

Часть I

ЗАБЛУЖДЕНИЯ ИНВЕСТОРОВ

Многие из ключевых тем этой книги охвачены в 1-й главе, одном из самых любимых моих детищ, которая и дала название всей книге: «*Не верьте цифрам!*». В этой вводной главе, имеющей подзаголовок «Ловушки одержимости числами» и основанной на моем докладе в Центре исследований экономической политики Принстонского университета в 2002 г., я раскрываю все минусы присущей сегодняшнему обществу тенденции оказывать числам доверие, которого они попросту не заслуживают, и вместе с тем умалять важность вещей, которые не могут быть выражены через числа, — таких качеств, как мудрость, честность, этика и приверженность.

Последствия такого ошибочного восприятия разрушительны. Оно ведет к тому, что прошлые доходности финансового рынка воспринимаются как верный показатель будущего (что неверно в большинстве случаев!); к чрезмерному оптимизму, о чем свидетельствует нежелание инвесторов опираться на реальные (с учетом инфляции) доходности при пенсионном планировании; к креативному бухучету (или лучше было бы назвать его «финансовым инжинирингом») с его цифрами корпоративных прибылей, которые мы принимаем за реальность, но которые зачастую гораздо ближе к иллюзиям; и в целом к разрушительным последствиям для реального мира реальных людей, которые производят реальные товары и услуги, обеспечивающие существование нашего общества.

Во 2-й главе я исследую еще одну свою любимую тему — «Незыблемые правила простой арифметики»; эта статья была опубликована в *Financial Analysts Journal* в 2005 г. На долгосрочных интервалах реальность неумолимой математики инвестирования неизменно одерживает победу над иллюзией показателей доходности, создаваемой управляющими фондами. Например, за 20-летний период с 1983 по 2003 г. индексный фонд, копирующий S&P500, заработал совокупную доходность 1052%, а его инвесторы — 1012%. За этот же период средний фонд акций с активным управлением заработал совокупную доходность всего 573%, а инвесторы такого фонда в среднем получили меньше половины этой доходности, 239%. Поэтому, когда вы берете доходность фондового рынка за показатель доходности фонда акций, не говоря уже о доходностях инвесторов фонда, вы игнорируете эти неумолимые правила. Идея,

что инвесторы как совокупность всегда получают сформированную рынком доходность, оказывается очередной иллюзией инвестирования.

В 3-й главе («График-обличитель») я борюсь с еще одной инвестиционной иллюзией, что прошлое является предвестником будущего, доказывая, что реальность далека от этого. В 3-й главе (где приводится обзор 11 ключевых графиков) я сосредотачиваю внимание на свойственном для всех финансовых рынков феномене «возвращения к среднему» — тенденции, заключающейся в том, что самые высокие и самые низкие доходности в конечном итоге стремятся вернуться к средним историческим уровням. Эта закономерность была выявлена на длительных временных интервалах для: 1) традиционных секторов фондового рынка, таких как акции компаний с большой капитализацией против акций компаний с малой капитализацией, а также акций стоимости против акций роста; 2) прошлых победителей и проигравших в гонке доходностей среди фондов акций; и 3) доходностей фондового рынка в целом. Я также доказываю существование мощной и, я бы сказал, неотвратимой тенденции общей доходности фондового рынка возвращаться к средним уровням его *инвестиционной* доходности (дивидендная доходность плюс прирост капитала). Этой же закономерности подчиняется и *спекулятивная* доходность, которая генерируется за счет колебания рыночной оценки соотношения цены и прибыли. Но, поскольку спекулятивная доходность не подкреплена никакой фундаментальной стоимостью, в долгосрочной перспективе она возвращается к нулю. Таким образом, инвестиционная доходность, которая зарабатывается компаниями с течением времени, представляет собой реальность; спекулятивные бумы и спады, какими бы мощными они ни были на краткосрочных отрезках, в долгосрочном плане оказываются не более чем иллюзией.

