после того, как компания сообщила о недостаточно высокой прибыли, сокращении рыночной доли в США и уменьшении маржи. Однако рынок отреагировал слишком бурно (как это всегда бывает). И анализ DCF показал, что даже при уменьшении маржи на 3% и незначительном приросте объема продаж акции компании должны стоить на 40–50% дороже, и это не считая, что в тот период на одну акцию Nokia приходилось \$3 чистых денежных средств (денежные средства минус задолженность).

Значимость процесса моделирования

У DCF есть еще одно скрытое преимущество — сам процесс моделирования, в ходе которого вы научитесь лучше понимать факторы, повышающие и понижающие стоимость компании. Кроме того, эта модель помогает расставить приоритеты в ходе анализа, фокусируя ваше внимание на показателях, которые сильнее всего повышают стоимость (т.е. таких переменных, как маржа прибыли, объем продаж, капитальные затраты, дебиторская задолженность, запасы, продолжительность периода прогнозирования и т.д.).

Когда в начале 2000 г. я анализировал Dollar General — розничную сеть, ориентированную на потребителей с невысокими доходами, в нее входило 4300 магазинов, и в обозримом будущем компания планировала ежегодно увеличивать количество торговых точек на 15%. После того как я создал модель DCF для Dollar General, я понял, что показатель оборачиваемости запасов (или период оборота запасов) гораздо важнее в этой модели, чем любой другой. К примеру, когда я уменьшал рост продаж с 17 до 12% (в течение последующих 5–10 лет), то предполагаемая внутренняя стоимость компании менялась гораздо меньше, чем когда я увеличивал период оборота запасов со 100 до 120 дней.

И это было логично: Dollar General планировала открывать более 700 торговых точек в год, и для каждого нового магазина требовались запасы. Их увеличение на 20% повышало стоимость открытия новых магазинов и расходы на поддержание запасов для уже существующих 4300 магазинов, а также существенно снижало свободный денежный поток компании. Поэтому при анализе Dollar General я в основном сфокусировался на изучении системы управления запасами, а не на росте объема продаж.

ИНСТРУМЕНТЫ ОТНОСИТЕЛЬНОЙ И АБСОЛЮТНОЙ ОЦЕНКИ

Хотя инструменты относительной оценки просты и интуитивно понятны, их следует осторожно использовать на рынках с боковым трендом, поскольку будущая рыночная оценка компаний, скорее всего, будет отличаться от оценки, которая наблюдалась в прошлом. На боковом рынке коэффициенты «цена/х» вряд ли поднимутся до уровня, который наблюдался на предшествующем бычьем рынке. Поэтому инструменты относительной оценки могут дать ложные положительные сигналы (ложные сигналы к покупке) и завести инвестора в ловушку относительной оценки.

Далее я привожу пример такой ловушки. В уже упомянутой мной ранее статье «Месть Colgate», которая была опубликована в газете *Barron's* 17 апреля 2004 г., говорилось:

При курсе в \$56 за акцию коэффициент P/E [Colgate], рассчитанный как отношение цены к прибыли на акцию, ожидаемой в 2004 г. (\$2,62), равен 21, а P/E, рассчитанный как отношение цены к прибыли, ожидаемой в следующем году (\$2,92), равен 19. Эти коэффициенты гораздо ниже P/E Colgate трехлетней давности и одни из самых низких среди компаний по производству потребительских товаров².

Мой ответ *Barron's* был опубликован на сайте <http://www.thestreet.com> в статье, озаглавленной «*Barron's* ошибается насчет Colgate»:

В статье Barron's говорится, что акции [Colgate] стоят дешево, поскольку их текущий коэффициент P/E, рассчитанный как отношение цены к прибыли, ожидаемой в 2004 г., равен 21, что ниже коэффициентов, которые наблюдались в 1999–2000 гг. Этот довод такой же нелепый, как доводы тех, кто станет утверждать, что при P/E, равном 60, акции Yahoo! торгуются дешево, потому что во время «пузыря» их цена была в 600 раз больше прибыли. Даже высокочлассная компания, которая увеличивает прибыль на 11–13% в год, не заслуживает того, чтобы ее акции торговались с коэффициентом P/E, равным 29... Наша модель дисконтированных денежных потоков показала, что если в цену акций заложены разумные (осуществимые) ожидания, то компания должна торговаться с P/E, равным в лучшем случае 15–16. Эта цифра получена с учетом качества и устойчивости денежных потоков Colgate.

Журналист *Barron's* попал в типичную ловушку относительной оценки. Да, акции Colgate действительно казались недорогими по сравнению с оценкой, которую давал им рынок в конце 1990-х гг. Однако при определении справедливой рыночной оценки не следует ориентироваться на коэффициенты P/E, которые наблюдались на поздних стадиях бычьего рынка, поскольку они вряд ли повторятся в будущем. На самом деле, до того как оценка Colgate взлетела до необоснованно высокого уровня в конце 1990-х гг., акции компании торговались с коэффициентами, рав-

ными примерно 16–17 (рис. 7.2). (Я вовсе не хочу умалять достоинств *Barron's*. Это прекрасная деловая газета, в статьях которой нередко приводятся весомые аргументы. В ней печатается гораздо больше правильного, чем неправильного. Ловушка относительной оценки очень коварна, и временами в нее попадают даже лучшие специалисты в своем деле.)

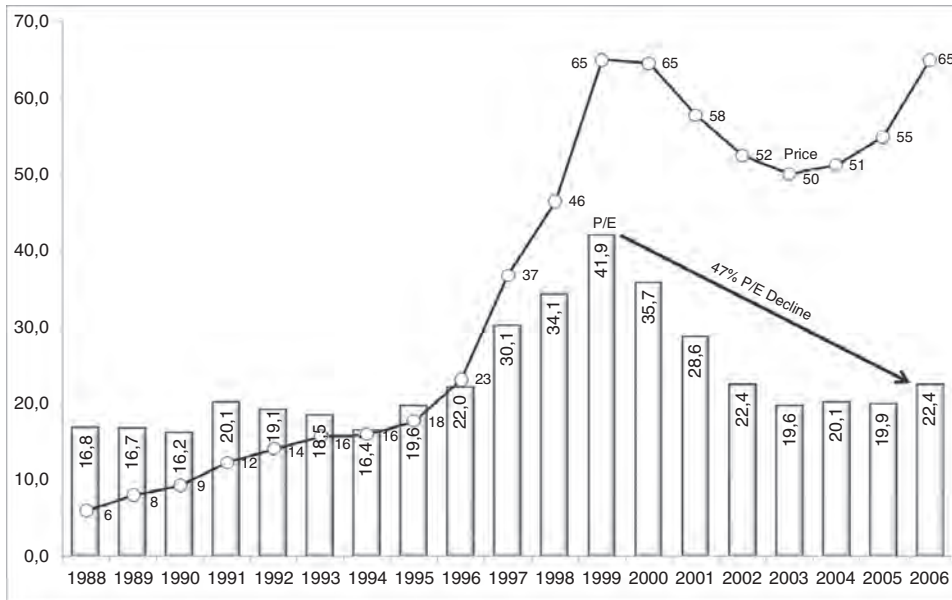


Рис. 7.2. Коэффициенты P/E и курс акций Colgate-Palmolive

Источник: Standard & Poor's Compustat

Модели абсолютной оценки (анализ дисконтированных денежных потоков, модель дисконтирования дивидендов и другие многофакторные модели) служат прекрасным инструментом для оценки стоимости акций, поскольку для них не характерны ошибки, которые возникают в результате ошибочного сравнения различных показателей.

ОБЗОР АБСОЛЮТНЫХ МОДЕЛЕЙ

С помощью моделей абсолютного коэффициента P/E, ставки дисконтирования и маржи безопасности мы научимся использовать триаду «Качество — Оценка — Рост» для того, чтобы сравнивать между собой компании с различными параметрами риска и доходности в нашем портфеле.

Студенты, которые приходили на мои занятия по инвестированию в Колорадском университете, часто спрашивали меня, как правильно определить коэффициент P/E (справедливую стоимость) для той или иной компании. Несмотря на то что модель дисконтированного денежного по-

тока, по сути своей, сложнее коэффициента P/E , студентам она казалась более понятной, поскольку, используя множество предположений, они в итоге получали точную величину внутренней стоимости компании.

Анализируя определенную компанию, я примерно представлял, какой коэффициент P/E является для нее оптимальным — в основном благодаря своему многолетнему опыту изучения самых разных акций. Но сформулировать правила в общем виде у меня не получалось. В то же время я считал, что традиционный коэффициент «цена/прибыль к темпам роста» (P/E to growth rate, PEG) слишком упрощает картину (некорректен) и не учитывает разницу в рисках между отраслями и акциями. Он подразумевает линейную зависимость между коэффициентом P/E и ростом прибыли. Если инвестор решил опираться на этот коэффициент, то он должен был покупать акции с самым низким PEG. Получается, что компания с ростом прибыли в 30%, коэффициентом P/E , равным 20, и PEG — 0,66 (20 разделить на 30) является более привлекательной с инвестиционной точки зрения, чем компания, которая торгуется с коэффициентом P/E — 2, но увеличивает прибыль на 1% и, следовательно, торгуется с PEG, равным 2 (2 разделить на 1). Это мне казалось нелогичным.

Сначала я создал для своих студентов многофакторные модели (красивое название для моделей со множеством входных данных), чтобы они смогли лучше понять, из чего складываются коэффициент P/E , маржа безопасности и ставка дисконтирования. Эти модели в математической форме отражали то, как я и мои коллеги по IMA смотрели на указанные переменные. Как и модель дисконтированных денежных потоков, созданные мною модели проясняли суть тех или иных инвестиционных решений, поскольку они объединяли в себе различные факторы, повышающие и понижающие стоимость. Позже я выяснил, что эти модели в значительной мере устраняют субъективную составляющую фондового анализа, и начал использовать их в своих ежедневных исследованиях.

ЛОЖНАЯ ТОЧНОСТЬ МАТЕМАТИЧЕСКИХ ВЫЧИСЛЕНИЙ

В следующих разделах мы поговорим о нескольких количественных моделях: абсолютного коэффициента P/E , ставки дисконтирования и маржи безопасности. Я буду постоянно называть точные цифры и говорить примерно следующее: «Низкий коэффициент делового риска, равный 0,9» и «коэффициент финансового риска, равный 1,25». Очень прошу вас: не старайтесь увидеть в этих цифрах нечто уникальное или «пророческое». Моя задача в этой книге — объяснить вам принцип построения той или иной модели и проиллюстрировать ее использование на числовых примерах. Опираясь на якобы точные цифры, я стараюсь продемонстрировать сам процесс анализа, а не какую-то секретную формулу, которая избавит инвесторов от головной боли (к сожалению, это не так). Качество любой модели определяется качеством входных данных, которые в нее закладываются, и описываемая здесь модель — не исключение.

Мы любим аккуратные уравнения, которые описывают сложные системы. Будучи студентом младших курсов, я «влюбился» в современную теорию портфеля (пока не столкнулся с реальностью), в которой один показатель — бета-коэффициент, — используемый в простом и понятном уравнении для модели оценки доходности активов (capital asset pricing model, CAPM), служит вратами в инвестиционный рай. Ну, по крайней мере теоретически.

Требуемая ставка доходности = Рисковая ставка + Бета-коэффициент × (Рыночная доходность – Безрисковая ставка).

Однако в реальном мире инвестирование сильно отличается от того, что говорит нам теория. Возьмем, к примеру, бета-коэффициент. На уровне отдельной акции он может сильно колебаться, что делает его практически бесполезной величиной, которую нельзя использовать для прогнозирования доходности. Зачастую бета-коэффициент отражает всего лишь случайное стечение обстоятельств. Он рассказывает нам о прошлом, но молчит относительно будущего. Бета постоянно меняется и может сильно вырасти или уменьшиться всего за несколько месяцев, в то время как риск соответствующей компании не изменяется вовсе.

На рисунке 7.3 показана динамика бета-коэффициента компании Wal-Mart. На графике видно, что в марте 2002 г. коэффициент достиг отметки 0,99, а уже к марту 2005 г. снизился до 0,40. Хотя риск компании за это время изменился незначительно, снижение бета-коэффициента почти на 40% указывало на то, что акции Wal-Mart стали на 60% более рисковыми.

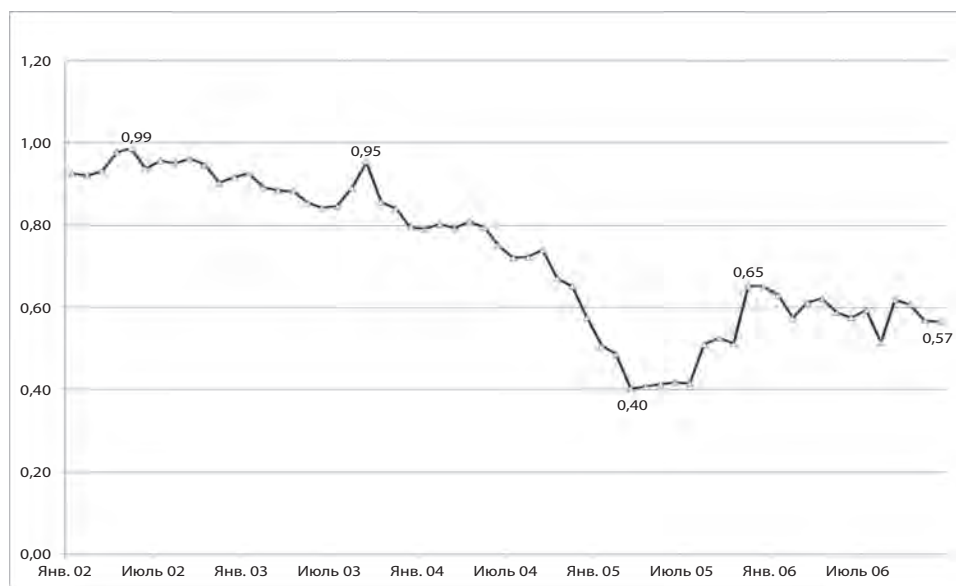


Рис. 7.3. Динамика бета-коэффициента Wal-Mart

Источник: Standard & Poor's Compustat

Все считают бета-коэффициент по-разному, что нередко приводит к разным результатам. К примеру, в январе 2007 г. различные службы оценивали бета-коэффициент Wal-Mart следующим образом:

- инвестиционный обзор Value Line: 0,9;
- Yahoo! Finance: 0,17;
- база данных Compustat агентства Standard & Poor's: 0,57.

Все эти бета-коэффициенты были подсчитаны для акции, характеристики которой не сильно изменились за шесть лет. Возможно, разница объясняется тем, что вычисления производились на основе рыночных индексов в разные периоды времени. Какой бета-коэффициент должны использовать инвесторы? За какой период?

Я не пытаюсь доказать, что современная теория портфеля ошибочна, вовсе нет. Но хочу подчеркнуть, что в инвестировании многое может толковаться двояко и об этом следует помнить, принимая инвестиционные решения. «Точность» математических вычислений необходимо воспринимать со здоровой долей скептицизма.

Мне кажется, что взаимосвязь между различными показателями легче объяснить, если представить их в виде чисел. Далее я рассуждаю исходя из того, что коэффициент финансового риска среднестатистической компании равен 1,00. При моделировании компания с более низким риском будет иметь более низкий коэффициент риска (т.е. меньше 1,00), и наоборот.

Предположим, что у компании В финансовый риск выше среднего. Тогда ее коэффициент финансового риска будет больше 1,00. Он может быть равен 1,10 или 1,20. Если у компании С финансовый риск еще выше, то ее коэффициент финансового риска тоже будет больше 1,00, и вы можете выбрать любое значение при условии, что оно будет больше коэффициента В.

При использовании описываемых ниже моделей вам придется принимать довольно субъективные решения и самостоятельно выбирать коэффициенты риска и прогнозируемости прибыли для той или иной компании. Однако вы, возможно, уже делаете это в уме, когда анализируете компании на менее осознанном, систематизированном уровне.

Часто слышу, как инвесторы (и я сам) говорят: «У этой компании большая задолженность. Я куплю ее акции только со значительным дисконтом по сравнению с другими компаниями в этой отрасли или к рынку», или «Я готов заплатить за эту компанию гораздо больше, поскольку у нее хорошее качество», или «Я не буду много платить за рост этой компании, потому что не верю в ее показатели (недостаточная прогнозируемость прибыли)». Инвесторы говорят так все время. *Значительный, больше и гораздо больше* — все это субъективные понятия. Означает ли *значительный* 20%? *Гораздо больше* — это 10%? А *немного больше* — 30%? По каким-то причинам, особо не задумываясь, мы интуитивно стараемся приписать расплывчатым понятиям довольно точные количественные значения.

Как и в случае с анализом дисконтированных денежных потоков, сам по себе процесс количественной оценки рисков и прогнозируемости

прибыли является таким же важным этапом, как и получаемые в итоге коэффициенты. Вы исследуете компанию под тремя различными углами зрения, а не заикливайтесь только на одном (вы, к примеру, никогда не скажете: «Это отличная компания, она сделала счастливыми многих инвесторов, я куплю ее акции по любой цене»).

Хотя показатели, на основе которых происходит моделирование абсолютного P/E , ставки дисконтирования и маржи безопасности, носят субъективный характер (я надеюсь, что вы поймете основные принципы) и не являются математически точными, описанные ниже модели служат отличной стартовой площадкой для анализа абсолютной оценки. Если они покажутся вам полезными, вы можете внести свои собственные изменения, адаптируя их к своей инвестиционной стратегии и взгляду на инвестирование и рынки в целом.

МОДЕЛЬ АБСОЛЮТНОГО КОЭФФИЦИЕНТА P/E

Существуют три основных фактора, которые влияют на P/E любой компании:

- 1) основная доходность, которая включает в себя рост прибыли и дивидендную доходность;
- 2) предполагаемые риски (деловые и финансовые) по сравнению с будущей прибылью;
- 3) долгосрочная прогнозируемость роста прибыли.

Основная доходность (темпы роста)

Чем выше уровень основной доходности (т.е. чем выше рост прибыли и дивидендная доходность), при условии, что все остальные показатели неизменны, тем более ценной является компания в глазах инвесторов и тем выше коэффициент P/E . Прибыль и дивиденды поддаются оценке, и часто их легче отслеживать, чем другие факторы, повышающие стоимость. В долгосрочной перспективе (не за минуты, дни и месяцы, а в течение нескольких лет) цены акций растут отчасти потому, что компания зарабатывает все больше прибыли и/или увеличивает выплачиваемые дивиденды. Требуется уточнение: предполагается, что в этот период коэффициент P/E ни увеличивается, ни уменьшается.

Деловые и финансовые риски

Риски есть в любой компании. Иначе, покупая обыкновенные акции, инвесторы получали бы доход по безрисковой ставке (как в случае с казначейскими векселями). В инвестиционном анализе большую роль играет оценка рисков, влияющих на денежные потоки компании, и здесь нам пригодится анализ качества, о котором мы говорили в предыдущих главах. Двумя наиболее распространенными среди американских котируемых компаний категориями рисков являются деловые и финансовые.

Анализ деловых рисков включает в себя изучение позиций компании в своей отрасли, а также всех факторов, которые мы обсуждали в главе 5. Анализ финансовых рисков охватывает меньшее количество параметров и включает в себя изучение источников финансирования и способности компании выполнять долговые обязательства.

Хотя деловые и финансовые риски можно объединить и назвать одним словом «риск», я считаю, что анализировать это понятие будет проще, если разделить его на две категории. Деловой риск — по большей части побочный продукт среды, в которой работает компания, в то время как финансовый риск зависит от того, из каких источников финансируется ее деятельность и насколько устойчивыми являются ее денежные потоки по сравнению с обязательствами по выплате долга и процентов. Эти категории рисков взаимосвязаны, поскольку способность компании эффективно использовать заемный капитал сильно зависит от окружения, в котором она работает, и наоборот.

Финансовая структура компании часто определяется позицией, которую она занимает в своей отрасли. К примеру, такие производители куриного мяса, как Pilgrim's Pride и Sanderson Farms, структурировали свой капитал так, чтобы он отражал разнообразные риски, характерные для выбранных ими моделей бизнеса. Pilgrim's Pride поставляет курятину преимущественно в рестораны быстрого питания, со многими из которых она заключила соглашение о ценообразовании по принципу «себестоимость плюс». В результате производитель получает стабильную выручку, которая практически нечувствительна к волатильным ценам на куриное мясо. Для этой бизнес-модели характерен низкий уровень риска, но и прибыль на вложенный капитал тоже более низкая. Из-за относительно невысокого риска компания может использовать больше заемного капитала по сравнению с другими предприятиями отрасли, и в настоящее время он составляет около 20% ее активов.

Sanderson Farms выбрала другой путь. Компания продает куриное мясо в основном розничным магазинам по рыночной цене, и эта бизнес-модель характеризуется более высокими показателями волатильности (риска) и прибыли на капитал. Из-за выбранной стратегии выручка Sanderson Farms зависит от волатильных цен на курятину, и поэтому, чтобы смягчить общий риск, компания снижает финансовый риск, стараясь не использовать слишком много заемного капитала для финансирования своей деятельности.

Каждый риск, которому подвергается компания, должен уравновешиваться соответствующим финансовым показателем, и благодаря этому последствия реализации такого риска будут не столь тяжелыми. То, что все риски рано или поздно осуществляются, бесспорно, часто это лишь вопрос времени.

Чем выше общий риск компании, тем меньшую цену по сравнению с прибылью инвесторы готовы платить за ее акции. Это согласуется и с моделью DCF, поскольку чем выше риск, тем большую доходность инвесторы будут требовать от акций при дисконтировании денежных

потоков компании. Увеличение ставки доходности влечет за собой снижение текущей стоимости будущих денежных потоков, и в результате ценность компании в глазах инвесторов падает, что в свою очередь ведет к уменьшению P/E .

Пожалуйста, запомните, что между ставкой дисконтирования и коэффициентом P/E существует обратная связь. Это пригодится нам ближе к концу главы, когда мы будем говорить о вычислении абсолютного P/E и требуемой ставки доходности.

Прогнозируемость прибыли

Значимость этого фактора напрямую следует из модели DCF. Чем на более отдаленную преспективу вы можете прогнозировать денежные потоки компании (или прибыль), которые растут сверхбыстрыми темпами (быстрее, чем в среднем в экономике/отрасли), тем выше текущая стоимость будущих денежных потоков и тем более ценной становится компания в глазах инвесторов. Прогнозируемость роста зависит от двух основных факторов: наличия возможностей для дальнейшего роста и способности компании извлекать из них прибыль.

Способность компании извлекать прибыль из возможностей для роста зависит от ее качества, т. е. в первую очередь от наличия устойчивого конкурентного преимущества и высокопрофессионального руководства. Оба условия необходимы для того, чтобы бороться с конкуренцией. Сильные балансовые показатели помогут компании пережить трудные времена, а высокая прибыль на капитал, превышающая стоимость фондов, позволит развиваться, не прибегая к более дорогому и неустойчивому финансированию из внешних источников. Все эти факторы являются обязательными условиями, необходимыми для прогнозирования роста, но они бесполезны при отсутствии возможностей для дальнейшего развития компании.

Прогнозируемость прибыли среднестатистической компании равна 1; более высокая прогнозируемость означает, что этот коэффициент будет меньше (например, 0,90, т. е. компания будет торговаться с 10%-ной премией); при низкой прогнозируемости прибыли следует брать большее число (например, на 1,2, т. е. компания будет торговаться с 20%-ным дисконтом).

Я предлагаю выражать деловой риск, финансовый риск и прогнозируемость прибыли в виде процентов, поскольку большинству людей легче соотносить проценты, чем десятичные дроби.

Вычисления

Оставшуюся часть главы вам придется читать чуть медленнее, поскольку в ней излагается более сложный материал, требующий повышенного внимания. Однако все, что будет сказано дальше, имеет большое значение для анализа оценки акций на рынке с боковым трендом. Не смотрите телевизор во время чтения.

Цель рассматриваемой нами модели — вычислить справедливый коэффициент P/E акций на основе пяти переменных: роста прибыли, дивидендной доходности, делового риска, финансового риска и прогнозируемости прибыли. Эти качественные параметры, на основе которых происходит моделирование, не имеют единственно верных значений: они такие же субъективные, как и все в инвестировании. Однако следующие положения раскрывают базовые принципы модели абсолютного P/E .

- Как уже говорилось, если компания не наращивает прибыль, это не значит, что в нее не стоит вкладывать деньги (хотя коэффициент PEG предполагает обратное). В ней может смениться руководство, которое сделает все возможное, чтобы повысить стоимость компании, либо ее может поглотить конкурент — и тогда поглощающая компания выиграет от экономии затрат и слияния деятельности двух компаний. Я предполагаю, что среднестатистическая компания, которая не наращивает прибыль и не платит дивидендов, торгуется на рынке с коэффициентом P/E , равным 8 (вы можете выбрать другое число). Бенджамин Грэм в своей книге «Разумный инвестор» предложил использовать для компаний с нулевым ростом коэффициент P/E , равный $8,5^3$.
- Компания, прибыль которой растет более быстрыми темпами, будет иметь более высокий P/E , и наоборот. Однако зависимость между ростом прибыли и коэффициентом P/E не является линейной. Модель абсолютного P/E предполагает, что на каждый процент роста прибыли в пределах от 0 до 16% приходится 0,65 пункта коэффициента P/E . Эта зависимость была бы линейной, если бы каждый процент роста прибыли после 16% увеличивал P/E на 0,65 пункта, что не происходит на самом деле (табл. 7.4).
- Когда темпы развития компании превышают определенный уровень, инвесторы начинают платить меньше за каждый последующий процент прироста прибыли (P/E увеличивается не так быстро), поскольку быстрый рост сопровождается более высоким риском. По этой причине начиная с отметки в 16% каждый дополнительный процент роста прибыли увеличивает P/E только на 0,5 пункта. Другими словами, рост P/E уменьшается на 0,15 пункта (из 0,65 вычесть 0,50).
- Рост прибыли прогнозируется не менее чем на пять лет.
- Компании с более высокой прогнозируемостью прибыли торгуются с более высокими коэффициентами P/E , и наоборот. Это следует из модели DCF: стоимость компании, в которой прибыль на капитал превышает стоимость капитала, растет по мере увеличения временного горизонта, в течение которого ожидается сверхбыстрый прирост прибыли. У компаний с высокой цикличностью бизнеса почти по определению будет более низкая прогнозируемость прибыли.
- Инвесторы ценят дивидендную доходность больше, чем рост прибыли. Дивиденды более осязаемы, поскольку, чтобы их платить, компании нужна реальная прибыль (денежные потоки). Вдобавок

Таблица 7.4. Основные факторы, которые определяют величину коэффициента Р/Е

Ожидаемый рост EPS, %	Р/Е	Дивидендная доходность, %	Увеличение Р/Е
0	8,00	0,0	0,0
1	8,65	0,1	0,5
2	9,30	0,5	0,5
3	9,95	1,0	1,0
4	10,60	1,5	1,5
5	11,25	2,0	2,0
6	11,90	2,5	2,5
7	12,55	3,0	3,0
8	13,20	3,5	3,5
9	13,85	4,0	4,0
10	14,50	4,5	4,5
11	15,15	5,0	5,0
12	15,80	5,5	5,5
13	16,45	6,0	6,0
14	17,10	6,5	6,5
15	17,75	10,0	10,0
16	18,40		
17	18,90		
18	19,40		
19	19,90		
20	20,40		
25	22,90		

и т.д.

и т.д.

уже выплаченные дивиденды нельзя забрать (по крайней мере этого не может компания), в то время как сегодняшняя прибыль может в любой момент свести на нет завтрашние убытки. Поэтому модель абсолютного Р/Е подразумевает линейную зависимость между дивидендной доходностью и коэффициентом Р/Е. Каждый раз, когда дивиденды повышаются на 1%, Р/Е увеличивается на один пункт. К примеру, Р/Е акций с 3%-ной дивидендной доходностью будет при прочих равных условиях на 3 пункта выше Р/Е акций, по которым не выплачиваются дивиденды.

- Между деловым и финансовым риском, которому подвергается компания, и коэффициентом Р/Е существует обратная зависимость (т.е. чем выше риск, тем меньше Р/Е; чем ниже риск, тем выше Р/Е).
- Хотя я никак не ограничиваю количество пунктов, на которые можно уменьшить коэффициент Р/Е из-за высокого риска или недостаточно высокой прогнозируемости прибыли, чтобы защитить себя от своих же собственных эмоций (т.е. чтобы не «влюбиться» в акции), я никогда не увеличиваю базовый коэффициент Р/Е больше чем на 30% (изучив деловой, финансовый риски и прогнозируемость

прибыли). К примеру, если базовый Р/Е равен 10, то самое большее, на сколько его можно увеличить, если речь идет о высококлассной компании, это три пункта (30% от 10), т.е. скорректированный коэффициент Р/Е не должен быть больше 13.

- Двумя другими важными параметрами модели абсолютного Р/Е являются инфляция и процентные ставки. Предполагается, что темпы инфляции и процентные ставки находятся на среднем уровне, и в дальнейшем они не будут значительно расти или падать. Если вы считаете, что инфляция и процентные ставки будут расти и останутся высокими длительное время, базовый коэффициент Р/Е и, следовательно, скорректированный Р/Е необходимо уменьшить. Если вы считаете, что инфляция и процентные ставки будут падать, коэффициенты Р/Е необходимо увеличить. Ни в коем случае не используйте текущие процентные ставки без учета направления, в котором они будут изменяться в долгосрочной перспективе.

Чтобы проверить, насколько правильна созданная мною модель, я взял в качестве примера среднерыночный коэффициент Р/Е, т.е. коэффициент, с которым торгуются среднестатистические акции. Фондовый рынок, описываемый индексом S&P 500 или Dow Jones Industrial Average, представляет собой среднее всех акций. Это совокупность компаний с характеристиками лучше средних, хуже средних и на уровне средних. Как уже говорилось в предыдущих главах, на протяжении последних 100 лет корпоративная прибыль увеличивалась в среднем на 5% в год, средняя дивидендная доходность составляла около 4%, а средний коэффициент Р/Е — примерно 15. Таким образом, Р/Е среднестатистической компании, прибыль которой увеличивается на 5% в год, будет равен 11,3; добавив еще 4 пункта за счет дивидендной доходности, равной 4%, получим, что базовый коэффициент Р/Е равен 15,3 (табл. 7.4).

После того как мы определили базовый Р/Е для среднестатистической компании исходя только из ожидаемого роста прибыли и дивидендной доходности, мы переходим к корректированию коэффициента с учетом качественных параметров: делового риска, финансового риска и прогнозируемости прибыли. Поскольку рынок — это среднее всех акций, мы не будем корректировать его базовый Р/Е ни на один из коэффициентов (деловой и финансовый риски, а также прогнозируемость прибыли равны 1). Однако эти параметры имеют большое значение, если речь идет об отдельных акциях. Чтобы определить корректирующие коэффициенты хотя бы приблизительно, необходимо провести анализ качества и перспектив роста:

$$\begin{aligned} \text{Справедливый коэффициент Р/Е} = & \text{Базовый Р/Е} \times \\ & \times [1 + (1 - \text{Деловой риск})] \times [1 + (1 - \text{Финансовый риск})] \times \\ & \times [1 + (1 - \text{Прогнозируемость прибыли})]. \end{aligned}$$

Представим, что вы анализируете три компании: Well-Mart, Average-Mart и OK-Mart. У этих компаний одинаковы ожидаемый рост прибыли (10%),

дивидендная доходность (1,5%) и прогнозируемость прибыли, но они характеризуются разным качеством.

- *Well-Mart* — лидер отрасли с сильными балансовыми показателями и устойчивым конкурентным преимуществом. Компания набирает большое количество баллов по шкале «Качество»:
 - деловой риск: 0,9;
 - финансовый риск: 0,95;
 - прогнозируемость прибыли: 1,00.
- *Average-Mart* — нельзя сказать, что компания лидирует в своей отрасли, но у нее неплохое конкурентное преимущество, балансовые показатели не выделяются ничем особенным, но довольно хорошие. Компания набирает среднее количество баллов по шкале «Качество»:
 - деловой риск: 1,00;
 - финансовый риск: 1,00;
 - прогнозируемость прибыли: 1,00.
- *OK-Mart* — была когда-то лидером отрасли, однако новое руководство потеряло эти позиции; компания стала слишком большой, в структуре капитала слишком велика доля заемных средств, а конкурентное преимущество было нейтрализовано *Well-Mart*. Компания набирает мало баллов по шкале «Качество»:
 - деловой риск: 1,25;
 - финансовый риск: 1,25;
 - прогнозируемость прибыли: 1,00.

Чтобы определить справедливые коэффициенты Р/Е для этих компаний, необходимо произвести вычисления, которые показаны в таблице 7.5.

Большую разницу между полученными значениями коэффициентов Р/Е легко объяснить. Хотя ожидаемая доходность этих трех компаний одинакова (рост прибыли плюс дивидендная доходность), они характеризуются совершенно разным качеством. Поэтому инвесторы готовы платить за качество *Well-Mart* на 2,5 пункта больше, чем за *Average-Mart*. В то же время они не станут платить за компанию с гораздо более высоким риском столько же, сколько за *Average-Mart*, и поэтому справедливый Р/Е *Average-Mart* на 7 пунктов больше Р/Е *OK-Mart*.

Никто не совершенен

Описанная многофакторная модель абсолютного Р/Е имеет тот же недостаток, что и любая другая: полученный с ее помощью результат правилен настолько, насколько правильны заложенные в нее данные. Но у этой модели есть и множество преимуществ.

- Модель абсолютного Р/Е поможет вам избежать ловушки относительной оценки. Как и модель DCF, она ориентирована на будущее, и поэтому, в отличие от инструментов относительной оценки, исключает ошибки, которые могут возникнуть при неправильном

Таблица 7.5. Вычисление справедливого коэффициента Р/Е

Well-Mart		
	Исходные данные	Коэффициент Р/Е
Рост прибыли	10%	14,5 +
Дивидендная доходность	1,5%	1,5 =
Базовый Р/Е		16,0
Коэффициент делового риска	0,90	\times [1 + (1 – 0,90)]
Коэффициент финансового риска	0,95	\times [1 + (1 – 0,95)]
Коэффициент прогнозируемости прибыли	1,00	\times [1 + (1 – 1,00)] =
Справедливый Р/Е		18,5
Average-Mart		
	Исходные данные	Коэффициент Р/Е
Рост прибыли	10%	14,5 +
Дивидендная доходность	1,5%	1,5 =
Базовый Р/Е		16,0
Коэффициент делового риска	1,00	\times [1 + (1 – 1,00)]
Коэффициент финансового риска	1,00	\times [1 + (1 – 1,00)]
Коэффициент прогнозируемости прибыли	1,00	\times [1 + (1 – 1,00)] =
Справедливый Р/Е		16
OK-Mart		
	Исходные данные	Коэффициент Р/Е
Рост прибыли	10%	14,5 +
Дивидендная доходность	1,5%	1,5 =
Базовый Р/Е		16,0
Коэффициент делового риска	1,25	\times [1 + (1 – 1,25)]
Коэффициент финансового риска	1,25	\times [1 + (1 – 1,25)]
Коэффициент прогнозируемости прибыли	1,00	\times [1 + (1 – 1,00)] =
Справедливый Р/Е		9,0

сравнении показателей, что делает ее незаменимой на рынках с боковым трендом.

- Она систематизирует инвестиционный процесс. Хотя показатели, на основе которых происходит моделирование, субъективны, модель абсолютного Р/Е заставляет вас изучать качество (деловые и финансовые риски) и перспективы роста компании, т. е. критерии, определяющие ее рыночную оценку.
- Она помогает вам контролировать свои эмоции. Как и в случае с моделью дисконтированных денежных потоков, с помощью модели абсолютного Р/Е вы можете анализировать Р/Е акций и определять, какие предположения относительно роста и риска заложены в их цену. Эта модель не даст вам существенно переплатить за те или иные акции. И наоборот, она послужит дополнительным аргументом, когда вы решите купить сильно недооцененные акции.
- Эту модель легче использовать, чем модель DCF. Я рекомендую применять ее в сочетании с моделью DCF, поскольку обе строятся на сходных параметрах.
- С помощью модели абсолютного Р/Е вы сможете определить целевые коэффициенты Р/Е, при которых акции следует покупать, продавать и держать. Это очень полезно на боковом рынке (более подробное обсуждение алгоритма продажи см. далее в главе 12), поскольку вы сможете определить целевые значения Р/Е (цены) для акций в своем портфеле и списке для наблюдения.
- После корректировки модели абсолютного Р/Е с учетом таких характеристик компании, как темпы роста, риск и прогнозируемость прибыли, вы сможете сравнивать все акции в своем портфеле или списке для наблюдения между собой.
- Модель абсолютного Р/Е можно спокойно использовать в сочетании с моделью относительного Р/Е. Поскольку обе модели служат для определения рыночной оценки акций, вы можете сравнивать абсолютный Р/Е определенной компании с Р/Е ее конкурентов или ее текущую рыночную оценку с коэффициентами в предыдущие годы. Однако я оставляю последнее слово за моделями DCF и абсолютного Р/Е.

МОДЕЛЬ СТАВКИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ

Прибыль в коэффициенте Р/Е («цена/прибыль»)

Какое значение прибыли следует использовать в модели абсолютного Р/Е? Лично я предпочитаю прогнозировать прибыль на несколько лет вперед и параллельно строить модель DCF. Я делаю это специально, поскольку такой подход заставляет меня думать с учетом долгосрочной перспективы и эмоционально помогает справиться с краткосрочной (квартальной) волатильностью основных показателей компании.

Затем я привожу предполагаемую будущую EPS к текущей стоимости, независимо от того, на какой срок составляется прогноз: на три года или на пять лет. Если вы собираетесь прогнозировать прибыль на один-два года вперед, я все равно рекомендую дисконтировать ее стоимость (ту ее часть, которую компания получит более чем через год). Это позволит вам сравнивать все акции в вашем портфеле между собой независимо от того, на какой срок вы прогнозируете будущую прибыль.

Вычисления

Какую ставку дисконтирования следует использовать, чтобы привести будущую прибыль и денежный поток компании к текущей стоимости в модели DCF? Наука пока не предложила нам точного, единственно правильного способа определить ее величину, хотя современная теория портфеля утверждает обратное. Если ради интереса (ни для чего другого она на самом деле не годится) вы вдруг решите посчитать ставку дисконтирования для Wall-Mart, используя модель оценки финансовых активов и вышеупомянутые бета-коэффициенты по версии инвестиционного обзора Value Line (0,9), Yahoo! Finance (0,17) и Standard & Poor's Compustat (0,57), то получите ставки дисконтирования, равные 6,9, 8,8 и 10,5% соответственно. Иначе говоря, разница между самой высокой и самой низкой ставками составит 3,6%. Какую из них использовать? Не имею ни малейшего представления.

Тевье дисконтировал денежные потоки, которые должна была дать покупка Голды, на 12%. Его логика была простой: чтобы взять на себя риски, связанные с содержанием коровы, ему необходимо удвоить безрисковую ставку в 6%, которую предложил зять. Тевье не использовал никаких научных методов, точность которых выверена годами, но его логика не противоречит здравому смыслу. В процессе создания модели ставки дисконтирования я стремился к тому, чтобы выработать логичную систему принципов, которые бы учитывали риски конкретной компании и могли быть использованы применительно ко всем компаниям, которые я анализирую.

Мы начнем с базовой ставки, похожей на базовый коэффициент Р/Е. Это годовой показатель, который я хочу вывести для своего портфеля, — альтернативная стоимость (без поправки на риск). Мне нравится милое, но лишнее магического налета число 15. (Если хотите, можете выбрать любое другое число, круглое или некруглое. Я выбрал именно 15%, потому что альтернативная стоимость средней качественной акции должна равняться 15%, чтобы эта акция и дальше оставалась в моем портфеле.) Далее, используя те же коэффициенты делового и финансового рисков, о которых мы говорили применительно к модели абсолютного Р/Е, я корректирую базовую ставку дисконтирования в сторону увеличения или уменьшения в зависимости от рисков, которым подвержена компания.

Формула для вычисления ставки дисконтирования выглядит следующим образом:

Ставка дисконтирования = Базовая ставка дисконтирования ×
× Коэффициент делового риска × Коэффициент финансового риска.

И снова в качестве примера рассмотрим Well-Mart, Average-Mart и OK-Mart. Используя ставку дисконтирования, равную 15%, и указанные выше коэффициенты делового и финансового рисков, получим для каждой компании результаты, показанные в таблице 7.6.

Таблица 7.6. Корректировка базовой ставки дисконтирования с учетом риска

	Well-Mart	Average-Mart	OK-Mart
Ставка дисконтирования без учета риска	15,0% ×	15,0% ×	15,0% ×
Коэффициент делового риска	0,90 ×	1,00 ×	1,25 ×
Коэффициент финансового риска	0,95 =	1,00 =	1,25 =
Ставка дисконтирования с учетом риска	12,8%	15,0%	23,4%

Как и ожидалось, для OK-Mart необходима более высокая ставка дисконтирования, чем для Well-Mart и Average-Mart, поскольку у этой компании более низкие показатели качества и высокие показатели риска.

Итак, мы выяснили, что для Well-Mart ставка дисконтирования равна 12,8% (табл. 7.6). А может быть, она равна 12,1% или 13,6%? В этой цифре нет ничего магического, и она никогда не будет абсолютно точной. В то же время мы считали ставку дисконтирования, основываясь не на случайных переменных, таких как движение курса акций или рыночный индекс, и поэтому она не изменится без видимых причин с 8,8 до 6,9% или 10,5%. Эта ставка будет увеличиваться или уменьшаться только тогда, когда ваш анализ качественных характеристик компании покажет, что они изменились.

В моей модели у ставки дисконтирования нет верхнего порога, но есть нижний. И снова я делаю это для того, чтобы не «влюбиться» в акции и не потерять голову. Неважно, насколько сильно я уверен в бизнесе той или иной компании, ее акции всегда будут более рисковыми, чем корпоративные облигации самого высокого класса (с рейтингом AAA). Выбирая между акциями и облигациями с одинаковой доходностью (скажем, 7%), разумный инвестор всегда остановится на облигациях, поскольку при той же доходности этот инвестиционный инструмент менее рисковый.

Описанную выше формулу я также использую, когда хочу найти ставку дисконтирования для модели DCF.

В настоящий момент мой нижний порог для ставки дисконтирования равен 8% (процентная ставка по облигациям с рейтингом AAA плюс пара пунктов в счет премии за риск). Я применяю эту ставку к любой компа-

нии, независимо от уровня делового и финансового рисков. Безусловно, вы вправе выбрать другую цифру.

Кроме того, если в процессе анализа выясняется, что компания подвержена высокому риску (выше 30%, т.е. 1,30), я спрашиваю сам себя, хочу ли я покупать акции предприятия, положение которого настолько неустойчиво.

Обратите внимание, что модель ставки дисконтирования, как и модель маржи безопасности, не учитывает прогнозируемость прибыли. Этот показатель не имеет никакого отношения к рискам. Он отражает устойчивость роста прибыли в долгосрочной перспективе, в то время как две другие модели характеризуют риск, которому подвергается определенная компания.

МОДЕЛЬ МАРЖИ БЕЗОПАСНОСТИ

Какой маржи безопасности достаточно?

На любом рынке маржа безопасности выполняет функцию буферного запаса на случай, если компания не оправдает ожидания инвесторов, что рано или поздно происходит с любым эмитентом. В то же время, когда компания, акции которой торгуются с дисконтом к справедливой стоимости (маржа безопасности), не оправдывает рыночных ожиданий, стоимость ее акций падает не так сильно, как если бы она оценивалась справедливо (торговалась без маржи безопасности).

Компанию, которая торгуется с большой маржей безопасности, можно сравнить с человеком, у которого настолько ужасная репутация, что ей сложно как-то навредить. К примеру, реноме Гитлера действительно трудно хоть как-то ухудшить. Если назвать его фашистом или убийцей, это, скорее всего, никак не изменит отношение общества к нему, поскольку у Гитлера, мягко выражаясь, настолько плохая репутация, что ее уже ничто не испортит. (Вы когда-нибудь задумывались над тем, что у Гитлера большая маржа безопасности?)

Компания, которая торгуется с большим дисконтом, уже имеет дурную репутацию. В ее цену заложено масса плохих новостей, и еще одна плохая новость, скорее всего, затеряется в этом океане.

Маржа безопасности определяется следующими факторами:

- качеством компании — деловым и финансовым рисками;
- требуемой ставкой доходности;
- ожидаемым ростом прибыли;
- ожидаемой дивидендной доходностью.

Качество компании

Должны ли акции с разным качеством торговаться с одинаковой маржей безопасности? Конечно, нет. Рано или поздно любая компания столкнется с трудностями. Сильная (например, Well-Mart) преодолеет препятствия,

перегруппирует силы и продолжит двигаться дальше. Слабая (например, OK-Mart), возможно, никогда не возродится. Ее могут ликвидировать или она обанкротится, и инвестированный капитал будет безвозвратно потерян.

Источники дохода

Владея акциями, вы получаете доход из двух источников: за счет роста цен и выплаты дивидендов. В долгосрочной перспективе стоимость акций может увеличиваться в результате прироста прибыли и/или повышения коэффициента Р/Е. Когда акция недооценена и ее стоимость повышается до справедливого уровня, увеличение коэффициента Р/Е — это всего лишь маржа безопасности, которая выступает в качестве «источника дохода».

Компаниям, которые выплачивают дивиденды и наращивают прибыль, требуется более низкая маржа безопасности, поскольку рост прибыли и дивиденды — важные источники дохода. Но это не означает, что вам не стоит пытаться покупать акции с большой маржей безопасности только потому, что компания платит большие дивиденды и наращивает прибыль быстрыми темпами. Найти целый портфель таких компаний, скорее всего, будет сложно. Если в компании отсутствует рост прибыли или не выплачиваются дивиденды, она должна торговаться с большой маржей безопасности, чтобы компенсировать эти недостатки, поскольку маржа служит важным источником дохода.

Вычисления

Представим, что вы хотите, чтобы годовая доходность вашего инвестиционного портфеля была равна 15% (т. е. упомянутой выше альтернативной стоимости без поправок на риск). Вы прекрасно понимаете, что, хотя сами по себе вы и умный человек (в этом я ничуть не сомневаюсь, особенно учитывая то, что вы уже прочитали половину этой книги!), не каждая ваша идея сработает. Некоторые купленные вами акции принесут доход, в то время как другие окажутся невыгодными и принесут либо доход ниже ожидаемого, либо нулевой доход, либо (в худшем случае) убытки. Исходя из этого предположения вы решаете, что будете включать в портфель только те акции (со средними характеристиками), доходность которых за первый год составляет не менее 30%. Вы рассуждаете следующим образом: «Если я буду стремиться к тому, чтобы каждая акция приносила 30%-ный доход, низкая доходность самых плохих акций будет компенсирована высокой доходностью самых хороших акций, и таким образом доходность портфеля в целом будет равна желаемым 15% в год».

Однако после того, как маржа безопасности исчерпана (стоимость акции достигает справедливого уровня), чтобы остаться в вашем портфеле, среднестатистическая акция должна приносить по крайней мере 30% дохода в год за счет прибыли и дивидендов (при условии, что у вас нет возможности более выгодно вложить капитал, т. е. получить более высокий доход с учетом рисков).

Если вы хотите, чтобы отдельная *среднестатистическая* акция в вашем портфеле приносила (первоначальный) годовой доход, равный 30%, то источником этого дохода должны быть дивиденды и прирост стоимости акций за счет роста прибыли и маржи безопасности (увеличение P/E).

Если возвратиться к математическим вычислениям, то ожидаемый доход от акций со средним качеством можно выразить следующей формулой*:

$$\begin{aligned} \text{Дивидендная доходность} + \text{Рост прибыли} + \text{Маржа безопасности} = \\ = \text{Требуемая первоначальная доходность.} \end{aligned}$$

Следовательно, требуемую маржу безопасности (без поправки на риск) для акций со средним качеством можно найти по формуле**:

$$\begin{aligned} \text{Маржа безопасности без поправки на риск} = \\ = \text{Требуемая первоначальная доходность} - \text{Дивидендная доходность} - \\ - \text{Рост прибыли.} \end{aligned}$$

Чем выше дивидендная доходность и/или ожидаемый рост прибыли, тем меньше маржа безопасности, необходимая для средних по качеству акций, поскольку на рост прибыли и дивиденды будет приходиться значительная часть дохода, который получит инвестор.

Мы также знаем, что не все компании имеют одинаковое качество: компаниям с высоким качеством требуется низкая маржа безопасности, а с низким — высокая.

С помощью коэффициентов делового и финансового рисков, которые используются в модели абсолютного P/E , полученное ранее значение маржи безопасности необходимо скорректировать с учетом рисков, характерных для определенной компании. Следовательно:

$$\begin{aligned} \text{Требуемая маржа безопасности} = \\ = \text{Маржа безопасности без поправки на риск} \times \\ \times \text{Коэффициент делового риска} \times \text{Коэффициент финансового риска.} \end{aligned}$$

Или:

$$\begin{aligned} \text{Требуемая маржа безопасности} = \\ = (\text{Требуемая первоначальная доходность} - \text{Дивидендная доходность} - \\ - \text{Рост прибыли}) \times \text{Коэффициент делового риска} \times \\ \times \text{Коэффициент финансового риска.} \end{aligned}$$

* Математически точная формула:

$$\begin{aligned} (1 + \text{Дивидендная доходность}) \times (1 + \text{Рост прибыли}) \times \\ \times (1 + \text{Маржа безопасности}) - 1 = \text{Требуемая первоначальная доходность.} \end{aligned}$$

** Математически точная формула:

$$\begin{aligned} \text{Маржа безопасности без правки на риск} = \\ = \frac{1 + \text{Требуемая первоначальная доходность}}{(1 + \text{Дивидендная доходность}) \times (1 + \text{Рост прибыли})} - 1. \end{aligned}$$

К примеру, Well-Mart, Average-Mart и ОК-Mart имеют одинаковую ожидаемую дивидендную доходность и рост прибыли, равные 1,5 и 10% соответственно. Следовательно, с учетом требуемой первоначальной доходности, равной 30%, и уникальных для каждой компании коэффициентов делового и финансового рисков получаем требуемую маржу безопасности без поправки на риск:

$$\begin{aligned} \text{Маржа безопасности без поправки на риск} &= \\ &= 30\% - 10\% - 1,5\% = 18,5\%. \end{aligned}$$

Маржа безопасности с учетом риска вычисляется для этих компаний так, как показано в таблице 7.7.

Таблица 7.7. Корректировка маржи безопасности с учетом риска

	Well-Mart	Average-Mart	ОК-Mart
Маржа безопасности без поправки на риск	18,5%	18,5%	18,5%
	×	×	×
Коэффициент делового риска	0,90	1,00	1,25
	×	×	×
Коэффициент финансового риска	0,95	1,00	1,25
	=	=	=
Маржа безопасности с поправкой на риск	15,8%	18,5%	28,9%

Поскольку у Well-Mart более низкие финансовые и деловые риски по сравнению с Average-Mart и ОК-Mart, этой компании требуется более низкая маржа безопасности. ОК-Mart имеет такие же перспективы роста, как и две другие компании, но гораздо более высокие показатели риска, поэтому маржа безопасности для ОК-Mart на 10,4% выше маржи для Average-Mart (28,9% вычесть 18,5%) и на 13,1% выше маржи для Well-Mart (28,9% вычесть 15,8%).

Достаточно ли маржи безопасности в 28,9%, чтобы купить акции ОК-Mart? В конце 1990-х гг. подобная маржа не спасла инвесторов компании с похожим названием (Kmart). Это еще один пример субъективной составляющей инвестирования: для некоторых низкокачественных акций не будет достаточно никакой маржи. Не забывайте о здравом смысле и никогда не ходите за покупками (на фондовый рынок) без него.

СОЮЗ АБСОЛЮТНОГО КОЭФФИЦИЕНТА Р/Е И МАРЖИ БЕЗОПАСНОСТИ

Карточное выражение «Знай, когда карты нужно придержать и когда открыть» применимо и к акциям. Вам нужно знать, при какой рыночной оценке (коэффициенте Р/Е) следует покупать акции и при какой — продавать.

В результате союза маржи безопасности и абсолютного Р/Е на свет появилось двое детей: любимый ребенок (Р/Е покупки) и нелюбимый (Р/Е продажи — мы любим покупать и не любим продавать).

Р/Е покупки — это справедливый Р/Е, скорректированный на маржу безопасности.

$$\text{Р/Е покупки} = \frac{\text{Справедливый Р/Е}}{(1 + \text{Маржа безопасности})}.$$

Теоретически вы должны покупать акции, когда их оценка равна Р/Е покупки, и продавать, когда оценка находится на справедливом уровне. Но проблема такого подхода заключается в том, что в нем не учитывается стоимость, которую получает инвестор за счет роста. Скажем, вы купили акции по Р/Е покупки и намеревались держать их долгое время (несколько лет), а затем, когда Р/Е станет справедливым, продать. Однако в тот день, когда вы приобрели свои акции, фондовый рынок сошел с ума, и к концу дня их рыночная оценка достигла справедливого уровня. Должны ли вы продавать свои акции? Вспомните: общий доход от них состоит из основного дохода (роста прибыли и дивидендов) и увеличения коэффициента Р/Е (маржи безопасности). Если вы продадите акции в конце дня, то зафиксируете прибыль от увеличения коэффициента Р/Е, а основной доход останется нереализованным.

Инвесторы всегда заглядывают вперед. В январе они оценивают компанию на основе ее прибыли в следующем декабре, но где-то в августе или сентябре начинают поглядывать на декабрь следующего года. Во второй половине ноября инвесторы обычно закрывают год (в уме) и уже прикидывают прибыль следующего года.

Поскольку наша модель покупки акций учитывает как маржу безопасности, так и основной доход от акций, в модель продажи также нужно включить эти показатели. Я предлагаю ввести в Р/Е продажи прогнозирующий (на один год вперед) компонент, и вот как это делается:

$$\begin{aligned} \text{Р/Е продажи} &= \text{Справедливый Р/Е} \times \\ &\times (1 + \text{Ожидаемая дивидендная доходность} + \text{Рост прибыли}). \end{aligned}$$

Используем найденные нами формулы Р/Е покупки и продажи применительно к компаниям Well-Mart, Average-Mart и OK-Mart (табл. 7.8).

ИСПОЛЬЗУЕМ ВСЬ ИНСТРУМЕНТАРИЙ

Теперь, когда у нас есть различные инструменты, давайте попытаемся использовать их одновременно.

Сначала я рекомендую провести анализ относительной оценки, так как он покажет, всегда ли компания торговалась с премией или дисконтом по сравнению с конкурентами. Как и в случае с анализом крупных

Таблица 7.8. Определение Р/Е покупки и Р/Е продажи

	Well-Mart	Average-Mart	OK-Mart
Ожидаемый рост прибыли	10%	10%	10%
Ожидаемая дивидендная доходность	1,50%	1,50%	1,50%
Основная доходность	11,50%	11,50%	11,50%
Требуемая маржа безопасности с поправкой на риск	15,80%	18,50%	28,90%
Справедливый Р/Е	18,50 ÷	16,00 ÷	9,00 ÷
Требуемая маржа безопасности с поправкой на риск	(1 + 0,158) =	(1 + 0,185) =	(1 + 0,289) =
Р/Е покупки	16	13,5	7
Справедливый Р/Е	18,50	16,00	9,00
Основная доходность	× (1 + 0,115)	× (1 + 0,115)	× (1 + 0,115)
Р/Е продажи	= 20,6	= 17,8	= 10

банков, инструменты относительной оценки дадут вам несколько зацепок, но вряд ли — полноценные ответы, по крайней мере вначале. Но они подтолкнут вас к правильному вопросу — почему? Почему компания (или отрасль) торгуется с премией или дисконтом к отрасли в целом (или к рынку)? Это может быть связано с разницей в темпах роста, качеством руководства, структурой капитала, прибылью на капитал и многими другими факторами.

Затем я провожу анализ дисконтированных денежных потоков, поскольку он позволяет определить диапазон возможной стоимости акций и эмоции инвесторов, соответствующие каждому значению. Итак, после анализа различных сценариев (хороших, плохих и катастрофических) мы нашли, что справедливая стоимость акций, к примеру, колеблется от \$50 до \$70. Далее, если компания торгуется около нижней границы этого диапазона, сузить его вам помогут относительный и абсолютный Р/Е.

Если вы помните, к каким выводам мы пришли в результате анализа относительной оценки банков, и решите использовать полученные результаты применительно к абсолютным моделям, то вы повысите коэффициенты делового риска, финансового риска и прогнозируемости прибыли так, чтобы они отражали более высокий риск этих учреждений (высокий уровень задолженности, более сложная отчетность) и более низкий уровень прогнозируемости прибыли (цикличность бизнеса,

необходимость крупных поглощений для дальнейшего роста) по сравнению со среднестатистической компанией. Я бы увеличил каждый коэффициент (особенно коэффициенты финансового риска и прогнозируемости прибыли) до значения больше единицы. На сколько? До 1,05 (больше на 5%), или 1,15 (больше на 15%), или любое другое число — на ваш выбор.

Мне гораздо легче определить коэффициенты риска и прогнозируемости прибыли, если я сравниваю ту или иную компанию с другими компаниями, которые я уже отслеживаю или акции которых есть в моем портфеле, особенно если они из одной отрасли. К примеру, если бы мне пришлось определять риск и прогнозируемость прибыли Bank of America, я бы сравнил этот банк с U. S. Bancorp, акции которого у меня уже есть. Не вдаваясь в подробности, скажу: ввиду того что значительная часть капитала Bank of America задействована в торговле ценными бумагами — операциях, которые в любой момент могут стать убыточными и за один день уничтожить прибыль, накопленную годами, я считаю, что Bank of America характеризуется более высоким риском, чем банк U. S. Bancorp, не подверженный подобному риску. Следовательно, если коэффициенты делового и финансового рисков U. S. Bancorp равны 1,05 (дисконт в 5% по сравнению с компанией со средними показателями), то для Bank of America они будут больше 1,05.

Используя все методики одновременно, вы сможете оценить компанию под разными углами зрения и выяснить, сколько же действительно она стоит. Чтобы преуспеть на рынке с боковым трендом, недостаточно лишь покупать акции по правильной цене и с правильной маржей безопасности, но это основа успеха и его важная составляющая.

Я уверен, что любой читатель (особенно профессионал) сможет найти в предложенных мною моделях множество недостатков, но они создавались по принципам здравого смысла и не претендуют на научную точность. Большинство из нас делает подобные вычисления в уме. Я лишь придал им математическую форму и объединил в систему.

УМЕНЬШЕНИЕ КОЭФФИЦИЕНТА Р/Е И ЧТО С ЭТИМ ДЕЛАТЬ

Беглый взгляд на боковой рынок 1966–1982 гг.

Что делать с уменьшением коэффициентов Р/Е, которое характерно для рынков с боковым трендом? На этот вопрос ответить сложнее всего. Я провел много времени, экспериментируя с сервисом Backtester™, уникальной в своем роде услугой, предлагаемой Standard & Poor's на основе базы данных Compustat. Подобно машине времени, Backtester незаметно перенес меня на боковой рынок 1966–1982 гг., и я смог узнать, что происходит с различными компаниями при общем снижении коэффициентов Р/Е. Результаты меня поразили. Я и раньше догадывался, что инвестирование в акции с низкими коэффициентами Р/Е на боковом рынке более

эффективно, чем покупка акций роста с высокими Р/Е. Это стало ясно из исследования Дэвида Дремана «Стратегии противоположного инвестирования: Следующее поколение», которое охватывает период с 1970 по 1996 г. Но я и не подозревал, насколько инвестирование в стоимость превосходит по результатам инвестирование в акции роста, пока не начал использовать Backtester.

Вначале я разделил рынок на квинтили (пять групп) в зависимости от коэффициентов Р/Е: компании с самым высоким Р/Е попали в первый квинтиль, с самым низким — в пятый, а остальные оказались в одной из трех промежуточных групп. Затем с помощью Backtester я выбрал в каждом квинтиле по 80 компаний, Р/Е которых были ближе всего к среднему показателю каждого квинтиля (40 больше и 40 меньше среднего). В общей сложности у меня получилось 400 компаний. На первый взгляд не так много, но в 1966 г. в базе данных Compustat отслеживались всего 726 публично торгуемых компаний. Это была хорошая выборка, учитывая, что в 2007 г. индекс S&P 500, в который включены 500 компаний, считается хорошей выборкой фондового рынка, где сегодня в США торгуется примерно 10 000 компаний.

Затем я решил посмотреть, что произошло бы со средним Р/Е в каждом квинтиле, если бы я купил акции соответствующих компаний в начале (январь 1966 г.) и продал в конце (декабрь 1982 г.) бокового рынка. В первом квинтиле с самыми высокими коэффициентами оценка акций упала на 50,3% (табл. 7.9). Коэффициент Р/Е среднестатистической акции снизился с 29,3 в 1966 г. до 14,6 в 1982 г. Этот портфель принес инвестору общий годовой доход в размере 8,6%. В пятом квинтиле с самыми низкими Р/Е оценка акций, к моему удивлению, выросла на 34,8%. Да, вы прочитали правильно. Коэффициент Р/Е среднестатистической акции из моего пятого квинтиля увеличился на боковом рынке с 11,8 до 15,8. Такой портфель принес инвестору достаточно высокий, почти как на бычьем рынке, годовой доход в размере 14,16%, хоть это и противоречит здравому смыслу — кажется, что оценка должна упасть или в лучшем случае остаться неизменной. Боковой рынок 1966–1982 гг. начался после сильного бычьего тренда 1950–1966 гг. Как это обычно и бывает на бычьих рынках, все почести достались акциям роста (что объясняет очень высокие коэффициенты Р/Е в первом квинтиле), а недооцененные акции были не так популярны: их коэффициенты Р/Е составляли примерно одну треть от Р/Е акций роста.

Я подумал, что, может быть, такие результаты — всего лишь отголосок закончившегося бычьего тренда, и поэтому проанализировал точно так же еще семь периодов начиная с января 1968, 1970, 1972, 1974, 1976, 1978 и 1980 гг. (табл. 7.10) и заканчивая в декабре 1982 г. Я использовал ту же методику, т. е. делил рынок на пять квинтилей, «покупал» пять корзин акций и «держал» их до тех пор, пока боковой рынок не закончился в 1982 г., и затем изучил полученные результаты. Самый долгий период, который я рассматривал, длился 16 лет (с 1966 по 1982 г.), а самый короткий — два года (с 1980 по 1982 г.).

Таблица 7.9. Высокий коэффициент Р/Е и низкий коэффициент Р/Е, 1966–1982 гг. — низкий Р/Е выигрывает!

Квинтиль	Высокий Р/Е 1	2	Средний Р/Е 3	4	Низкий Р/Е 5	Акции роста ÷ Недооцененные акции Квинтиль 1 ÷ Квинтиль 5
1966 г.	29,3	19,3	16,0	13,6	11,3	2,5
1982 г.	14,6	14,4	15,1	14,4	15,3	0,9
Разница между 1966 и 1982 гг.	–50%	–25%	–6%	6%	34%	
Общая годовая доходность	8,6%	9,4%	9,4%	9,4%	14,2%	

Источник: Standard & Poor's Compustat

Результаты были одни и те же на протяжении всех восьми периодов.

- Динамика акций с высокой оценкой была наихудшей в переводе на коэффициенты Р/Е, которые значительно падали.
- Акции с самыми низкими Р/Е в конечном итоге оценивались рынком выше, чем акции с самыми высокими Р/Е, во многих случаях с соотношением 2:1.
- Доходность акций с низкими Р/Е все время была выше доходности акций с высокими Р/Е. Рыночная оценка акций из пятого квинтиля падала меньше во время общего снижения коэффициентов Р/Е, а во время повышения коэффициентов она больше увеличивалась (надеюсь, вы помните, что во время долгосрочного бокового рынка 1966–1982 гг. наблюдались цикличные медвежьи, бычьи и боковые тренды).
- Что касается акций с высокими Р/Е, то, хотя у соответствующих компаний были большие перспективы роста (по крайней мере это подразумевали высокие Р/Е), прирост прибыли не компенсировал инвесторам серьезное падение коэффициентов Р/Е во время бокового рынка.

Как показывает история, на рынках с боковым трендом коэффициенты Р/Е чаще всего снижаются. Если то, что мы выяснили насчет бокового рынка 1966–1982 гг., повторяется и на других боковых рынках, то боковой тренд категорически противопоставлен акциям с высоким Р/Е, или так называемым акциям роста. Соотношение между средними Р/Е дорогих акций (из первого квинтиля) и дешевых (из пятого) снизилось с 3:1 на начало бокового рынка в 1966 г. до 1,4:1 на его конец в 1982 г.

Если акции с высокими и низкими Р/Е отличаются только тем, какой рост прибыли ожидается в соответствующих компаниях, это значит,

Таблица 7.10. Высокий коэффициент Р/Е и низкий коэффициент Р/Е — низкий Р/Е выигрывает! Снова, и снова, и снова

Квинтиль	Высокий Р/Е 1	2	Средний Р/Е 3	4	Низкий Р/Е 5	Акции роста ÷ Недооцененные акции Квинтиль 1 ÷ Квинтиль 5
1968 г.	28,2	18,0	13,4	11,5	9,3	3,0
1982 г.	18,3	12,3	12,8	10,7	13,0	1,4
Разница между 1982 и 1968 гг.	–35%	–31%	–4%	–8%	40%	
Общая годовая доходность	7,9%	9,4%	10,5%	9,4%	10,8%	

Квинтиль	Высокий Р/Е 1	2	Средний Р/Е 3	4	Низкий Р/Е 5	Акции роста ÷ Недооцененные акции Квинтиль 1 ÷ Квинтиль 5
1970 г.	39,7	22,0	16,9	12,4	9,8	4,1
1982 г.	19,4	16,6	12,7	10,1	9,0	2,2
Разница между 1970 и 1982 гг.	–51%	–25%	–25%	–18%	–8%	
Общая годовая доходность	8,2%	10,3%	10,1%	10,6%	12,0%	

Квинтиль	Высокий Р/Е 1	2	Средний Р/Е 3	4	Низкий Р/Е 5	Акции роста ÷ Недооцененные акции Квинтиль 1 ÷ Квинтиль 5
1972 г.	41,1	21,9	16,8	12,4	12,4	3,3
1982 г.	19,4	16,1	12,7	10,0	10,0	1,9
Разница между 1972 и 1982 гг.	–53%	–27%	–25%	–19%	–19%	
Общая годовая доходность	9,5%	10,3%	10,6%	10,9%	12,2%	

Продолжение табл. 7.10

Квинтиль	Высокий Р/Е 1	2	Средний Р/Е 3	4	Низкий Р/Е 5	Акции роста ÷ Недооцененные акции Квинтиль 1 ÷ Квинтиль 5
1974 г.	19,5	11,4	8,7	6,5	5,4	3,6
1982 г.	14,6	13,2	10,7	13,0	12,4	1,2
Разница между 1974 и 1982 гг.	-25%	16%	23%	100%	131%	
Общая годовая доходность	8,0%	16,9%	15,0%	18,7%	24,6%	

Квинтиль	Высокий Р/Е 1	2	Средний Р/Е 3	4	Низкий Р/Е 5	Акции роста ÷ Недооцененные акции Квинтиль 1 ÷ Квинтиль 5
1976 г.	18,3	11,4	8,1	7,4	5,3	3,4
1982 г.	15,7	15,2	12,2	12,8	14,0	1,1
Разница между 1976 и 1982 гг.	-14%	33%	51%	72%	163%	
Общая годовая доходность	15,5%	19,8%	19,8%	20,9%	30,2%	

Квинтиль	Высокий Р/Е 1	2	Средний Р/Е 3	4	Низкий Р/Е 5	Акции роста ÷ Недооцененные акции Квинтиль 1 ÷ Квинтиль 5
1978 г.	12,4	9,4	7,6	6,4	5,3	2,3
1982 г.	16,6	12,5	11,2	12,6	12,2	1,4
Разница между 1978 и 1982 гг.	33%	33%	47%	95%	131%	
Общая годовая доходность	17,7%	18,3%	17,4%	20,3%	24,2%	

Окончание табл. 7.10

Квинтиль	Высокий Р/Е 1	2	Средний Р/Е 3	4	Низкий Р/Е 5	Акции роста ÷ Недооцененные акции Квинтиль 1 ÷ Квинтиль 5
1980 г.	13,2	8,2	6,2	5,4	5,3	2,5
1982 г.	18,5	14,4	11,5	9,7	13,6	1,4
Разница между 1980 и 1982 гг.	41%	75%	87%	81%	155%	
Общая годовая доходность	15,5%	17,7%	21,3%	23,8%	29,3%	

Источник: Standard & Poor's Compustat

что в начале бокового рынка инвесторы готовы платить за рост премию в 200%, в то время как в конце — лишь 40%.

Предупреждение: когда вы изучаете данные за предыдущие 40 лет, как в этой книге, перед вами встает проблема погрешности на долговечность компаний. Не забывайте, что в 1966 г. торговля на фондовом рынке была не просто забавой для среднего американца, и стоимость компьютера не шла ни в какое сравнение с ценой швейной машинки. Основные сведения (например, размер прибыли, цена, объем продаж) о компаниях собирались в основном вручную. И к тому времени, когда та или иная компания попадала в базу данных, она уже была успешной (читай: крупной). Кроме того, следует помнить еще об одной погрешности, связанной с отсутствием отрицательных Р/Е. Создавая квинтили, я исключил компании с отрицательной и нулевой прибылью, поскольку анализ отрицательных Р/Е — бессмысленное занятие.

Наличие этих погрешностей привело к тому, что показатели по всем квинтилям оказались завышены, поскольку при моделировании не учитывались самые слабые компании, и, следовательно, проанализированные с помощью Backtester компании имели характеристики выше средних. Как вы, вероятно, уже заметили, доходность акций в каждом квинтиле превысила в 1966–1982 гг. доходность S&P 500, равную 6,3%. Несмотря на все ограничения, результаты этого исследования все равно имеют большое значение, поскольку указанные погрешности одинаково повлияли на результаты, полученные для всех квинтилей, — от первого до пятого.

Поправки

Вам необходимо скорректировать модель абсолютного Р/Е (среднестатистический сценарий), показанную в таблице 7.4, с учетом дефляции коэффициентов Р/Е, которая характерна для рынка с боковым трендом. Можно использовать один из следующих способов.

Вы можете постепенно уменьшать коэффициент Р/Е для компаний с нулевым ростом в модели абсолютного Р/Е. В таблице 7.4 он равен 8 (для компании со среднестатистическими характеристиками). В каждый последующий год вы можете уменьшать это значение на показатель дефляции коэффициентов Р/Е.

$$\begin{aligned} \text{Р/Е для года } x &= \text{Р/Е при нулевом росте} \times \\ &\times (1 - \text{Показатель дефляции Р/Е})^{\text{год } x}. \end{aligned}$$

Из таблицы 3.1 (в главе 3) видно, что в предыдущие боковые рынки коэффициенты Р/Е снижались максимум на 7,4% в год и минимум на 2,2% в год. Поэтому если вы возьмете приблизительно среднее значение, скажем 4%, то «нулевой» коэффициент Р/Е для бокового рынка продолжительностью пять лет будет вычисляться по следующей формуле:

$$\text{Р/Е в пятый год} = 8 \times (1 - 0,04)^5 = 6,5.$$

Вслед за «нулевым» Р/Е будут уменьшаться и другие коэффициенты Р/Е (для компаний, наращивающих прибыль). Возьмем, к примеру, компанию со средним деловым и финансовым риском, которая не платит дивидендов, и предположим, что ее прибыль будет расти на 10% в год. Чтобы получить справедливый коэффициент Р/Е для этой компании, вы должны прибавить к «нулевому» Р/Е в пятый год бокового рынка 6,5 пункта ($0,65 \times 10$), и тогда справедливый Р/Е будет равен 13 (на 1,5 пункта меньше, чем базовый коэффициент, равный 14,5).

Мне не очень нравится этот подход, поскольку он одинаков для всех акций и не учитывает важную особенность — коэффициенты Р/Е акций с высокими темпами роста падают быстрее, чем Р/Е акций с низкими темпами роста.

Следующий подход кажется мне более логичным, поскольку он предусматривает разные темпы снижения коэффициентов Р/Е для компаний с неодинаковым приростом прибыли. Постепенно уменьшайте количество пунктов, на которые вы готовы увеличивать коэффициент Р/Е с учетом роста компании. В таблице 7.4 1% роста от 0 до 16% соответствует 0,65 пункта коэффициента Р/Е. Таким образом, компания с ожидаемым ежегодным ростом прибыли в 10% будет торговаться на 6,5 пункта ($10 \times 0,65$) выше, чем компания с нулевым ростом (Р/Е будет равен 14,5, если «нулевой» Р/Е равен 8, компания имеет средние показатели качества и не выплачивает дивиденды).

Я предлагаю постепенно уменьшать на выбранный вами показатель дефляции количество пунктов, прибавляемых к Р/Е за счет роста:

$$\begin{aligned} &\text{Количество пунктов на 1\% роста в году } x = \\ &= \text{Обычное количество пунктов на 1\% роста} \times \\ &\times (1 - \text{Показатель дефляции Р/Е})^{\text{год } x}. \end{aligned}$$

Если вы возьмете показатель дефляции Р/Е равным 4%, то через пять лет после начала бокового рынка количество пунктов, на которые увеличивается коэффициент Р/Е за счет 1% роста, будет равен:

$$\begin{aligned}\text{Количество пунктов на 1\% роста в пятый год} &= \\ &= 0,65 \times (1 - 0,04)^5 = 0,53.\end{aligned}$$

Следовательно, коэффициент Р/Е компании, прибыль которой, как ожидается, будет расти на 10% в год, будет равен 13,3 («нулевой» Р/Е, равный 8, плюс 5,3 пункта за счет роста в 10%). При использовании такого подхода коэффициент Р/Е компаний с нулевым ростом прибыли никак не затрагивается, в отличие от Р/Е компаний, планирующих наращивать прибыль более быстрыми темпами. Это согласуется с выводами, к которым мы пришли, изучив боковой рынок 1966–1982 гг.: рыночная оценка компаний с более высоким ожидаемым ростом прибыли снизится сильнее, чем оценка компаний с более медленным ростом.

Наконец, самый легкий способ бороться с уменьшением коэффициентов Р/Е — увеличить первоначальную доходность, требуемую для акций. В предыдущем примере я использовал ставку, равную 30%. Учитывая, что на боковом рынке в категорию убыточных попадет больше акций, чем на бычьем, увеличение требуемой доходности является обоснованным.

Каждая из описанных выше поправок сделает поиск новых акций на рынке с боковым трендом более трудным, но так и должно быть! Вы должны собрать портфель из акций с характеристиками гораздо выше средних. Запомните: на предыдущих боковых рынках среднестатистические акции приносили инвесторам мизерный доход (нулевой прирост стоимости плюс дивиденды).

В заключение хочу еще раз подчеркнуть: вы должны тщательно взвешивать, сколько вам следует платить за рост компании. На боковом рынке инвесторы со временем начинают не обращать внимания на перспективы роста и готовы платить за них все меньше и меньше. Если в вашем портфеле есть акции с высоким Р/Е, вы должны убедиться на 100%, что их рост (увеличение прибыли компании и дивиденды) с лихвой компенсирует уменьшение коэффициента Р/Е, которое произойдет в ближайшее время.

Давайте все соединим

ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ ПОЯСНЕНИЯ

В предыдущих главах мы рассматривали каждый компонент триады «Качество — Оценка — Рост» по отдельности. В этой главе мы сделаем следующий очень важный шаг: соединим все три компонента и изучим, как они взаимодействуют друг с другом. Кроме того, мы дадим ответ на следующий вопрос: можно ли поступиться какими-либо компонентами триады, чтобы включить в портфель те или иные акции? И если да, то какими? (Уже два вопроса.)

ОДНОГО ИЗ ТРЕХ МАЛО

Вы обнаружили «отличную» компанию или акции, которые набрали много очков только по одному критерию. Можно ли их покупать?

Качество — да, оценка и рост — нет

В компанию, набравшую много очков по шкале «Качество» (все факторы, перечисленные в главе 5, или большую их часть), но у которой нет прироста прибыли и/или дивидендной доходности и акции которой переоценены, средства лучше не инвестировать.

Н. J. Heinz, к примеру, была очень сильной компанией с точки зрения качества в конце 1990-х гг. Хотя она использовала заемный капитал, у нее были стабильные, не подверженные циклическим изменениям денежные потоки, которые в значительной мере покрывали проценты по займам. Прибыль на инвестированный капитал превышала 20%. Heinz занимала почти весь мировой рынок томатных соусов, и ее бренд являлся синонимом слова «кетчуп». Бесспорно, это была «качественная» компания. Вместе с тем на двух других фронтах — рост и оценка — она проигрывала. В 1998 г. акции Н. J. Heinz торговались с коэффициентом Р/Е, равным 23 — не такая уж и запредельная цифра, по крайней мере по сравнению с другими дорогими бумагами. Но, учитывая, что перспективы роста Н. J. Heinz оценивались значительно ниже 10% (компания так и не оправдала прогнозов, возможно, из-за неверной тактики руковод-

ства), поскольку она уже занимала весь рынок томатных соусов, ее акции при всем желании нельзя было назвать дешевыми.

Большинство из тех, кто инвестировал в H.J. Heinz в конце 1990-х гг., либо потеряли свои деньги, либо едва вернули вложенный капитал. Даже если бы начиная с 1998 г. прибыль Heinz ежегодно росла на 3% (в действительности этого не происходило — она оставалась на одном уровне) и дивидендная доходность акций составляла бы 3%, то при коэффициенте Р/Е, равном 20, акции Heinz в 2006 г. стоили столько же, сколько и в 1998 г. Восемь лет спустя, в 2006 г., рынок оценивал бы акции компании не выше, чем в 1998 г. Таким образом, дивидендные выплаты стали бы единственным источником дохода, который получили бы акционеры H.J. Heinz, державшие ее акции почти восемь лет.

Высокое качество помогает компании удержаться на плаву, но если она переоценена, то в ее акции ни в коем случае нельзя вкладывать деньги. Вдобавок низкий прирост прибыли никак не решит проблему завышенной оценки. В эту категорию часто попадают так называемые культовые акции, о которых мы поговорим в этой главе.

Оценка — да, качество и рост — нет

Компанию с привлекательной рыночной оценкой, но с низким качеством и туманными перспективами роста ждет иная судьба. Для нее время — это бомба замедленного действия. Инвесторам, которые надеются на рост акций, может повезти, а может и нет. Вероятность того, что в слабой с точки зрения качества компании наступит кризис и она канет в небытие, возрастает пропорционально истекшему времени. Поскольку такие акции набирают мало очков по шкале «Рост», то на прирост капитала и дивидендов также не приходится рассчитывать. Таким образом, как и в случае с падающим ножом (или, если хотите, топором), эту компанию можно «поймать» за рукоятку... или за лезвие.

К примеру, акции General Motors (GM) более 20 лет торговались с коэффициентами Р/Е от 6 до 10, за исключением нескольких моментов, когда прибыль компании падала и оценка либо повышалась, либо становилась отрицательной. На первый взгляд кажется, что акции этого автомобильного гиганта дешевые. К несчастью, сегодня компания GM, которая когда-то являлась образчиком американской изобретательности и успеха, постоянно приходится решать конфликты с профсоюзами и изо всех сил бороться за рынок с более эффективными японскими производителями. В 2006 г. рейтинговое агентство S&P, специализирующееся на оценке облигаций, снизило рейтинг GM до спекулятивного уровня. Десятилетиями акции GM не считались ни качественными, ни акциями роста. На сегодняшний день они стоят столько же, сколько в 1960-х гг., и прибыль концерна ничуть не выше уровня 1970-х гг. (рис. 8.1). Если в ближайшее время руководство GM не добьется существенных сдвигов, к которым компания стремится уже не одно десятилетие, то через какое-то время она может прекратить свое существование в нынешней юридической форме.

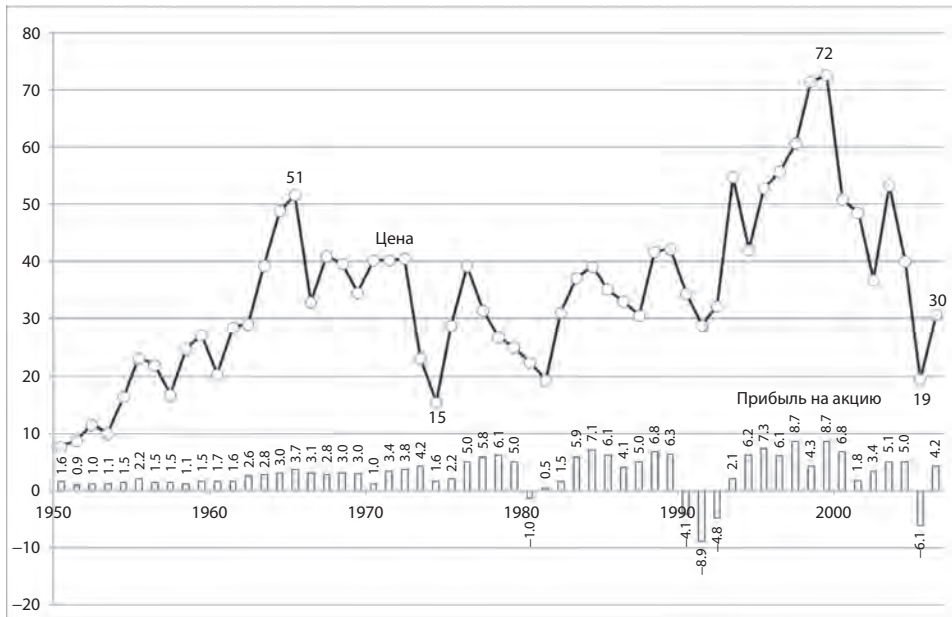


Рис. 8.1. General Motors: всегда дешевые

Источник: Standard & Poor's Compustat

Рост — да, качество и оценка — нет

Теперь давайте возьмем слабую с точки зрения качества компанию с переоцененными акциями и быстро растущей прибылью (и/или высокими дивидендами). Может показаться, что время на ее стороне, поскольку рост прибыли и дивидендов сократит разницу между справедливой и рыночной стоимостью акций. Но, как и в предыдущем случае, есть вероятность, что низкое качество возьмет верх до того, как компания сумеет справиться с завышенной оценкой. Может быть, она и «перерастет» свои проблемы, но эта дорога полна сюрпризов и, как в предыдущем случае, сопровождается большими рисками.