Еще одна иллюзия инвестирования — то, что затраты не имеют значения. Создается впечатление, будто управляющие активами, доминирующие в нашей национальной инвестиционной индустрии, умышленно игнорируют реальность затрат. Такой своекорыстный подход умен, поскольку комиссии за транзакции и управление активами привели к фантастическому росту рентабельности в американском финансовом секторе. Доля прибылей финансовых компаний в суммарной прибыли компаний, входящих в S&P500, подскочила с 8% в 1980 г. до 27% в 2007 г. — и до 33%, если включить сюда прибыль от финансовой деятельности промышленных компаний (таких как General Electric и GMAC).

Огромные издержки наших финансовых секторов представляют собой, как гласит название 4-й главы, «вопрос настолько важный, что трудно думать о чем-то ином». Почему? Да потому, что услуги по управлению активами отнимают у инвесторов стоимость в размере стоимости этих услуг. Как ни странно, но финансовый сектор, кажется, процветает прямо пропорционально объему продаваемых им дьявольски хитрых инструментов — чрезвычайно прибыльных для их создателей, но разрушительных для благосостояния тех, кто их покупает. Эта сложность также влечет пагубные последствия для всего нашего общества, поскольку, чтобы избежать финансовой паники, мы, рядовые налогоплательщики (в лице «правительства»), вынуждены спасти этих недалековидных инвесторов за счет средств из своего кармана.

Наконец, самая коварная иллюзия инвестирования связана с тем, что люди часто путают создание реальной корпоративной внутренней стоимости с иллюзорной стоимостью, представленной ценами акций. Пятая глава («Поразительный дар признавать очевидное») посвящена тому, как важно признавать очевидное, особенно эту трудноуловимую разницу между иллюзией и реальностью. Отчасти такая разница объясняется различием между реальным рынком хозяйственной деятельности и создания стоимости (по сути, долгосрочными денежными потоками) и рынком ожиданий, пытающимся предвидеть будущие предпочтения инвесторов. Поскольку индексные фонды просто отслеживают фондовый рынок, они сталкиваются с теми же проблемами, что и любые другие инвестиционные стратегии, когда цены акций теряют связь с действительностью. В последние десятилетия на наших рынках доминировала спекуляция на краткосрочных колебаниях цен акций, а не реальность внутренней стоимости. Но я не устаю повторять свою главную мысль: когда есть разрыв между иллюзией и реальностью, всего лишь вопрос времени, когда реальность возьмет верх.

НЕ ВЕРЬТЕ ЦИФРАМ! Ловушки одержимости числами¹

Таинственные, порой случайные события формируют наши жизни, и не будет преувеличением сказать, что без Принстонского университета фонд Vanguard никогда не появился бы на свет. И кажется вполне вероятным, что никто другой помимо меня не додумался бы создать нечто подобное. Я не говорю о том, что я создал нечто значительное, поскольку в череде великих событий человеческой истории Vanguard едва ли заслуживает беглого упоминания. Но наш вклад в мир финансов — не только наша уникальная структура взаимной собственности, но и сам индексный взаимный фонд, трехуровневый фонд облигаций, наша простая философия инвестирования и наш неизменный фокус на низких издержках — сделал для инвесторов большое доброе дело. И все это началось в далеком сентябре 1947 г., когда я с волнением переступил порог Принстонского университета.

Мое знакомство с экономикой началось на втором курсе, когда я открыл первое издание знаменитого учебника Пола Самуэльсона «Экономика: Вводный курс» (*Economics: An Introductory Analysis*)². Год спустя, уже обучаясь по специальности «экономика», я искал тему для своей дипломной работы и наткнулся на статью в журнале *Fortune*, где утверждалось, что взаимные фонды обладают огромным потенциалом развития. Заинтригованный, я немедленно решил сделать это темой своей дипломной работы. В свою очередь, она заслужила наивысшую оценку и чрезвычайно заинтересовала Уолтера Морга-

¹ Основано на моем докладе на форуме «Скрытые мины в финансах», организованном Центром исследований экономической политики Принстонского университета 18 октября 2002 г.

² Самуэльсон П., Нордхаус В. Экономика. — М.: Вильямс, 2012.

на, выпускника Принстона 1920 г., одного из пионеров отрасли и основателя Wellington Fund, который предложил мне работу в своем фонде. Основанный им в 1928 г. классический взаимный фонд сегодня входит в когорту более чем 100 фондов, работающих под эгидой Vanguard, и продолжает процветать по сей день, являясь крупнейшим сбалансированным взаимным фондом в мире.

В те давние времена экономика была очень концептуальной и традиционной. Наши исследования включали элементы экономической теории и философской мысли, начиная с великих философов XVIII столетия — Адама Смита, Джона Стюарта Милля, Джона Мейнарда Кейнса и т. п. Количественный анализ, по сегодняшним меркам, как таковой отсутствовал. (Насколько я помню, в нашем отделе даже не употреблялось слово «расчеты».) Я не знаю, вменить ли в заслугу — или в вину — электронному калькулятору то, что его появление привнесло новые веяния в исследования экономики и рынков, но с приходом персональных компьютеров и началом информационной эры числа стали безоглядно верховодить и править экономикой. То, что нельзя подсчитать, кажется, не имеет значения.

Я не согласен с этим и присоединяюсь к мнению Альберта Эйнштейна: «Не все, что может быть подсчитано, имеет значение, и не все, что имеет значение, может быть подсчитано». На самом деле, как гласит еще одна цитата, приведенная мной в конце этого эссе, «предполагать, что то, что не поддается измерению, не имеет значения, — откровенная глупость». Но прежде чем перейти к разговору о ловушках измерения, не говоря уже о попытках измерить неизмеримое — такие вещи, как человеческий характер, нравственные ценности, сердце и душу, которые играют ведущую роль в любой экономической деятельности, я хочу обсудить ошибочность некоторых широко используемых нами мер и ловушки, которые они создают для экономистов, финансистов и инвесторов.

Моя главная мысль такова, что сегодня в нашем обществе, в экономике и в финансах мы слишком доверяем числам. *Числа не есть реальность*. В лучшем случае они — бледное отражение реальности, в худшем случае — грубое искажение тех реалий, которые мы пытаемся измерить. Поэтому, во-первых, я постараюсь убедить вас в том, что мы чрезмерно полагаемся на исторические экономические данные и данные о рынке. Во-вторых, я покажу, как наша склонность к оптимизму ведет к неправильной интерпретации данных и побуждает оказывать им доверие, которого они редко заслуживают. В-третьих, ситуация усугубляется тем, что мы поклоняемся числам и принимаем (или принимали!) за талисман инвестиционной реальности сиюминутную точность цен акций вместо имманентной неточности внутренней корпоративной стоимости. В-четвертых, будучи не в состоянии избежать указанных ловушек *численной* экономики, мы фактически подорвали реальную экономику. В итоге я прихожу к заключению, что лучшей защитой от иллюзии определенности, порождаемой числами, являются неизмеримые, но тем не менее бесценные качества, такие как объективное восприятие, опыт, здравый смысл и способность суждения.

Ловушка №1: склонность переоценивать значение прошлого

Обыкновенные акции стали рассматриваться как пригодные для долгосрочных инвестиций, а не как чисто спекулятивные инструменты, примерно начиная с 1924 г., после выхода в свет книги Эдгара Лоуренса Смита «Обыкновенные акции как долгосрочные инвестиции» (Common Stocks as Long-Term Investments). Ее не столь давней реинкарнацией стала вышедшая в 1994 г. работа Джереми Сигела «Долгосрочные инвестиции в акции» (Stocks for the Long Run)¹. Авторы обеих книг ничтоже сумняшеся ратовали за вложения в акции и, возможно, обе сыграли роль в последовавших за их публикацией великих бычьих рынках. Обе книги были наполнены данными, но кажущиеся бесконечными массивы нумерических данных, представленных в труде Сигела, продукте компьютерной эпохи, заставили бы его предшественника покраснеть от стыда.

Но вовсе не изобилие информации беспокоит меня в книге «Долгосрочные инвестиции в акции». Кто может быть против знаний? В конце концов, «знание — это сила». Мое беспокойство связано с тем, что очень многие из нас негласно полагают, будто история фондового рынка повторяется, в то время как на самом деле единственная определенность относительно будущих доходностей рынка акций заключается в присущей им неопределенности. Мы не можем знать наверняка, что готовит нам будущее, и должны принять самоочевидный факт, что прошлые доходности фондового рынка не имеют абсолютно ничего общего с актуарными таблицами.