В конце 1990-х гг. в эту категорию попали многие интернет-компании. Они стремительно наращивали выручку, высоко оценивались рынком и обладали серьезным конкурентным преимуществом. Все мы знаем, что стало с этими компаниями; многие из них обанкротились, и лишь некоторые существуют до сих пор.

ДВА ИЗ ТРЕХ УЖЕ ЛУЧШЕ, НО ДОСТАТОЧНО ЛИ?

Компания, набравшая высокие баллы по крайней мере по двум критериям, имеет гораздо более привлекательное соотношение риска и доходности,

чем компания, удовлетворяющая только одному критерию. Существуют три возможные комбинации, когда по двум параметрам компания получает высокую оценку, а по третьему — низкую:

- 1) качество и рост соответствуют требуемому уровню, оценка акций — нет;
- 2) качество и оценка соответствуют требуемому уровню, рост — нет;
- 3) оценка и рост соответствуют требуемому уровню, качество — нет.

Качество и рост — да, оценка — нет

Многие инвесторы не разграничивают такие понятия, как хорошая компания и хорошие акции, что является серьезной ошибкой восприятия и, наверное, одним из самых распространенных заблуждений в инвестировании. Определить успешную компанию легко. Она полностью соответствует критериям качества и роста: имеет сильные бренды, впечатляющие балансовые показатели, высокую маржу (хотя в розничном секторе это наблюдается не всегда) и значительную прибыль на капитал. Доходы и прибыль у такой компании постоянно растут, и предполагается, что так будет и дальше. Но у хорошей компании не всегда бывают привлекательные с инвестиционной точки зрения акции.

Мы только что установили важную взаимосвязь между оценкой (необходимая маржа безопасности), качеством (факторы риска, характерные для данной компании) и ростом (прозрачность прибыли, ее предполагаемый рост и дивиденды). Если акции компании проигрывают по шкале «Оценка» (торгуются без маржи безопасности), то ей приходится компенсировать этот недостаток очень высокими показателями качества и роста. Повышение прибыли и размер выплачиваемого дивиденда должны быть достаточно значительными, чтобы возместить инвестору возможное снижение коэффициента Р/Е (характерное для стагнирующих рынков) и отсутствие маржи безопасности, т. е. завышенную оценку компании.

Важно понимать, что высокие показатели качества и роста не всегда уравнивают слишком высокую рыночную оценку. Они являются признаком успешной компании, но завышенная оценка (низкие баллы по шкале «Оценка») может сделать ее акции неприемлемым объектом инвестирования! Существует множество компаний, которые соответствуют самым строгим критериям качества и роста при любых рыночных условиях. Однако количество компаний, которые проходят проверку по шкале «Оценка», часто зависит от рыночной оценки на момент проведения анализа.

Существует определенный тип акций, которые попадают в категорию так называемых культовых. Основная черта любой религии заключается в том, что ее последователи безоговорочно верят в религиозные догмы, не требуя доказательств. На фондовом рынке, где в игру вступают человеческие эмоции, компании требуется какое-то время, чтобы создать вокруг себя «священный» ореол. Однако объектом поклонения миллионов покорных инвесторов становятся лишь единицы — успешные и авторитетные компании с долгой историей. И когда это происходит,

их акции превращаются в культовые: ни один инвестор не представляет свой портфель без них. В результате рыночная оценка такой компании взлетает до нелепо высокого уровня.

Для превращения акций в культовые нужно, чтобы большое число инвесторов оставались ими довольны в течение долгого времени, достаточного для психологического сдвига. Компании может помочь наличие сильных брендов, которые ассоциируются с широко используемыми в повседневной жизни товарами или услугами, но это необязательно. Непременным условием является появление на рынке историй о родственниках и друзьях, купивших несколько сотен акций той или иной компании и ставших миллионерами. Мало-помалу прошлые успехи компании превращаются в абсолютную, незыблемую истину. Вера инвесторов крепнет, и прошлое рисует перед ними ясную картину будущего, указывая путь к спасению.

Постепенно инвесторы превращаются из осторожных акционеров в шумную группу поддержки. Руководство компании восхваляется за мудрость. В отношении акций правильным решением признается только одно — покупать! В конце 1990-х гг. это случилось с акциями 50 самых популярных компаний второй половины XX в., а также с бумагами некоторых технологических компаний. Подобная эйфория возникает не за одну ночь. Ей нужно много времени, и, чтобы акции превратились в настоящий культ, итогом которого станет раздутая по сравнению с EPS цена, необходимо «обратить в веру» множество пессимистов.

Мне не хотелось бы выделять какую-то одну компанию, но в конце 1990-х гг. классическим примером культовых акций были бумаги Coca-Cola. История знает мало компаний, которые так же долго показывали высокие результаты и создали такой же сильный международный бренд. Не восхищаться ею было сложно. Однако к концу 1990-х гг. это восхищение стало граничить с безрассудством.

В 1990-х гг. прибыль Coca-Cola ежегодно росла примерно на 14–16% — впечатляющая цифра для компании со 100-летней историей. У нее были маленькая задолженность, большой денежный поток и первоклассное руководство. Восхищение инвесторов привело к небывало высокой цене за акцию: коэффициент P/E составлял 47,5 и в 2,7 раза превышал рыночный. Даже после дисконтирования будущих денежных потоков на ставку казначейских векселей (безрисковая ставка, которую разумный инвестор не должен использовать, поскольку в отличие от денежных потоков правительства США денежные потоки Coca-Cola подвержены риску: у компании нет разрешения печатать деньги, поднимать налоги, и она не располагает арсеналом ядерного оружия) рыночная оценка Coca-Cola была необоснованной. Аналитики стали закладывать в цену акций скрытые активы, такие как мировой бренд Coca-Cola. Ни один инвестиционный менеджер еще не был уволен за покупку бумаг этой компании. Возможно, бизнес Coca-Cola и не был подвержен большому риску, но к 1999 г. в ее рыночную оценку были заложены ожидания, которые эта зрелая компания никогда не смогла бы оправдать.

«Будущее не такое, как было раньше», — как всегда прав Йоги Берра. Продолжительному успеху сопутствует одна проблема, которая встает перед любой компанией, — закон больших чисел. Старость и артрит в конце концов настигают культовые акции. Ни одна компания не может расти быстрыми темпами вечно. Прирост прибыли и объема продаж рано или поздно замедляется. Огромная доля на внутреннем и международном рынках в сочетании со зрелостью рынка безалкогольных напитков стали мешать Coca-Cola наращивать прибыль. Преданные инвесторы лишились прославленного двузначного роста прибыли: с 1995 по 2005 г. объем продаж и EPS компании увеличивались на жалкие 2,5 и 5,6% соответственно.

После утраты статуса культовых акции Coca-Cola упали в цене с \$89 в 1998 г. до \$42 в 2006 г. И в отсутствие прироста капитала они все равно не были дешевыми. В 2006 г. их цена в 18 раз превышала EPS, несмотря на то что аналитики прогнозировали рост объема продаж на 4–6% и прибыли на акцию — около 10%.

Снижение курса культовых акций до приемлемого уровня требует времени, потому что вера — сильное чувство. Необходимо, чтобы ее разрушило огромное разочарование инвесторов низкой доходностью. Отрицательные эмоции день за днем сокращают жизнь культа.

Популярные акции — ненадежный способ вложения денег. Безрассудная вера и ложное чувство безопасности могут дорого обойтись инвестору из-за скрытого риска падения цены. Риск является скрытым, потому что он никак не проявлял себя в прошлом. Культовые акции по определению имеют безупречную репутацию. Вместе с тем этот риск уникален, поскольку вопрос не в том, проявится он или нет, а в том, когда это произойдет. Сложно предугадать, насколько цена акций вырастет перед тем, как начнет снижаться, но рано или поздно она будет опускаться. И когда это случится, инвестиционный портфель понесет колоссальные убытки. Культовые акции, как правило, занимают в нем весомую часть, потому что инвесторы никогда их не продают. В результате инвестор, пытающийся действовать осторожно, подвергает себя еще большему риску.

Зачастую компании-эмитенты популярных акций блестяще проходят проверку на качество благодаря сильному конкурентному преимуществу. Какова же самая серьезная опасность культовых акций? Вера, в основе которой лежат достигнутые когда-то результаты. Инвесторы искренне полагают, что и в будущем успешную компанию ждет рост, хотя зачастую это не так. Следующая опасность заключается в том, что без повышения прибыли и денежных потоков инвестору не на что опереться в случае уменьшения коэффициента P/E. Поведение акций в период снижения рыночной оценки зависит от множества факторов, но в числе первых по важности — ситуация на фондовом рынке и темпы прироста корпоративной прибыли.

Возьмем, к примеру, Wal-Mart. Акции этой компании были в числе культовых и в конце 1999 г. торговались с коэффициентом P/E, равным 54. Но компания не подвела своих инвесторов, по крайней мере в части, ка-

сающейся роста прибыли. С 1999 по 2005 г. она выросла более чем в два раза. И когда после 1999 г. коэффициент Р/Е акций Wal-Mart начал падать, большая часть этого падения была связана с постоянным приростом прибыли, в результате которого к 2006 г. коэффициент снизился до 16. По сути, акции Wal-Mart в то время были недооценены, и об этом я писал в одной из своих статей.

Wal-Mart и Coca-Cola — показательные примеры культовых акций: хотя эти компании не относятся к технологическому сектору, в конце 1990-х гг. они стоили неоправданно дорого. Но Wal-Mart и Coca-Cola не одиноки. General Electric, Gillette и многие другие компании в тот или иной момент своей жизни также становились объектом поклонения.

В прошлом среди культовых были акции Polaroid (банкрот), Xerox (прибыль не увеличивалась 20 лет), Eastman Kodak (в стадии серьезной реструктуризации), AT&T (поглощена когда-то отделившейся от нее компанией). Самым опасным типом культовых акций являются акции компаний, конкурентное преимущество которых разрушено временем и рынком. Акции Kodak, Polaroid и Xerox когда-то были популярными, однако новые технологии свели на нет конкурентное преимущество этих компаний. Их качество снизилось (хотя и в разной степени), и рост остановился в результате сокращения прибыли и денежных потоков. К несчастью, это случилось в тот момент, когда рынок оценивал их высоко.

На боковых рынках стоимость всех без исключения культовых акций падает, и в итоге они превращаются в малоодоходный (если не сказать больше) класс инвестиций.

Вам необходимо сохранять хладнокровие по отношению к культовым акциям, поскольку спокойствие и ложное чувство предсказуемости, которые они дают инвестору, обходятся дорого, оборачиваясь низкой инвестиционной доходностью на протяжении длительного времени. Надеюсь, вам теперь понятно, что на боковом рынке культовые акции нельзя покупать не только из-за общего снижения коэффициентов Р/Е, но и потому, что они теряют свою высокую рыночную оценку.

Качество и оценка — да, рост — нет

Такое случается довольно часто: вы находите отличную компанию с прекрасным брендом, сильными конкурентными преимуществами, стабильными балансовыми показателями, неплохой прибылью на капитал и т. п. У этой компании привлекательная рыночная оценка, по крайней мере на первый взгляд. Она доминирует на своем рынке, но ее доля растет медленно, и компания заняла весь рынок, который можно было занять. Другими словами, она медленно развивается.

Что вам делать? Вообще избегать подобных предприятий? Может быть, нет, но вам необходимо сделать следующее:

- 1) потребовать более высокую маржу безопасности;
- 2) найти катализатор — событие, которое сведет на нет маржу безопасности в течение определенного времени.

На сколько должна увеличиться маржа безопасности?

Предположим, вы считаете, что найденная вами компания способна наращивать прибыль на 3% в год и поддерживать дивидендную доходность на уровне 3%. Проанализировав абсолютную и относительную оценку компании, вы определили, что ее акции торгуются с дисконтом в 20% к внутренней стоимости (маржа безопасности). Дальнейший анализ показал, что деловой и финансовый риски компании находятся на среднем уровне.

Вычисляем требуемую маржу безопасности:

$$\text{Требуемая доходность} = 30\% - 3\% - 3\% = 24\%.$$

Несмотря на то что компания набрала мало очков по шкале «Рост», у нее средние показатели качества, т.е. она соответствует вашим требованиям к этому параметру (хотя и не превосходит их). Вы определили, что акции компании торгуются с маржей безопасности в 24%, и это примерно соответствует требуемому уровню, по крайней мере на первый взгляд. Однако инвестиции в такую «качественную», но медленно развивающуюся компанию сопровождаются определенным риском. Дело в том, что хотя компания торгуется со значительным дисконтом, покупка ее акций может стать невыгодной для вас, поскольку время не на вашей стороне.

Если на то, чтобы рынок осознал реальную стоимость компании и курс акций вырос до справедливого уровня (исчезла маржа безопасности), уйдет четыре года, то стоимость акций вырастет приблизительно на 36% (24% — за счет увеличения коэффициента Р/Е и 12% — за счет роста прибыли, т.е. по 3% в год в течение четырех лет). Кроме того, вы ежегодно будете получать по 3% от цены за акцию в виде дивидендов, и накопленная дивидендная доходность составит примерно 12%. Таким образом, сложив прирост стоимости в 36% и дивиденды в 12%, получим, что накопленный доход от акций будет равен примерно 48% (без учета сложных процентов), или 12% в год. Хотя 12% — достаточно высокая цифра (многие отдадут за такую доходность что угодно), она ниже годовой доходности в 15%, необходимой для того, чтобы вы включили ту или иную акцию в свой портфель (мы обсуждали это в главе, посвященной оценке).

На рост прибыли и дивиденды пришлось бы только 6% годового дохода. Увеличение коэффициента Р/Е (24%) растянулось бы на четыре года и составило 6% в год, т.е. время играло бы против вас, поскольку маржа безопасности уменьшалась бы небольшими порциями. Если бы рынок осознал реальную стоимость компании позже чем через четыре года, то годовая доходность акций была бы еще меньше, так как рост коэффициента Р/Е растянулся бы на еще больший срок.

Давайте начнем с более высокой маржи безопасности. Поскольку, на ваш взгляд, прибыль компании и дивиденды будут расти не больше чем на 6% в год, требуемая маржа должна компенсировать эти низкие показатели.

$$\begin{aligned} & \text{Требуемая маржа безопасности} = \\ & = (\text{Требуемая годовая доходность} - \text{Предполагаемый рост EPS} - \\ & \quad - \text{Дивидендная доходность}) \times \\ & \quad \times \text{Количество лет, необходимое для увеличения P/E} = \\ & = (15\% - 3\% - 3\%) \times 4 = 36\%. \end{aligned}$$

Маржа безопасности, равная 36% (в отличие от 24%), компенсирует низкий прирост стоимости за счет прибыли и дивидендов, и годовая доходность акций достигнет требуемых 15%. Если в ближайшем будущем компания, скорее всего, будет развиваться медленно, то ее можно включать в инвестиционный портфель, только при условии, что ее акции торгуются достаточно дешево, чтобы компенсировать инвестору долгое ожидание.

Найдите катализатор

Катализатор — это событие, которое вернет интерес инвесторов к недооцененным акциям, и в результате их стоимость вырастет. В роли катализатора может выступать множество разных событий, таких как:

- реструктуризация компании, когда посредством продажи убыточных или непрофильных активов увеличивается акционерная стоимость компании. По мнению многих, именно это произошло с General Electric (кроме всего прочего), когда в 1980-х гг. ее президентом стал Джек Уэлч;
- смена менеджмента, поскольку новое руководство может изменить деятельность компании к лучшему. Ее может приобрести другая компания или нынешнее руководство с привлечением заемных средств.

Когда речь заходит о катализаторе, вы должны задать себе два вопроса:

- 1) насколько вы уверены в том, что событие-катализатор произойдет;
- 2) сможет ли оно привлечь достаточно внимания со стороны инвесторов, чтобы оценка акций поднялась до справедливого уровня?

Оценка и рост — да, качество — нет

Это самая опасная комбинация из всех. Компания быстро наращивает прибыль и/или выплачивает дивиденды, ее акции торгуются по привлекательному курсу (по крайней мере по сравнению с темпами роста), но сама она недостаточно сильная с точки зрения качества. У нее может быть незначительное конкурентное преимущество, или она использует слишком много заемных средств, или ее прибыль на инвестированный капитал может быть ниже стоимости капитала, или доходы компании носят нерегулярный характер.

Подобную ситуацию трудно рассматривать в общем, поскольку проблемы с качеством различаются от компании к компании. Высокие темпы роста прибыли и увеличенная маржа безопасности могут служить спасением в такой ситуации, а могут и нет. К примеру, если приростная доходность инвестированного капитала ниже приростной стоимости

привлечения капитала, то высокие темпы роста только навредят компании, поскольку новые инвестиции снизят ее акционерную стоимость.

Исключение составляют случаи, когда прибыль на капитал является низкой из-за недостаточно больших масштабов деятельности компании. В такой ситуации дальнейший рост (когда на те же активы приходится больше доходов) будет решением проблемы, и в итоге доходность инвестированного капитала может увеличиться.

Компания с высокой долей заемного капитала не может позволить себе даже малейшей ошибки, так как ее последствия могут быть колоссальными. И даже огромная маржа безопасности не спасет инвестора, если произойдет катастрофа. Он должен сосредоточить свое внимание на том, насколько серьезными (глубокими) и разнородными являются проблемы с качеством. Подобные недостатки должны компенсироваться какими-либо преимуществами компании. Допустим, волатильный и непредсказуемый характер доходов должен уравниваться низкими постоянными затратами на основную деятельность и/или минимальной задолженностью, по которой начисляются проценты.

Возьмем, к примеру, Claire's Stores, сеть розничных магазинов по продаже недорогой бижутерии и модных аксессуаров для девочек-подростков. В любой момент компания может пострадать из-за причуд своих потребителей. Розовые сережки и фиолетовые браслеты в мгновение ока могут стать модными или выйти из моды, а объем продаж Claire's — резко упасть. Как известно, вкусы подростков не отличаются постоянством. Однако руководство Claire's понимает, какие риски сопутствуют деятельности компании, и по этой причине старается избегать задолженности, по которой начисляются проценты (за исключением случаев, когда заемный капитал нужен для поглощения, и тогда задача Claire's номер один — вернуть долги, что она и делала довольно быстро), и поддерживать высокий уровень ликвидности. Claire's не является собственником своих магазинов, поскольку большинство из них расположено в торговых пассажах и взято в долгосрочную аренду (еще один вид долгосрочных обязательств, т. е. дополнительный риск). Однако в отличие от традиционной задолженности под процент, компания сможет избавиться от значительной части этих расходов, расторгнув договоры аренды и выплатив штрафы или передав помещения в субаренду другому нанимателю.

В случае с Claire's качественный недостаток компании более чем компенсируется отсутствием у нее долга, на который начисляются проценты, и большим количеством ликвидности на балансе. Кто-то, возможно, скажет, что \$400 млн в виде денежных средств (почти 40% от общих активов) — это пустая трата акционерного капитала, поскольку наличные деньги приносят акционерам мизерный доход. Но я отвечаю, что высокий уровень наличности (необязательно \$400 млн) нужен компании, чтобы смягчить непредсказуемость рынка, на котором она работает. Как уже говорилось в предыдущей главе, производители курятины тоже используют свой баланс, чтобы смягчить риски, связанные с нестабильностью цен на куриное мясо. Те компании, которые выбрали более безопасный

(но менее прибыльный) путь поставки курятины в рестораны, где цена на продукцию формируется по принципу «себестоимость плюс», могут позволить себе более высокий уровень задолженности, в отличие от производителей, которые рискуют и продают куриное мясо розничным магазинам по более волатильным текущим рыночным ценам.

Если у компании нет конкурентного преимущества, ей вряд ли что-то поможет. Может быть, сильные балансовые показатели и продлят ее жизнь, но они не спасут ее от печальной участи. Даже если компания имеет высокую прибыль на капитал, это, скорее всего, временное явление, поскольку у нее нет «оборонительного рва», который бы защитил эту прибыль от посягательств со стороны конкурентов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В большинстве случаев вы не должны жертвовать более чем одним компонентом триады «Качество — Оценка — Рост», так как это может привести к существенному росту рисков и/или снижению (мягко выражаясь) доходности.

Каждая составляющая — «Качество», «Оценка» и «Рост» — важный фактор, создающий стоимость. Оценка и рост — это (по выражению Уоррена Баффетта) два сапога пара, которые отвечают за доходность вложений, в то время как качество гарантирует, что компания сможет в будущем собрать плоды своих трудов. В следующих главах мы обсудим, как использовать триаду КОР при покупке и продаже акций.

Стратегия

Введение в стратегию: алгоритм инвестирования и его последовательное выполнение

Правило № 1: Никогда не упускайте деньги.

Правило № 2: Никогда не забывайте правило № 1.

Уоррен Баффетт

От предостережения Уоррена Баффетта не упускать деньги, кажется, столько же пользы, сколько от совета Уилла Роджерса: «Не рискуйте: возьмите все свои сбережения, купите какие-нибудь стоящие акции и держите их, пока цена не вырастет, а затем продайте. Если цена не будет расти, не покупайте их». Однако мы знаем, что на бычьих рынках попутный ветер растущих коэффициентов Р/Е существенно увеличивает доходность многих акций в инвестиционном портфеле, помогая компенсировать убытки от других ценных бумаг. На рынках с боковым трендом складывается обратная ситуация: встречный ветер, вызванный уменьшением коэффициентов Р/Е на рынке в целом, существенно снижает доходность портфеля, оставляя инвестору значительно меньше места для возможных ошибок. Если продолжить аналогию с ветром, то на боковом рынке вы плывете в очень сильный шторм.

Во время бычьего тренда рыночная оценка акций, как правило, значительно превышает их справедливую стоимость, поскольку волатильность имеет четкую направленность вверх. Океан оптимизма, который характерен для бычьего рынка, с легкостью накрывает лужицу пессимизма, и поэтому рыночная оценка акций (в среднем) достигает уровня существенно выше среднего.

На боковых рынках акции оцениваются не так высоко, поскольку редкие всплески оптимизма наталкиваются на пессимизм, который доминирует во время бокового тренда. В долгосрочной перспективе оптимизм и пессимизм более или менее уравнивают друг друга, и это приводит к тому, что волатильность на боковом рынке равномерно распределена в обоих направлениях (рис. 2.5–2.7 в главе 2).

Во время бокового тренда акции с отрицательной или низкой доходностью существенно влияют на доходность всего инвестиционного портфеля, так как боковое движение рынка стимулируется всеобщим долгосрочным снижением коэффициентов Р/Е в сочетании с более редким появлением на рынке уникальных акций. Последнее в основном объясняется безразличием инвесторов и недостатком у них оптимизма. Тщательный отбор акций и четкий алгоритм инвестирования (строгие алгоритмы покупки и продажи) гораздо важнее на боковых рынках, чем на бычьих, поскольку, чтобы добиться желаемой доходности, все акции в инвестиционном портфеле должны быть достаточно высокого качества.

Если вы решите использовать на практике идеи, изложенные в этой книге, то вам потребуется сместить акценты с широкого рынка на отдельные акции. В общих чертах ваша цель — правильно сделать три вещи:

- 1) собрать портфель из подходящих компаний;
- 2) купить их акции по подходящей цене;
- 3) продать их акции по подходящей цене.

...И повторять шаги с первого по третий снова и снова. Об этом будет рассказано в следующих главах: что нужно делать на каждом из этапов.

Покупка — легкая корректировка алгоритма

Всякий раз, как вы делаете ставку с лучшим исходом, когда шансы в вашу пользу, вы что-то выигрываете на ней независимо от того, теряете вы ее или нет в конкретной сдаче. И наоборот, если вы делаете ставку с худшим исходом, когда шансы не в вашу пользу, вы что-то теряете независимо от того, выиграли вы или проиграли в конкретной сдаче.

Дэвид Склански. «Теория покера»

АЛГОРИТМ ИНВЕСТИРОВАНИЯ И ЕГО ПОСЛЕДОВАТЕЛЬНОЕ ВЫПОЛНЕНИЕ

За всю свою жизнь активный инвестор примет сотни, а часто и тысячи инвестиционных решений. Не все из них будут удачными. Из-за одних мы потеряем, а благодаря другим заработаем деньги. Человеку, однако, свойственно концентрироваться на результатах того или иного решения, а не на процессе его принятия.

На поведенческом уровне это вполне логично. Результат может принимать для нас одно из двух значений: быть хорошим или плохим, и поэтому его легко отследить. Процесс же более сложен и часто от нас скрыт.

Великих инвесторов объединяет одно из двух (иногда и то и другое по чуть-чуть): алгоритм и случайность (удача). К сожалению, мы не можем практически ничему научиться у случайности, поскольку она не обладает прогнозирующей способностью. Но что мы должны изучать, так это алгоритм. Чтобы быть успешным инвестором, необходим алгоритм принятия успешных инвестиционных решений и способность (или сила воли) его придерживаться.

Несколько лет назад я был в командировке. У меня появилось свободное время, и я отправился в казино сыграть в «двадцать одно». Понимая, что шансов выиграть у меня немного, я решил, что остановлюсь, когда проиграю \$40.

Я подсчитал, что пара часов развлечений плюс бесплатные напитки за счет казино именно столько и стоили. Я никогда не был азартным игроком (потому что никогда много не выигрывал). Однако за несколько дней до поездки я купил на распродаже в местном книжном магазине книгу об игре в «двадцать одно». Я все еще помнил все прочитанные мною советы о том, что нужно и чего нельзя делать в процессе игры, и вычислил, что если буду играть правильно, то смогу сократить процент выигрыша казино с 2–3% до 0,5%.

Я хотел играть как можно дольше со своими \$40 и поэтому нашел стол с минимальными требованиями к ставке. Я подумал, что чем меньше ставка, по которой я буду играть в каждой раздаче, тем больше времени пройдет до того момента, когда казино выигрывает все мои деньги.

Я сел за стол, за которым уже вовсю играл один шумный, полупьяный посетитель, который несколько раз сказал мне, что сегодня у него получка (в руке он держал пачку стодолларовых банкнот) и что он выигрывает. Я играл по книге. Но это не помогало. Удача была не на моей стороне, и мои \$40 таяли с каждой раздачей.

Тем временем подвыпивший посетитель совершал все классические ошибки. Он просил дополнительную карту, когда у него было ровно 18 очков, а крупье открывал шестерку. Следующей картой, которую он получал, была тройка, т. е. у него становилось 21 очко. Затем крупье вытягивал десятку и потом двойку (помимо шестерки, которую он уже открыл) и в итоге набирал 18 очков. Подвыпивший посетитель почти не обращал внимания на карты. Ему нравилось говорить: «Добавьте мне!»

Каждое «правильное» решение, которое я принимал, оборачивалось для меня проигрышем, в то время как каждое «неправильное» решение подвыпившего игрока приносило ему победу. Его стопка фишек росла, а моя уменьшалась. Шумное поведение моего соседа и выигрыши один за другим собрали у стола нескольких зрителей. Некоторые говорили что-то вроде «Парень хорошо играет», и никто не обращал внимания на меня — я вел себя тихо и проигрывал.

У подвыпившего игрока не было никакого алгоритма игры. Он просто делал ставки с низкой статистической вероятностью сыграть и выигрывать — по крайней мере какое-то время. Я вооружился статистикой, взвешивал каждую ставку, стараясь максимально увеличить свои шансы на выигрыш (или скорее максимально уменьшить свой проигрыш — шансы на выигрыш были все равно не в мою пользу), но проигрывал.

Через пару часов, выпив еще бесплатного пива, мой сосед по столу стал увеличивать свои ставки с каждой успешной раздачей. Закон больших чисел на нем сработал. Он проиграл все, что выиграл, и зарплату. Две недели тяжелого труда, как ни печально, но вполне предсказуемо, оказались в кассе казино.

В определенный момент я проиграл на пару долларов больше, чем планировал. Но затем удача повернулась ко мне лицом, и я отыграл большую часть своих денег. В итоге я проиграл всего лишь \$10. Это была хорошая сделка. Я выпил пару стаканов пива, проиграл несколь-

ко часов за карточным столом и получил ценный урок по азартным играм/инвестированию.

Какой урок? Уделяйте процессу больше времени, чем конечному результату. Если бы не случайность, то каждое решение, которое мы принимаем, было бы правильным или неправильным только на основе полученного результата. Если бы так и было, то алгоритм принятия решений можно было бы оценивать только по конечному результату.

Однако в инвестировании всегда есть место случайности (так же, как в азартных играх). Хотя мы склонны оценивать свои собственные решения и решения других людей по результату, это опасно. Случайности заставляют делать ошибочные выводы.

Важно также помнить о двух значениях слова *последовательность* (по крайней мере в инвестировании).

Послёдовательность, ж. Отвлеч. сущ. по знач. прил.: последовательный. **Послёдовательный**, прил.

1. Непрерывно следующий один за другим.
2. (Перен.) Неотступно следующий чему-л., неуклонно проводящий в жизнь что-л. (о человеке)*.

В первом значении слово *последовательность* можно использовать наравне со словом *алгоритм* («определенная последовательность операций»**). Второе значение применимо к целенаправленному соблюдению алгоритма. Чтобы не запутать вас такими фразами, как «последовательно выполнять последовательность операций», слова *последовательный*, *последовательно* и *последовательность* я буду использовать во втором значении, а говоря о последовательности операций и действий, я буду использовать слово *алгоритм*.

В предыдущих главах мы говорили об анализе акций. В следующих основное внимание уделяется воплощению стратегии стоимостного инвестирования на практике, т. е. процессу покупки и продажи ценных бумаг. По моему мнению, чем проще ваш алгоритм инвестирования, тем больше вероятность того, что вам хватит последовательности, чтобы его придерживаться. У моего подвыпившего соседа по столу не было алгоритма игры, если только не считать таковым выкрик «Добавьте!». Ему нечего было придерживаться, разве что принципа заказывать бесплатное пиво дважды в час. Даже если бы в тот день удача повернулась к нему лицом, он не имел бы ни одного шанса выиграть (в данном контексте — проиграть как можно меньше) в долгосрочной перспективе. Иначе говоря, если бы мой сосед играл на протяжении десятков часов, разве что случайность решила бы сыграть с ним злую шутку. Причина — у него не было алгоритма, который он мог бы последовательно соблюдать.

* Новый словарь русского языка: Толково-словообразовательный: В 2 т. / Т. Ф. Ефремова. — М.: Рус. яз., 2000.

** См. там же.

ДУМАЙТЕ КАК ДОЛГОСРОЧНЫЙ ИНВЕСТОР, ДЕЙСТВУЙТЕ КАК КРАТКОСРОЧНЫЙ

Долгосрочное инвестирование — не столько выбор инвестиционного горизонта. Любой, кто инвестирует в акции, должен быть готов вложить капитал лет на пять или дольше. Долгосрочное инвестирование — это отношение, подход к анализу. Под этим я имею в виду, что инвестор должен сконцентрироваться на том, чтобы вложить капитал в ту или иную компанию (бизнес) по правильной цене, а не пытаться спекулировать акциями. Такую философию инвестирования — то, с каких позиций вы анализируете компанию, — не нужно менять при боковом тренде. Однако алгоритмы покупки и продажи ценных бумаг, т.е. воплощение инвестиционной философии на практике, необходимо слегка подкорректировать.

Пассивная стратегия «Покупать и держать» — всего лишь кодовое название стратегии «покупать и забывать продать». Покупка акций чаще всего подчиняется довольно строгому алгоритму, в то время как слово «держать» — это только маска, под которой скрывается отсутствие четкого алгоритма продажи активов, если только вы не придерживаетесь принципа «Я буду держать их, пока смерть не разлучит нас». Стратегия «покупать и забывать продать» прекрасно работает на продолжительных бычьих рынках. Коэффициенты P/E увеличиваются со значений существенно ниже средних до значений существенно выше средних, как это происходило большую часть XX в. Посредственные акции растут. Хорошие акции взмывают вверх, не достигая, однако, предельно высокого уровня, но близко к нему. Пассивное инвестирование — покупка акций без дальнейшей продажи — оправдывает себя.

Однако, как мы видели в первой части книги, на боковом рынке акции ведут себя абсолютно не так, как на бычьем рынке.

Эта книга не зря называется «Активное стоимостное инвестирование», а не просто «Стоимостное инвестирование» (и не потому, что книги со вторым, более коротким названием уже существуют). На боковом рынке вы должны использовать активную инвестиционную стратегию «покупать и продавать»: покупать акции, когда они недооценены, и продавать, когда рынок оценивает их почти справедливо (но не ждать, когда акции будут переоценены).

ПОЗНАКОМЬТЕСЬ СО СВОИМ НОВЫМ ЛУЧШИМ ДРУГОМ — ВОЛАТИЛЬНОСТЬЮ

Сейчас, оглядываясь назад, какой вариант из двух представленных на рисунке 9.1 вы бы выбрали?

Вариант 1 — возможность продавать во время краткосрочного повышения курсов (на циклических бычьих рынках с их ростом доходности) и покупать, когда курсы временно падают (на циклических медвежьих рынках).

Вариант 2 — абсолютно прямая линия доходности, которая не дает возможности заработать (кроме как за счет дивидендов, которые в сегодняшних рыночных условиях, по окончании бычьего тренда в 2000 г., будут небольшими).

Несмотря на то что у боковых рынков нет направления, они такие же волатильные, как и бычьи рынки (мы говорили об этом в главе 2). Основное отличие заключается в том, что на бычьих рынках волатильность имеет ярко выраженную направленность вверх (и вы в конечном счете получаете достаточно высокий доход), в то время как на боковых она равномерно распределена в обоих направлениях. Инвестирование по-прежнему захватывает дух (что ведет к психологическому риску!), но доходность — нет.

Вам необходимо подружиться с волатильностью: ее нужно уважать и использовать себе во благо. Я не призываю вас отслеживать фондовый рынок и переключаться на инструменты денежного рынка на пике курсов, а после максимального падения цен вкладывать в акции все, что у вас есть (закладывать дом, отдавать в залог свою любимую кошку и т.д.). Хотя на графиках максимумы и минимумы отображаются очень хорошо, в реальности они не так очевидны.

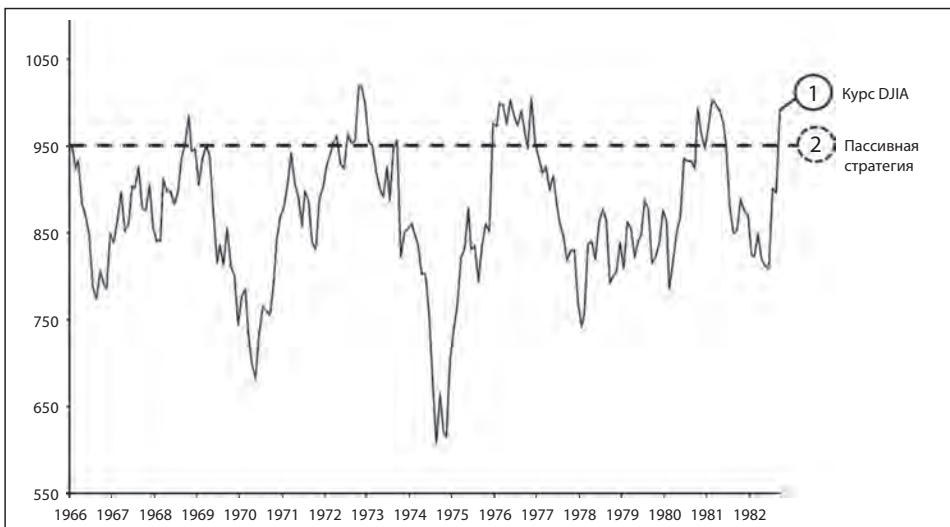


Рис. 9.1. Индекс Dow Jones Industrial Average, боковой рынок 1966–1982 гг.

Инвестор, использующий тактику слежения за рынком (market timing), принимает решения, основываясь на прогнозах относительно направления краткосрочного движения курсов, процентных ставок или экономической ситуации в целом. Создать успешный алгоритм слежения за рынком сложно, если вообще возможно. Помимо того, что от вас требуется не ошибиться дважды (когда вы покупаете и когда продаете), фондовым рынком

правят человеческие эмоции, особенно на максимумах и минимумах. Эти эмоции подпитываются и усиливаются событиями, которые часто носят непредсказуемый (случайный) характер и которые невозможно с точностью спрогнозировать. Точки перегиба, которые создают на рынке максимумы и минимумы, распределяются во времени произвольно.

На самом деле хуже всего, если вы хотя бы раз угадаете направление рынка. Вы решите, что сумели все рассчитать, хотя в действительности это будет не так. Случайность всего лишь сыграет с вами злую шутку, и если вы попадетесь на нее, то потеряете (или не заработаете) деньги.

СЛЕДИТЕ ЗА АКЦИЯМИ, А НЕ РЫНКОМ

Есть более хороший способ. Вместо того чтобы пытаться отслеживать рынок в целом, дружите с волатильностью, выбирая оптимальный момент для покупки и продажи отдельных акций. Для этого вам потребуется строгий алгоритм. Если вам не нравится фраза *«выбирать момент сделки»*, говорите *«выбирать цену»* — вам нужно выбрать оптимальную цену для покупки или продажи отдельных акций. Вы покупаете их, когда они недооценены, и продаете, когда оценка рынка почти справедлива.

Чтобы отслеживать акции, сначала разбейте фондовый анализ на три ступени в соответствии с компонентами триады «Качество», «Оценка» и «Рост» и затем сочетайте их друг с другом. Дабы не попасть в заманчивый капкан парадигмы «хорошая компания / плохие акции» или, что еще хуже, в психологическую ловушку культовых акций, проведите анализ компании (ее качества и роста) и ее акций (рыночной оценки) в два отдельных этапа и затем задайте себе два вопроса:

- 1) можно ли считать компанию XYZ хорошей;
- 2) можно ли считать акции (инвестицию) XYZ хорошими?

Затем, если ответы на оба вопроса оказались утвердительными (хорошая компания и хорошие акции), акции стоит покупать. Если на первый вопрос ответ отрицательный, то переходите к следующим акциям, благо вам есть из чего выбирать! Однако в случаях, когда компания вам подходит, а ее акции нет, включите их в свой список для наблюдения (или список, озаглавленный «Акции, которые я с удовольствием приобрету по привлекательной цене»). Благодаря этому вы избежите эмоциональных решений и не впадете в крайность, вложив в ту или иную компанию слишком много или полностью отказавшись от инвестиций.

Для каждой компании, которая покажется вам подходящим объектом капиталовложений (с высокими показателями качества и роста), определите оптимальную цену и уровень рыночной оценки, при которых ее акции станут в ваших глазах привлекательными. Сначала установите ее справедливую стоимость, используя инструменты относительной и абсолютной оценки, о которых мы говорили в главе 7. Затем уменьшите эту справедливую стоимость на требуемую маржу безопасности, и вы найдете покупной

коэффициент Р/Е. И наконец (самое сложное), сядьте и терпеливо ждите, когда рыночная оценка и/или цена акций упадет до заданного уровня.

В зависимости от того, сколько времени прошло с тех пор, как акции попали в ваш список, вам, возможно, потребуется еще раз проанализировать основные показатели компании (составляющие «Качество» и «Рост»), чтобы увидеть возможные изменения (ухудшение), которые произошли со времени первоначального анализа.

Лично я рекомендую отслеживать не цену акций, а их рыночную оценку, например коэффициент Р/Е (или коэффициенты «цена / денежный поток», «цена / балансовая стоимость» и т.д.), потому что у такого подхода есть одно преимущество. С течением времени, вместе с ростом корпоративной прибыли, некогда заданная инвестором цена утрачивает свой первоначальный смысл, поскольку, когда она рассчитывалась, способность компании приносить прибыль была ниже (или выше). Таким образом, даже при увеличении цены, если способность компании извлекать прибыль растет быстрее, ее акции все равно остаются выгодным способом вложить деньги.

К плюсам вышеописанного подхода относится то, что драгоценное время, потраченное на анализ, не проходит даром, даже если сразу вы не купите никаких акций. Часто возможность приобрести бумаги подходящей компании на выгодных условиях и по приемлемой цене появляется позже. Составляя список, вы освобождаетесь от эмоциональной привязанности к хорошим компаниям, и одновременно к вам приходит понимание того, что инвестировать — это не значит покупать акции успешных компаний по неважно какой цене. Суть инвестирования скорее в том, чтобы зарабатывать деньги, идя при этом на умеренный риск.

НАЛИЧНЫЕ — ВАШЕ СПАСЕНИЕ

Ваша цель номер один — не потерять свои деньги, и поэтому вы должны избегать малоодоходных вложений (например, не покупать акции, которые не набрали нужных очков по всем трем критериям триады «Качество — Оценка — Рост»). Блез Паскаль говорил: «Все беды человеческие берут свое начало в нашей неспособности спокойно сидеть в комнате в одиночестве». Вам нужно научиться сидеть сложа руки и ничего не делать до тех пор, пока не появится подходящая инвестиционная возможность. Сидеть и ничего не делать трудно, особенно когда акции то падают, то растут, выходят различные новости, сообщается об изменении прибыли компаний и т.д.

В 1998 г. на ежегодном собрании акционеров компании Berkshire Hathaway Уоррен Баффетт сказал: «Нам платят не за то, что мы что-то делаем, а за то, что мы принимаем правильные решения. Как долго нам придется ждать — никто не знает». Во время «ничегонеделания» Баффетт играет в бридж, а его «правая рука» Чарли Мангер занимается своим интеллектуальным развитием, читая книги на разнообразные темы¹.

В разгар бычьего тренда наличность — ваш злейший враг, потому что эта лодка не поднимается на волнах растущего рынка. Как мы видели

в главе 4, на бычьих рынках цена упущенных возможностей при инвестировании в облигации или денежные средства (краткосрочные облигации или фонды денежного рынка) высока. Но на боковых рынках ситуация иная: инструменты с фиксированным доходом являются приемлемым способом вложить капитал при отсутствии подходящих акций.

Если вы отслеживаете рынок, то ваш остаток денежных средств указывает на то, как, на ваш взгляд, будет вести себя рынок. А если вы следите за акциями, то ваш остаток денежных средств — это побочный продукт инвестиционных возможностей, которые вы видите на рынке. Если вы не нашли подходящую компанию (которая удовлетворяет вашим критериям качества и роста), чтобы купить ее акции по приемлемой цене (рыночная оценка соответствует качеству и росту), денежные средства или краткосрочные облигации послужат хорошей альтернативой до тех пор, пока не появится новая возможность для инвестиций. Еще раз повторю: вам не нужно следить за рынком, но не покупайте акции только для того, чтобы полностью вложить свои средства.

У меня нет ни малейшего желания делать прогнозы относительно краткосрочных и долгосрочных процентных ставок или доходности фондов денежного рынка (современных аналогов наличности — безрисковых, высоколиквидных и приносящих проценты). Неважно, какая доходность у денежного рынка — до тех пор, пока она неотрицательная (хотя такое вряд ли случится), инструменты денежного рынка предпочтительнее мало доходных инвестиций. Если вы не нашли акции, которые предлагают высокую доходность в сочетании с приемлемым уровнем риска, храните свой капитал в виде денежных средств.

КОГДА ПРИДЕТ ВРЕМЯ, БУДЬТЕ ГОТОВЫ К АТАКЕ

Профессиональные инвестиционные менеджеры не могут себе позволить играть в бридж или читать книги на темы, не связанные с инвестированием (например, об истории цивилизации или о ледниковом периоде), по крайней мере за счет своей компании. Работодатели вряд ли поймут, что, ничего не делая, мы идем по следам великих инвесторов! Время, когда вы ничего не предпринимаете, необходимо использовать, чтобы обогатить свой опыт. Вы должны подготовиться к решающей битве и собрать информацию о компаниях с высокими показателями качества и роста, а затем найти те из них, которые стоит включить в список для наблюдения. Когда придет время и рыночная оценка компании достигнет целевого значения, нужно атаковать без колебаний (хотя, как я уже говорил, вам, возможно, потребуется провести повторный анализ, в зависимости от того, насколько изменилась ситуация с момента предыдущего анализа).

Покупка — противоположное инвестирование

Глупцы счастливы только тогда, когда их мнение совпадает с мнением большинства. Люди заурядные — когда их мнение совпадает с мнением меньшинства. Выдающиеся умы — когда имеют собственное мнение.

Алан Милн

Вы не можете быть правы или неправы только потому, что толпа с вами не согласна. Вы правы, потому что опираетесь на верную информацию и веские аргументы.

Бенджамин Грэм

ПРОТИВОПОЛОЖНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ — ТАК НАЗЫВАЕТСЯ ЭТА ИГРА

Что же на самом деле значит быть «белой вороной»? Все время делать не так, как остальные люди? А что, если вы с ними согласны? Поступать наоборот, лишь бы остаться «не таким, как все»?

Самостоятельность — способность думать и действовать независимо от толпы и не поддаваться стадному образу мышления. Это значит идти по своей собственной дороге независимо от направления, в котором идет толпа, даже если для этого потребуются двигаться в противоположную сторону. Это значит не принимать безоговорочно (хотя и уважать) мнение рынка, а попытаться выработать свое собственное.

Противоположное инвестирование (англ. *contrarian investing*) — еще один случай, когда слова, приписываемые Йоги Берра, пришлись как нельзя кстати: «Теоретически между теорией и практикой нет разницы. Практически же она есть». В теории думать и действовать независимо от толпы легко, однако на практике вы, скорее всего, столкнетесь с немалыми трудностями и рискуете остаться в одиночестве. Эмоции, которые мы не испытываем, когда рассуждаем о чем-то, захлестывают нас, когда мы воплощаем это в реальность.

Быть «белой вороной», т. е. проявлять независимость, — ключ к успеху на рынке с долгосрочным боковым трендом. Именно в этот период вы должны строго следовать алгоритмам покупки и продажи акций в течение длительного времени. Независимое мышление нужно, чтобы продавать активы во время ралли, когда рынок оценивает акции справедливо, потому что как раз в этот период инвесторы обычно полны оптимизма относительно фондового рынка в целом, и толпа скупает акции. И наоборот, покупка акций в период снижения курсов, когда здравый смысл подсказывает, что рынок не там, где вам бы хотелось (но акции, которые вы отметили для себя раньше, падают до приемлемого уровня), требует хладнокровия и нередко смелости.

Большая часть инвестиционных решений принимается в условиях неопределенного будущего, хотим мы признаться себе в этом или нет. Мы чувствуем себя более комфортно и уверенно относительно будущего, когда толпа (особенно в нашем ближайшем окружении) на нашей стороне. Мы не хотим сомневаться в своих решениях, поэтому, следуя за всеми, находим спокойствие, которое постоянно ищем. Отказываясь следовать за толпой или, что еще хуже, принимая решения, которые ей противоречат, мы испытываем на прочность свои собственные убеждения и уверенность в своих силах.

В конце 1990-х гг. следовать за толпой было легко. Она, например, до ужаса любила Sun Microsystems. Покупать акции этой компании рекомендовали ведущие аналитики. В 2000 г. курс акций Sun Microsystems был ни много ни мало \$63 (рис. 10.1), но уже к началу 2002 г. он упал ниже \$10 за акцию и вплоть до 2007 г. не превышал этого уровня. Далее приводится отрывок из интервью Скотта Макнили, генерального директора и основателя компании Sun Microsystems, которое он дал в 2003 г. журналу *Business Week*. В этом отрывке Макнили ставит под сомнение правоту большинства, когда покупатели предлагали за одну акцию Sun Microsystems \$63.

Business Week: Акции Sun Microsystems стоили когда-то \$63. Как вы считаете, то, что два года назад происходило с бумагами IT-компаний, было слишком замечательно, чтобы быть правдой?

С. Макнили: Два года назад, когда мы продавались по \$64, курс наших акций в десять раз превосходил доходы компании в пересчете на акцию. При таком соотношении цена/выручка, чтобы вернуть вам ваши деньги за десять лет, мне придется выплачивать в виде дивидендов всю прибыль компании в течение десять лет подряд. Значит, я должен поступиться интересами своих акционеров. Значит, у продаваемых нами товаров нулевая себестоимость, что очень трудно для компьютерной компании. Значит, у нас нет никаких расходов, что действительно трудно с 39 000 наемных работников. Значит, я не плачу налоги, что само по себе очень трудно. И значит, вы не платите никаких налогов со своих дивидендов, что уже незаконно. Это подразумевает, что следуя-

щие десять лет, с нулевыми затратами на научные исследования и разработки, я смогу поддерживать приток выручки в компанию на нынешнем уровне. Теперь, после всего, что я сказал, купит ли кто-нибудь из вас наши акции по \$64? Понимаете ли вы, насколько элементарны все эти подсчеты? И не нужна никакая финансовая прозрачность, никакие пояснительные записки. О чем вы думали?

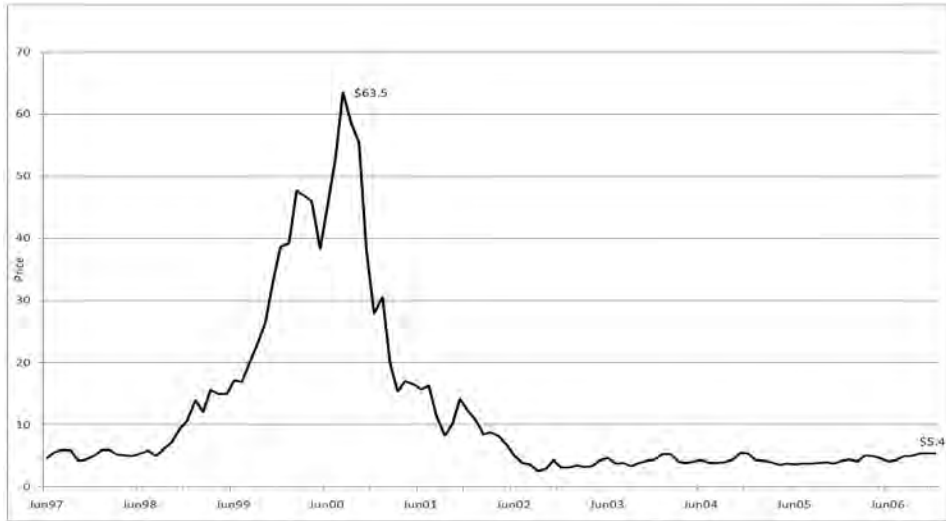


Рис. 10.1. Движение курса акций Sun Microsystems

Этот диалог доказывает, что временами толпа ведет себя безрассудно. Именно в такие моменты очень важно проявить самостоятельность, потому что стадное поведение, хотя и позволяет чувствовать себя увереннее, часто приводит к финансовым потерям.

ВАМ НЕОБЯЗАТЕЛЬНО ИХ ПОКУПАТЬ

Эти акции у всех на устах. Они популярны. Их должен купить каждый — по крайней мере так вам сказали. Как всегда в таких случаях, компанию-эмитента с кем-то сравнивают — это следующая Starbucks или Microsoft. И все это сумасшествие творится вокруг акций одной компании, а ведь это даже не бычий рынок. В конце концов, если вы профессиональный инвестиционный менеджер, клиенты начинают вас спрашивать, почему вы не купили именно эти акции. Microsoft, Starbucks, Amazon, eBay, Google, Tazer, Whole Foods — в определенный момент все эти компании были притчей во языцех. Но, когда речь заходит о некогда популярных акциях, нельзя забывать об одной важной детали. Мы помним только успешные

компаний, потому что они все еще существуют и напоминают нам о себе, а про неудачные примеры забываем. На каждую Microsoft и Starbucks приходится сотни (если не больше) компаний, канувших в Лету.

Акции, о которых все говорят, инвестор, инвестирующий в стоимость, считает дорогими. Они продаются без маржи безопасности, и в их цене учитываются только предполагаемый доход и малая степень риска. Структура отрасли и темпы роста компании имеют неопределенные перспективы, но в курсе акций заложен благоприятный сценарий!

Спешу вас поздравить — вам необязательно покупать эти акции! Ничего страшного, если вы скажете: «Ну, я не знаю». Может быть, это будет следующая Microsoft, а может быть, и Atari (статистическая вероятность второго варианта выше). Вы вправе покупать акции на своих собственных условиях, а не тогда, когда все хотят, чтобы вы их приобрели, и только если они соответствуют вашим критериям КОР.

РАЗРУШАЙТЕ МИФЫ

Самая любимая телепередача моего сына Джона — «Разрушители мифов». В этом шоу специалисты по спецэффектам используют свои знания, чтобы проверить достоверность распространенных в урбанистическом обществе баек — мифов. С помощью современной науки они отделяют правду от вымысла. Вместо того чтобы просто объяснять какое-либо явление с научной точки зрения, проводят эксперименты.

К примеру, однажды в этой программе проверяли, правда ли, что если под дождем бежать, а не идти, то меньше промокнешь. Этот миф подтвердился, а другой распространенный миф — «если заткнуть пальцем ствол дробовика, то ружье взорвется и ранит или убьет стрелка, а не жертву» — был опровергнут.

Так же, как идеальный дом престарелых в солнечной Флориде не может существовать без вечерней игры в лото, Уолл-стрит не может жить без мифов. Согласно толковому словарю, *миф* — это общепринятое, но ошибочное мнение. Ключевые слова здесь — «*общепринятое*» (влияет на курс акций) и «*ошибочное*» (создает инвестиционную возможность). Если при одном лишь упоминании каких-либо акций вам приводят распространенные/спонтанные аргументы, почему их не стоит покупать, возможно, вы имеете дело с очередным мифом. Например, если я говорю Wal-Mart, то слышу: «Слишком большая компания», «Замедление роста в перспективе»; Home Depot: «Сокращение жилищного строительства подорвет прибыльность»; Boston Scientific: «Переплатила за Guidant»; Intel: «AMD постепенно занимает ее долю на рынке серверного оборудования»; Washington Mutual: «Слишком большая доля ипотечных займов»; Kodak: «Выручка от основной деятельности, продажи фото пленки, упадет из-за распространения цифровой фотографии».

Дать жизнь мифу могут пресс-релиз компании, газетная статья или комментарий аналитика. Если какое-либо мнение является общепринятым,

это вовсе не значит, что перед вами самый настоящий миф, но первое необходимое условие уже есть. Второе условие — конечно, ошибочность той или иной точки зрения. Чтобы разрушить миф, вам нужно доказать, что некое широко распространенное мнение ошибочно. Кроме того, чтобы разрушить именно тот миф, который нужно, его необходимо правильно сформулировать. Следующее предложение — пример правильно сформулированного мифа:

Акции XYZ не стоит покупать, потому что скоро на рынок выйдет компания ABC и вытеснит XYZ.

Корректная формулировка — залог того, что вы сможете проверить тот или иной миф. В противном случае есть шанс упустить хорошую инвестиционную возможность. Убедитесь, что вы проверяете миф, связанный с акциями компании, а не с ней самой, поскольку в курс акций бывают заложены гораздо более пессимистичные прогнозы. К примеру, вы формулируете миф следующим образом: «Wal-Mart стала слишком большой, компанию ждет замедление роста». Что ж, возможно, это и не миф: рост объема продаж Wal-Mart, скорее всего, действительно снизится по сравнению с максимальными когда-либо зафиксированными показателями. Но если вы сформулируете миф правильно (об акциях), он будет звучать так: «Акции Wal-Mart лучше не покупать, потому что рост ее объема продаж замедлится». Затем вы, возможно, выясните, что, хотя большие размеры Wal-Mart вызовут снижение роста продаж компании с 15 до 9%, в рыночном курсе акций заложено снижение лишь до 5%. Следовательно, акции Wal-Mart — отличный способ вложить деньги.

ПРОВЕРЯЙТЕ ВСЕ ПОДСЧЕТАМИ И ИНВЕСТИРУЙТЕ ВОПРОКИ НОВОСТЯМ

В программе «Разрушители мифов» проверяется все подряд и ничто не принимается на веру. Вы должны поступать так же. Ведущие шоу часто проводят эксперименты, которые могут привести к травмам при неправильном выполнении. Не волнуйтесь: вам никто не скажет делать то же самое. Каждый раз, когда вы обнаружите миф вокруг каких-либо акций, правильно его сформулируйте и затем приступайте к подсчетам! Стройте приблизительные модели, проверяйте различные сценарии развития событий и будьте готовы покупать или продавать на основе расхождений между общепринятым мнением и истиной, т. е. между мифом и тем, что говорят вам цифры. Вооружившись фактами, вы вряд ли поддадитесь давлению толпы. Математические подсчеты помогут вам контролировать свои эмоции и дадут преимущество перед остальными.

Как уже говорилось в главе 7, модель дисконтированных денежных потоков — отличный инструмент для противоположного инвестирова-

ния, поскольку она дает ценную информацию относительно ожиданий, заложенных в курс акций. Но зачастую проводить столь сложный анализ не требуется. Иногда нужные сведения лежат на поверхности.

В сентябре 2006 г. Wal-Mart объявила о начале продаж в своих магазинах на территории США 300 наименований воспроизводимых лекарственных препаратов по \$4 за каждое. Эта новость вызвала резкое падение акций крупных аптечных сетей Walgreens и CVS: на 10% — в первый день и еще на 10–15% — в течение следующих двух месяцев. Мнение инвесторов сводилось к тому, что Wal-Mart, компания, вытеснившая с рынка многих розничных продавцов, вот-вот проглотит эти аптечные сети.

Миф, который нужно было проверить, звучал следующим образом: «Акции Walgreens и CVS — не лучший выбор для инвестора, потому что решение Wal-Mart продавать непатентованные лекарства по \$4 серьезно отразится на прибыльности этих компаний».

Но после всех подсчетов вы бы увидели, что нововведение Wal-Mart сильнее всего затронуло покупателей, плативших за лекарства из собственного кармана, а на них приходился небольшой процент общего объема продаж обеих сетей. Если точнее, CVS и Walgreens получали за счет покупателя всего лишь 5,9 и 7,1% продаж соответственно (согласно отчетам за 2005 г.). Большая часть лекарств оплачивалась сторонними организациями (страховыми компаниями, государством и штатами). Из этих 5,9 и 7,1% лишь часть приходилась на запатентованные лекарственные препараты, а остальное — на витамины и воспроизводимые лекарства. Таким образом, решение Wal-Mart продавать некоторые лекарства по \$4, скорее всего, незначительно повлияло на будущие объемы продаж CVS и Walgreens. Миф был разрушен!

СРОЧНЫЙ АРБИТРАЖ

Финансовое сообщество, по сути своей, ориентировано на краткосрочную перспективу. И не потому, что в него входят одни глупцы. Как раз наоборот, в инвестиционной отрасли трудятся ярчайшие умы нашей великой страны. Но в какой-то момент бурного развития отрасли взаимных инвестиций наше врожденное желание быстро заработать изменило суть инвестиционного бизнеса, превратив его в соревнование маркетологов. В маркетинге нет ничего плохого; среди моих друзей есть несколько представителей этой профессии. Однако задача хорошего маркетолога — выяснить, чего хочет клиент, и постараться удовлетворить эти потребности. К несчастью для себя, многие инвесторы хотят мгновенно получать прибыль. Они стремятся жить не хуже других и хотят, чтобы здесь и сейчас (по итогам квартала и года) доходность их фонда была выше доходности других фондов и сопоставимых индексов. Но суть инвестирования не в этом, а в том, чтобы с минимальным риском достичь своих долгосрочных финансовых целей.

Приток и отток капитала во взаимном фонде зависят от результатов, которые он показал в краткосрочной перспективе по сравнению с другими

фондами. Вознаграждение многих менеджеров и аналитиков напрямую зависит от того, удалось ли им достичь определенных целей (максимально увеличить приток капитала и свести к минимуму его отток), при этом основной акцент делается на краткосрочные результаты. Как следствие, менеджмент многих фондов руководствуется ложными ориентирами. Управляющим хеджевых фондов приходится решать еще более сложную задачу, поскольку они должны показывать абсолютную положительную доходность из месяца в месяц.

Инвестиционному менеджеру часто приходится принимать решения, ориентированные на краткосрочную перспективу, несмотря на то что он понимает их ошибочность в долгосрочной перспективе. Иначе он может потерять работу. Так, менеджер Oakmark Fund Роберт Санборн был уволен в 2000 г. за то, что доходность его фонда, использующего стратегию стоимостного инвестирования, была ниже рыночной, а отток активов составил \$7 млрд¹. Трудное, но правильное решение Санборна не вкладывать активы фонда в «доткомы», а заниматься тем, для чего он был нанят (стоимостным инвестированием, а не спекуляциями), оправдало себя несколько месяцев спустя, когда NASDAQ обрушился и недооцененные акции снова вошли в моду, из которой не выходят вот уже более шести лет! К сожалению, Р. Санборн потерял работу раньше.

Инвесторы гонятся за лучшими фондами по итогам предыдущего года. И поэтому доходность их инвестиций, как правило, гораздо ниже общей доходности взаимных фондов, в которые они вкладывают деньги (согласно исследованию Dalbar Inc.). Средства массовой информации только усугубляют ситуацию. В январе каждого года фонды-победители становятся героями хвалебных публикаций. Но не вините СМИ: они пишут лишь то, что хотят прочитать инвесторы!

Близорукость последних провоцирует участников рынка, которые контролируют огромное количество капитала (Уолл-стрит) выбирать акции с предположительно высокой доходностью в краткосрочной перспективе. Профессионалы продают (или не покупают) бумаги с туманными перспективами на ближайшее будущее, которые, однако, могут иметь отличное соотношение риск/доход в долгосрочной перспективе (в отличие от более коротких горизонтов инвестирования). Таким образом, если вы готовы мириться с невысокой доходностью в ближайшем будущем и инвестировать на более долгий срок, чем несколько кварталов (а именно так и должен поступать любой разумный инвестор), у вас есть прекрасная инвестиционная возможность: срочный арбитраж.

Нередко он возникает тогда, когда акция продается по недосмотру аналитика (от которого зачастую требуется не так уж много), компания не оправдывает ожиданий Уолл-стрит относительно прибыли или просто испытывает временные трудности (рано или поздно это случается со всеми, вопрос лишь в том, когда). Мы живем в мире, в котором все развивается нелинейно, и поэтому *не ждите*, что компании, в которые вы инвестируете, будут все время постепенно расти. Вопреки тому, что говорят нам на Уолл-стрит, отдельно взятые события почти не влияют или не влияют

вовсе на долгосрочные денежные потоки в компании, и поэтому реальная стоимость предприятия от них если и зависит, то очень мало. Однако финансовое сообщество готово обрушиться на акцию всем своим весом и объявить ее убыточной (что нередко ведет к падению ее стоимости), если она окажется между менеджерами фондов и их ежегодной премией (или занимаемой должностью) — опасное место для любой бумаги.

Хотя срочный арбитраж не лишен риска, если вы уверены в противоположном инвестировании и не боитесь остаться на фондовом рынке в одиночестве (купить акции, которые невзлюбили аналитики или которые какое-то время не будут приносить высокий доход), у вас есть прекрасная возможность сыграть на извечных слабостях Уолл-стрит и поступить иррационально.

ПОИСК НОВЫХ ИДЕЙ

Как вы находите акции, которые будете покупать? К сожалению, просматривать первые полосы *Wall Street Journal* и *Financial Times* в поисках мифов, которые можно было бы проверить, бывает очень интересно, но недостаточно. Что вам действительно нужно, так это принципы, с помощью которых вы сможете постоянно находить новые инвестиционные возможности. В главе 12 вы узнаете, что, строго соблюдая алгоритм продажи, вы увеличите оборачиваемость своего инвестиционного портфеля, и поэтому замена акций, которые вот-вот будут проданы, новыми бумагами станет вашей задачей номер один. Ниже я привожу несколько способов, которые можно использовать, чтобы найти новые акции.

Составьте карту рынка

Инвесторы, которые придерживаются принципов противоположного инвестирования, обычно не обращают внимания на секторы, где цены находятся на исторических максимумах. Вместо этого они идут в отрасли, где цены упали до минимальных значений за несколько недель, месяцев и лет. Как правило, вокруг таких акций существует огромное количество мифов, которые нужно проверять. Самый легкий способ определить целую группу акций, с которыми фондовый рынок решил расстаться, — изучать торгуемые на бирже фонды (exchange-traded fund, ETF).

Хотя ETF существуют уже более десятка лет, по-настоящему популярными они стали в начале 2000 г. Я не знаю, с чем это связано: может быть, они участвовали в передаче «Американский идол» или снялись в новом клипе Бритни Спирс, а может, сейчас просто настало их время. Как бы то ни было, но с их помощью можно легко и быстро составить представление о рынке, поскольку они различают между собой по множеству мыслимых и немыслимых параметров: по секторам, характеристикам акций и компаний (например, рыночная капитализация, коэффициенты Р/Е, дивидендная доходность), инвестиционным стратегиям (стоимостное

инвестирование, инвестирование в акции роста), классам активов (акции, облигации, золото, нефть, валюта), рынкам. Таким образом, ETF охватывают все возможные мировые рынки и даже различаются тем, на каких фондовых биржах они торгуются.

Периодически просматривая результаты работы разных фондов, вы быстро получите полную картину того, что происходит в разных уголках фондового рынка. Благодаря этой информации вы сможете гораздо эффективнее распределять свои усилия по поиску новых акций и тратить больше времени на изучение самых привлекательных с инвестиционной точки зрения секторов.

Скрининг акций

Я еще не встречал стоимостного инвестора, который бы не проводил скрининг акций. Стоимостное инвестирование так же трудно представить без скрининга, как США — без статуи Свободы. Ниже я вкратце расскажу о моих самых любимых фильтрах для предварительного отбора ценных бумаг. Вы можете дополнить каждый из них своими собственными параметрами и отбирать акции, к примеру, по коэффициентам задолженности, дивидендной доходности, прибыли на капитал и любым другим показателям, которые помогут вам отыскать компании, соответствующие вашим требованиям.

- *Маленькая книга победителя рынка акций.* Этот фильтр был описан в одноименной книге Джоэла Гринблатта. Он оценивает компании по коэффициентам Р/Е (чем ниже Р/Е, тем меньше очков) и рентабельности собственного капитала (чем выше ROE, тем меньше очков), и затем обе оценки суммируются. Компании, занявшие первые строчки списка (набравшие наименьшее количество очков), — именно те, которые вам нужны. Эта простая, но гениальная формула успешно используется инвесторами начиная с 1980-х гг.
- *Низкий коэффициент «цена/х».* Это самые популярные фильтры, с помощью которых вы просто ищете дешевые акции. Чем ниже значение коэффициента, тем лучше. Вот его самые распространенные варианты: Р/Е, «цена / денежный поток» (Р/CF), «цена / балансовая стоимость», «цена / EBITDA», «цена/дивиденд» и «цена / объем продаж»*. В знаменателе может быть любой финансовый показатель. Вы можете корректировать цену, вычисляя стоимость предприятия (рыночная цена минус наличность плюс задолженность).

* Коэффициент «цена / объем продаж» помогает решить некоторые проблемы, связанные с маржей прибыли, но он дает много ложных положительных и отрицательных сигналов, поскольку в разных отраслях экономики маржа прибыли существенно различается. К примеру, компании по разработке программного обеспечения и фармацевтические компании, деятельность которых сама по себе подразумевает высокую маржу, редко будут удовлетворять этому параметру, а компании, занимающиеся розничной торговлей, у которых маржа прибыли, как правило, низкая, всегда будут выглядеть недооцененными.

- *Акции, курс которых достиг дна.* Этот фильтр отбирает акции, цена которых достигла минимального значения за несколько недель, месяцев или лет.
- *Низкий коэффициент «цена / нормализованный показатель х».* Отсеивая акции по коэффициентам «цена/х», вы можете пропустить компании, которые испытывают кратковременные трудности, находясь в сложном экономическом цикле или просто провели неденежные расходы. Прибыль и денежные потоки таких компаний окажутся занижены (меньше нормального уровня), а их акции будут отсеяны по критерию «цена/х», поскольку коэффициенты P/E или P/CF, к примеру, будут завышены. Если вы собираетесь выбирать акции, допустим, по коэффициентам P/E, то соотношение «цена/доход» нужно рассчитывать не на основе текущей прибыли, а на основе средней маржи чистой прибыли за три-пять лет применительно к текущему объему продаж (или, если хотите, к среднему объему продаж за тот же период).
- *Дважды чистые акции.* Это классический фильтр Бенджамина Грэма, с помощью которого вы можете выбрать акции, которые торгуются на рынке по цене, близкой к стоимости текущих чистых активов компании, а лучше ниже ее (текущие активы минус все обязательства, включая задолженность и привилегированные акции). Либо вы можете выбрать компании, которые торгуются по цене, близкой к стоимости чистых денежных средств (денежные средства, включая краткосрочные инвестиции, минус весь процентный долг). С такими компаниями, как правило, связано много мифов. (На большинстве рынков начиная с 1950-х гг. этим критериям соответствуют лишь немногие акции.)
- *Мнение аналитиков.* Курсы акций зависят от рекомендаций аналитиков с Уолл-стрит. Если они меняют свою рекомендацию (например, с «Покупать» на «Продавать» или с «Держать» на «Покупать»), то цена акции, как правило, повышается или понижается на несколько процентных пунктов. Акции, в курсе которых заложена куча отрицательных новостей, как правило, увешаны табличками аналитиков «Продавать».

За редким исключением, рекомендации аналитиков меняются уже после выхода той или иной новости. Они служат хозяевам, ориентированным на краткосрочную перспективу, — институциональным инвесторам. И поэтому, даже проведя первичное исследование, аналитики часто дают ложные рекомендации в погоне за компаниями с впечатляющими результатами по итогам квартала. Майкл Конн, мой партнер в Investment Management Associates, однажды сказал мне, что, если хочешь понять значение рекомендаций, которые дают большинство аналитиков, нужно добавлять в них слово «было». К примеру, когда аналитик говорит, что акцию можно покупать, чаще всего это значит, что ее можно *было* покупать. Если акцию нужно продавать, значит, ее нужно *было* продавать. Уникальная возмож-

ность для покупки хороших акций обычно возникает тогда, когда целая армия аналитиков рекомендует продавать ту или иную бумагу либо когда мало кто из них вообще ее оценивает. Последнее случается с небольшими компаниями, которые финансовое сообщество еще для себя не открыло.

Существует немало способов отсеивать акции в зависимости от мнения аналитиков. Можно подсчитать долю рекомендаций «Покупать» и «Держать» в их общем количестве и отобрать акции с самым высоким процентом. К примеру, если по акции есть семь рекомендаций «Продавать», две «Держать» и одна «Покупать», то это можно трактовать как «Покупать» в 70% (7 из 10) или как «Не покупать» в 90% (семь рекомендаций «Продавать» плюс две «Держать» из 10). Рекомендации «Держать» очень близки к рекомендациям «Продавать»: для аналитика это способ сказать инвесторам, чтобы они не покупали акции, и одновременно не дать определенной компании повод занести его в свой черный список. Вы можете отбирать акции в зависимости от того, изменились ли рекомендации аналитиков: с «Покупать» на «Держать» или с «Покупать»/«Держать» на «Продавать». Этот фильтр можно использовать как дополнительный в сочетании с любым из вышеназванных фильтров.

Воруйте идеи у других стоимостных инвесторов, чей подход к инвестированию вы уважаете

Мои родители всегда учили меня, что воровать нехорошо, поэтому, когда я говорю «Воруйте идеи у других», то на самом деле имею в виду, что их нужно брать на время и просто не отдавать. (Ладно, это то же самое, что и воровство, но ведь, в конце концов, речь идет об общедоступной информации.) У большинства из нас есть на примете инвесторы, чей подход к инвестированию нам нравится и кажется надежным. Составьте список таких людей и начните повторять за ними их действия. Единственная рекомендация: обращайте внимание на инвесторов, которым приходится управлять активами стоимостью более \$100 млн. И дело не в том, что я считаю, будто не стоит равняться на менеджеров, управляющих меньшей суммой. Все просто: согласно правилам Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC), институциональные инвесторы (не взаимные фонды), которые управляют активами стоимостью свыше \$100 млн, должны ежеквартально публиковать информацию о составе своих портфелей. Следовательно, на них можно ориентироваться (хотя это правило не обязательно для взаимных фондов.)

Несмотря на многолетние улучшения, на сайте SEC все равно трудно найти необходимые финансовые документы. Чтобы получить самую свежую информацию о портфелях институциональных инвесторов, я использую сервисы <http://stockpickr.com> и <http://www.gurufocus.com>. Оба этих сайта, на мой взгляд, очень полезны и просты в использовании.

Заимствование идей у других инвесторов — всего-навсего еще один фильтр для отбора привлекательных инвестиционных возможностей, которые не попали в ваше поле зрения при скрининге акций по тради-

ционными параметрам. Но вы не должны на этом останавливаться. Вам следует провести свой собственный анализ, точно такой же, как если бы вы самостоятельно пришли к тому или иному решению. Если вы будете бездумно копировать действия других инвесторов без дополнительного анализа, то не будете знать, что делать в случае, если все пойдет не так, как вы планировали: например, если снизится цена акций, или ухудшатся показатели компании, или произойдет и то и другое сразу.

Обратите внимание: я советую равняться на инвесторов, «чей подход к инвестированию вам нравится и кажется надежным». Я не говорил «на инвесторов, которые добились огромных успехов», и этому есть несколько причин. Во-первых, уже эти достижения могут оказаться чистой случайностью — инвестор взял на себя большие риски, и удача была на его стороне. Одного послужного списка недостаточно. Во-вторых, даже если достигнутые успехи объясняются тем, что инвестор использовал безупречный инвестиционный алгоритм, он может не вписаться в *вашу* стратегию инвестирования. Мы всегда должны быть готовы чему-то учиться у других, но вместе с тем нам нужно оставаться самими собой.

Круг единомышленников

Окружите себя инвесторами, инвестиционный алгоритм которых похож на ваш и мнение которых вы уважаете, — это будет ваш круг единомышленников. Бывают времена, когда ваш подход к стоимостному инвестированию просто не работает (временно, хотя вам кажется, что навсегда): вы покупаете акции, которые на 100% соответствуют всем вашим критериям КОР, но они продолжают падать, и так происходит снова и снова. Либо рынок игнорирует весь ваш портфель сразу, потому что популярностью пользуются другие классы активов или акции с другими характеристиками. Нечто подобное происходило со стоимостными инвесторами в конце 1990-х гг., когда в моду вошли акции роста, а недооцененные акции считались второсортным инвестиционным инструментом. Легендарный стоимостной инвестор Джулиан Робертсон стал жертвой этих безумных лет. Он закрыл свою фирму, которая управляла миллиардами долларов, в начале 2000 г., всего за несколько месяцев до того, как рухнул NASDAQ и терпение стоимостных инвесторов было вознаграждено.

Во времена, когда под влиянием эмоций вы начнете сомневаться в собственных силах, следовать за толпой — худшее, что вы можете сделать, потому что в такие моменты велика вероятность продать акции по низкой цене (ваши) и купить по высокой (акции, которые до недавнего времени росли). Именно в такие периоды вам пригодится круг единомышленников, поскольку эти люди, скорее всего, тоже мучаются (да, это мучение). Считайте подобный подход групповой терапией, если хотите.

Круг единомышленников — это источник идей. Как и в случае с инвесторами, которых вы уважаете, ваш круг единомышленников может служить хорошим источником новых идей для инвестиций — дополнительной парой глаз. Но предупреждаю снова: вы должны сами проявлять

инициативу и искать новые акции; копирование идей других инвесторов не заменяет проведение собственного анализа.

Близкие по духу инвесторы помогут вам расширить собственный кругозор. Если в ваш круг единомышленников входят люди с разнообразным профессиональным опытом, то они будут разбираться в некоторых отраслях лучше, чем вы, и наоборот. Каждый раз, когда я, к примеру, анализирую акции энергетических или нефтяных компаний, в деятельности которых я разбираюсь не очень хорошо, я делюсь своими идеями с несколькими друзьями, которые знают эти отрасли вдоль и поперек. Они советуют мне обратить внимание на специфичные для этих отраслей факторы, которые я, возможно, упустил из виду.

СМИ все преувеличивают — будьте скептиком

В газетах единственный источник правдивой информации, на которую можно положиться, — рекламные объявления.

Томас Джефферсон

Средства массовой информации часто раздувают мифы. Если я что-то и запомнил из уроков экономики, так это то, какую большую роль в нашей жизни играют стимулы. Они представляют собой внутренние причины, мотивы, которые влияют на наши решения. У СМИ есть определенные стимулы для того, чтобы преувеличивать новости. Если они будут рассказывать о тихой и спокойной жизни законопослушных граждан, то вы больше не будете покупать газеты и смотреть телевизор. Но медиакомпаниям нужно поддерживать продажи на одном уровне. Их руководство отчитывается перед акционерами, журналистам нужна работа, а сами компании должны зарабатывать деньги. Поскольку газеты выходят каждый день, а Интернет и телевидение работают круглые сутки семь дней в неделю, средствам массовой информации ничего не остается, как «приукрашивать». Чтобы продажи росли, новости должны пугать или удивлять, а если день небогат на события — это плохо для бизнеса.

Мало кто из деловых журналистов имеет базовые знания о компаниях, о которых они пишут. Но не ставьте им это в вину, ведь они журналисты, а не инвесторы или профессиональные аналитики. Им приходится писать по несколько статей в неделю, иногда и в день. Многие из них раньше работали в гуманитарных сферах, и у них нет ни времени, ни навыков, чтобы провести глубокий анализ компаний, о которых они пишут. И хотя некоторые журналисты проводят различие между хорошей компанией и хорошими акциями, в большинстве случаев их работа заключается не в этом, а в том, чтобы сообщать о новостях за день или неделю. Опытные, всеми признанные журналисты нередко обращаются за помощью к инвестиционным экспертам, способным убедить кого угодно в чем угодно. Они умеют говорить быстро и громко — так, чтобы вас напугать или удивить. (После этих слов ни один журналист, прочитавший этот абзац, точно никогда не пригласит меня на интервью.)

Эти эксперты тратят много времени на исследование рынка, но не могут хорошо разбираться абсолютно во всех акциях. Иногда они почти ничего не знают о компании, о которой говорят, но, чтобы увидеть свое имя напечатанным в газете, слегка приукрасив, повторяют вчерашние заголовки — и это самое худшее, что может произойти.

Время от времени журналисты просят меня высказать свое мнение насчет тех или иных акций. И если я не располагаю достоверной информацией, собранной в ходе тщательного первичного (своего собственного) исследования, я так им и говорю и отказываюсь от комментариев. Однажды я получил по электронной почте письмо от журналиста, который спрашивал, что я думаю по поводу фирмы XYZ (это ненастоящее название). Я ответил: «Я бы с удовольствием вам помог, но я не слежу за XYZ, и поэтому у меня нет мнения насчет этой компании». И вроде бы все хорошо, но потом я добавил: «Компания, должно быть, выбрала правильную стратегию, поскольку в последнем квартале она продемонстрировала впечатляющие результаты».

На следующий день, к своему удивлению, я обнаружил, что эта газета цитировала мои слова: «Компания [XYZ], должно быть, выбрала правильную стратегию, поскольку в последнем квартале она продемонстрировала впечатляющие результаты». Я был шокирован, поскольку мне казалось, что мои первые слова полностью свели на нет значимость второго комментария. И теперь я в роли эксперта высказывал на страницах газеты свое мнение о компании, финансовые отчеты которой никогда не видел. Все, что я знал о деятельности XYZ в «последнем квартале», я почерпнул из мельком увиденного заголовка в *Wall Street Journal*, в котором говорилось, что ее объем продаж и прибыль существенно возросли. Это был отличный урок, и я сделал из него два вывода. Во-первых, если я хочу сказать «без комментариев», я говорю «без комментариев», и ни слова больше. Во-вторых, теперь я знаю, чего нередко стоит так называемое экспертное мнение в газетах.

Ежедневный водопад заголовков помогает широкому распространению мифов и влияет на поведение инвесторов. В результате курсы акций то повышаются, то понижаются по сравнению с их внутренней стоимостью. Однако СМИ могут стать лучшим другом стоимостного инвестора, если вы готовы примерить на себя роль разрушителя мифов, поскольку эта тактика откроет перед вами отличные возможности для покупки и продажи ценных бумаг.

Кроме того, обращайтесь внимание на передовицы в деловых журналах, поскольку они могут дать ключ к вашим дальнейшим действиям. Так уж сложилось, что хвалебная статья на первой странице делового журнала — признак скорого краха компании, т. е. надежный сигнал к продаже для стоимостного инвестора. А после выхода негативной статьи, которая привела к неожиданному и беспочвенному снижению стоимости тех или иных акций, у вас, может быть, появится редчайший шанс купить хорошие бумаги по привлекательной цене. Чтобы компания стала темой передовицы в газете или журнале, она должна быть очень известной.

Эмоции инвесторов должны находиться на пределе, и то же самое должно происходить с ценой — все это признаки эмоционального пика. Одно из условий мифа налицо!