Джон Мейнард Кейнс описал эту ловушку таким образом, что сделал ее очевидной:² «Опасно применять к будущему индуктивные рассуждения, основанные на прошлом опыте [плохая новость], если невозможно определить четкие причины, по которым прошлый опыт был именно таким» (хорошая новость). Поскольку существует всего две фундаментальные причины, объясняющие доходность акций, требуются лишь элементарное сложение и вычитание, чтобы увидеть, как они формируют инвестиционный опыт. Часто игнорируемая реальность такова, что доходность акций определяется 1) экономикой и 2) эмоциями.

Экономика и эмоции

Под *экономической* составляющей доходности я подразумеваю *инвестиционную* доходность (которую Кейнс называет предпринимательством³), начальную дивидендную доходность акции плюс последующий прирост капитала.

¹ Сигел Д. Долгосрочные инвестиции в акции. Стратегии с высоким доходом и надежностью. — СПб., Питер, 2010.

² В комментариях к книге Эдгара Лоуренса Смита (1926 г.).

³ Кейнс Д. Общая теория занятости, процента и денег, 12-я глава. Эта глава столь же актуальна сегодня, как и в 1950-е гг., когда я впервые прочитал ее, будучи студентом Принстонского университета. Интересно, что совершенно в духе той ключевой мысли, которую я освещаю в данном эссе, Кейнс представляет эти концепции без всякого количественного анализа. Поэтому я взял на себя смелость вставить соответствующие данные.

Под *эмоциональной* составляющей я имею в виду *спекулятивную* доходность (спекуляцию в терминологии Кейнса) — доходность, которая генерируется в результате изменения оценочной ставки, или ставки дисконтирования, применяемой инвесторами к инвестиционной доходности. Оценочная ставка отражается доходностью по прибыли (или обратным показателем — коэффициентом цена/прибыль)¹. Например, если в начале десятилетия акция имела дивидендную доходность 4% и последующий прирост капитала 5%, ее *инвестиционная* доходность составит 9%. Если при этом ее коэффициент цена/прибыль повысится с 15 до 20, такое 33%-ное увеличение даст дополнительную *спекулятивную* доходность в размере примерно 3% годовых. Просто сложите вместе две доходности: полная доходность акций = 12%².

Таким образом, когда мы анализируем опыт великого бычьего рынка 1980-х и 1990-х гг., то можем сказать, что в эти два сходных десятилетия замечательная доходность акций складывалась из 4%-ной дивидендной доходности, примерно 6%-ного прироста капитала (что дает нам 10% *инвестиционной* доходности) и беспрецедентного 7%-ного среднегодового роста коэффициента цена/прибыль. Результат: годовая доходность акций держалась на высочайшем уровне в 17% в течение самого длительного периода времени за всю 200-летнюю историю американского фондового рынка.

«Эксперты» пенсионного планирования

Вы спросите, кто может быть настолько глуп, чтобы прогнозировать будущие доходности на основе прошлых показателей? На самом деле так поступают очень многие, в том числе те, кто мнит себя экспертами в инвестировании. Даже искушенные финансовые директора компаний и их консультанты по пенсионным программам наступают на эти грабли. В типичном корпоративном годовом отчете прямо заявляется, что «наши предположения о доходности активов выведены в результате детального исследования, проведенного нашими актуариями и специалистами по управлению активами, и основаны на *долгосрочных исторических доходностях*». Вполне естественно, что подобный подход заставляет компании поднимать планку ожиданий при любом повышении доходности в прошлом. Например, в начале бычьего рынка в 1980-е гг. крупные корпорации исходили из будущей доходности пенсионных активов на уровне 7%. К концу 2000 г., т. е. перед началом великого медвежьего рынка, большинство компаний повысили свои предположения до 10% и больше. Поскольку их пенсионные портфели включали не только акции, но и облигации, это говорит о том, что фактически они повысили свои ожидания

¹ Доходность акций также находится под влиянием доходности безрисковых облигаций. Однако вследствие неустойчивости этой взаимосвязи я ее в данном случае игнорирую. На всякий случай могу сказать, что корреляция между доходностью акций и среднесрочных казначейских облигаций США начиная с 1926 г. составляла 0,42. Однако в последние 25 лет этот коэффициент был равен 0,69, а в последние 10 лет — 0,53.