ПРОВЕДИТЕ ТЩАТЕЛЬНОЕ ПЕРВИЧНОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ И ЗАПИШИТЕ ЕГО РЕЗУЛЬТАТЫ

Чтобы сохранить холодный разум и действовать независимо от направления, в котором идет толпа, записывайте свои доводы в пользу каждого инвестиционного решения: факторы, создающие и разрушающие стоимость, и ваши ожидания на их счет. Как и в случае, когда вы фиксируете целевую рыночную оценку для акции в момент ее покупки, составленное вами на бумаге краткое описание инвестиционного решения отражает ваше собственное неэмоциональное «я», поскольку вы записывали информацию, будучи в спокойном, уравновешенном состоянии. Это описание поможет вам сохранять спокойствие. Неважно, насколько волатильным станет рынок, или насколько заразительным будет поведение толпы, или насколько громко СМИ будут трубить об очередном мифе, — у вас будет четкая стратегия, благодаря которой вы сможете принять разумное решение.

Покупка — международное инвестирование

ЭКОНОМИКА СТАЛА ЕДИНОЙ: HOLA, BONJOUR, GUTEN TAG, BUON GIORNO СТАЛЬНОМУ МИРУ

Согласно результатам специальных исследований, инвесторы скорее купят акции местной телефонной компании, чем компании из другого штата (эти исследования проводились до того, как произошло слияние телефонных компаний США, когда в разных регионах страны еще были свои местные игроки). Инвесторы чувствуют себя спокойнее, если покупают знакомые акции. Нередко они вкладывают деньги в известные им компании, даже если с точки зрения соотношения риск/доходность их акции не самые лучшие.

На протяжении последних 100 лет фондовый рынок США был прекрасной площадкой для инвестиций. Американская экономика превратилась из аграрной в индустриальную, а затем в экономику услуг. Соединенные Штаты стали самой богатой и влиятельной страной в мире. Что еще нужно? Раньше самым простым решением было вложить деньги в преуспевающие национальные компании. Приобретая американские акции, так же как акции местной телефонной или электроэнергетической компании, инвесторы были уверены в своем выборе и чувствовали себя патриотами — «американцы покупают американское».

В результате глобализации мировая экономика стала более однородной. Сейчас практически невозможно найти в магазине товары, которые хотя бы отчасти не были изготовлены в другом регионе мира. Сегодня экономики разных стран взаимосвязаны друг с другом как никогда раньше. Вкладывая средства только в компании США, инвестор сильно ограничивает свои инвестиционные возможности. Фондовый рынок США — крупнейший в мире, однако население этой страны составляет всего лишь 5% всего населения планеты, а на американский рынок приходится чуть меньше половины мирового рынка ценных бумаг.

Мой здравый смысл (отнюдь не научные факты или исследование исторических данных) подсказывает мне, что с годами международная

диверсификация утратила свои многочисленные преимущества, поскольку мировые экономики стали более взаимосвязаны. Сегодня старая поговорка «Когда Нью-Йорк чихает, Париж подхватывает простуду» верна как никогда раньше. Однако в мире полно небольших компаний, акции которых свободно торгуются на рынке (например, сеть ресторанов во Франции, компания по уходу за газонами в Испании, больницы в Польше, провайдер кабельного телевидения в Сингапуре и т. д.) и чей бизнес почти не зависит от того, что происходит в Соединенных Штатах.

Даже если международная диверсификация утратила преимущества, о которых раньше столько говорили, рассматривая в качестве инвестиционного инструмента только американские акции, вы лишаете себя возможности выйти на быстро растущие рынки и вкладывать деньги в успешные компании. Они выплачивают инвесторам гораздо более высокие дивиденды, наращивают прибыль быстрее, чем аналогичные компании в США, и торгуются с более привлекательным коэффициентом «цена/прибыль». Поскольку на зарубежных фондовых рынках, может быть, уже закончился (а может быть, и нет) рыночный цикл, который начался в Соединенных Штатах, перед инвесторами открывается множество инвестиционных возможностей, которые не обязательно «говорят на американском английском».

Никакой разницы

Анализ международных компаний мало чем отличается от анализа компаний из США. Конечно, существуют культурные, политические, языковые различия, расхождения в принципах ведения бухгалтерского учета и используемой валюте, а также валютный риск. Однако факторы, которые влияют на прибыльность компании в Соединенных Штатах и остальном мире, одинаковы.

Что касается бухгалтерского учета, то, судя по всему, мы постепенно переходим к использованию общемировых стандартов в этой сфере. Первая на таком пути — Европа, а затем и остальной мир.

В феврале 2006 г. эксперты PricewaterhouseCoopers написали следующее во введении к отчету, озаглавленному «Сравнение МСФО [Международных стандартов финансовой отчетности — принципов учета, принятых странами — участницами Европейского союза] и ГААП»:

«С момента подписания Норуолкского соглашения 2002 г. Совет по международным стандартам финансовой отчетности (IASB) и Совет США по стандартам финансового учета (FASB) делали все возможное для сближения МСФО и ГААП. На необходимость такого сближения указывали специалисты, отвечающие за подготовку финансовой отчетности, и другие заинтересованные стороны, включая регулирующие органы. Оно позволит упростить подготовку финансовой отчетности и соблюдение принципов учета для листинговых компаний, особенно для тех, акции которых котируются в пределах более чем одной юрисдикции.

В своем пресс-релизе, посвященном возможной отмене требования об обязательной сверке отчетности (reconciliation) для частных зарубежных эмитентов, применяющих МСФО, Комиссия США по ценным бумагам и биржам назвала непрерывное сближение МСФО и ГААП ключевой задачей. За последние несколько месяцев Комиссия Европейского союза также предприняла ряд шагов в этом направлении в рамках стратегии по совершенствованию защиты европейских инвесторов, вкладывающих капитал в неевропейские компании»¹.

В ближайшие годы страны, которые захотят выйти на европейские и американские рынки капитала, будут переходить на МСФО, что сделает анализ компаний, по крайней мере в части финансовой отчетности, легче. Тем временем инвесторам, которые столкнулись с различиями в учете, я рекомендую опираться на кассовый метод учета, который также полезно использовать при анализе компаний в США, а не на учет методом начислений.

Мы, американцы, хотим верить в то, что ГААП — это самые лучшие принципы учета в мире, а наши компании — самые честные. Однако внезапный крах двух компаний из списка Fortune 500 (Enron и MCI WorldCom), банкротство одной из старейших и крупнейших бухгалтерских фирм (Arthur Andersen), скандалы, в которых оказались замешаны многие взаимные фонды, расхождения в отчетности нескольких десятков крупнейших американских корпораций, а также неединичные случаи, когда опционы, выдаваемые руководству компаний, датировались задним числом, — все это происходило в США, а не в каком-нибудь развивающемся государстве. Некоторые страны более коррумпированы, чем другие, но это не значит, что на все зарубежные рынки нужно вешать один и тот же ярлык «Высокий риск».

ЕСЛИ КОРПОРАТИВНАЯ ШТАБ-КВАРТИРА РАСПОЛОЖЕНА ЗА РУБЕЖОМ, ЭТО НЕ ЗНАЧИТ, ЧТО КОМПАНИЯ ИНОСТРАННАЯ

Мы часто уделяем слишком много внимания местонахождению компании, которое обычно приравнивается к месторасположению корпоративной штаб-квартиры. Согласно этому принципу, Nokia — финская компания, однако почти вся ее продукция реализуется за пределами Финляндии. По этому же принципу 3M (бывшая Minnesota Mining & Manufacturing Company) — типичная американская компания, но на США приходится менее 40% ее текущего объема продаж. Возможно, инвестор в американские акции уже участвует в капитале иностранных предприятий, поскольку во многих компаниях большая доля объема продаж приходится на зарубежные страны.

В конце 1990-х гг. инвесторы часто выбирали внутри того или иного семейства фондов фонд роста и международный фонд, которые нередко вкладывали капитал в одни и те же акции. Поскольку принадлежность

компаний к той или иной стране определялась по расположению ее штаб-квартиры, такие компании, как Nokia, Nortel (Канада), Sony (Япония) и Ericsson (Швеция), были объектом инвестирования и национальных фондов роста, и международных фондов. Если инвестор приобретал долю в международном взаимном фонде, рассчитывая на диверсификацию рисков, то в конце 1990-х гг., когда рынок начал снижаться, его ждал неприятный сюрприз, поскольку фонд не обеспечивал международную диверсификацию, ради которой приобретался.

Другими словами, инвесторы, участвующие во взаимном фонде, который вкладывает капитал в крупные международные компании, могут не достичь желаемой диверсификации, поскольку эти компании нередко получают значительную часть выручки в Соединенных Штатах.

ВЫ ПОДВЕРГАЕТЕСЬ БОЛЕЕ ЗНАЧИТЕЛЬНОМУ ПОЛИТИЧЕСКОМУ РИСКУ, ЧЕМ ДУМАЕТЕ

При зарубежном инвестировании политические риски часто принимают иную форму, чем при вложении денег на внутреннем рынке. Нередко они становятся более интенсивными. Однако компании, расположенные в США, тоже не защищены от подобного риска. Многие предприятия реализуют свою продукцию или услуги, а также покупают материалы для производства на зарубежных рынках. В США сложно, если вообще возможно, найти среднюю по размеру компанию, которая не зависит от того, что происходит в остальном мире.

В январе 2007 г. нефтяной концерн Royal Dutch/Shell объявил о своем намерении продать компании «Газпром» 50% плюс одну акцию проекта «Сахалин-2» за \$7,5 млрд. За несколько месяцев до этого российское правительство собиралось подать на концерн исковое заявление в суд, поскольку деятельность компании якобы наносила вред окружающей среде. Я считаю, что под ней подразумевалась *экономическая* среда, а не природа. Дело в том, что соглашения о разделе продукции (СРП), подписанные российским правительством с Shell несколькими годами ранее, стали считаться невыгодными для России — по крайней мере с определенного момента.

На ум приходит цена вопроса — \$7,5 млрд: по справедливой ли цене «Газпром» купил контрольный пакет акций в проекте «Сахалин-2»? Сложно сказать. \$7,5 млрд за контрольный пакет акций — не такие уж и копейки, однако Shell продала акции не по своей воле. Тем более что, участвуя в проекте, концерн обеспечил бы пополнение своих нефтяных запасов на несколько лет вперед. Не надо быть гением, чтобы догадаться, что после продажи акций (я использую этот термин условно, так как он подразумевает добровольное намерение обеих сторон) российское правительство снимет все претензии.

Оно использовало правовые (и «экологические») рычаги, чтобы отнять у Shell контроль над проектом «Сахалин-2» — возможно, по сильно зани-

женной цене. Знаменитый гангстер Аль Капоне попал в тюрьму не за свои кровавые преступления, а за уклонение от уплаты налогов. По такому же принципу президент Путин и компания стали преследовать Shell за нанесение вреда окружающей среде. Однако в этом случае преступление Shell — это ее прибыльность, которая противоречит желанию российского правительства заработать на продаже нефти и контролировать использование природных ресурсов. Я не знаю, действительно ли пострадала окружающая среда. Если вы начинаете добывать нефть или газ на неосвоенной территории, природе, скорее всего, будет нанесен определенный вред. Однако в России мало что делается исключительно ради спасения окружающей среды, и, мне кажется, этот случай — не исключение².

Возможно, я слишком цинично высказываюсь относительно намерений российского правительства, и компания Royal Dutch/Shell действительно загрязняла бедную Россию. Но если бы то же самое делал «Газпром», правительство расстелило бы рядом с нефтепроводом красный ковер, чтобы чиновники и топ-менеджмент не испачкали обувь.

Этот случай не первый, когда Россия ловко использует действующие законы. В 2004 г., прибегнув к похожей тактике, государство украло (более подходящего слова и не найти) у акционеров нефтяную компанию «ЮКОС», отправив самого крупного акционера в тюрьму. С того времени правительство проводило постепенную консолидацию (деприватизацию) нефтяных ресурсов под государственное («Газпром») начало. К сожалению, огромные запасы природных богатств часто принадлежат странам с нестабильными политическими режимами, к которым относятся Россия, Венесуэла, Нигерия, Иран, Ирак и др.

Даже если вы всегда вкладывали капитал только в Соединенные Штаты, ваш инвестиционный портфель, возможно, все равно включает политические риски. Вы просто можете этого не осознавать. Покупали ли вы когда-нибудь акции объединенной нефтяной компании? Если да, то вы уже были подвержены довольно значительному политическому риску.

КАК НАСЧЕТ США?

Политический риск характерен не только для зарубежных инвестиций. Несмотря на то что у нас действует, возможно, одна из самых стабильных политических систем в мире, инвестиции в США тоже не лишены политического риска, хотя, наверное, в гораздо меньшей степени.

В 1993 г., после избрания президентом США Билла Клинтона, его жена Хиллари Клинтон попыталась национализировать систему здравоохранения страны. Отставив в сторону свои политические воззрения и предрассудки, скажу, что, если бы ее попытка увенчалась успехом, это серьезно подорвало бы прибыльность фармацевтических компаний. Возможность подобного развития событий привела к падению акций фармпредприятий до многолетних минимумов. Попытка национализации в конечном счете провалилась, и курсы акций вернулись на прежний уровень, однако

многие инвесторы, продавшие бумаги в период спада, потеряли в этом секторе деньги.

Похоже, политический риск выходит на первый план каждые четыре года во время президентских выборов. В 2004 г. над фармацевтической отраслью витала проблема реимпорта американских лекарств из Канады, что привело к падению акций фармпредприятий. В тот раз в закон не были внесены поправки, разрешающие повторный ввоз лекарств из Канады или европейских стран, но в будущем такая вероятность не исключена. Политический риск присутствует в любой стране; разница заключается лишь в его степени и разновидности. Он более низкий в развитых странах и более высокий — в развивающихся.

ОПРЕДЕЛИТЕ СВОЮ КОМФОРТНУЮ ЗОНУ И НАЧИНАЙТЕ С НЕЕ

Вам не нужно становиться Индианой Джонс международного инвестирования и безрассудно выходить в такие развивающиеся страны, как Россия, где принцип господства права еще недостаточно развит. Я также не советую инвестировать в страны, которыми управляют самовлюбленные эгоцентристы. В книге «Приключения капиталиста» (*Adventure Capitalist*, Random House, 2003) Джим Роджерс описывает свой визит в одну из бывших советских республик — Туркменистан. Ее президент Сапармурат Ниязов поменял свое имя на Акбар Туркменбаши, что значит «великий отец всего Туркменистана». Как и в случае с Саддамом Хусейном в Ираке, Иосифом Сталиным в Советском Союзе и Адольфом Гитлером в нацистской Германии, изображения Туркменбаши можно найти повсюду: на монетах и купюрах, на массивных щитах, в правом верхнем углу телевизора и на различных предметах домашнего обихода, включая чай. Он даже попытался добавить свой портрет на флаг Туркменистана, но вместо этого, столкнувшись с давлением со стороны международного сообщества, выступившего против этой идеи, переименовал в свою честь и в честь членов своей семьи месяцы года.

С тех пор как Туркменбаши пришел к власти, экономика Туркменистана находится в постоянном упадке. Чтобы избавить страну от влияния Запада, были закрыты библиотеки и прозападные университеты. Значительная часть доходов Туркменистана была растрочена его президентом на самовосхваление. Страна владеет одной пятой всех мировых запасов природного газа, и по этой причине (отнюдь не за достижения в гуманитарной и экономической сферах) Европейский союз присудил Туркмении торговый статус государства, пользующегося «режимом наибольшего благоприятствования». Вслед за своим президентом Туркменистан идет по опасной дороге, ведущей в каменный век.

(Р. S. 21 декабря 2006 г., вскоре после того, как я написал эту главу, Туркменбаши умер от остановки сердца. Будем болеть за туркменский народ и надеяться, что следующий президент Туркмении не станет продолжателем предыдущего — Туркменбаши II.)

Я бы не стал начинать свое путешествие по просторам международного инвестирования с Туркменистана, так как предпочитают страны с более стабильными политическими режимами, те, на которые мы можем полностью положиться. Я бы, наверное, даже начал с неофициального пятьдесят первого штата США, нашего северного соседа — Канады. Далее остановился бы на Японии, Западной Европе, Новой Зеландии, Израиле и Австралии, а затем на Восточной Европе и Мексике. Наверняка я пропустил пару десятков стран, в которые «должен инвестировать каждый», но это моя комфортная зона — страны, в которые, на мой взгляд, безопасно вкладывать деньги. У каждого инвестора будет своя комфортная зона в зависимости от его личного опыта, но, надеюсь, вы поняли главное: начинать инвестировать нужно со стран, в которых вы уверены, и затем постепенно расширять этот список.

После того как вы определитесь со своей комфортной зоной, в ваш портфель уже можно будет добавить несколько десятков стран с относительно стабильными политическими и правовыми режимами. Освоившись на международных рынках, я бы рискнул вложить немного средств в более экзотические, быстро развивающиеся страны, может быть, даже в Туркменистан... а может быть, и нет. Россия? Я бы вложил в нее лишь столько денег, сколько мне не жалко потерять.

Обычно инвесторы меняют быстрый рост экономики на стабильность экономической и политической систем. Я предлагаю составить таблицу со всеми интересующими вас странами и оценить их по следующим критериям: стабильность экономической и политической систем, темпы экономического роста и увеличения численности населения, демографические тенденции, уровень инфляции, задолженность, доступ к капиталу, размер и ликвидность рынков капитала, прозрачность системы бухучета, общий уровень цен на фондовом рынке и текущий долгосрочный тренд (бычий, «львиный» или медвежий). (И не пытайтесь оценить каждую страну по строгой 25-балльной шкале; четырех оценок будет достаточно: плохо, удовлетворительно, хорошо и отлично.) Ваша задача — не покупать акции в каждой стране, а найти хорошие возможности для инвестиций.

НЕ ПУТАЙТЕ БЫСТРО РАСТУЩУЮ ЭКОНОМИКУ И ХОРОШУЮ ВОЗМОЖНОСТЬ ДЛЯ ИНВЕСТИЦИЙ

Конечно, я не мог написать главу о международном инвестировании и не упомянуть Китай, самую густонаселенную страну, в которой с недавних пор наблюдается бурный рост экономики. Однако, как и в случае с перспективными акциями роста на внутреннем рынке, инвесторы, увидев потенциал для быстрого экономического роста в другой стране, нередко устремляются на ее рынок, что ведет к соответствующему повышению цен. В итоге эта страна становится непривлекательной с инвестиционной точки зрения. Высокие темпы роста нельзя покупать по любой цене!

Хотя до настоящего момента китайская экономика росла более чем на 10% в год (что в два-три раза превышает темпы роста в развитых странах), фондовый рынок страны упал более чем в половину по сравнению с 2000 г., когда среднестатистические акции торговались с коэффициентом Р/Е 56 (рис. 11.1). Этот спад произошел несмотря на то, что с 2000 по 2005 г. прибыль китайских компаний выросла почти на 50%. Инвесторы сделали то, что у них получается лучше всего: они слишком оптимистично оценили перспективы китайской экономики, и это привело к повышению цен до заоблачного уровня. Китай — еще один классический пример того, как под влиянием эмоций инвесторы забыли, что хорошая компания и хорошие акции — не то же самое.

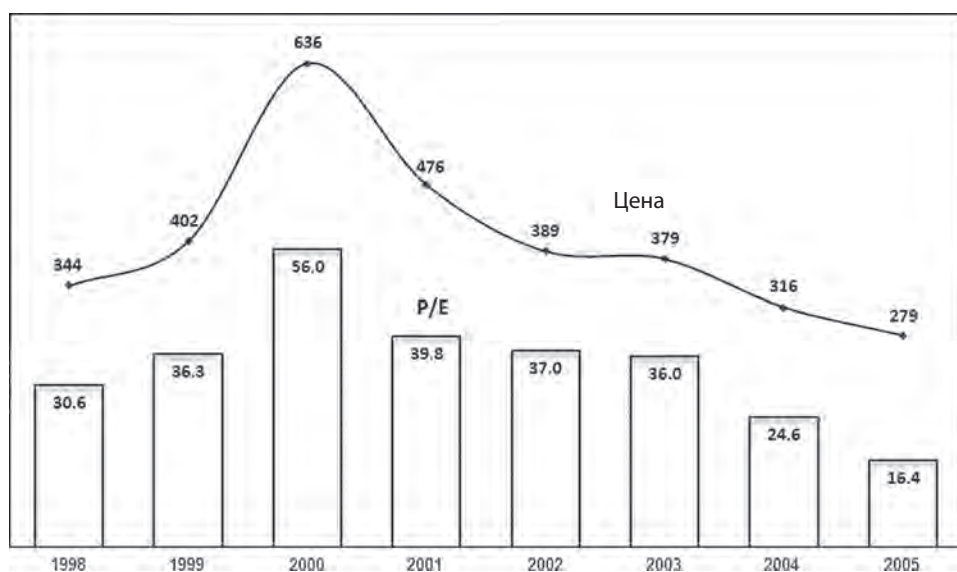


Рис. 11.1. Китайский фондовый рынок: Шэньчжэньская фондовая биржа

ВАЛЮТНЫЙ РИСК

Валютный риск устраняется путем диверсификации инвестиционного портфеля. Пытаться предугадать, как поведет себя та или иная валюта в будущем, — бесполезное занятие (за несколькими исключениями). Большинство экономистов, которые профессионально занимаются валютой, все равно в половине случаев ошибаются. Чтобы исключить большую часть валютного риска, необходимо наряду с использованием традиционных методов диверсифицировать портфель на уровне стран и регионов.

Если вы твердо уверены в направлении, в котором будет меняться курс той или иной валюты, и хотите увеличить долю определенной валюты

в своем портфеле или хеджировать риски, то в вашем распоряжении есть новый инвестиционный инструмент — валютные биржевые фонды. Они похожи на торгуемые индексные фонды (ETF), к которым инвесторы уже привыкли, но отслеживают поведение различных валют по отношению к доллару США. В конце 2006 г. в валютном фонде Rydex учитывались курсы семи валют: евро, мексиканского песо, шведской кроны, австралийского доллара, британского фунта стерлингов, канадского доллара и швейцарского франка. Чтобы участвовать в валютных биржевых фондах, вам не нужно открывать специальный счет для торговли на срочном рынке.

КОГДА НУЖНО ОСТАНОВИТЬСЯ?

На ум приходит вполне естественный вопрос: «Сколько средств американский инвестор должен вкладывать в национальный рынок?» Ответ на него будет зависеть от ответов на следующие вопросы: «Как много инвестиционных возможностей вы видите в США?», «Сколько активов вы готовы держать в виде денежных средств?», «Какие страны вы считаете надежными?», «Насколько привлекательными для вас являются инвестиционные возможности за пределами Соединенных Штатов?». Кроме того, не все зарубежные страны характеризуются одинаковой степенью риска.

С точки зрения риска большинство стран Западной Европы, на мой взгляд, обладают теми же характеристиками, что и Соединенные Штаты. К примеру, если вы не можете найти подходящие акции в банковском секторе США и покупаете бумаги высококлассного английского банка (которые набрали много очков по всем критериям триады КОР), повышаете ли вы тем самым риск в своем портфеле? Я считаю, что в этом случае вы его *сокращаете*. Инвестиции в Англию не более рискованны, чем в США, поэтому вы не идете ни на какой дополнительный страновой риск. Когда, инвестируя в зарубежные рынки, вы отказываетесь жертвовать каким-либо компонентом КОР и покупать исключительно американские акции, то тем самым уменьшаете степень риска в своем портфеле.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В предыдущих главах я уже говорил, что найти привлекательную для инвестиций компанию не составит труда на любом рынке. Нам повезло, что в США мы можем выбирать из сотен (если не тысяч) успешных предприятий. Однако, как уже упоминалось в главе 3, в ближайшее время в Соединенных Штатах инвесторам будет непросто найти достойную компанию, акции которой торгуются по привлекательной цене (с достаточно высокой маржей безопасности), поскольку общий уровень цен на американском фондовом рынке довольно высок. Когда на рынке начинается очередное ралли, инвесторы продают акции, которые исчерпали свою маржу безопасности, и потом им приходится искать новые возмож-

ности для инвестиций. В своем поиске не будьте близоруки под влиянием старых привычек!

Найти хорошую инвестиционную возможность несравнимо труднее, когда общий уровень цен высок. Если вы не готовы держать активы в виде денежных средств (некоторым менеджерам поручают поддерживать низкий остаток денежных средств), вам придется, жертвуя критериями КОР, покупать акции с минимальной или даже нулевой доходностью, а этого не стоит делать на любом рынке, особенно на рынке с боковым трендом. Международное инвестирование — это выход для тех, кто не готов к высокой доле денежных средств в своем портфеле.

Проще говоря, акции должны бороться за место в вашем портфеле. Чем больше пул акций, из которых вы можете выбирать, тем выше планка (альтернативная стоимость), которую они должны преодолеть, чтобы оказаться в вашем портфеле. Не стоит рассматривать акции зарубежных компаний как неприятное, но обязательное условие диверсификации. Они на самом деле должны поднимать планку для остальных инвестиционных инструментов и повышать качество вашего портфеля.

Продажа — пусть Дарвин гордится

Если акции считаются отличными при коэффициенте Р/Е 50, то и при коэффициенте Р/Е 15 они все равно будут отличными!

На боковом рынке нельзя переоценить значимость четкого алгоритма продажи. Без него инвестор — все равно что скоростная магистраль с въездами, но без выездов. На бычьем рынке влияние акций с отрицательной или низкой доходностью на весь инвестиционный портфель обычно заглушается ростом рыночных коэффициентов Р/Е в целом. Кроме того, свой вклад вносят так называемые суперакции — бумаги, прирост стоимости которых превосходит самые смелые ожидания многих инвесторов. Перечень таких акций на бычьем рынке 1982–2000 гг. был внушительным: «фантастическая пятерка» Кенни — первый пример, который приходит на ум, однако это лишь верхушка айсберга.

Отбор, оценка акций и диверсификация инвестиций являются ключевыми компонентами риск-менеджмента в отдельно взятом портфеле, а алгоритм продажи — цементом (связующим веществом), который удерживает их вместе. Все меняется (и не всегда к лучшему), и «оборонительный ров» наполняется илом, снижая качество некоторых компаний; в результате ухудшения основных показателей акции становятся более рискованными и менее привлекательными с инвестиционной точки зрения; если стоимость акций растет (что не может не радовать), то параллельно уменьшается драгоценная маржа безопасности.

Строгий алгоритм продажи привносит в портфель здоровую долю дарвинизма (принцип выживания сильнейших), и в результате из него вытесняются самые слабые акции, т.е. бумаги с плохими показателями или низкой маржей безопасности, в пользу более доходных инвестиций. Таким образом, это улучшает качество портфеля и уменьшает риск.

В долгосрочном инвестиционном портфеле большинство решений о продаже связано с одним из двух факторов.

1. Цена акций выросла; как следствие, исчезла маржа безопасности, и рыночная оценка компании перестала соответствовать вашим требованиям.

2. Ухудшились финансовые показатели компании, и она перестала отвечать вашим требованиям по шкале «Качество», или «Рост», или по обоим сразу (или вы полагаете, что это скоро произойдет).

ПРОДАЖА АКЦИЙ ПРИ ПОВЫШЕНИИ ИХ ЦЕНЫ

Акции необходимо покупать, когда соотношение риск/доход склоняется в вашу пользу, и продавать в противном случае. Если цена акции достигла справедливого уровня, т.е. она исчерпала маржу безопасности и ожидаемая ставка общей доходности не оправдывает ваши ожидания, то эту акцию следует продать — и точка!

Вы покупаете акции для того, чтобы заработать деньги. И когда бумага, как преданная собака, делает то, для чего она была куплена, — растет в цене — вам трудно с ней расстаться. В конце концов, эта акция помогла вам стать богаче. Продать переоцененную акцию — все равно что научить собаку приносить предметы и в качестве награды отправлять ее в конуру. Но акции, в отличие от домашнего питомца, нельзя обидеть или полюбить; это всего лишь инструмент для увеличения благосостояния. Даже когда вы решаете расстаться с акцией, вы должны выжать из нее все до последнего пенни (продать по самой высокой цене) перед тем, как окончательно с ней распрощаться.

Продажа — эмоциональный процесс, часто даже в большей степени, чем покупка. После того как вы провели анализ, а потом держали акцию в своем портфеле в течение некоторого времени, вы уже эмоционально к ней привязаны. Вы разговаривали с руководством компании, присутствовали на их презентациях и селекторных совещаниях, изучали финансовые отчеты, просматривали пресс-релизы, строили модели будущей прибыльности компании и т.д. Продажа акций приближает к концу ваше путешествие, и, если оно было удачным (стоимость выросла), вы не хотите, чтобы оно заканчивалось.

Но акции — не домашние питомцы. Вы сможете снова купить переоцененную акцию, которая была однажды продана, при условии, что она опять соответствует вашим критериям. Акция не знает, что вы ее хозяин (старая поговорка, распространенная на Уолл-стрит), и поэтому не обидится, если вы ее продадите.

Далее приводится несколько стратегий, которые помогут вам контролировать свои эмоции во время продажи акций.

Решите, как закончится игра, еще до ее начала

На ум приходит фраза, которую я слышал от Рода Дэвида, автора статей на <http://www.minyanville.com>: «У меня никогда не было акций, которые я не хотел бы продать». Для каждой ценной бумаги существует цена, по которой вы должны быть готовы с ней расстаться.

Самый простой способ справиться с эмоциональной привязанностью к акциям — решить и, следовательно, знать, как закончится игра, еще до ее

начала. Скорее всего, вы не так трепетно относитесь к компании, когда покупаете ее акции, чем когда их продаете. Чувства, которые приходят, когда акции уже в вашем портфеле, еще не успели развиться. Чтобы освободиться от эмоциональной привязанности, вы должны решить во время покупки, по какой цене будете продавать свои акции (например, за \$75), или лучше, при какой рыночной оценке (например, «Я продам эту акцию, когда коэффициент Р/Е будет равен 17 или когда коэффициент “цена / балансовая стоимость” составит 3,3»), и затем, когда цена или коэффициенты достигнут заданного уровня, немедленно продавать акции (при условии, что соотношение риск/доход не претерпело значительных изменений).

Когда показатели акции достигают заранее намеченных значений, решение о продаже должно быть принято автоматически, без каких-либо эмоций. Акция должна быть признана виновной в справедливой стоимости, и, чтобы она осталась в портфеле, необходимо собрать убедительные доказательства — именно так, а не наоборот. Вы должны помнить, что цена или рыночная оценка, намеченные во время покупки, определялись на основе неких весомых факторов, без участия эмоций, и поэтому, принимая решение «продавать или не продавать», вы должны учитывать в первую очередь их.

Лично я предпочитаю вычислять продажный коэффициент Р/Е на основе модели абсолютного Р/Е, которую мы обсуждали в главе 7. Для каждой компании, акции которой находятся в моем портфеле или название которой внесено в мой список наблюдения, я определяю и записываю справедливое значение коэффициента Р/Е, а также коэффициенты для покупки и продажи. Трудности при продаже акций на боковом рынке часто усугубляются тем, что, когда вы их продаете, все остальные покупают. В этом случае — когда акции достигают намеченного коэффициента Р/Е, а вам трудно с ними распрощаться, — лучше всегда вспоминать рис. 2.3 (вставьте его в рамку, если хотите).

Делегируйте ответственность

Одним из способов избавиться от эмоций, которые обычно сопровождают процесс продажи акций, служит передача права принять соответствующее решение человеку или организации (в зависимости от того, инвестируете вы в личных или профессиональных целях), которые с вашими акциями не так связаны, т. е. стороне с менее трепетным к ним отношением и более трезвым взглядом.

В организациях окончательное решение о продаже акций, естественно, после изучения всех доводов защиты (если таковые существуют) в пользу того, чтобы оставить акцию в портфеле, должен принимать аналитик или менеджер, который не занимался их отбором.

Если вы инвестируете свои собственные средства, то выступить в роли продавца могут друг, жена или консультант, которому вы доверяете. Конечно, при условии, что выбранный вами человек способен принимать грамотные решения. К примеру, несмотря на то что мой 6-летний сын Джоуна и годовалая дочь Ханна эмоционально не привязаны к моим акциям, они не могут принимать решения об их продаже. Подождем еще пару лет.

Мы не такие проницательные, как думаем о себе

На рынке с долгосрочным боковым трендом много бычьих, боковых и медвежьих циклов. Во время краткосрочных бычьих трендов вы будете часто продавать, поскольку временное повышение курсов поднимет стоимость многих ваших акций. Инвестиционные круги и СМИ будут настроены очень оптимистично. В вас зародится сильное чувство, что все, чего вы касаетесь, превращается в золото, потому что каждый раз, когда вы будете покупать акции, их цена будет расти. Вы подумаете: «Неужели я наконец-то раскусил фондовый рынок? Неужели я раскрыл секрет совета Уилла Роджерса — покупать акции, если они будут расти, а если они не будут расти, то не покупать их?»

Хотя вы, наверное, и стали проницательнее, но ненамного (извините). И ваши навыки в отборе акций тоже не сильно развились (еще раз извините). Вы просто стали свидетелем цикличного повышения курсов. Краткосрочный бычий тренд заставляет нас думать, что мы умнее, чем есть на самом деле (мы становимся самоуверенными), в то время как краткосрочный медвежий тренд вселяет в нас мысль, что мы глупее, чем есть на самом деле. Когда вы считаете себя очень проницательным, вы допускаете ошибки. Эйфория от успеха опасна, поскольку она усыпляет бдительность. Мы забываем о риске, если какое-то время с ним не сталкиваемся и видим только свои доходы. Вы должны всегда держать в голове это слово из четырех букв — Р-И-С-К!

Для меня лучший способ избежать ошибки — напомнить себе о том, что я глуп. Я беру годовой отчет компании, на которой потерял кучу денег, и заставляю себя читать его от корки до корки, тем самым убеждаясь в собственной глупости.

У всех есть такие акции, на которых мы потеряли много денег из-за слишком большой уверенности в собственных силах. Во время бычьего тренда мы часто забываем о своих неудачах. Но если вы хотите уменьшить их список, то во время цикличного бычьего рынка всегда помните о прошлых ошибках.

На (циклическом) бычьем рынке легко забыть алгоритм продажи и стать инвестором со стратегией «купить и забыть продать». Каждый раз, продавая акции, мы чувствуем себя глупыми, потому что в дальнейшем ее цена растет. Продавая акции, мы чувствуем, что поступаем неправильно (хотя при покупке все как раз наоборот). Не стоит каждый раз думать о том, как бы продать акции на максимуме. Нет, ваша задача — купить хорошие бумаги по низкой цене и продать их по справедливой!¹

Стратегия «Инвесторы роста сошли с ума»

Когда рыночная оценка акций достигает справедливого уровня, необходимо строго придерживаться алгоритма продажи. Однако стоимостной инвестор (я тоже этим грешу), как правило, продает акции слишком рано, не реализуя при этом дополнительный прирост стоимости. По мере того как акция растет и ее оценка становится справедливой в глазах стои-

мостного инвестора, ее начинают замечать как инерционные инвесторы, так и инвесторы роста, которые обычно покупают акцию у стоимостного инвестора и поднимают ее цену еще выше.

В большинстве случаев использование стоп-лосса (т. е. продажи акции, если ее стоимость упадет ниже определенного уровня) противоречит чутью стоимостного инвестора (так происходит со мной). Ситуация, когда цена акции падает при условии, что ее основные показатели не изменились, является с его точки зрения привлекательной — именно этого он и ждет. Но когда цена акции растет и компания начинает оцениваться справедливо, то дополнительный доход можно получить с помощью скользящего стоп-лосса — за счет того, что к акции начинают проявлять интерес инерционные инвесторы.

Продавая часть позиции, когда ее стоимость достигает заранее намеченного уровня (целевая цена), инвестор фиксирует прибыль (получает наличные). Если подождать, когда стоимость оставшейся части возрастет за счет менее осторожных участников рынка, то можно получить дополнительную прибыль, которая иначе была бы нереализованной. На этом этапе стоп-лоссы позволяют получить дополнительную прибыль и в то же время служат защитной мерой на случай снижения курса.

Осторожно: эта стратегия может не подойти инвесторам, в портфеле которых достаточно много акций (15–25), поскольку тогда им придется отслеживать слишком большое количество мелких позиций. Самый серьезный недостаток скользящих стоп-лоссов — эмоции — может обернуться против вас: пытаясь заполучить дополнительную прибыль за счет «инвесторов роста, которые сошли с ума», вы окажетесь в ситуации, когда курс акций начнет двигаться в обратном направлении, т. е. снижаться, и можете потерять значительную часть нереализованной прибыли, которую получили ранее.

Кроме того, эту стратегию следует использовать только в отношении акций с очень высокими показателями качества и (особенно) роста: именно такие бумаги чаще всего привлекают внимание инвесторов роста.

ПРОДАЖА АКЦИЙ ПРИ УХУДШЕНИИ ОСНОВНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ КОМПАНИИ

Когда меняются факты, я меняю свое мнение. А что делаете вы, сэр?

Джон Мейнард Кейнс

Ничто не вечно

Ничто не вечно в этом мире, за исключением бриллиантов. По крайней мере в этом нас старается убедить компания De Beers. Может быть, любовь вечна, но это уже тема для другой книги. У каждого конкурентного преимущества своя «продолжительность жизни», которая не бесконечна, и компаниям постоянно приходится придумывать что-то новое, чтобы

остаться в бизнесе. Одним это удастся лучше, другим хуже. Однако те компании, которые сохранили свое первоначальное преимущество, уже не развиваются, или отрасли, в которых они работают, перестали расти, или успех одной компании привел к тому, что она захватила значительную долю на рынке и сама фактически стала целой отраслью.

Если смотреть на акции сквозь призму триады «Качество — Оценка — Рост», то рыночная оценка — самый непостоянный показатель. В основном он зависит от колебаний курса акций, который более волатилен, чем ее финансовые показатели (соотношение риск/доход). Таким образом, составляющие «Качество» и «Рост» более стабильны по сравнению с «Оценкой». Рыночная оценка может измениться мгновенно, в то время как проблемы с качеством и ростом обычно накапливаются гораздо дольше (месяцы или годы), за исключением ситуаций, когда происходит что-то непредвиденное (например, компания проигрывает важный судебный процесс, теряет патент, несет убытки из-за урагана, меняется законодательство, регулирующее работу отрасли, и т.д.).

Брачный контракт и усиленный надзор

Может быть, меня обвинят в излишней образности, но я все-таки скажу: женитесь на своих акциях, но предварительно заключайте брачный контракт.

Хотя жениться на акциях — влюбиться и быть с ними рядом (не продавать) в горе и радости, болезни и здравии — неразумно на любом рынке, при боковом тренде это может быть пагубно для вашего портфеля. В идеальном мире, в инвестиционном раю, мы покупали бы акции успешных компаний, которые бы постоянно развивались. Курсы их акций постепенно росли бы вслед за корпоративной прибылью, и маржа безопасности все время оставалась бы на приемлемом уровне. Бизнес компаний никогда не менялся бы, так же как и конкурентная структура отраслей, в которых они работают. Ими руководили бы только сверхлюди, которые всегда принимали бы мудрые решения. Это было бы прекрасно, правда? Тогда мы могли бы спокойно жениться на всех своих акциях и не расставаться с ними никогда. К сожалению (или к счастью), фондовый рынок — не утопический рай.

Вам нужно найти баланс между слишком частой сменой спутников жизни (не продавайте акции после «одной неудачной шутки») и браком в полном смысле этого слова, т. е. навсегда. Мне не хотелось бы опускаться до сравнения инвестиций с голливудскими браками, которые редко длятся всю жизнь, а в большинстве случаев — лишь несколько месяцев или лет. Но у кинозвезд нужно научиться одному: жениться и выходить замуж, только подписав брачный контракт.

Вы должны покупать акции с намерением никогда с ними не расставаться (подход Уоррена Баффетта), но помнить о том, что существует вероятность неудачного брака, и до свадьбы (покупки) следует подписать брачный контракт, указав условия, при которых брак может быть расторгнут (акции будут проданы).

Условия брачного договора должны быть предельно четкими: следует определить и тщательно отслеживать важные показатели (к ним относятся рост продаж, чистая маржа, прибыль на капитал и другие, характерные для данной отрасли), которые отражают результативность бизнеса компании. К примеру, в розничном секторе такими показателями будут рост продаж в одном магазине, оборачиваемость товарно-материальных запасов, объем продаж на квадратный метр, маржа операционной прибыли, недостача (убытки вследствие кражи или порчи) и т.д.

Как только эти показатели перестанут соответствовать вашим ожиданиям, акции нужно поместить под «усиленный надзор» и тщательно за ними следить. Если в течение определенного срока (нескольких кварталов) показатели компании не улучшаются, то акции следует продавать («разводиться»).

К этому процессу следует подходить проактивно и избавляться от них до того, как проблемы становятся серьезнее. Держите акции с отрицательными показателями на коротком поводке, продавайте их раньше остальных и давайте компаниям меньше времени на решение проблем. На боковом рынке, где нет бодрящего попутного ветра растущих Р/Е и инвесторы настроены не так оптимистично, короткий поводок как никогда важен!

Я против подхода, при котором инвесторы оценивают компанию на основе квартальной прибыли: это может быть тщетным занятием. Если квартал за кварталом компания оправдывает ожидания аналитиков или даже превосходит их, это не значит, что она имеет хорошее качество или превосходные показатели. В прошлом бухгалтерская изобретательность помогала многим компаниям демонстрировать завидный прирост прибыли, и лишь потом выяснялось, что они устроивали этот ежеквартальный спектакль, искажая цифры или просто подделывая бухгалтерские книги.

Квартал — это всего лишь три месяца, примерно 91 день из гораздо более долгой жизни компании. Квартальная прибыль зависит от десятков переменных, многие из которых случайны по своей природе и проявляются за сравнительно короткий отрезок времени. На самом деле я считаю, что если компания постоянно превосходит ожидания Уолл-стрит, то ее следует тщательно проверить на предмет бухгалтерских махинаций. Вопреки тому, что твердят аналитики с Уолл-стрит, неожиданно низкая прибыль — это еще не конец света, и зачастую в подобной ситуации у инвесторов появляется отличная возможность купить хорошие акции по низкой цене, поскольку компании-«неудачники» жестоко наказываются финансовым сообществом.

Определите для себя целевые показатели компании, т.е. условия, при которых вы останетесь ей верны. Если компания перестала соответствовать вашим требованиям, ее нужно поместить под «усиленный надзор». Возможно, вам потребуется пересмотреть свои прогнозы относительно ее будущего: если вы ошиблись, тогда определите, по-прежнему ли выгодно покупать ее акции в свете нового прогноза. Одна неудача — еще не закономерность. Но, прибегая к «усиленному надзору», вы будете

выделять компании, требующие самого пристального наблюдения. То же самое касается цены и рыночной оценки: если компания попала в ваш список «провинившихся», то по отношению к ней не действует презумпция невиновности. Виновна, пока не доказано обратное! (Да, я знаю: это звучит не по-американски.)

Помните, что стакан наполовину пуст

Хотя в США принято ко всему подходить с оптимизмом, на боковом рынке, а также при анализе «провинившихся» компаний нельзя забывать, что стакан наполовину пуст. При этом нужно задать себе два важных вопроса.

1. Имеет ли данная проблема краткосрочный характер или она указывает на долгосрочную тенденцию?
2. Может ли она перерасти в более серьезную проблему?

Ниже приведен отрывок из моей статьи, написанной для сайта <http://www.minyanville.com>, в которой я анализирую финансовые показатели U. S. Bancorp за первый квартал 2005 г.

В этом квартале лишь немногие показатели со знаком «плюс» были связаны с естественным развитием компании. Я не обвиняю U. S. Bancorp в искусственном стимулировании роста. Мы наблюдали множество временных факторов, которые способствовали увеличению развития банка. Но проблема в том, что эти факторы больше не повторятся, и их нельзя использовать для долгосрочных прогнозов. Из-за таких далеко не впечатляющих результатов U. S. Bancorp попал в мой список для усиленного надзора. И если в следующем квартале объем депозитов в банке, его непроцентные доходы и активы не будут расти, то мне придется расстаться с акциями U. S. Bancorp.

Далее я привожу отрывок из моей статьи, написанной опять же для сайта <http://www.minyanville.com>, в которой я анализирую финансовые показатели U. S. Bancorp за второй (следующий) квартал 2005 г.

В прошлом квартале я включил U. S. Bancorp в свой список «провинившихся» компаний из-за недостаточно высоких финансовых показателей. Поэтому в этом квартале я изучал ее отчеты с особым интересом... В общем и целом результаты за этот квартал тоже не производят впечатления, но они позволяют заглянуть в будущее банка, поскольку его руководство продемонстрировало способность наращивать объем выданных кредитов и выручку за счет комиссионных.

Очень важно определить ключевые показатели для каждой компании (факторы, создающие и разрушающие стоимость) и тщательно их отслеживать. Для U. S. Bancorp важнейшим показателем была способность

наращивать объем депозитов и выданных кредитов естественным путем (а не через поглощения), поскольку, по мнению многих, именно это было ахиллесовой пятой компании. Существуют и другие, не менее важные показатели, на которые стоит обращать внимание при анализе банка (например, убытки по кредитам, коэффициент расходов, процентная маржа и т. д.), но в описанном выше случае эти переменные не рассматривались (по крайней мере в 2005 г.). Рыночная оценка U.S. Bancorp зависела в основном от способности компании самостоятельно развиваться.

Подведем итоги: во-первых, вам нужно найти акции, с которыми вы бы хотели никогда не расставаться. Во-вторых, подписать с ними брачный контракт. Во время брачной церемонии вы должны произнести клятву верности — определить показатели, создающие стоимость. Если компания нарушает свою клятву, то ее нужно поместить под усиленный надзор. Если ухудшение финансовых показателей окажется краткосрочным, акцию можно оставить в портфеле. Но если нет, то нужно немедленно подавать на развод.

Взгляните на ситуацию со стороны

Редкая способность смотреть на ситуацию со стороны, глазами постороннего человека — очень ценное качество. Ярким примером этого является случай с Intel в середине 1980-х гг. Компания, которая в то время зарабатывала в основном на производстве микросхем памяти, столкнулась с конкуренцией со стороны японских производителей. В результате прибыль Intel упала со \$198 млн в 1984 г. до каких-то \$2 млн в 1985 г. Энди Гроув, генеральный директор компании, несколько недель мучился вопросом «Что делать?». В своей книге «Выживают только параноики» (*Only the Paranoid Survive*, Doubleday Currency, 1996)* он вспоминает:

Я смотрел из окна на чертовое колесо в парке «Грейт Америка», которое вращалось вдалье, затем повернулся к Гордону [Муру — основателю Intel] и спросил: «Если бы нас выгнали и совет директоров нашел бы другого генерального директора, как ты думаешь, что бы он сделал?»

Гордон ответил без колебаний: «Он бы стал производить что-то новое, но не память». Я уставился на него в оцепенении и сказал: «Почему бы нам не выйти за дверь, затем не войти обратно и не сделать это самим?»

Intel занялась производством микропроцессоров и стала одной из самых прибыльных компаний в мире, объем продаж которой в 2005 г. достиг \$40 млрд, а чистая прибыль превысила \$8 млрд.

Посмотрев на ситуацию со стороны «Если бы нас выгнали и совет директоров нашел бы другого генерального директора, как ты думаешь,

* Гроув Э. Выживают только параноики: Как использовать кризисные периоды, с которыми сталкивается любая компания. — М.: Альпина Паблишерз, 2009.

что бы он сделал?», Энди Гроув сбросил многолетний груз эмоций (финансовые и эмоциональные затраты в связи с реализацией устаревшей товарной стратегии) и пришел к трудному (но чрезвычайно важному) решению. Взглянув на проблему глазами другого человека, Гроув ясно увидел: на нового директора не давил бы груз прошлого, и поэтому, принимая решения, он смотрел бы вперед, а не оглядывался назад.

Эту стратегию полезно использовать, принимая решения во многих сферах нашей жизни, но она особенно полезна в инвестировании, в частности, когда дело касается продажи акций. Когда мы пытаемся принять такое решение, нас часто преследует груз прошлого. Продавая акции с плохими показателями, мы думаем, что совершили ошибку, когда их покупали. Нужно признать, что не все наши решения удачны. Это горькая правда инвестирования. Перефразирую слова моего друга Тодда Харрисона: «Если бы не было риска, то это уже было бы не инвестирование, а беспроигрышная лотерея!»

Важно понять собственное поведение, когда дело касается инвестиционных решений. Я говорил об этом раньше и скажу еще раз: эмоции — наши злейшие враги в инвестировании, ведь они заставляют нас совершать ошибки. Один из подводных камней в нашем поведении — давление прошлого опыта на нынешние выводы. К примеру, чтобы чувствовать себя увереннее, мы принимаем решение по поводу продажи или покупки акций на основе ее цены в прошлом. Впоследствии мы связываем свои решения о продаже акции с ее покупной ценой (к примеру, если курс акции в данный момент низкий, мы продолжаем надеяться, что он все-таки вырастет). Мы часто привязываем свои решения к цене акции в прошлом, например к ее последнему максимуму или минимуму*.

Вы должны постараться абстрагироваться от ситуации (как это сделали Энди Гроув и Гордон Мур) и спросить себя: «Если бы кто-то другой управлял моим портфелем, что бы он сделал?» Такой подход поможет вам освободиться от груза прошлых решений и сконцентрироваться на будущем.

* Будучи стоимостным инвестором, я не признаю технический анализ в чистом виде без учета фундаментальных показателей. Акция, которая «пробила уровень сопротивления» (т. е. выросла), для меня менее привлекательна, чем акция, которая «пробила уровень поддержки» (т. е. упала). Однако я стал обращать внимание на уровни поддержки и сопротивления, так как со временем обнаружил, что они определяются человеческими эмоциями и затем сами их определяют. Если прекращается длительное падение курса акций и они вновь пытаются покорить прежние максимумы (уровни сопротивления), многие инвесторы, которые держали их и упустили момент, когда курс в последний раз находился на максимуме, на этот раз постараются избавиться от своих акций, чтобы вернуть себе уверенность в собственных силах. То же самое происходит с акциями, которые повторно достигают дна (уровней поддержки). Инвесторы, которые не купили эти акции в тот момент, когда они в последний раз достигли минимума, на этот раз осуществляют задуманное; они скупают все акции с ощущением, что получили второй шанс сделать выгодную покупку.

Хотя в уровнях поддержки и сопротивления нет никакой логики, они по-прежнему будут влиять на инвесторов, до тех пор пока решения о покупке и продаже ценных бумаг принимают люди, а не компьютеры.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Продажа акций — трудный процесс. Трудный потому, что он заставляет нас признать, что мы допустили ошибку, или потому, что мы не хотим расставаться с акциями, которые принесли нам деньги и сделали нас чуть-чуть счастливее. Иногда мы боимся, что продадим акцию слишком рано. Или продажа одной акции подразумевает, что нам придется впоследствии покупать другую, а мы не готовы сделать этот сложный выбор. Но продажа акций — это гарантия успеха наших решений об их покупке. На боковом рынке необходимы жесткие алгоритмы продажи и покупки активов. Поэтому вам нужно стать бдительным продавцом. Продавайте, когда оценка акций достигнет заранее намеченного уровня. Действуйте проактивно, пока основные показатели компании не ухудшились. Другими словами, продавайте, когда компания уже не соответствует требованиям КОР. Не ждите и не надейтесь!

Риски и диверсификация

Введение в риски и диверсификацию

Если пустить на вторичную переработку все научные труды, посвященные рискам и диверсификации, можно было бы спасти от вырубки не один гектар леса. В специализированных учебных заведениях студентам начинают разъяснять важность этих понятий уже с первого дня занятий, однако применению полученных знаний на практике, как правило, мешают длинные формулы, изобилующие греческими символами. В следующих двух главах, посвященных рискам и диверсификации, я попытался подойти к этим понятиям с практической точки зрения. Главы выделены в особый раздел, поскольку обсуждаемые в них вопросы имеют немаловажное значение на любом рынке.

НОВЫЙ ВЗГЛЯД НА РИСКИ

Вся наша жизнь — управление рисками, а вовсе не их устранение.

Уолтер Ристон,
бывший председатель совета директоров Citicorp

ЧТО ТАКОЕ РИСК?

В настоящей главе мне хотелось бы рассмотреть риски под новым углом зрения, а именно — через понятие случайности. Прежде чем начать подробное обсуждение, нам нужно дать формулировку риску. В рамках одного из существующих подходов риск определяется с точки зрения волатильности: это снижение цены акций или доходности ниже ожидаемого уровня. Согласно другому подходу, который был предложен Уорреном Баффеттом и Бенджамином Грэмом, риск — долгосрочный капитальный убыток. Можно ли назвать эти два определения взаимоисключающими? Истина, как всегда, лежит посередине.

Определение риска зависит от временного горизонта. При долгосрочных инвестициях — не менее пяти лет — наибольшую обеспокоенность у инвестора должен вызывать долгосрочный капитальный убыток. В этом случае волатильность рынка является лишь незначительным раздражающим фактором (из которого часто можно извлечь дополнительную выгоду, особенно если речь идет о рынке с боковым трендом). При условии, что волатильность — явление временное, через определенный период стоимость актива вернется на прежний уровень.

При краткосрочных вложениях волатильность — уже не временное явление. В этой ситуации даже недолгое снижение курса приводит к появлению длительного капитального убытка, поскольку инвестор не имеет возможности ждать, пока акции снова вырастут в цене. Именно поэтому структура инвестиционного портфеля должна определяться сроком, когда вам нужны деньги. По мере его приближения следует переходить на менее волатильные ценные бумаги с фиксированной доходностью, которые позволят вам получить необходимые средства. На этом этапе инвестор

не может мириться с волатильностью, поскольку она означает долгосрочный капитальный убыток. Представим, к примеру, что вам необходимо собрать средства для свадьбы дочери через 24 месяца. Вы приобрели портфель акций, однако их цена начала снижаться. У вас не остается выбора, поскольку день свадьбы приближается, и вам срочно нужно платить по счетам, поэтому вы продаете акции по текущей цене. Если она ниже цены их покупки, ваша сделка завершилась с капитальным убытком.

Долгосрочный капитальный убыток представляет большой риск для долгосрочных инвесторов, так как он не исчезает с течением времени. Поскольку эта книга предназначена для долгосрочных инвесторов, в качестве риска мы будем рассматривать долгосрочный капитальный убыток.

Что касается волатильности, следует помнить еще об одной ее немаловажной, хотя и менее очевидной особенности: она воздействует на наше эмоциональное состояние, вынуждая нас совершать ошибки — покупать по высокой цене и продавать по низкой. Если бы решения принимались кем-то очень рациональным, например компьютером, временные колебания цен не имели бы никакого значения. Но мы — не компьютеры, поэтому никогда не стоит забывать об эмоциональной составляющей волатильности. Старайтесь свести к минимуму ее влияние на инвестиционный портфель путем его диверсификации и/или приобретайте акции компаний из хорошо знакомых вам отраслей, где колебания цен не будут доставлять вам излишнего беспокойства.

СВОЙСТВА СЛУЧАЙНОСТИ

Какое отношение случайность имеет к риску? Если бы не случайность, наши прогнозы всегда сбывались бы на 100%, мы заранее точно знали бы последствия любого своего решения, и инвестирование не подразумевало бы ни малейшей доли риска, а значит, имело бы совсем другое название — победа.

Когда идет речь о случайности, наибольшее значение имеют две ее характеристики.

1. *Степень неопределенности.* Насколько непредсказуемо дальнейшее развитие событий в данной конкретной ситуации?
2. *Возможные последствия.* Насколько значительными могут быть последствия возможного развития событий для конечного результата? Если из корпоративного холодильника пропал чей-то обед, волноваться не стоит. Однако смерть одного из собственников или утрата им значительной доли капитала — серьезный повод для беспокойства.

Примечание. Степень определенности (неопределенности) можно подвергнуть более глубокому анализу, выделив еще две характеристики — частотность (с какой периодичностью происходит то или иное случайное событие) и предсказуемость (насколько точно можно его предсказать).

Частотность и предсказуемость того или иного события могут иметь большое значение, если вы точно определили его возможные последствия для инвестиций.

Если какое-либо событие можно классифицировать как непредсказуемое и чрезвычайно неблагоприятное, нужно решить для себя, как противостоять его возможным последствиям:

- как максимально обезопасить себя от непредсказуемых событий (т. е. быть в стороне, когда они произойдут);
- как свести к минимуму последствия случайных событий? Как защитить себя, если такое событие все-таки случится?

Анализ случайности и подготовка к ее последствиям носят не только теоретический характер. Вы ежедневно осуществляете их на практике, хотя часто этого не осознаете.

Когда вы принимаете решение о том, стоит ли вести машину в грозу, то прежде всего делаете для себя вывод о высокой степени непредсказуемости погодных условий. Затем вы оцениваете возможные последствия различных вариантов развития событий: падение на дорогу дерева или телеграфного столба или столкновение с другой машиной, водитель которой не справился с управлением на скользком шоссе, — далеко не самый благоприятный исход путешествия.

После того как вы уяснили для себя основные свойства случайности, вы начинаете думать о том, как обезопасить себя от непредсказуемых событий. Возможно, вы решите отказаться от путешествия, сведя случайность к нулю, или предпочтете широкой магистрали менее загруженную проселочную дорогу, чтобы снизить вероятность каких-либо происшествий. Наконец, если в этот день удача окажется не на вашей стороне, вы должны быть готовы сделать все возможное, чтобы свести к минимуму возможные последствия непредсказуемых событий. Так, вы можете поехать на большой машине или на автомобиле, имеющем подушки безопасности (если у вас есть выбор), и пристегнуть ремень безопасности (вы когда-нибудь воспринимали это устройство как способ защиты от случайности?).

ОХОТНИК НА КРОКОДИЛОВ, СЛУЧАЙНОСТЬ И ИНВЕСТИРОВАНИЕ

Стив Ирвин — знаменитый охотник на крокодилов из популярной телепередачи — был настоящим оптимистом и очень энергичным человеком. Его трагическая смерть от нападения ската-хвостокола многих повергла в шок. Не говоря уже о том, что его по-человечески жалко, ведь у него остались жена и двое детей, — его жаль вдвойне, поскольку всем было так интересно, чем еще он может нас удивить.

Как показывает жизнь С. Ирвина, возможная случайность сама по себе не означает риск: риск — это событие с отрицательными последствиями. Постоянное пребывание среди диких животных еще не означает риск,

поскольку последствия от общения с животными бывают разными. Например, общение с дикими пингвинами нельзя назвать очень опасным. Но С. Ирвин не был охотником на пингвинов. В статье, опубликованной в газете *Sydney Morning Herald* 5 сентября 2006 г., на следующий день после смерти С. Ирвина, были приведены слова продюсера программы «Охотник на крокодилов» Джона Стейнтона: «Мы со Стивом миллион раз оказывались в ситуациях, когда душа уходит в пятки, и каждый раз удивлялись, как нам удалось выбраться из такой переделки». Большая часть шоу С. Ирвина снималась в опасной близости от хищников (крокодилов, змей, пауков и т.п.), чье поведение практически непредсказуемо, а нападение может быть смертельно.

С. Ирвин, по всей видимости, очень любил свою работу, и, возможно, в этом мы должны следовать его примеру. Однако из его трагической судьбы также следует извлечь ряд ценных уроков, которые можно применить на практике инвестирования.

Урок 1. Случайностью можно управлять — не выходите за рамки своей компетентности

Нассим Талеб — автор книги «Одураченные случайностью»* (*Fooled by Randomness*, Texere, 2001). Она помогла углубить наше понимание случайности и той роли, которую она играет в нашей жизни. Однажды я спросил у него, от чего зависит случайность. В этот момент мы пили кофе в Брайант-парке на Манхэттене, и Нассим указал мне на беременную женщину, которая сидела на скамейке неподалеку, читая журнал. «Если бы мы с вами попытались угадать пол ее ребенка, — сказал он, — случайность для нас была бы абсолютной: мальчик или девочка, пятьдесят на пятьдесят. Однако если бы вы задали вопрос ее лечащему врачу после проведения ультразвукового исследования, уровень случайности был бы значительно ниже. Конечно, по-прежнему существовала бы определенная вероятность ошибки, поскольку врач мог неправильно истолковать данные исследования, но эта вероятность была бы очень невысокой».

Мне бы хотелось продолжить рассуждения Нассима. Если бы тот же самый врач провел трехмерное ультразвуковое исследование, точность его заключения увеличилась бы в несколько раз, а доля случайности сократилась бы до минимума. Наконец, после рождения ребенка, когда после многочасовых мучений мы имели бы перед глазами свершившийся факт, случайность ушла бы в прошлое, и пол ребенка можно было бы назвать со 100%-ной уверенностью.

Случайность не бывает абсолютной — одно и то же событие для одного человека может быть более случайным, чем для другого. Доля случайности понижается в геометрической прогрессии по мере накопления у нас знаний о предмете. Чем лучше мы понимаем деятельность компании,

* Талеб Н. Одураченные случайностью: Скрытая роль шанса на рынках и в жизни. — М.: SmartBook, 2007.

к которой причастны в силу своей профессии или посредством владения ее акциями, тем менее неопределенным для нас становится дальнейшее развитие событий.

Вероятность негативных последствий (смерти) от встречи с крокодилом для человека без необходимых знаний и опыта — такого, как я (по крайней мере, если речь идет о крокодилах), — чрезвычайно высока — наверное, около одного шанса из десяти. Богатый опыт, а также наличие необходимых знаний и навыков у С. Ирвина снижали эту вероятность приблизительно до одного шанса из тысячи.

Если бы я оказался один на один с крокодилом, я знал бы, откуда именно исходит основная опасность — от его челюстей, которые готовы в любой момент сомкнуться на одной из моих конечностей. Но у меня не было бы ни малейшего представления о том, как противостоять угрозе. Должен ли я стоять, не двигаясь? Или убегать, замечая следы? Или запеть? Или попытаться победить его взглядом? Без каких-либо знаний и опыта мне не удалось бы противостоять крокодилу ни секунды — вся эта ситуация была бы для меня полностью непредсказуемой.

Профессиональные навыки С. Ирвина и его опыт общения с дикими животными значительно снижали для него количество непредсказуемых событий и сводили к минимуму их возможные последствия, хотя и не устраняли их полностью.

Однако С. Ирвин вышел за пределы своей компетентности. Как сказал продюсер шоу, «если ему и суждено было умереть, он говорил, что это должно произойти в океане, потому что это совсем другая стихия... На суше Стив был очень ловким, быстрым и находчивым, но океан — совершенно другой мир, контролировать который он не умел».

(Хотя вероятность гибели от встречи с хищником для С. Ирвина была значительно ниже, чем для большинства из нас, такие столкновения в его жизни случались гораздо чаще — возможно, в 10 000 раз чаще, чем у всех нас, вместе взятых. Поэтому можно предположить, что некое происшествие с неблагоприятным исходом в этом случае было лишь вопросом времени.)

Урок 2. Альтернативные варианты развития событий и взгляд в прошлое

Один из методов исследования случайности состоит в анализе альтернативных вариантов развития событий в прошлом. Это означает, что следует уделять внимание не только фактически имевшим место событиям — т. е. вполне определенным (поскольку они уже свершились), наблюдаемым фактам, — но также ранее существовавшим вариантам развития событий. Нужно попытаться представить, что именно могло произойти и как изменилась бы ситуация в этом случае. Такое упражнение способствует развитию воображения, а также помогает предсказать вероятные события в будущем и должным образом к ним подготовиться.

Представим, что жизнь С. Ирвина, который ежедневно вступал в контакт с опасными хищниками, можно было бы проиграть сначала много

тысяч или миллионов раз. Без сомнения, среди всех возможных вариантов нашлось бы несколько таких, где удача продолжала бы ему сопутствовать, и он мог бы дожить до 100 лет. Но я готов поспорить, что многие альтернативные варианты жизни Ирвина все равно закончились бы преждевременной гибелью (хотя такие события едва ли могут быть своевременными). Итак, как ни трагична была его гибель, в определенной мере она была закономерна. Рано или поздно ему все равно пришлось бы столкнуться с последствиями работы в таких непредсказуемых и опасных условиях.

Если бы мы попытались представить различные варианты событий, сопровождавших на жизненном пути человека почти любой другой профессии — программиста, врача, ассистента администратора, — некоторые из них тоже могли бы окончиться смертью, например в автомобильной аварии по дороге на работу или в результате поломки дверей лифта. Однако на этот раз столь трагичных вариантов развития событий было бы значительно меньше. В жизни представителей вышеперечисленных профессий, вероятно, тоже была бы немалая доля случайности, но в отличие от случайности в жизни человека, постоянно вступающего в непосредственный контакт с опасными хищниками, для них она имела бы менее губительные последствия (например, у них могли украсть обед из корпоративного холодильника или внезапно закончился бы кофе).

Анализ прошедших событий предполагает понимание их сути уже после того, как они свершились. Будьте осторожны с таким анализом, так как это может иметь последствия:

- *вы можете стать излишне самоуверенными.* Мы редко думаем о том, что события могли бы принять другой оборот, и это неправильно. Анализ фактических событий вселяет в нас ложное ощущение абсолютной ясности и пресекает всяческое любопытство и стремление узнать, что еще могло бы произойти;
- *вы можете сделать неверные выводы.* Анализируя прошлое, мы, как правило, видим лишь тот вариант развития событий, который действительно имел место, и полностью исключаем случайность. Однако стоит помнить, что свершившиеся события — это лишь одна из множества ранее существовавших возможностей. Если же прошлое абсолютно неопределенно, выделяя в нем лишь один вариант развития ситуации, мы рискуем упустить много важных деталей или, что еще хуже, сделать неверные выводы;
- *у вас может возникнуть ложное ощущение контроля над ситуацией.* Анализ прошлых событий вселяет в вас уверенность, что вы знаете больше, чем в действительности, и лучше контролируете ситуацию.

Знание прошлого необходимо, чтобы верно предсказывать будущее. Однако прошлое покажет вам лишь один (хотя и бесспорный) вариант развития событий. Попробуйте отыскать и другие альтернативы.

Всегда ищите скрытые риски! Известная русская поговорка гласит: «Победителей не судят». Именно этот подход часто используется при анализе управленческих решений, финансовых результатов или рентабельности

инвестиций в компанию: если решение дало результат, значит, оно было верным.

Покажем на примере ошибочность анализа управленческих решений исключительно исходя из их результатов. Предположим, что генеральный директор компании, вся деятельность которой сосредоточена на острове Большой Кайман (он входит в состав Каймановых островов), решил в целях экономии отказаться от страховки против ураганов, сказав акционерам: «Зачем выбрасывать миллионы долларов на страховку, если мы можем вложить их в новые разработки?»

В первый год компании повезло, и урагана не было. Она сэкономила крупную сумму денег на страховых взносах, и ее прибыль взлетела до небес. Год был самым удачным за всю историю существования компании. Вопрос в следующем: надо ли поощрить генерального директора солидными премиальными за то, что он сэкономил миллионы на страховке от ураганов, или нужно его уволить?

Взглянув на прошлое через призму свершившихся фактов, легко принять решение о поощрении генерального директора, ведь он не потратил деньги на бесполезную страховку, сохранив для компании миллионы долларов.

Но, приняв такое решение, мы были бы вынуждены закрыть глаза на другие, наиболее вероятные варианты развития событий и на связанные с ними скрытые риски. Анализ альтернативных версий позволил бы нам получить иную, более точную картину. За период с 1871 по 2004 г. ураганы на острове Большой Кайман случались в среднем каждые 2¼ года. Иными словами, вероятность урагана каждый год составляет 44%. Такие данные основаны на 133 годах наблюдений, а это весьма продолжительный период.

Даже если некое событие в прошлом имело положительный исход, анализ альтернативных вариантов помогает лучше понять прошлую ситуацию, а значит, иметь более ясное представление о будущем.

В анализируемом примере значительный рост прибыли сопровождался (а точнее, был спровоцирован!) высоким скрытым риском. Генеральный директор не мог ни предсказать, ни контролировать приход на остров очередного урагана. Если отвергнуть предположение о том, что ему удалось с высокой точностью прогнозировать совпадение сотен различных факторов, определяющих рождение и направление ураганов, напрашивается вывод о том, что принятое им решение было чрезвычайно рискованным, ничем не обоснованным и означало смертельную угрозу для компании. Директору просто повезло, что в этот год урагана не было. Метеорологам сложно предсказать развитие уже сформировавшегося урагана даже на несколько дней вперед, поскольку оно определяется совпадением множества случайных факторов, которые, в свою очередь, оказывают влияние на другие обстоятельства.

В конце 1990-х гг. инвесторы, вложившие средства в бурно растущие акции компаний в сфере высоких технологий через взаимные фонды, думали: «Ну так в чем же здесь риск?»

До марта 2000 г. инвестирование в акции интернет-компаний и скупающие эти акции взаимные фонды не представляли никакого очевидного риска, однако скрытый риск был огромным. Анализируя события лишь с точки зрения очевидных рисков, мы полностью отдаем себя на волю случайности, поскольку именно она решает, какие именно риски открыть нашему взору. Когда анализ результатов основывается исключительно на очевидных рисках, легко приписать менеджеру инвестиционного отдела или руководителю организации заслуги, единственный автор которых — госпожа Удача.

В следующий раз, когда вы услышите, как менеджер взаимного или хеджевого фонда хвастает небывало высокой доходностью при практически полном отсутствии (очевидного) риска, вспомните наше обсуждение случайности и подумайте о вариантах развития событий в прошлом. Возможно, прибыль была результатом таланта менеджера, а может быть, фонд пошел на значительный риск, увеличив леверидж или поставив на единственный сектор рынка. До сих пор госпожа Удача была на его стороне, но в будущем все может измениться. Подумайте о цене ошибки. А если бы Удача взяла выходной или небольшой отпуск? Что тогда случилось бы с фондом и его инвестициями?

Именно поэтому полезно анализировать деятельность взаимных фондов и инвестиционных менеджеров исходя из наименее удачных для них периодов, а не из средней прибыли за долгосрочный период. Однако даже такой анализ не всегда позволяет выявить скрытые риски. Так, успех крупного хеджевого фонда Amaranth был феноменальным до тех пор, пока... пока однажды его источник иссяк. Летом и осенью 2006 г. фонд, используя высокий леверидж, сделал ставку на природный газ. Поначалу его прибыль была фантастической, но затем фонд менее чем за месяц потерял миллиарды долларов.

Еще один пример — хеджевый фонд Long-Term Capital Management (LTCM), в числе директоров и инвесторов которого были два лауреата Нобелевской премии — Майрон Шоулз и Роберт Мертон. LTCM также пережил огромный успех, который в один момент ушел в прошлое. Фонд по праву мог гордиться своей прибылью, полученной с использованием высокого левериджа. В 1998 г., когда стратегия LTCM обернулась против него, потребовалось лишь четыре месяца, чтобы прибыль, полученная за предыдущие четыре года, исчезла без следа, что повлекло за собой значительные убытки для инвесторов.

Урок 3. Предусмотреть тот или иной вариант развития событий бывает очень сложно

Не все возможные варианты развития событий (случайные события) очевидны при анализе. С. Ирвин погиб от нелепой случайности, ужаленный в область сердца скатом-хвостоколом. По данным CNN, с 1969 г. от нападения этой рыбы в Австралии погибло лишь 17 человек. Трудно сказать, насколько точны эти данные, однако не вызывает сомнений,

что гибель человека при таких обстоятельствах — большая редкость. Предположим, что на 10 000 австралийских пляжей ежедневно отдыхает и купается в море миллион человек. Таким образом, за период с 1969 по 2006 г. у берегов Австралии искупалось почти 13,5 млрд человек (1 миллион × 37 лет × 365 дней). Если соединить эти данные со статистикой CNN, можно рассчитать, что вероятность гибели от нападения ската-хвостокола для С. Ирвина составляла 1 из 794 миллионов (13,5 млрд разделить на 17). Едва ли кто-то стал бы всерьез рассматривать этот вариант, если бы захотел проанализировать существующие пути развития событий. Однако случайность остается случайностью, и предугадать ее невозможно.

Диверсификация помогает снизить связанный с нею риск, особенно когда какой-либо вариант развития событий предсказать очень сложно — роковое обстоятельство может нанести непоправимый урон одной-двум компаниям из вашего портфеля, однако остальные останутся невредимы.

ПОНИМАНИЕ ВНУТРЕННЕЙ СТРУКТУРЫ И ВЗАИМОСВЯЗЕЙ МЕЖДУ КОМПОНЕНТАМИ ТРИАДЫ «КАЧЕСТВО — ОЦЕНКА — РОСТ»

В своей книге «Против богов»* (*Against the Gods*, John Wiley & Sons, 1996 г.) Питер Бернстайн пишет:

Сущность управления риском состоит в максимизации набора обстоятельств, которые мы можем контролировать, и минимизации набора обстоятельств, контролировать которые нам не удастся и в рамках которых связь причины и следствия от нас скрыта.

Нам как инвесторам важно, следуя совету Бернстайна, покупать акции, которые мы в определенном смысле можем *контролировать*, снижая долю случайности с помощью своих знаний (углубленного анализа) и опыта. Необходимо четко понимать:

- *механизм взаимодействия различных переменных внутри каждого из компонентов КОР.* К примеру, как отразится потеря патента на лекарственное средство на денежных потоках фармацевтической компании, ее способности выполнять свои финансовые и контрактные обязательства и перспективах увеличения прибыли;
- *взаимодействие между компонентами КОР.* Продолжая рассматривать тот же пример, инвестор должен быть в состоянии оценить результат снижения показателей качества и роста для оценки компании.

* Бернстайн П. Против богов: Укрощение риска: Пер. с англ. — М.: Олимп-Бизнес, 2008.

Понимание внутренней структуры и взаимосвязей между компонентами триады КОР поможет вам при покупке и продаже активов — вы сможете принимать обоснованные решения. Например, если фундаментальные показатели для каких-либо акций из вашего портфеля ухудшатся, вы сможете принять разумное и спокойное — а значит, с высокой долей вероятности, правильное — решение.

Представим себе диаметрально противоположную ситуацию, когда «инвестор» (едва ли такого человека можно считать инвестором в полном смысле слова) не видит причинно-следственных связей, не проводит никакого анализа и покупает хаотичный набор акций, выбирая их по принципу «классное название» или «у моего шурина есть такие». Этот воображаемый инвестор практически не контролирует инвестиционную среду, и его поведение нерационально, поскольку у него нет никаких аналитических знаний. Конечно, если ему улыбнется удача, он получит невероятную прибыль, как это происходило в конце 1990-х гг., когда незнание казалось лучшей тактикой.

Однако рано или поздно случайность все равно возьмет свое, и такие инвесторы дорого поплатятся за свою беспечность, как после разрыва «мыльного пузыря» в самом начале XXI в.

Как я уже говорил, у каждого из нас есть свой круг компетентности, а значит, и круг некомпетентности. Важно знать пределы своих возможностей. Именно из таких соображений Уоррен Баффетт избегает компаний в сфере высоких технологий и других областях, которые, по его собственному мнению, он не слишком хорошо понимает. Вооружившись знаниями и опытом, а также последовательной, хорошо продуманной инвестиционной стратегией, вы сможете в значительной степени контролировать ситуацию путем грамотного выбора ценных бумаг и размещения активов.

ВЛИЯНИЕ СЛУЧАЙНОСТИ НА ЦЕНУ АКЦИЙ

В предыдущих главах мы обсудили важность выявления и постоянного наблюдения за факторами, способствующими росту или падению курса акций тех компаний, которые входят в инвестиционный портфель. В этой главе я предлагаю углубить этот вид анализа и проследить влияние случайности на переменные, определяющие динамику курса акций. Другими словами, ранее мы определили, почему их цена может расти или падать; теперь пришло время решить, насколько мы в состоянии прогнозировать эти колебания.

Рассмотрим в качестве примера нефтедобывающие компании. Прибыль таких компаний и динамика курса их акций находится в непосредственной зависимости от цены на нефть. Для нефтяной компании разница в цене на нефть в \$45 за баррель и \$25 за баррель составляет \$20 чистой прибыли до налогообложения, а для некоторых из них эта разница определяет убыточность или прибыльность их бизнеса. Тем не менее нефтяные компании имеют весьма ограниченное влияние на рыночную цену на нефть.

Как показывает опыт, даже Организация стран — экспортеров нефти (ОПЕК), контролирующая две трети мировых запасов черного золота, практически не может влиять на его цену. Чтобы ее прогнозировать, требуется с высокой точностью предсказать будущий спрос и предложение и ответить на множество непростых вопросов.

- Увеличится ли спрос на нефть со стороны Китая и других развивающихся стран по мере роста потребления на душу населения до уровня развитых стран?
- Находится ли Китай на грани экономического кризиса, вызванного значительным объемом задолженности и высоким операционным левериджем этого производителя мирового масштаба? Верно ли, что спад в мировой экономике может спровоцировать в Китае начало экономической «ядерной зимы» и, как следствие, падение спроса на нефть?
- Достигнут ли пик добычи нефти в Саудовской Аравии — крупнейшей из стран-производителей?
- Правда ли, что запасы легкодоступной (т.е. дешевой) нефти подходят к концу?
- Произойдет ли снижение объемов производства нефти в России после ужесточения контроля правительства над нефтяной промышленностью?

Построение прогнозов еще больше осложняется тем фактом, что в этом случае по части нельзя судить о целом, поскольку ситуация будет зависеть и от взаимодействия различных факторов.

- Могут ли высокие цены на нефть создать достаточное политическое давление для возобновления строительства атомных электростанций и увеличения правительственных инвестиций в поиск альтернативных источников энергии?
- Приведут ли высокие цены на энергоносители к спаду в мировой экономике?
- Откажется ли значительная доля потребителей от своих внедорожников, потребляющих немало топлива, ради экономичных машин с гибридным двигателем типа Toyota Prius?
- Приведет ли рост цен на нефть к открытию новых месторождений вследствие увеличения финансирования нефтепоисковых работ?

Помимо всех вышеперечисленных, стоит отметить еще два момента: даже если бы на все эти вопросы можно было ответить, определить сроки наступления и размах возможных событий (их время и последствия) очень сложно или даже невозможно, поскольку это зависит от множества других переменных. К примеру, чтобы понять, произойдет ли увеличение или уменьшение спроса со стороны Китая, нужно учесть политическую обстановку в этой стране; спрос со стороны США и других крупных потребителей на товары китайского производства; ставки рефинансирования в Китае и других странах; уровень вмешательства правительства

Китая в экономику; товарную, налоговую и валютную политику страны, а также, возможно, сотни других немаловажных факторов. Хотя многие из нас считают, что мы держим руку на пульсе цены на нефть, в действительности это не так. Большинство из нас не имеет о ней ни малейшего представления, в то время как ее влияние на акции нефтяных компаний чрезвычайно велико.

Что же дальше? Как предусмотреть последствия случайности при составлении своего портфеля?

Первый вариант — уход от проблемы: вы просто не должны быть участником событий, когда тот или иной вариант развития сюжета воплотится в жизнь. В этом случае от акций нефтяных компаний лучше полностью отказаться.

Второй вариант — более сложный, однако он часто позволяет рассматривать риск в качестве дополнительной возможности. Следует свести к минимуму возможные последствия случайности путем использования триады «Качество — Оценка — Рост». КОР — очень эффективная методика инвестиционного анализа, особенно когда речь идет о предотвращении возможных последствий какого-либо случайного события для акций конкретной компании.

«Качественной» компании будет легче принять бой, чем менее надежной с инвестиционной точки зрения и с неоправданно высокой долей заемного капитала. Сильные балансовые показатели помогут высококлассной компании удержаться на плаву и пройти через все испытания. Кроме того, можно ожидать грамотных действий от ее достаточно адекватного руководства.

Также следует помнить об оценке стоимости акций. На ежегодном собрании акционеров Berkshire Hathaway Уоррен Баффетт сказал:

Если инвестор хорошо понимает деятельность компании и четко видит ее перспективы на будущее, ему требуется лишь минимальная маржа безопасности. Чем более уязвима компания, тем бóльшая маржа безопасности вам необходима, чтобы в нее инвестировать. Представьте, что вы ведете грузовик массой 9800 т по мосту, максимальная нагрузка которого составляет 10 000 т. Если мост находится на высоте 15 см над пропастью, вы можете ощущать себя вполне уверенно, однако, если мост пересекает Большой Каньон, вам, вероятно, захочется увеличить маржу безопасности.

Мост «на высоте шесть дюймов над пропастью», о котором говорил Баффетт, предполагает минимальные негативные последствия в случае, если обстоятельства обернутся против вас. Однако чем более значительным может быть их воздействие, тем выше должна быть маржа безопасности. Возвращаясь к разговору о нефтяных компаниях, стоит сказать, что акции компании, которая на первый взгляд кажется далеко не самой успешной, могут оказаться очень хорошим объектом для инвестиций при наличии высокой маржи безопасности. Так, если цена на нефть составляет \$45

за баррель, а акции компании продаются по цене, адекватной для цены на нефть на уровне \$25 за баррель, маржа безопасности достаточно высока. Даже если произойдет падение цены на нефть с \$45 до \$25, курс акций не должен претерпеть значительных колебаний, поскольку в их цену уже был заложен самый худший сценарий развития событий.

Что касается показателей роста, то даже если вследствие какого-либо неблагоприятного события, например падения цены на нефть, прибыль такой компании снизится, постоянно растущая доходность и денежные потоки со временем помогут ей оправиться от потрясения. Постепенно ее показатели вернутся на прежний уровень за счет увеличения оборотов. При этом нужно сосредоточить свое внимание на компаниях, которые постоянно повышают объемы производства, поскольку именно таким образом они смогут справиться с последствиями падения цен. Интересно отметить, что для крупнейших нефтедобывающих и нефтеперерабатывающих компаний — ExxonMobil, Chevron, BP Amoco и Royal Dutch/Shell — в последнее время нехарактерны высокие темпы естественного увеличения производства (т. е. за счет увеличения объемов добычи, а не приобретения новых активов).