² Я признаю, что на самом деле их нужно умножить (т. е. $1,09 \times 1,03 = 1,123$), что дает немного другой результат. Но такая точность едва ли необходима в полном неопределенности мире инвестирования, а когда мы обращаемся к рядовому инвестору, простота является главным достоинством.

относительно будущей доходности *акций* в своих портфелях до 15% годовых!
Не верьте цифрам!

В начале нового десятилетия, 1 января 2000 г., должны были стать очевидными две вещи: во-первых, в результате падения дивидендной доходности до 1%, даже если прежний 6%-ный рост доходности на акцию сохранится (непростая задача!), инвестиционная доходность в последующие 10 лет будет составлять не 10%, а 7%; во-вторых, спекулятивная доходность не может повышаться до бесконечности. (И он говорит нам об этом только теперь!) Другими словами, если коэффициент цена/прибыль, 31-кратный на тот момент, подчиняясь практически универсальной закономерности, просто вернется к своему среднему историческому значению, равному 15, общая доходность рынка в ближайшее десятилетие уменьшится еще на 7% в год. Таким образом, по состоянию на начало 2000 г. разумно было предположить, что годовая доходность акций в ближайшие 10 лет будет равна нулю¹.

В начале 2000 г. история убеждала нас в том, что долгосрочная годовая доходность акций на уровне 11,3% будет продолжаться и дальше, поэтому на фондовом рынке все будет хорошо. Но если мы бы мы послушали Кейнса и просто задумались о фундаментальных причинах, стоящих за прошлыми доходностями акций, — инвестиции против спекуляции, мы бы по большому счету знали, что должно произойти: пузырь, созданный эмоциями — оптимизмом, иррациональным изобилием и жадностью — на фоне эйфории, вызванной сменой тысячелетия, фантастическими перспективами информационной эры и «новой экономики», должен взорваться. Но если рациональные ожидания говорят нам о том, что может произойти, они никогда не говорят нам, когда. Судный день наступил через три месяца; в конце марта 2000 г. начался великий медвежий рынок. Ясно, что со стороны инвесторов было бы мудро принимать инвестиционные решения, исходя из ожиданий будущих доходностей, сформированных на основе текущего состояния рынка, но никак не его прошлой доходности. Насколько вообще разумно надеяться на то, что в будущем фондовый рынок будет копировать свое поведение в прошлом? *Даже не надейтесь!*

Ловушка №2: склонность к оптимизму

Принятие инвестиционных решений на основе прошлого фондового рынка, а не текущих обстоятельств может вести к весьма дорогостоящим ошибкам. Но это не единственная проблема. Не менее опасной может быть наша склонность к оптимизму. *Реальность такова, что указанные мною выше доходности фондового рынка — это тоже иллюзия.* Когда инвесторы оценивают прошлое или смотрят в будущее, они, как правило, надевают розовые очки. Фокусируясь на теоретической доходности рынка, а не фактической доходности ин-

¹ Уточнение: как оказалось, годовая доходность акций за десятилетний период 1999–2009 гг. скатилась до –0,2 %.

вестора, мы грубо переоцениваем ту доходность, которую в принципе могут принести вложения в акции.

Во-первых, разумеется, мы обычно ведем подсчеты в *номинальных*, а не в *реальных* долларах — разница, которая на длительных промежутках времени ведет к шокирующей дихотомии. За последние 50 лет средняя доходность акций составляла 11,3% годовых; следовательно, \$1000, вложенные в акции в начале этого срока, сегодня должны были бы вырасти в стоимости до \$212 000. Но среднегодовая инфляция на уровне 4,2% за этот период снижает доходность акций до 7,1%, а конечную стоимость инвестиции — до \$31 000 в реальном выражении; действительно, шокирующая разница. Затем мы еще больше усугубляем проблему, предполагая, что так или иначе инвесторы, как совокупность, зарабатывают всю доходность, которую дает рынок. Ничто не может быть более далеким от правды. Они *не зарабатывают* ее, просто потому что *не могут*. Реальность, как всегда, далека от иллюзий. Да, если фондовый рынок приносит годовую доходность 10%, инвесторы, как группа, могут получить *валовую* доходность 10%. Но их *чистая* доходность уменьшается на сумму стоимости услуг финансовых посредников — всех комиссий за управление средствами и проведение брокерских операций, административных расходов, а также на сумму налогов на прибыль и прирост капитала.