ЦЕНА ОШИБКИ

Случайность таит в себе один подвох. Вам никогда не удастся полностью избавиться от нее, вне зависимости от того, насколько диверсифицирован ваш портфель. Даже если вы владеете всеми без исключения классами активов во всех странах мира, вы не застрахованы от наступления Армагеддона (падения на Землю метеорита, последствий глобального потепления и т. п.). Любое решение, которое мы принимаем, несет в себе элемент (смертельно опасной) случайности (каждый год люди гибнут во время путешествий на автомобилях и самолетах и даже когда едят и стригут газоны). Однако невозможно постоянно волноваться обо всем, и мы продолжаем наши обычные занятия (хотя, должен признаться, я нанял специального человека, чтобы стричь газон, — мне просто лень этим заниматься).

Принимая решение, важно осознавать цену возможной ошибки (подробнее об этом см. главы 14, 15). Возьмем, к примеру, одно из наших обычных регулярных занятий — уплату налогов. Нам нужно принять решение о том, какую именно сумму следует указать в налоговой декларации. В своих дальнейших рассуждениях я не беру в расчет вопросы морали и гражданской ответственности. Для целей настоящей книги я решил подойти к этому вопросу с позиций Джона Мейнарда Кейнса, который сказал: «Уклонение от налогов, пожалуй, единственная игра, где все еще можно получить какой-то выигрыш».

В налоговом законодательстве существует ряд недостаточно четко прописанных моментов, которые могут быть интерпретированы по-разному. Каждый год, заполняя декларацию, нам приходится делать выбор (например, воспользоваться ли налоговым вычетом на сотовую связь, которая использовалась не только для работы, но и для развлечений, и «забыть» ли

указать в графе «Налогооблагаемый доход» пару сотен долларов, заработанных от продажи старых игрушек через систему eBay). Наши маленькие хитрости в случае, если они будут обнаружены, закончатся для нас уплатой соответствующей суммы налога, а также нескольких штрафов и процентов дядюшке Сэму. Существует также ряд махинаций, которые относятся к разряду преступлений и классифицируются как уклонение от уплаты налогов (например, укрывательство доходов или составление изощренных схем с целью неуплаты налогов). Такие действия могут закончиться тюремным заключением, как это произошло с Аль Капоне. Вероятность проверки компании ежегодно составляет приблизительно один к двадцати (5%), а шансы раскрытия Налоговым управлением США наших маленьких (или не очень) хитростей, по-видимому, еще более незначительны.

В любом случае вероятность быть пойманным невелика — предположим для целей настоящего рассуждения, что она одинакова в обоих случаях. Чем же определяется различие между чрезмерно активным использованием налоговых вычетов и прямым нарушением законодательства? Ценой, которую мы заплатим, если будем пойманы (ценой ошибки). Большинство из нас готовы заплатить долги по налогам и все необходимые штрафы, даже если для этого потребуются взять деньги взаймы. Однако я готов поспорить, что очень немногие готовы провести несколько лет в тюрьме за уклонение от уплаты налогов. Я не стремлюсь навязать кому-либо свою точку зрения, но, по моему мнению, заработать деньги мы всегда успеем, но живем мы лишь раз, и лучше провести жизнь на свободе. Мораль здесь такова: принимая решения, всегда думайте о цене возможной ошибки (или о последствиях в случае, если вас поймают с поличным).

Это относится и к нашей репутации. Уоррен Баффетт сказал, что нужны годы, чтобы ее заработать, и лишь пять минут, чтобы потерять. Лично для меня испорченная репутация — слишком дорогая плата за ошибку: я люблю свою работу и хочу, чтобы мои дети могли мной гордиться. Поэтому каждый раз, когда мне приходится делать выбор в какой-либо скользкой ситуации, при малейшей вероятности, что мои действия могут быть раскрыты, я думаю о цене ошибки, которую не могу себе позволить заплатить. Я забываю обо всех возможных выгодах и думаю лишь о последствиях провала.

Это относится и к долгам. Залог дома с целью приобретения перво-классных (или не самых первоклассных) акций может стать началом большого успеха — ваш уровень жизни повысится, дети будут ходить в хорошую школу, и вы часто будете ездить на отдых. Но есть и другой вариант развития событий, который вы, возможно, не в состоянии себе позволить, — вы будете жить на улице, ваша семья будет разрушена, а дети никогда не поступят в колледж.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Мир инвестиций полон случайностей — это своего рода профессиональный риск. Наши знания, навыки и опыт помогают нам снизить опасность,

связанную со случайностью, однако полностью устранить ее невозможно, поскольку инвестиционный мир по своей сути не может быть полностью предсказуемым. Долю случайности можно снизить, а ее последствия для вашего портфеля сделать менее губительными, если не выходить за пределы своей компетентности и постоянно проводить глубокий анализ инвестиционной среды. При этом нужно уделять внимание не только свершившимся фактам (которые часто являются следствием случайного стечения обстоятельств), но и тем событиям, которые были вероятны в прошлом. Нужно извлекать из него уроки и оценивать не только то, что актуально сегодня, но и альтернативные варианты развития событий. Если вам встретится на пути компания, которая в значительной степени подвержена действию различных значительных, но труднопредсказуемых событий, убедитесь, что ее позиции по шкале «Качество — Оценка — Рост» достаточно высоки. Наконец, диверсифицируйте свой портфель, чтобы обезопасить себя от возможных последствий случайности!

НОВЫЙ ВЗГЛЯД НА ДИВЕРСИФИКАЦИЮ

В 1965 г. Стив Маккуин сыграл главную роль в картине «Цинциннати Кид», классическом фильме о покере на все времена. Благодаря этой ленте я до сих пор не стал ни нищим, ни баснословно богатым. Кульминация фильма — сцена финального раунда игры в пятикарточный покер, когда Стив Маккуин («Кид») и Эдвард Робинсон («Король покера») раскрывают карты. Эта сцена произвела на меня неизгладимое впечатление, еще когда я учился в школе. После сдачи первых трех карт Робинсон делает большую ставку на возможный флэш — глупое решение (если хоть какое-то решение этих двух игроков можно назвать глупым), особенно учитывая, что у Маккуина открытая пара. Банк становится все больше и больше. Маккуин заканчивает игру с фулл-хаусом (три туза и две десятки), который проигрывает стрейт-флашу Робинсона. Когда Робинсон переворачивает свою закрытую карту — бубнового валета, — лицо Маккуина белеет. Он уничтожен. Звучит динамичная музыка. С лица Маккуина капает пот, и он, не веря своим глазам, смотрит на карты Робинсона.

Фредерик Поу-мл., Forbes

Я не могу одновременно инвестировать в 50 или 75 активов. Получится какой-то Ноев ковчег — вы очутитесь в зоопарке. Я предпочитаю вкладывать крупную сумму денег в несколько типов активов.

Уоррен Баффетт

Часто говорят, что диверсификация — единственное, чем может воспользоваться инвестор, не опасаясь последствий, поскольку эта стратегия снижения риска необязательно ведет к уменьшению доходности. Так ли это? Уоррен Баффетт не согласен: «Диверсификация — это защитная мера против неведения. Она не нужна инвесторам, которые знают, что делают».

Оба утверждения правильны. С одной стороны, инвесторы часто забывают о диверсификации, вкладывая деньги лишь в несколько компаний и подвергая себя ненужному риску. Кенни, нашему инвестору, вложивше-

му большую часть своего капитала в сильно переоцененные акции пяти технологических компаний, этот урок дался нелегко. В подобной ситуации вы должны спросить себя, чтобы произойдет, если одна (или несколько) из ваших акций за ночь потеряет большую часть своей стоимости — вполне возможная ситуация. С другой стороны, ни в одном учебнике по финансовому делу не говорится, что портфель, состоящий всего из нескольких акций, полностью лишает вас способности рационально мыслить в тот момент, когда это больше всего необходимо, — в сложных условиях. Управление эмоциональной составляющей инвестиционного процесса — один из субъективных аспектов управления риском при помощи диверсификации. В традиционных учебниках и курсах по финансовому делу это не учитывается, поскольку они рассматривают окружающий мир как неизменно рациональный.

НЕ СТАВЬТЕ ВСЕ НА ОДНУ КАРТУ!

Эта история произошла с одним моим другом. Давайте назовем его Джек (хотя его зовут Брайаном). Он и его жена работали в компании Marsh & McLennan, крупнейшем страховом брокере в мире. Это была всеми уважаемая фирма с рыночной капитализацией более \$20 млрд и доходом свыше \$12 млрд — не какая-нибудь стартап-компания с неопределенным будущим, а любимец Уолл-стрит — неоспоримый лидер. С годами Джек и его жена накопили много акций Marsh, которые они не спешили продавать.

Как-то в 2000 г. Джек спросил меня, что я думаю по поводу их финансового положения и такого большого количества акций Marsh в их портфеле. Я ответил, что, хотя не считаю, что в ближайшем будущем Marsh выйдет из бизнеса, не стал бы держать весь свой капитал в одной компании. Работники Enron, MCI и Lucent не могли предположить, что их пенсионные накопления исчезнут, даже за несколько месяцев до банкротства своих компаний. Хотя вероятность того, что Marsh обанкротится, была очень и очень маленькой, низкий уровень риска не оправдывал отсутствия диверсификации в инвестиционном портфеле этой семейной пары, особенно учитывая, что доходы обоих (зарплата) тоже зависели от Marsh. Джек выслушал меня и согласился с моими доводами. Однако он посчитал все это несрочным и, погрузившись в ежедневные заботы, ничего не предпринимал до тех пор, пока...

Несколько лет спустя, в один прекрасный солнечный день (по крайней мере он был солнечным в моей части Денвера) я ехал на работу, когда мне позвонил Джек и спросил: «Ты слышал, что случилось с Marsh & McLennan?» Я ничего не знал. Джек объяснил, что Элиот Спитцер (в то время генеральный прокурор штата Нью-Йорк) начал судебный процесс против Marsh, обвинив компанию в нечестном предложении цены. По мнению Спитцера, Marsh нарушала интересы своих клиентов, когда взимала с них (часто скрытые) «встречные комиссионные». После этой новости акции Marsh упали почти вдвое, так как значительную часть прибыли компания получала за счет таких комиссионных.

В финансовом сообществе начали поговаривать о банкротстве. К моему удивлению, Джек был очень спокоен (учитывая, что на тот момент акции Marsh составляли все его активы) и спросил, что, по моему мнению, он и его жена должны делать с акциями.

В подобной ситуации, когда, казалось бы, рушатся небеса, вы должны оценить вероятность различных вариантов развития событий. Банкротство Marsh, которое еще за день до иска казалось немыслимым, вдруг стало потенциально возможным. По крайней мере его вероятность выросла с одного случая на миллион до не менее отдаленной, но вполне реальной цифры. Задолженность компании была не очень высокой — около 30% от совокупных активов, однако без «встречных комиссионных»* (будущее которых было неопределенным, и на их долю приходилось почти 100% валовой маржи) Marsh стала бы если не совсем, то почти убыточной. Кроме того, ситуация с этой компанией отдаленно напоминала фиаско Arthur Andersen, в которой судебный процесс привел к массовому оттоку клиентов и ликвидации компании. Поскольку обе фирмы работали в сфере интеллектуальных услуг и доверительных операций, они похожи.

Если бы в инвестиционный портфель наряду с акциями Marsh входили еще 15–20 бумаг, то незначительный риск банкротства этой компании (худший из сценариев) был бы одним из рисков в портфеле с соответствующим распределением вероятностей осуществления. Однако теория не говорит нам о том, что в ситуации, когда риск с низкой вероятностью осуществления является крайне нежелательным (а банкротство Marsh было крайне нежелательным для Джека), инвестор начинает воспринимать его как гораздо более вероятный вариант развития событий.

Портфель Джека был недиверсифицирован, и он не мог себе позволить считать банкротство Marsh всего лишь одним из рисков с низкой вероятностью осуществления, поскольку последствия банкротства были для него крайне нежелательными.

P.S. После нашего разговора Джек с большими убытками продал значительную часть своих акций. Как раз в то время, когда против Marsh был начат судебный процесс, Джек собирался покупать новый дом, но ему пришлось расторгнуть договор. Он потерял большую часть первоначального взноса и был неуверен, что в будущем вместе с женой останется на своей работе. К счастью, никто из них ее не потерял. Несколько месяцев спустя Джек перешел в другую компанию (на более высокую должность), чтобы диверсифицировать источники своих доходов (к тому же условия работы в Marsh были не такими, как прежде). Готов поспорить, что Джек больше никогда не будет так легкомысленно относиться к диверсификации.

* «Встречные комиссионные» — практика, согласно которой посредник (в данном случае страховой брокер) получает комиссионные не только от страховой компании, но и от клиентов, приобретающих ее полисы. — *Прим. ред.*

СЛИШКОМ МНОГО ЯИЦ ИЛИ СЛИШКОМ МНОГО КОРЗИН

Однако инвесторы, которые вложили деньги в акции сотен компаний, подвергаются другой опасности — неведению. Согласно словарю, слово «неведение» означает неосведомленность, незнание, невежество. Именно это, говоря о диверсификации, имеет в виду У. Баффетт. Если портфель состоит из акций большого количества компаний, то инвестор просто не в состоянии иметь о каждой из них полную информацию. Ее отсутствие ведет к неспособности принимать разумные решения, и в результате инвесторы поступают нерационально, что отрицательно сказывается на доходности их портфелей. Другой недостаток слишком сильной диверсификации — низкая результативность отдельных инвестиционных решений. В портфеле, состоящем из акций сотен компаний, на одну бумагу может приходиться 1% (или даже меньше) всех инвестиций. Цена ошибки очень мала (к примеру, если одна акция вырастет или упадет на 20%, то общая стоимость портфеля изменится лишь на 0,2%), но и выигрыш от правильного решения невысок. Это ведет к низкой эффективности отдельных решений. Такое поведение нередко свойственно пассивным инвесторам, в портфеле которых слишком много бумаг.

Нужно найти определенный баланс между двумя описанными выше ситуациями. У специалистов нет единого мнения насчет того, сколько разных акций должно быть в портфеле, чтобы нейтрализовать риски, связанные с каждой бумагой, но обычно они называют цифру между 16 и 25. Это еще один случай, когда лучше быть почти правым, чем полностью ошибаться. На мой взгляд, портфель из акций примерно 20 компаний обеспечивает адекватный уровень диверсификации. В то же время им легко управлять. При таком составе портфеля, с одной стороны, цена ошибки не слишком высока, а с другой — каждое инвестиционное решение имеет вес.

На следующем этапе диверсификации крайне важно провести стресс-тестирование портфеля (смоделировать различные варианты развития событий) на случай осуществления возможных рисков. Это позволит выявить слабые стороны портфеля, которые проявятся, если потенциальные риски станут реальностью. К примеру, в середине 2006 г. наша фирма тестировала портфели клиентов на случай снижения спроса на потребительские товары и жилую недвижимость, замедления экономического роста в Китае и развивающихся странах, ослабления/укрепления курса доллара США, повышения/снижения цен на нефть и повышения/снижения процентных ставок. С помощью стресс-тестирования мы выявляем определенные риски и затем, вооружившись информацией и отставив эмоции в сторону, пересматриваем соответствующим образом структуру портфеля.

МЕНТАЛЬНЫЙ УЧЕТ И ДИВЕРСИФИКАЦИЯ

Роберт (это его настоящее имя) — успешный бизнесмен с отличным образованием и превосходным чутьем. Он с нуля построил процветающий

многомиллионный бизнес и неплохо заработал на недвижимости, вкладывая в нее деньги в трудные времена, когда никто не решался и близко подойти к домам и квартирам.

Роберт настолько разбирался в акциях, чтобы понять, что у него нет ни времени, ни навыков, ни опыта для управления своим инвестиционным портфелем. Он поручил это другим — нашей фирме. Однако Роберт был не обычным клиентом, а старым другом моего партнера.

Это случилось в начале 1990-х гг. Наша фирма многое сделала для Роберта. В 1999 г. фондовый рынок сошел с ума, и NASDAQ резко взлетел до 5000 пунктов. Акции интернет-компаний росли вдвое примерно каждые три месяца. Однако наши «старомодные» и «скучные» акции, название которых не заканчивалось на .com и которые генерировали значительные денежные потоки, торговались с очень привлекательными коэффициентами Р/Е и не менялись в цене. Роберт не возражал, что доходность его портфеля отстает от среднерыночной. Он нанял нас для инвестиций, а не для спекуляций. В 2000 г. наше терпение было вознаграждено: стоимость инвестиционного портфеля Роберта существенно выросла, когда акции дотком-компаний резко упали. Окончание .com превратилось из актива в пассив, а старомодные акции, генерирующие денежные потоки, снова вошли в моду.

В 2002 г. акции Роберта стоили уже \$2 млн, и именно в этот момент рынок начал падать. На этот раз обрушение оказалось повсеместным, и спрятаться можно было, только переключившись на инструменты денежного рынка. В определенный момент стоимость портфеля снизилась на 15% (\$300 000), т. е. до \$1,7 млн. Роберт позвонил инвестиционному менеджеру (своему старому другу и моему партнеру) и сказал, что ему не дают покоя убытки в его портфеле акций. Он объяснил: «Я знаю, что виноваты не вы, а рынок. И может быть, сейчас цены достигли дна, но я хочу продать акции. То, что они падают, отравляет мне жизнь. Я не могу спать по ночам».

Мой партнер ответил, что этого не стоит делать. Но, дорожа 30-летней дружбой с Робертом, он предпринял слабую попытку убедить его остаться на фондовом рынке и не продавать акции. Однако Роберт абсолютно не хотел иметь дело с акциями, и в тот момент его было невозможно отговорить. Мы подчинились. Я не знаю, состоялся ли тот разговор в день, когда курсы акций были самыми низкими за 2002 г., но точно знаю, что они были самыми низкими по итогам той недели. С тех пор цены значительно выросли.

Прошло несколько лет. Роберт и мой партнер (по-прежнему большие друзья) собирались на бейсбольный матч, и Роберт заглянул к нам в офис. Я как раз уходил в университет на занятия. Приветливо улыбаясь, Роберт поинтересовался темой лекции, которую я собирался читать. Как ни странно, она была посвящена поведенческим финансам. Роберт искренне интересовался этой темой, и постепенно наш разговор свелся к его решению ликвидировать портфель акций в 2002 г. Роберт улыбнулся и сказал: «Я знаю, что продал портфель, когда рынок был на минимуме. Но я не мог больше терпеть. Меня это слишком сильно мучило. Не знаю, в чем дело, но, когда речь идет об акциях, я не могу мириться с тем, что теряю деньги. Я точно

знаю, что стоимость моего бизнеса и портфеля недвижимости тоже постоянно колеблется. Но я не вижу эти цифры в газетах, не слышу о них каждый день по телевизору и не получаю от управляющей компании ежемесячные отчеты. Вдобавок ситуацию с бизнесом и недвижимостью я контролирую лучше». Когда я услышал эти слова, меня осенило. Хотя Роберт сформулировал все очень точно, я знал, что он упустил один очень важный момент.

Роберт попал в так называемую *ловушку ментального учета* (*mental accounting trap*). Мысленно он разделил свое имущество на несколько частей: акции, недвижимость, облигации и бизнес, а потом оценивал краткосрочную доходность каждого класса активов в отдельности, не учитывая их взаимосвязь в портфеле в целом.

Стоимость всего портфеля Роберта снизилась не на 15%, а лишь на 3%. Сейчас я объясню: на тот момент стоимость имущества Роберта составляла \$10 млн. Его бизнес стоил не менее \$4 млн, недвижимость (за исключением дома, в котором он жил) оценивалась примерно в \$3 млн, около \$1 млн было вложено в высококачественные краткосрочные облигации, и стоимость портфеля акций как раз снизилась с \$2 млн до \$1,7 млн. Таким образом, когда акции упали на \$300 000, состояние Роберта уменьшилось всего на 3% (\$300 000 разделить на \$10 млн). Более того, я считаю, что в тот год совокупное состояние Роберта, скорее всего, увеличилось, несмотря на удешевление акций, поскольку его бизнес быстро развивался, и стоимость недвижимости и облигаций, находящихся в его собственности, тоже выросла.

Роберт не учел, что эффективность инвестиций в акции следует оценивать в контексте всего портфеля. Здравый смысл подсказал ему, что капитал необходимо вложить в четыре не связанных друг с другом класса активов. Однако, попав в ловушку ментального учета, Роберт не увидел результаты, которые дала диверсификация. Инвестиционный портфель работал как положено, но для Роберта это не имело значения, так как его ошибочное восприятие искажало реальность.

Какой урок необходимо извлечь из этого примера? Ответ я позаимствую из прекрасной книги Гэри Бельски и Томаса Гиловича «Психологические ловушки денег»* (*Why Smart People Make Big Money Mistakes*, Simon & Schuster, 1999): «Каждое финансовое решение необходимо принимать, тщательно оценив его последствия для всего нашего имущества».

МЕНТАЛЬНЫЙ УЧЕТ И СЛУЧАЙНОСТЬ В ПОРТФЕЛЕ АКЦИЙ

Роберт — не единственный человек, который когда-либо попадал в ловушку ментального учета. Это один из самых распространенных капканов в инвестировании, который тесно связан с такими понятиями, как *стоимость* и *относительная стоимость*. Проблему ошибок ментального учета

* Бельски Г., Гилович Т. Психологические ловушки денег: Почему умные люди не умеют управлять своими деньгами — и как это исправить. — М.: Альпина Паблишерз, 2010.

можно рассматривать еще глубже: на уровне отдельных акций, а не классов активов. Очень важно тщательно анализировать свои инвестиционные решения, но еще важнее понять, что иногда вы будете ошибаться. Даже если вы все правильно проанализировали и используете правильный алгоритм инвестирования, то, казалось бы, беспроигрышная инвестиция все равно может стать провальной в результате непредсказуемых (случайных) событий. Все инвесторы когда-нибудь ошибаются — и это реальность. Даже Уоррен Баффетт, которого многие считают инвестиционным гуру, порой теряет деньги на отдельных акциях. Как ни парадоксально, но изначально покупка Berkshire Hathaway — текстильной компании, которую Баффетт приобрел в 1962 г. и которая впоследствии стала для него инструментом инвестирования, — обернулась для него убытками. Баффетт дешево купил Berkshire Hathaway, но финансовые показатели компании ухудшались быстрее, чем он рассчитывал.

Диверсифицированный портфель акций дает вам одно преимущество: вы безболезненно переносите нулевую или отрицательную доходность отдельных акций (если их не слишком много). Допустив ошибку, мы должны извлечь из нее как можно больше уроков (если это, конечно, возможно) и двигаться дальше. Если мы позволим ей завладеть нашим сознанием, то пострадает весь портфель, так как ошибка исказит наше восприятие. Исходя из личного опыта могу сказать, что нужно заставлять себя концентрироваться на всем портфеле в целом. Большинству людей, включая меня, это несвойственно, поскольку перед тем, как включить ту или иную акцию в портфель, мы анализируем ее отдельно от других.

Я советую уделять пристальное внимание фундаментальным показателям (факторам, создающим и разрушающим стоимость) и не заикливаться на краткосрочных колебаниях курсов, поскольку в большинстве случаев они связаны с временными явлениями.

Нассим Талеб в своей книге «Одуроченные случайностью» приводит прекрасный пример. Используя моделирование по методу Монте-Карло, он создал виртуальный (гипотетический), нормально распределенный портфель, который ежегодно увеличивается на 15% и имеет среднее квадратическое отклонение, равное 10%. За такое соотношение доходности и волатильности большинство инвесторов отдаст все что угодно, особенно на боковом рынке. Далее я привожу прогноз вероятностей заработать деньги в течение различных промежутков времени, который основан на статистических вероятностях.

1 год	93%
1 квартал	77%
1 месяц	67%
1 день	54%
1 час	51,3%

Если бы не волатильность, инвесторы не наблюдали бы на рынке краткосрочных колебаний (т. е. коэффициента «доходность/волатильность»

не существовало бы), поскольку инвестиционный портфель увеличился бы на 0,0383% в день (или на 1,17% в месяц, на 3,55% в квартал и на 15% в год). Однако в реальном мире среднее квадратичное отклонение в 10% вносит некую неопределенность в портфель, и доходность может меняться.

Степень наблюдаемых колебаний растет по мере уменьшения промежутка времени, в течение которого ведутся наблюдения. И хотя инвестор, владеющий описанным выше портфелем в течение любого полного года, заработает деньги в 93% случаев, а если рассматривать более короткие временные отрезки, скажем час, то шансы этого инвестора уменьшаются до 51,3%, т.е. шансов выйти в ноль или потерять деньги всего лишь на 1,3% меньше (51,3% вычесть 50%). Другими словами, даже несмотря на то, что в течение полного года инвестор может понести портфельные убытки лишь в 7% случаев, этот же портфель будет убыточным для своего владельца 48,7% времени при наблюдении на почасовой основе. На самом деле наш запутавшийся в числах инвестор, скорее всего, не заметит это небольшое преимущество в 1,3%, поскольку горечь потерь влияет на восприятие человека сильнее, чем радость приобретений.

Этот пример прекрасно иллюстрирует существующие закономерности. Однако в реальной жизни инвесторы будут чаще наблюдать краткосрочные колебания по двум причинам. Во-первых, доходы от акций не распределены нормально, поэтому колебания будут сильнее. И во-вторых, отдельные акции более волатильны, чем портфель акций в целом. Если вы сконцентрируетесь на доходности не всего портфеля, а отдельных акций в краткосрочной перспективе, то заметите еще большую краткосрочную волатильность (колебания).

В краткосрочной перспективе мы замечаем волатильность портфеля и отдельных акций, но не их доходность. Я умоляю: не обращайтесь на краткосрочные изменения курсов! Сконцентрируйтесь на акциях в контексте всего инвестиционного портфеля и вместо того, чтобы следить за дневными и недельными курсами, лучше следите за тем, находятся ли в нужных границах показатели, входящие в триаду КОР.

Хорошо диверсифицированный портфель должен состоять из компаний, принадлежащих к разным отраслям, разных размеров (с капитализацией от большой до маленькой), с разными темпами роста, рыночной оценкой и из разных стран. В определенные моменты рынок будет отдавать предпочтение эмитентам с теми или иными характеристиками. Так происходит всегда, и этим отчасти объясняется, почему инвесторы стремятся диверсифицировать свой портфель — чтобы снизить *общую* волатильность. Я говорю «отчасти» потому, что есть еще две причины: во-первых, диверсификация нужна для того, чтобы сократить действительно серьезный риск — долгосрочный капитальный убыток, и, во-вторых, чтобы в сложных ситуациях инвестор мог сохранить холодный рассудок. Как уже говорилось, инвестиционный портфель должен состоять из относительно небольшого числа акций, так, чтобы каждое решение было значимым. Но их не должно быть настолько мало, что любая ошибка

будет роковой. Учитывая все вышесказанное, я призываю вас: не покупайте акции с почти нулевой доходностью только ради диверсификации.

СЛУЧАЙНОСТЬ МОЖЕТ БЫТЬ ВАШИМ ДРУГОМ

Случайность может играть вам на руку, так как иногда акции, которыми вы владеете, будут стоить дороже своей внутренней стоимости, и у вас появится возможность продать их раньше, чем вы рассчитывали на момент покупки. Кроме того, в целом хорошие акции могут подешеветь, и у вас появится возможность приобрести их побольше. Я сам, бывает, упускаю эту уникальную возможность. Когда я ищу новые акции, то сначала обычно изучаю бумаги, которые еще не входят в мой портфель. В итоге забываю, что можно купить больше акций компаний, которыми я уже владею. И хотя их цена по какой-то причине снизилась, фундаментальные показатели, на мой взгляд, не ухудшались. Бороться с этой привычкой, наверное, можно, если представить, что сто процентов моих активов — это денежные средства, и я могу выбирать из всего того огромного количества достойных компаний, которые представлены на рынке.

Заключение и выводы

В строгом смысле никакого риска не было... если бы мир вел себя так же, как он вел себя в прошлом.

*Мертон Миллер,
лауреат Нобелевской премии*

МОЖЕТ БЫТЬ, Я ОШИБАЮСЬ, НО ВРЯД ЛИ

Что, если я ошибаюсь? Может быть, боковой рынок, о котором я говорю, не наступит, и мы на пороге самого сильного бычьего тренда в истории США. В своей книге «Одураченные случайностью» Нассим Талеб пишет: «Я могу использовать определенные данные, чтобы опровергнуть то или иное утверждение, но не подтвердить его. Я могу ссылаться на историю, чтобы доказать отсутствие предпосылок для того или иного события, но не утверждать, что оно точно произойдет». Обращаясь к истории, мы можем изучать условия, которые предшествовали различным рынкам, анализировать их и, следовательно, делать прогнозы. Хотя сейчас присутствуют все факторы, которые предшествовали боковым рынкам в прошлом, и высока вероятность того, что в течение следующих десяти лет на рынке будет господствовать боковой тренд, ничего нельзя утверждать наверняка.

Каждую стратегию необходимо оценивать не только с точки зрения выгоды, которую получит инвестор в случае успеха, но и взвесив убытки, которые он понесет, если прогнозы вдруг не сбудутся. Именно это я и собираюсь сделать. У стратегии активного стоимостного инвестирования самая низкая «цена ошибки»!

Давайте изучим ее эффективность при трех возможных долгосрочных трендах: бычем, боковом и (действительно) медвежьем.

Мы будем сравнивать активное стоимостное инвестирование со следующими стратегиями:

- «Покупать и держать» (которую я отношу к той же категории, что и пассивное индексное инвестирование);

- инвестирования в акции с большим потенциалом роста и высоким бета-коэффициентом (я думаю, это понравится поклонникам современной теории портфеля);
- инвестирования в облигации.

	Бычий	Боковой	Медвежий	
			Высокая инфляция	Дефляция
Активное стоимостное инвестирование	На одном уровне с рынком или немного хуже	Приемлемая (выше рыночной) доходность	Падение доходности меньше, чем в среднем по рынку	Падение доходности меньше, чем в среднем по рынку
Пассивная стратегия (индексное инвестирование)	На одном уровне с рынком (плюс-минус)	Нулевой прирост стоимости плюс дивиденды	Падение доходности примерно на одном уровне с рынком	Падение доходности примерно на одном уровне с рынком
Инвестирование в акции роста с высоким бета-коэффициентом	Лучше, чем в среднем по рынку	Нулевой или отрицательный прирост стоимости плюс маленькие дивиденды	Падение доходности больше, чем в среднем по рынку	Падение доходности больше, чем в среднем по рынку
Инвестирование в облигации	Значительно хуже остальных стратегий	Примерно на одном уровне с рынком (в зависимости от направления инфляции и изменения процентных ставок)	Хуже остальных стратегий	Лучше остальных стратегий

Рис. 15.1. «Цена ошибки» и «выгода в случае успеха» различных стратегий на долгосрочных рынках

Должен вас предупредить, что я использую эти стратегии в обобщенном виде, поскольку они имеют несколько вариантов и различаются в зависимости от типа инвесторов.

На рисунке 15.1 показана примерная эффективность каждой стратегии инвестирования в акции по сравнению с инвестированием в облигации во время долгосрочного бычьего, бокового и медвежьего трендов. Поскольку доходность портфеля облигаций будет серьезно различаться на медвежьем рынке с инфляцией и дефляцией, я разделил последний столбец на две колонки.

БЫЧЬИ РЫНКИ

В случае если на рынке начнется долгосрочный бычий тренд (что маловероятно, особенно сейчас, когда коэффициенты Р/Е находятся на том же уровне, что и перед началом предыдущего бокового рынка, и процентные ставки больше не снижаются), активное стоимостное инвестирование не сможет затмить более агрессивную, хотя и более рискованную стратегию инвестирования в акции с высокой рыночной оценкой и потенциалом роста. Стоимостное инвестирование не сделает вас знаменитым в инвестиционных кругах, но позволит получить солидные доходы. В конце концов, в вашем портфеле будут хорошие компании, которые наращивают прибыль и, может быть, даже выплачивают значительные дивиденды, и их акции вы купите по приемлемой цене — с достаточно большой маржей безопасности.

На бычьем рынке у активного стоимостного инвестирования есть несколько недостатков по сравнению с пассивной и высокорисковой стратегиями, однако в большинстве случаев их можно преодолеть.

- *Вы будете продавать слишком рано.* Это не самая серьезная проблема. Успешный инвестор Бернард Барух однажды сказал: «Я заработал свои деньги, продавая акции слишком рано». После продажи активов у вас появятся средства, которые можно реинвестировать в бумаги с более привлекательным соотношением риск/доходность. Эту проблему также можно решить, по крайней мере частично, при помощи стратегии «Инвесторы роста сошли с ума» (т.е. продавая часть позиции и оставляя другую до тех пор, пока цена акций не поднимется до более высокого уровня). Вдобавок мы, смертные, поймем, когда продавать было «слишком рано», только по прошествии времени.
 - *У вас будет слишком много денежных средств.* Как мы уже видели в разделе главы 4 «Почему не облигации?», на бычьем рынке инструменты денежного рынка (краткосрочные облигации, фонды краткосрочных инвестиций) — ваши враги, поскольку их доходность бледнеет по сравнению с доходностью акций, у которых растут EPS и коэффициенты Р/Е. Если денежные средства — лишь побочный продукт, связанный с отсутствием привлекательных инвестиционных возможностей (т.е. вы не можете найти акции, которые бы набрали достаточно очков по всем трем критериям КОР), то, на мой взгляд, в подобных условиях наличности не бывает слишком много. Лучше держать капитал в виде денежных средств, чем вкладывать его в почти убыточные акции, которые не прошли проверку по параметрам КОР. Вместе с тем смягчить проблему наличности можно двумя способами.
1. Постоянно ищите новые акции для инвестиций (но не жертвуйте требованиями, которые вы предъявляете к их качеству, перспективам роста и рыночной оценке). Делайте все возможное, чтобы как можно лучше исследовать рынок. Используйте стратегии, которые мы обсуждали в главе 10.

2. В процессе поиска новых акций не упускайте из виду зарубежные рынки. Конечно, они тоже могут быть переоцененными, и в этом случае у вас будет еще больше денежных средств. Но это более разумно. На мой взгляд, инвестировать ради инвестирования — не очень правильная и рациональная стратегия.

На долгосрочном бычьем рынке стратегия инвестирования в акции роста с высоким бета-коэффициентом, скорее всего, окажется более продуктивной, чем активное стоимостное инвестирование. Стратегия «Покупать и держать», вероятно, будет менее продуктивной, чем инвестирование в акции роста, но все же покажет достойные результаты. Однако если на рынке начнется долгосрочный боковой или медвежий тренд, «цена ошибки» при использовании этих двух стратегий будет огромной (особенно на медвежьем рынке). И поскольку наша жизнь коротка, убытки, понесенные в зрелом возрасте, особенно опасны. Небольшая разница в доходности между активным стоимостным инвестированием и другими стратегиями — разумная страховая премия, которую должен заплатить инвестор, чтобы избежать убытков в случае бокового или медвежьего рынков.

МЕДВЕЖЬИ И БОКОВЫЕ РЫНКИ

Хотя у нас действительно есть половина условий для начала медвежьего рынка (высокие коэффициенты P/E), он вряд ли покажет свои острые клики, если только в экономике США не начнется колоссальный спад.

Но если это все-таки случится, акции с высокими бета-коэффициентами упадут сильнее, чем фондовый рынок в целом, в результате уменьшения P/E . В 2001 г. инвесторы, в портфели которых входили фонды с агрессивной тактикой инвестирования или акции с высокими бета-коэффициентами, узнали это на собственном горьком опыте, потеряв часть денег. Помимо того что инвесторы часто переплачивают за высокие показатели прироста прибыли, из-за высокой оценки и небольшой дивидендной доходности (побочный продукт высокой первоначальной оценки и низких дивидендных выплат, характерных для акций роста) на медвежьем рынке инвестиции в рискованные акции с самого начала обречены на провал. У этой инвестиционной стратегии наибольшая цена ошибки в случае долгосрочного понижения курсов. Вдобавок коэффициенты P/E акций роста, возможно, снизятся сильнее, чем в среднем по рынку, и в результате инвесторы понесут значительные убытки. На боковом рынке эта стратегия будет не такой провальной, как на медвежьем, однако прирост стоимости и дивиденды, скорее всего, окажутся незначительными.

Стратегия «Покупать и держать» на медвежьем рынке принесет отрицательную доходность, сравнимую со среднерыночной. На боковом рынке ее эффективность тоже не впечатляет: инвесторы получают примерно нулевой прирост стоимости плюс дивиденды — доходы, которые далеки от ожиданий большинства из них. В случае медвежьего или бокового тренда цена

ошибки данной стратегии очень высока. В подобных условиях, при низкой инвестиционной доходности на любом рынке, пассивное инвестирование будет неважно смотреться на фоне инвестиций в инструменты денежного рынка и облигации, если учитывать риски обеих тактик.

Зарабатывать деньги на падающих (медвежьих) рынках сложно... Если только вы не относитесь к редкому типу инвесторов, которые умеют продавать ценные бумаги без покрытия. Однако активное стоимостное инвестирование превосходит по эффективности традиционную пассивную стратегию «Покупать и держать» и стратегию инвестирования в акции с высоким риском по следующим причинам.

- Компании, набравшие достаточно очков по трем критериям КОР, пострадают от снижения Р/Е меньше, чем остальные, так как, во-первых, их акции торгуются с более высокой маржей безопасности, которая частично компенсирует падение рыночной оценки; во-вторых, на медвежьем рынке у инвесторов обостряется чутье на риски, и они будут стремиться обезопасить свой капитал, а значит — вкладывать деньги в «качественные» бумаги; и, наконец, в-третьих, рост корпоративной прибыли поможет преодолеть последствия снижения коэффициентов Р/Е.
- Более высокая дивидендная доходность должна частично компенсировать уменьшение Р/Е. Кроме того, дивиденды могут служить относительно стабильным источником доходов, что, в свою очередь, даст вам возможность реинвестировать деньги в акции в тот период, когда рынок оценивает их крайне низко. Когда впоследствии рынок восстановится, вы вернетесь на него более сильными, поскольку в вашем портфеле будет больше акций, купленных по низкой цене. Спасибо дивидендам!
- Да здравствует наличность! Большая денежная позиция, возникшая как побочный продукт вашей инвестиционной стратегии, смягчит удар от долгосрочного падения курсов.
- На зарубежных рынках, которые отвечают вашим требованиям к качеству, оценке и перспективам роста, вас может дожидаться море инвестиционных возможностей, в то время как в США оно уже пересохло.

На боковом рынке, который не движется никуда, но характеризуется высокой волатильностью курсов в обоих направлениях, активная стратегия «покупать и продавать» принесет вам хорошие плоды. Наличность, остающаяся после того или иного инвестиционного решения, будет только плюсом, поскольку благодаря ей вы сможете использовать вновь возникшие инвестиционные возможности (купить акции, соответствующие требованиям КОР). Важным источником дохода будут акции с высокой дивидендной доходностью, как это было на предыдущих боковых рынках. Наконец, дополнительные возможности для инвестиций можно найти, если обратить внимание на зарубежные рынки, на которых, может быть, только начинается бычий цикл.

ОБЛИГАЦИИ?

Существует еще один инвестиционный инструмент, который считается безопасным, — облигации. Хотя подобный класс активов на первый взгляд более надежен, чем акции, в действительности это верно только в краткосрочной перспективе (при небольшой инфляции). Мы знаем, что в долгосрочной перспективе, если рассматривать полный рыночный цикл, пассивная стратегия «Покупать и держать» (и индексное инвестирование) превосходит по эффективности инвестирование в облигации. Однако во время предыдущих боковых рынков преимущество индексного инвестирования (S&P 500) над облигациями было минимальным и непостоянным. Более низкая волатильность облигаций окончательно сводит его на нет.

На боковых рынках инвестор, использующий пассивную стратегию, получает нулевой прирост прибыли и дивиденды, а это значит, что фактически он всего лишь стойко переносит все рыночные колебания. Эффективность инвестирования только в облигации может быть слегка выше или ниже эффективности пассивной стратегии. Доходы, которые получит инвестор, сильно зависят от величины процентных ставок и инфляции в этот период.

Активное стоимостное инвестирование превосходит по эффективности стратегию «Покупать и держать» и индексное инвестирование и поэтому, скорее всего, на боковом рынке принесет инвестору более высокие доходы, чем инвестиции в облигации.

Что касается медвежьего рынка, то единственным случаем, когда активное стоимостное инвестирование или инвестиции в акции будут менее результативными, чем инвестиции в облигации, будет ситуация, когда рецессия совпадет по времени с дефляцией (или будет вызвана ею), как, например, на последнем медвежьем рынке в Японии. В таких условиях относительно хорошую доходность будут иметь государственные, лишенные риска дефолта облигации, в то время как доходность корпоративных облигаций, эмитированных компаниями не самого высокого класса, будет незначительной, поскольку уровень дефолтов по ним существенно вырастет. Больше всего дефолтов будет по облигациям, выпущенным компаниями с высокими постоянными расходами. Во время дефляции они чувствуют себя хуже остальных, поскольку их номинальный объем продаж падает, а расходы практически не меняются, и в результате прибыльность стремительно сокращается.

Если медвежий рынок будет вызван или сопровождаться сильной инфляцией (как, например, в Германии во время Второй мировой войны), что встречается крайне редко, облигации принесут инвестору гораздо меньше доходов, чем акции. В условиях сильной инфляции и/или роста процентных ставок при операциях с облигациями возможны огромные убытки, и в этом случае цена ошибки будет очень и очень высокой. Особенно если речь идет о долгосрочных облигациях, поскольку их денежные потоки будут неизменными в течение долгого времени, и в итоге реальная покупная способность таких облигаций существенно снизится.

НЕТ, Я НЕ ОШИБАЮСЬ

Цена ошибки при использовании стратегии активного стоимостного инвестирования гораздо ниже, чем у стратегии «Покупать и держать», пассивного индексного инвестирования, инвестиций в акции с высоким бета-коэффициентом или в облигации. Но если учесть вероятность, с которой на рынке в ближайшие десять лет начнется тот или иной тренд, то преимущество предлагаемой мной стратегии становится еще значительнее. Судя по тому, что происходило в прошлом, сегодня высока вероятность того, что текущий боковой тренд продержится на рынке достаточно долго. В то же время вероятность начала бычьего или медвежьего рынков очень низка. Поэтому остановите свой выбор именно на активном стоимостном инвестировании!

ПРИЛОЖЕНИЯ

Время до начала бычьего рынка

Рис. П1. Когда начнется бычий рынок? Рост прибыли — 7%

		Исходные коэффициенты Р/Е																		
		37	36	35	34	33	32	31	30	29	28	27	26	25	24	23	22	21	20	19
Конечные коэффициенты Р/Е	18	10,6	10,2	9,8	9,4	9,0	8,5	8,0	7,6	7,0	6,5	6,0	5,4	4,9	4,3	3,6	3,0	2,3	1,6	0,8
	17	11,5	11,1	10,7	10,2	9,8	9,3	8,9	8,4	7,9	7,4	6,8	6,3	5,7	5,1	4,5	3,8	3,1	2,4	1,6
	16	12,4	12,0	11,6	11,1	10,7	10,2	9,8	9,3	8,8	8,3	7,7	7,2	6,6	6,0	5,4	4,7	4,0	3,3	2,5
	15	13,3	12,9	12,5	12,1	11,7	11,2	10,7	10,2	9,7	9,2	8,7	8,1	7,6	6,9	6,3	5,7	5,0	4,3	3,5
	14	14,4	14,0	13,5	13,1	12,7	12,2	11,7	11,3	10,8	10,2	9,7	9,1	8,6	8,0	7,3	6,7	6,0	5,3	4,5
	13	15,5	15,1	14,6	14,2	13,8	13,3	12,8	12,4	11,9	11,3	10,8	10,2	9,7	9,1	8,4	7,8	7,1	6,4	5,6
	12	16,6	16,2	15,8	15,4	15,0	14,5	14,0	13,5	13,0	12,5	12,0	11,4	10,8	10,2	9,6	9,0	8,3	7,6	6,8
	11	17,9	17,5	17,1	16,7	16,2	15,8	15,3	14,8	14,3	13,8	13,3	12,7	12,1	11,5	10,9	10,2	9,6	8,8	8,1
	10	19,3	18,9	18,5	18,1	17,6	17,2	16,7	16,2	15,7	15,2	14,7	14,1	13,5	12,9	12,3	11,7	11,0	10,2	9,5
	9	20,9	20,5	20,1	19,6	19,2	18,7	18,3	17,8	17,3	16,8	16,2	15,7	15,1	14,5	13,9	13,2	12,5	11,8	11,0
	8	22,6	22,2	21,8	21,4	20,9	20,5	20,0	19,5	19,0	18,5	18,0	17,4	16,8	16,2	15,6	15,0	14,3	13,5	12,8

Рис. П2. Когда начнется бычий рынок? Рост прибыли — 6,5%

		Исходные коэффициенты Р/Е																		
		37	36	35	34	33	32	31	30	29	28	27	26	25	24	23	22	21	20	19
Конечные коэффициенты Р/Е	18	11,4	11,0	10,6	10,1	9,6	9,1	8,6	8,1	7,6	7,0	6,4	5,8	5,2	4,6	3,9	3,2	2,4	1,7	0,9
	17	12,3	11,9	11,5	11,0	10,5	10,0	9,5	9,0	8,5	7,9	7,3	6,7	6,1	5,5	4,8	4,1	3,4	2,6	1,8
	16	13,3	12,9	12,4	12,0	11,5	11,0	10,5	10,0	9,4	8,9	8,3	7,7	7,1	6,4	5,8	5,1	4,3	3,5	2,7
	15	14,3	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,5	11,0	10,5	9,9	9,3	8,7	8,1	7,5	6,8	6,1	5,3	4,6	3,8
	14	15,4	15,0	14,6	14,1	13,6	13,1	12,6	12,1	11,6	11,0	10,4	9,8	9,2	8,6	7,9	7,2	6,4	5,7	4,8
	13	16,6	16,2	15,7	15,3	14,8	14,3	13,8	13,3	12,7	12,2	11,6	11,0	10,4	9,7	9,1	8,4	7,6	6,8	6,0
	12	17,9	17,4	17,0	16,5	16,1	15,6	15,1	14,6	14,0	13,5	12,9	12,3	11,7	11,0	10,3	9,6	8,9	8,1	7,3
	11	19,3	18,8	18,4	17,9	17,4	17,0	16,5	15,9	15,4	14,8	14,3	13,7	13,0	12,4	11,7	11,0	10,3	9,5	8,7
	10	20,8	20,3	19,9	19,4	19,0	18,5	18,0	17,4	16,9	16,3	15,8	15,2	14,6	13,9	13,2	12,5	11,8	11,0	10,2
	9	22,4	22,0	21,6	21,1	20,6	20,1	19,6	19,1	18,6	18,0	17,4	16,8	16,2	15,6	14,9	14,2	13,5	12,7	11,9
	8	24,3	23,9	23,4	23,0	22,5	22,0	21,5	21,0	20,5	19,9	19,3	18,7	18,1	17,4	16,8	16,1	15,3	14,6	13,7

Рис. П3. Когда начнется бычий рынок? Рост прибыли — 6%

Конечные коэффициенты Р/Е	Исходные коэффициенты Р/Е																			
	37	36	35	34	33	32	31	30	29	28	27	26	25	24	23	22	21	20	19	
	18	12,4	11,9	11,4	10,9	10,4	9,9	9,3	8,8	8,2	7,6	7,0	6,3	5,6	4,9	4,2	3,4	2,6	1,8	0,9
	17	13,3	12,9	12,4	11,9	11,4	10,9	10,3	9,7	9,2	8,6	7,9	7,3	6,6	5,9	5,2	4,4	3,6	2,8	1,9
	16	14,4	13,9	13,4	12,9	12,4	11,9	11,4	10,8	10,2	9,6	9,0	8,3	7,7	7,0	6,2	5,5	4,7	3,8	2,9
	15	15,5	15,0	14,5	14,0	13,5	13,0	12,5	11,9	11,3	10,7	10,1	9,4	8,8	8,1	7,3	6,6	5,8	4,9	4,1
	14	16,7	16,2	15,7	15,2	14,7	14,2	13,6	13,1	12,5	11,9	11,3	10,6	10,0	9,3	8,5	7,8	7,0	6,1	5,2
	13	18,0	17,5	17,0	16,5	16,0	15,5	14,9	14,4	13,8	13,2	12,5	11,9	11,2	10,5	9,8	9,0	8,2	7,4	6,5
	12	19,3	18,9	18,4	17,9	17,4	16,8	16,3	15,7	15,1	14,5	13,9	13,3	12,6	11,9	11,2	10,4	9,6	8,8	7,9
	11	20,8	20,3	19,9	19,4	18,9	18,3	17,8	17,2	16,6	16,0	15,4	14,8	14,1	13,4	12,7	11,9	11,1	10,3	9,4
10	22,5	22,0	21,5	21,0	20,5	20,0	19,4	18,9	18,3	17,7	17,0	16,4	15,7	15,0	14,3	13,5	12,7	11,9	11,0	
9	24,3	23,8	23,3	22,8	22,3	21,8	21,2	20,7	20,1	19,5	18,9	18,2	17,5	16,8	16,1	15,3	14,5	13,7	12,8	
8	26,3	25,8	25,3	24,8	24,3	23,8	23,2	22,7	22,1	21,5	20,9	20,2	19,6	18,9	18,1	17,4	16,6	15,7	14,8	

Рис. П4. Когда начнется бычий рынок? Рост прибыли — 5%

		Исходные коэффициенты Р/Е																			
		37	36	35	34	33	32	31	30	29	28	27	26	25	24	23	22	21	20	19	
Конечные коэффициенты Р/Е	18	14,8	14,2	13,6	13,0	12,4	11,8	11,1	10,5	9,8	9,1	8,3	7,5	6,7	5,9	5,0	4,1	3,2	2,2	1,1	
	17	15,9	15,4	14,8	14,2	13,6	13,0	12,3	11,6	10,9	10,2	9,5	8,7	7,9	7,1	6,2	5,3	4,3	3,3	2,3	
	16	17,2	16,6	16,0	15,4	14,8	14,2	13,6	12,9	12,2	11,5	10,7	10,0	9,1	8,3	7,4	6,5	5,6	4,6	3,5	
	15	18,5	17,9	17,4	16,8	16,2	15,5	14,9	14,2	13,5	12,8	12,0	11,3	10,5	9,6	8,8	7,8	6,9	5,9	4,8	
	14	19,9	19,4	18,8	18,2	17,6	16,9	16,3	15,6	14,9	14,2	13,5	12,7	11,9	11,0	10,2	9,3	8,3	7,3	6,3	
	13	21,4	20,9	20,3	19,7	19,1	18,5	17,8	17,1	16,4	15,7	15,0	14,2	13,4	12,6	11,7	10,8	9,8	8,8	7,8	
	12	23,1	22,5	21,9	21,3	20,7	20,1	19,5	18,8	18,1	17,4	16,6	15,8	15,0	14,2	13,3	12,4	11,5	10,5	9,4	
	11	24,9	24,3	23,7	23,1	22,5	21,9	21,2	20,6	19,9	19,1	18,4	17,6	16,8	16,0	15,1	14,2	13,3	12,3	11,2	
	10	26,8	26,3	25,7	25,1	24,5	23,8	23,2	22,5	21,8	21,1	20,4	19,6	18,8	17,9	17,1	16,2	15,2	14,2	13,2	
	9	29,0	28,4	27,8	27,2	26,6	26,0	25,3	24,7	24,0	23,3	22,5	21,7	20,9	20,1	19,2	18,3	17,4	16,4	15,3	
8	31,4	30,8	30,3	29,7	29,0	28,4	27,8	27,1	26,4	25,7	24,9	24,2	23,4	22,5	21,6	20,7	19,8	18,8	17,7		

Рис. П5. Когда начнется бычий рынок? Рост прибыли — 4,5%

		Исходные коэффициенты Р/Е																		
		37	36	35	34	33	32	31	30	29	28	27	26	25	24	23	22	21	20	19
Конечные коэффициенты Р/Е	18	16,4	15,7	15,1	14,4	13,8	13,1	12,4	11,6	10,8	10,0	9,2	8,4	7,5	6,5	5,6	4,6	3,5	2,4	1,2
	17	17,7	17,0	16,4	15,7	15,1	14,4	13,6	12,9	12,1	11,3	10,5	9,7	8,8	7,8	6,9	5,9	4,8	3,7	2,5
	16	19,0	18,4	17,8	17,1	16,4	15,7	15,0	14,3	13,5	12,7	11,9	11,0	10,1	9,2	8,2	7,2	6,2	5,1	3,9
	15	20,5	19,9	19,2	18,6	17,9	17,2	16,5	15,7	15,0	14,2	13,4	12,5	11,6	10,7	9,7	8,7	7,6	6,5	5,4
	14	22,1	21,5	20,8	20,2	19,5	18,8	18,1	17,3	16,5	15,7	14,9	14,1	13,2	12,2	11,3	10,3	9,2	8,1	6,9
	13	23,8	23,1	22,5	21,8	21,2	20,5	19,7	19,0	18,2	17,4	16,6	15,7	14,9	13,9	13,0	12,0	10,9	9,8	8,6
	12	25,6	25,0	24,3	23,7	23,0	22,3	21,6	20,8	20,0	19,2	18,4	17,6	16,7	15,7	14,8	13,8	12,7	11,6	10,4
	11	27,6	26,9	26,3	25,6	25,0	24,3	23,5	22,8	22,0	21,2	20,4	19,5	18,7	17,7	16,8	15,7	14,7	13,6	12,4
	10	29,7	29,1	28,5	27,8	27,1	26,4	25,7	25,0	24,2	23,4	22,6	21,7	20,8	19,9	18,9	17,9	16,9	15,7	14,6
	9	32,1	31,5	30,9	30,2	29,5	28,8	28,1	27,4	26,6	25,8	25,0	24,1	23,2	22,3	21,3	20,3	19,2	18,1	17,0
8	34,8	34,2	33,5	32,9	32,2	31,5	30,8	30,0	29,3	28,5	27,6	26,8	25,9	25,0	24,0	23,0	21,9	20,8	19,7	

Рис. П6. Когда начнется бычий рынок? Рост прибыли — 4%

		Исходные коэфф. Р/Е																		
		37	36	35	34	33	32	31	30	29	28	27	26	25	24	23	22	21	20	19
Конечные коэффициенты Р/Е	18	18,4	17,7	17,0	16,2	15,5	14,7	13,9	13,0	12,2	11,3	10,3	9,4	8,4	7,3	6,2	5,1	3,9	2,7	1,4
	17	19,8	19,1	18,4	17,7	16,9	16,1	15,3	14,5	13,6	12,7	11,8	10,8	9,8	8,8	7,7	6,6	5,4	4,1	2,8
	16	21,4	20,7	20,0	19,2	18,5	17,7	16,9	16,0	15,2	14,3	13,3	12,4	11,4	10,3	9,3	8,1	6,9	5,7	4,4
	15	23,0	22,3	21,6	20,9	20,1	19,3	18,5	17,7	16,8	15,9	15,0	14,0	13,0	12,0	10,9	9,8	8,6	7,3	6,0
	14	24,8	24,1	23,4	22,6	21,9	21,1	20,3	19,4	18,6	17,7	16,7	15,8	14,8	13,7	12,7	11,5	10,3	9,1	7,8
	13	26,7	26,0	25,3	24,5	23,8	23,0	22,2	21,3	20,5	19,6	18,6	17,7	16,7	15,6	14,5	13,4	12,2	11,0	9,7
	12	28,7	28,0	27,3	26,6	25,8	25,0	24,2	23,4	22,5	21,6	20,7	19,7	18,7	17,7	16,6	15,5	14,3	13,0	11,7
	11	30,9	30,2	29,5	28,8	28,0	27,2	26,4	25,6	24,7	23,8	22,9	21,9	20,9	19,9	18,8	17,7	16,5	15,2	13,9
	10	33,4	32,7	31,9	31,2	30,4	29,7	28,8	28,0	27,1	26,3	25,3	24,4	23,4	22,3	21,2	20,1	18,9	17,7	16,4
	9	36,0	35,3	34,6	33,9	33,1	32,3	31,5	30,7	29,8	28,9	28,0	27,0	26,0	25,0	23,9	22,8	21,6	20,4	19,1
		8	39,0	38,3	37,6	36,9	36,1	35,3	34,5	33,7	32,8	31,9	31,0	29,1	28,0	26,9	25,8	24,6	23,4	22,1

Рис. П7. Когда начнется бычий рынок? Рост прибыли — 3,5%

	Исходные коэфф. Р/Е																		
	37	36	35	34	33	32	31	30	29	28	27	26	25	24	23	22	21	20	19
18	20,9	20,1	19,3	18,5	17,6	16,7	15,8	14,8	13,9	12,8	11,8	10,7	9,5	8,4	7,1	5,8	4,5	3,1	1,6
17	22,6	21,8	21,0	20,1	19,3	18,4	17,5	16,5	15,5	14,5	13,4	12,4	11,2	10,0	8,8	7,5	6,1	4,7	3,2
16	24,4	23,6	22,8	21,9	21,0	20,1	19,2	18,3	17,3	16,3	15,2	14,1	13,0	11,8	10,5	9,3	7,9	6,5	5,0
15	26,2	25,4	24,6	23,8	22,9	22,0	21,1	20,1	19,2	18,1	17,1	16,0	14,8	13,7	12,4	11,1	9,8	8,4	6,9
14	28,3	27,5	26,6	25,8	24,9	24,0	23,1	22,2	21,2	20,1	19,1	18,0	16,9	15,7	14,4	13,1	11,8	10,4	8,9
13	30,4	29,6	28,8	27,9	27,1	26,2	25,3	24,3	23,3	22,3	21,2	20,1	19,0	17,8	16,6	15,3	13,9	12,5	11,0
12	32,7	31,9	31,1	30,3	29,4	28,5	27,6	26,6	25,6	24,6	23,6	22,5	21,3	20,1	18,9	17,6	16,3	14,8	13,4
11	35,3	34,5	33,6	32,8	31,9	31,0	30,1	29,2	28,2	27,2	26,1	25,0	23,9	22,7	21,4	20,1	18,8	17,4	15,9
10	38,0	37,2	36,4	35,6	34,7	33,8	32,9	31,9	30,9	29,9	28,9	27,8	26,6	25,4	24,2	22,9	21,6	20,1	18,7
9	41,1	40,3	39,5	38,6	37,8	36,9	36,0	35,0	34,0	33,0	31,9	30,8	29,7	28,5	27,3	26,0	24,6	23,2	21,7
8	44,5	43,7	42,9	42,1	41,2	40,3	39,4	38,4	37,4	36,4	35,4	34,3	33,1	31,9	30,7	29,4	28,1	26,6	25,1

Конечные коэффициенты Р/Е

Рис. П8. Когда начнется бычий рынок? Рост прибыли — 3%

	Исходные коэфф. Р/Е																		
	37	36	35	34	33	32	31	30	29	28	27	26	25	24	23	22	21	20	19
18	24,4	23,4	22,5	21,5	20,5	19,5	18,4	17,3	16,1	14,9	13,7	12,4	11,1	9,7	8,3	6,8	5,2	3,6	1,8
17	26,3	25,4	24,4	23,4	22,4	21,4	20,3	19,2	18,1	16,9	15,7	14,4	13,0	11,7	10,2	8,7	7,1	5,5	3,8
16	28,4	27,4	26,5	25,5	24,5	23,4	22,4	21,3	20,1	18,9	17,7	16,4	15,1	13,7	12,3	10,8	9,2	7,5	5,8
15	30,5	29,6	28,7	27,7	26,7	25,6	24,6	23,4	22,3	21,1	19,9	18,6	17,3	15,9	14,5	13,0	11,4	9,7	8,0
14	32,9	32,0	31,0	30,0	29,0	28,0	26,9	25,8	24,6	23,4	22,2	20,9	19,6	18,2	16,8	15,3	13,7	12,1	10,3
13	35,4	34,5	33,5	32,5	31,5	30,5	29,4	28,3	27,1	26,0	24,7	23,4	22,1	20,7	19,3	17,8	16,2	14,6	12,8
12	38,1	37,2	36,2	35,2	34,2	33,2	32,1	31,0	29,9	28,7	27,4	26,2	24,8	23,4	22,0	20,5	18,9	17,3	15,5
11	41,0	40,1	39,2	38,2	37,2	36,1	35,1	33,9	32,8	31,6	30,4	29,1	27,8	26,4	25,0	23,4	21,9	20,2	18,5
10	44,3	43,3	42,4	41,4	40,4	39,4	38,3	37,2	36,0	34,8	33,6	32,3	31,0	29,6	28,2	26,7	25,1	23,4	21,7
9	47,8	46,9	45,9	45,0	44,0	42,9	41,8	40,7	39,6	38,4	37,2	35,9	34,6	33,2	31,7	30,2	28,7	27,0	25,3
8	51,8	50,9	49,9	49,0	47,9	46,9	45,8	44,7	43,6	42,4	41,2	39,9	38,5	37,2	35,7	34,2	32,6	31,0	29,3

Конечные коэффициенты Р/Е

Благодарности

Мне кажется, книга похожа на вино: хотя оно создается виноделом, человек — это лишь часть процесса (инициатор), а чтобы вино удалось, требуются благоприятные внешние условия: определенные минералы в почве, солнечный свет, влажность, температура, дожди. Насколько удалась эта книга, судить вам, но для ее автора были созданы идеальные условия. Я получил невероятную поддержку и огромное количество откликов от замечательных людей, о которых собираюсь упомянуть дальше (если книга покажется вам не такой уж хорошей, то это полностью моя вина).

Почти треть своей жизни я проработал в компании Investment Management Associates (IMA), сначала как наемный работник, а потом как партнер. Майкл Конн, основатель и президент компании, был моим боссом (хотя он никогда не вел себя как босс и, несмотря на 30-летнюю разницу в возрасте, всегда обращался со мной на равных), учителем, наставником, партнером по игре в шахматы и другом. Могу с уверенностью сказать, что Майкл воспитал меня как инвестора, и я перед ним в огромном долгу. Многие идеи, изложенные в этой книге, я почерпнул из наших с Майклом бесед за годы знакомства. Другие он просто мне подсказал, а я их развил.

Джо Пекораро — помимо того, что я обязан Джо за очень подробные и меткие замечания к рукописи, именно благодаря ему я пришел в инвестирование: он дал мне первую работу.

Марат Оганесян, мой лучший друг, с которым я познакомился через неделю после того, как переехал в США; с тех пор мы близкие друзья. Спасибо за терпение и поддержку.

Также я благодарен следующим замечательным людям за их замечания, мнения и воодушевление, которое я от них получал, и просто за то, что они выслушали мои идеи (имена перечисляются в случайном порядке): Эд Ставецки, Грег Коллинз, Мишель Ледер, Сьюзан Лакатос, Нед Сандерман, Кевин Делью, Хьюитт Хайзерман, Джефффри Шаоф, Раджа Зиади, Мэрианн Планкерт, Марк Бауэр, Стенли Уолпофф, Анил Тахилиани, Крейг Якобсон, Кристи Рейд, Тереза Льюингдон, Джон Маккорви, Фил Цукки, Брайан Джилмартин, Джефффри Джонсон, Роберт Кизик, Грег Дениуилер, Мэтью Эммерт, Джайлз Фокс, Дж. Тремблей, Брэд Даггетт, Фред Манио, Даг Дэшил, А. Уэллман, Дженнифер Макдональд, Мэри Даниэлло, Памела ван Гиссен, Дуг Касс, Джеймс Олтачер, Дейвид Айнхорн, Джефф Макэд Истерлинг, Дональд Кассиди.

Я не могу выразить словами свою благодарность Эрику Вагнеру, моему замечательному другу, с которым мы подолгу разговаривали на разные темы, когда я еще только знакомился с американской культурой: начиная

с правил игры в бейсбол до смысла телесериала «МЭШ»* (более подробно историю моей иммиграции в США см. в разделе «Комментарии автора»). Я в неоплатном долгу перед своей замечательной семьей. Хотя моя дорогая мама покинула этот мир, когда мне было 11 лет, я по-прежнему чувствую ее любовь и думаю о ней каждый день. Мой отец всегда видел во мне скрытый (который и в самом деле был скрытым) потенциал и старался его развить. Он человек с поистине широким кругом интересов: помимо того, что кандидат технических наук по специальности «электромеханика», отец еще и талантливый художник (одна из его работ украшает обложку этой книги). О лучшем примере для подражания нельзя и мечтать! Он отредактировал русский перевод этой книги. Спасибо ему и всей моей большой семье.

КОММЕНТАРИИ АВТОРА

Свою юность я провел в Мурманске, городе на северо-западе России (расположенном прямо за Полярным кругом). Мурманск обязан своим существованием порту, который из-за теплого атлантического течения Гольфстрим не замерзает зимой, и благодаря этому у России на севере есть уникальный выход в море. Во время холодной войны координаты Мурманска наверняка всегда были под рукой у американских военных, поскольку город считается столицей российского Северного флота (на самом деле его столицей является Североморск, расположенный в 40 километрах от Мурманска, но обычно это различие не делается). Возможно, поклонники Тома Клэнси и его книги «Охота за «Красным Октябрем»»** помнят Мурманск как место базирования подводной лодки «Красный Октябрь».

Жизнь города вращается вокруг порта, и в мурманских учебных заведениях обучают в основном специальностям, востребованным в рыбной промышленности и торговом флоте. С самого раннего детства предполагалось, что я буду учиться либо в Мурманском высшем инженерно-морском училище***, либо в Мурманском морском техникуме****. В этих двух полувоенных учебных заведениях студенты (курсанты) должны были жить в общежитии, носить военную форму, соблюдать строгие, как у военных, правила и выполнять приказы морских офицеров (не задавая никаких вопросов). Они отличались главным образом тем, что техникум принимал на обучение после восьмого класса, а училище — после десятого (в то время в России была 10-летняя система образования).

В России призывная армия. Военным не надо вербовать солдат, и поэто-

* «М*А*S*Н» (англ.) — сериал, повествующий о жизни военного передвижного хирургического госпиталя, расположенного в Южной Корее, во время корейской войны (1950–1953).

** Клэнси Т. Охота за «Красным Октябрем». — М.: Эксмо, 2006.

*** В настоящее время — Мурманский государственный технический университет (МГТУ).

**** В настоящее время — Мурманский морской рыбопромышленный колледж им. И.И. Месяцева.

му отношение к ним в армии, мягко говоря, плохое. Денежного довольствия им хватает только на то, чтобы написать письмо домой и попросить денег. Молодежь сравнивает службу в армии с двухлетним тюремным заключением (по крайней мере так было, когда я жил в России). В конце 1980-х гг. юноши уклонялись от военной службы не из страха умереть — война в Афганистане уже закончилась, — а потому, что не хотели терять несколько лет своей молодости и терпеть унижения: более старшие солдаты нередко издевались над молодыми сослуживцами. Один мой вполне здоровый друг лег в психиатрическую лечебницу и притворялся больным, только чтобы не служить в армии.

Мой отец и оба старших брата закончили Мурманское высшее инженерно-морское училище. Еще 27 лет мой отец преподавал там электромеханику. Ни я, ни мои братья никогда не мечтали стать моряками. Как раз наоборот, самый старший брат мог бы стать философом (сейчас он технический инженер); другой брат хотел быть кем угодно, только не электромехаником (в настоящее время он успешный брокер по операциям с недвижимостью в Денвере). У нас был небольшой выбор: или поступать в одно из двух полувоенных учебных заведений, или идти служить в Красную армию.

У моего отца есть две младшие сестры. Одна всю свою жизнь прожила в Москве, а другая в 1979 г. переехала вместе с семьей из Москвы в Сибирь. Я всегда удивлялся, почему моя тетя из Сибири, мои двоюродные братья и сестры никогда не приезжали к нам в гости и не звонили. Это было так непохоже на нашу семью, в которой все поддерживали близкие отношения. Летом 1988 г. отец наконец сказал мне, что тетя на самом деле переехала не в Сибирь — она иммигрировала в США. Первое, что я почувствовал, было негодование. Тогда я назвал ее «предательницей» и «шпионкой».

Сейчас это звучит глупо, но вы должны понять: я был ребенком холодной войны. Пару раз в месяц наш класс ходил в кинотеатр (еще до появления видеомэгнитофонов), и мы смотрели пропагандистские фильмы о заповоленной бездомными, разлагающейся капиталистической Америке, где темнокожих линчевали, богатые эксплуатировали бедных и людей травили гамбургерами (позже я, конечно, узнал, что насчет гамбургеров эти фильмы не совсем вдали).

В советских фильмах американцы всегда изображались злодеями, шпионами, единственной целью которых было стереть с лица земли Россию. Идеологической обработке подвергали целую страну. Когда мне было девять лет, я вместе с пионерским лагерем поехал на экскурсию. Один иностранный турист, очарованный моей улыбкой и внутренней красотой (ладно, это я придумал), дал мне жевательную резинку. Наш вожатый в ужасе выхватил ее из моих рук, крича, что мне повезло, что я остался в живых, потому что, скорее всего, она отравлена.

Но вернемся к моей тете. Отец был ничуть не удивлен, услышав от меня слова «предательница» и «шпионка». Он спокойно объяснил, что, несмотря на хорошее образование, его сестра с семьей жили в бедности из-за скрытого антисемитизма, с которым евреи так часто сталкиваются в России.

Хотя мои родители всегда старались оградить нас от этого, я чувствовал, что быть евреем не очень хорошо, потому что даже в детстве ко мне часто относились как к человеку второго сорта.

Отец также объяснил, что скрывал от меня (и моих братьев) правду о местонахождении тети, потому что, узнай об этом местные власти, последствия были бы ужасными. Он и мама могли потерять работу, а мне и моим братьям могли навсегда запретить выезжать за пределы страны, и это поставило бы крест на нашем будущем как моряков. Вторую сестру отца, которая осталась в Москве, понизили в должности из-за того, что другая сестра уехала в Соединенные Штаты. Ее автоматически признали виновной в предательстве.

После реформы гласности (прозрачность, открытость) 1985 г. идеология, насаждавшаяся десятилетиями, стала медленно уступать место правде. В конце 1980-х гг. немногие в СССР могли позволить себе видеомагнитофон, однако небольшие кинотеатры, в которых они использовались, появлялись на каждом углу. Обычно эти кинотеатры — всего лишь несколько телевизоров, подключенных к видеомагнитофону, — располагались в подвалах. В отличие от государственных в них не было цензуры, и они могли свободно выбирать свой репертуар. Изображение и звук были ужасными, потому что, перед тем как попасть в кинотеатр, кассеты копировались десятки раз. Фильмы дублировал один монотонный голос, которым говорили все персонажи. Но все это было неважно: нам хотелось чего-то нового, и американские фильмы как раз этим новым и были. После просмотра не одной сотни таких фильмов стало до боли очевидно, что Америка и капитализм были не такими уж и прогнившими. И несмотря на то, что сказал мне вожатый, американцы вовсе не собирались травить маленьких детей.

Несколькими годами ранее это прозвучало бы абсурдно, но, получив в 1990 г. приглашение от нашей «сибирской» тетушки, мы решили иммигрировать в Соединенные Штаты. Как сказал мой отец, он взглянул на своих детей и понял, что у нас нет никакого будущего в России. 4 декабря 1991 г. мы приземлились в Нью-Йорке. Так началась наша новая и во многом трудная (по крайней мере поначалу) жизнь. Мы никогда не жалели о том, что уехали из России. Слово «возможность» приобрело для нас новый смысл, и с тех пор мы называем США своей страной.

Я навсегда останусь благодарен этой замечательной стране. Если бы не Соединенные Штаты, эта книга никогда бы не появилась на свет!

Об авторе

Виталий Наумович Каценельсон (дипломированный финансовый аналитик) работает в инвестиционной отрасли с 1994 г. Является портфельным менеджером в компании Investment Management Associates, где участвует в управлении активами организаций и частных лиц на основе фундаментального анализа. Также является приглашенным преподавателем в Высшей школе бизнеса Колорадского университета в г. Денвере. Каценельсон — постоянный автор газеты *Financial Times*, сайта <http://www.marketwatch.com> компании Dow Jones и сайта <http://www.minyanville.com>. Обладатель диплома CFA и член Института дипломированных финансовых аналитиков, Каценельсон входил в правление Общества дипломированных финансовых аналитиков штата Колорадо и в настоящее время является членом совета попечителей Института по вопросам пенсионных накоплений. Обе научные степени — бакалавра и магистра наук в сфере финансов — он получил в Колорадском университете (г. Денвер), который окончил с отличием. Ознакомиться со статьями, когда-либо написанными В. Каценельсоном, можно на сайтах <http://contrarianedge.com> или <http://activevalueinvesting.com>.

Примечания

Глава 1. Введение: рынки с боковым трендом существуют

1. Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run*, 3rd ed. (New York: McGraw-Hill, 2002), с. 26, 27.
2. Там же, с. 18–22.
3. <http://www.sjsu.edu/faculty/watkins/hyper.htm#GERMANY>.
4. Siegel, *Stocks for the Long Run*, с. 21–22.
5. Peter Bernstein, *The Power of Gold* (New York: John Wiley & Sons, 2000), с. 3–4.
6. Siegel, *Stocks for the Long Run*, с. 10.
7. Dalbar, Inc., “Market Chasing Mutual Fund Investors Earn Less Than Inflation, Dalbar Study Shows,” July 16, 2003, www.dalbarinc.com/content/prINTERfriendly.asp?page=2003071601.

Глава 2. Эмоции на рынках с долгосрочными бычьими, медвежьими и боковыми трендами

1. Francois Trahan, Kurt D. Walters, and Caroline S. Portny, “Asset Bubbles: A Look at Past and Future Manias,” Bear, Stearns.
2. John Steele, *The Great Game: The Emergence of Wall Street as World Power, 1653–2000* (New York: Scribner, 1999), с. 236.
3. Masahiro Kawai, “Reform of the Japanese Banking System”, <http://ideas.repec.org/p/hst/hstdps/d05-102.html>.

Глава 3. Математика фондового рынка

1. www.answers.com/topic/fed-model-1.
2. Это отрывок из моей статьи для *The Motley Fool* под названием «Маржа прибыли», опубликованной 1 марта 2006 г. (“The Profit Margin Paradigm”, www.fool.com/investing/value/2006/03/01/the-profit-margin-paradigm.aspx).

Глава 5. «К» — качество

1. Paul Krugman, “Housing Gets Ugly,” August 25, 2006, <http://select.nytimes.com/gst/abstract.html?res=F30F10F7385A0C768EDDA10894DE404482&showabstract=1>.
2. Это отрывок из моей статьи для <http://www.minyanville.com> под названием «Необъективность Р. Толла», опубликованной 25 авгу-

- ста 2006 г. ("Toll's Bias", www.minyanville.com/articles/index.php?a=11078).
3. Запись селекторного совещания в Costco, посвященного итогам деятельности компании за третий квартал 2004 г., предоставлена <http://www.callstreet.com>.
 4. Запись селекторного совещания в Lionsgate Entertainment Corporation, посвященного итогам деятельности компании за первый квартал 2007 г., предоставлена <http://www.callstreet.com>.

Глава 6. «Р» — рост

1. Это отрывок из моей статьи для <http://www.minyanville.com> под названием «Почта: дивиденды и обратный выкуп акций», опубликованной 9 ноября 2005 г. ("Mailbag: Dividends and Buybacks", <http://www.minyanville.com/articles/index.php?a=8922>).
2. Это отрывок из моей статьи для *The Motley Fool* под названием «Westwood: как избежать», опубликованной 4 апреля 2006 г. ("Westwood: One to Avoid", www.fool.com/investing/high-growth/2006/04/06/westwood-one-to-avoid.aspx).
3. http://online.barrons.com/article/SB108216598657085442.html?mod=b_this_weeks_magazine_main.
4. Jeremy Siegel, *The Future for Investors: Why the Tried and the True Triumph over the Bold and the New* (New York: Crown Business, 2005), с. 148.
5. Robert D. Arnott and Clifford S. Asness, "Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth", *Financial Analysts Journal* 59, no. 1 (January/February 2003): с. 70–87, www.cfapubs.org/doi/abs/10.2469/faj.v59.n1.2504.
6. David Dreman, *Contrarian Investment Strategies: The Next Generation* (New York: Simon & Schuster, 1998), 201.

Глава 7. «О» — оценка

1. Это отрывок из моей статьи для *The Motley Fool* под названием «Почему у банковских акций такие низкие коэффициенты Р/Е?», опубликованной 10 февраля 2006 г. ("Why Are Banks' P/Es So Low?", <http://www.fool.com/investing/dividends-income/2006/02/10/why-are-bank-pes-so-low.aspx>).
2. http://online.barrons.com/article/SB108216598657085442.html?mod=b_this_weeks_magazine_main.
3. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel* (New York: HarperCollins, 2004), с. 295. Value = Normal Earnings × (8.5 + Twice Expected Annual Growth Rate).

Глава 9. Покупка — легкая корректировка алгоритма

1. Mohnish Pabrai, *Mosaic: Perspectives on Investing* (Irvine, CA: Grammar Buff, 2006).

Глава 10. Покупка — противоположное инвестирование

1. http://money.cnn.com/2000/03/28/mutualfunds/q_funds_notebook.

Глава 11. Покупка — международное инвестирование

1. <http://www.pwc.com/gx/eng/about/svcs/corporatereporting/SandD05.pdf>.
2. Это отрывок из моей статьи для *The Motley Fool* под названием «Россия: Запад нам больше не нужен», опубликованной 24 января 2007 г. (“Russia: We Don’t Need the West Anymore”, www.fool.com/investing/international/2007/01/24/russia-we-dont-need-the-west-anymore.aspx).

Глава 12. Продажа — пусть Дарвин гордится

1. Это отрывок из статьи «Стратегия “Покупать и держать”», впервые опубликованной на сайте <http://www.minyanville.com> 20 февраля 2007 г. (“The ‘Buy and Forget to Sel’ Investor”).

Каценельсон Виталий

АКТИВНОЕ СТОИМОСТНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ
Как заработать на рынке с боковым трендом

Руководитель проекта *А. Деркач*
Технический редактор *Н. Лисицына*
Корректор *О. Ильинская*
Компьютерная верстка *А. Фоминов*

Подписано в печать 30.06.2010.
Формат 70 × 100 ¹/₁₆. Бумага офсетная № 1.
Печать офсетная. Объем 19 печ. л.
Тираж 1000 экз. Заказ № .

Альпина Пабlishерз
123060, Москва, а/я 28
Тел. (495) 980-53-54
www.alpinabook.ru
e-mail: info@alpinabook.ru



Виталий Наумович Каценельсон (дипломированный финансовый аналитик) работает в инвестиционной отрасли с 1994 г. Является портфельным менеджером в компании Investment Management Associates, где участвует в управлении активами организаций и частных лиц на основе фундаментального анализа. Также является приглашенным преподавателем в Высшей школе бизнеса Колорадского университета в г. Денвере. Виталий Каценельсон — постоянный автор газет и журналов — Financial Times, Barron's, BusinessWeek, Christian Science Monitor, New York Post, Institutional Investor и др. Обладатель диплома CFA и член Института дипломированных финансовых аналитиков. Он входил в правление

Общества дипломированных финансовых аналитиков штата Колорадо и в настоящее время является членом совета попечителей Института по вопросам пенсионных накоплений. Обе научные степени — бакалавра и магистра наук в сфере финансов — он получил в Колорадском университете (г. Денвер), который окончил с отличием. Ознакомиться со статьями, когда-либо написанными Виталием Каценельсоном, можно на сайтах ContrarianEdge.com или ActiveValueInvesting.com.

Не важно, кто вы: дневной трейдер-любитель, опирающийся на интуицию и опыт, или инвестор, предпочитающий держать акции вечно, — вы многого себя лишаете, если не умеете разбирать компании «по финансовым косточкам». Виталий Каценельсон, как никто другой с Уолл-стрит, умеет анализировать деятельность компаний и использовать эти знания, чтобы заработать. В своей книге «Активное стоимостное инвестирование» автор рассказывает о навыках и стратегиях, благодаря которым отделяет зерна от плевел и создает высокодоходный в долгосрочной перспективе портфель акций. Бычьи и медвежьи рынки начинаются и заканчиваются, а «секреты», рассказанные в этой книге, вечны. Ее обязательно должны прочитать все инвесторы, работающие на любых рынках!

Джефф Мак,

соавтор сайта Minyanville.com и шоу «Быстрые деньги» на канале CNBC

Виталий оказал миру огромную услугу: он в убедительной манере продемонстрировал, что стоимостное инвестирование (опробованный им инвестиционный подход) можно успешно применять на боковых рынках. Это имеет большое значение для всех инвесторов, поскольку в нашем мире низкой доходности крайне важно застраховать себя от постоянных убытков. Однако на этом Виталий не останавливается, он идет еще дальше и предлагает читателям эффективную методику оценки инвестиционных возможностей.

Джеймс Монтьер,

стратег финансовой компании Dresdner Kleinwort

В современном мире неопределенностей инвестиционные приемы Виталия помогают пережить шторм.

Джеймс Олтачер,

автор книги «Инвестируй как хеджевый фонд», основатель сайта Stockpickr.com

ISBN 978-5-9614-1307-6



9 785961 413076

альпина ПАБЛИШЕРЗ

заказ книг (495) 980-80-77
и на сайте www.alpinabook.ru

Подарки покупателям!

ТЕСТОВЫЙ ДОСТУП — БЕСПЛАТНО!

Нужные
книги
здесь
и сейчас!

ДЕЛОВАЯ
ОНЛАЙН
БИБЛИОТЕКА

www.lib.alpinabook.ru