Разумно предположить, что затраты на услуги посредников составляют по меньшей мере 2% в год, а для налогооблагаемых инвестиционных счетов налоги могут *легко* забрать еще 2%. Результат: на рынке с доходностью 10% *чистая* доходность инвесторов составляет не более 8% до уплаты налогов и 6% после их уплаты. Реальность: указанные издержки съедают 40% номинальной доходности рынка. Но и это еще не все. Затраты и налоги вычитаются каждый год в *номинальных* долларах, в то время как конечная стоимость отражает *реальные*, расходимые доллары. В условиях 3%-ной годовой инфляции 10%-ная номинальная доходность акций дает реальную доходность всего 7%. После вычета затрат на услуги посредников и налогов в размере 4% реальная доходность инвестора падает до 3% годовых. Другими словами, затраты и налоги съедают не 40%, а все 57% реальной доходности рынка.

В долгосрочной перспективе такая систематическая ошибка — использование в расчетах гораздо более высоких теоретических доходностей, чем те, что доступны в реальном мире, — создает весьма впечатляющее различие в результатах. Вы помните, что за 50-летний срок начальная инвестиция \$1000 принесет \$31 000 реального дохода? Теперь, если вычесть отсюда 2% инвестиционных издержек, конечная стоимость нашей инвестиции упадет до \$11 600. А если предположить, что ставка налогов по налогооблагаемым счетам составляет хотя бы 2%, то изначально вложенные \$1000 принесут не иллюзорные номинальные \$212 000, которые мы видели несколько мгновений назад (удивительная созидательная сила нарастающей по сложному проценту *доходности*), а всего \$4300 в реальных, после вычета всех издержек, долларах — удивительная разрушительная сила накапливаемых *издержек*. Почти 98% нашего предполагаемого богатства испарились в воздухе за пару минут объективных расчетов. Вы по-прежнему верите, что заработаете рыночную доходность? *Не верьте цифрам!*

Как избежать издержек и налогов

Само собой разумеется, что биржевые брокеры с Уолл-стрит, финансовые консультанты и управляющие взаимными фондами неохотно представляют такого рода сравнение иллюзии с реальностью. (Справедливости ради надо отметить, что в своей книге «Долгосрочные инвестиции в акции» Сигел приводит исторические доходности в номинальном и реальном выражении, хотя и без учета издержек и налогов.) Мы не только потакаем склонности к оптимизму среди инвесторов, но и усиливаем ее. Однако в то время как нет способа избежать инфляции, вполне возможно снизить инвестиционные издержки и налоги до минимума. Только при этом условии инвесторы в акции могут рассчитывать на то, чтобы заработать (практически всю) валовую доходность рынка. И возможность это сделать — *владеть фондовым рынком через индексный фонд с низкими издержками и низкой оборачиваемостью* — оптимальная стратегия, чтобы заработать почти 100% вместо 60% номинальной годовой доходности рынка. *Вы можете рассчитывать на это!*

Склонность к оптимизму свойственна и корпоративному миру. Руководители компаний неизменно представляют перспективы роста своих фирм в максимально оптимистичном свете — и чаще всего оказываются неправы. Опираясь на эти корпоративные прогнозы, фондовые аналитики Уолл-стрит на протяжении последних двух десятилетий регулярно рассчитывали средний рост прибылей корпораций на следующий пятилетний период. В среднем их прогнозная оценка по годовым темпам роста прибыли была на уровне 11,5%. Однако как группа компании достигли своих целевых показателей только в трех из 20 пятилетних периодов. Фактический рост прибылей этих компаний в среднем составил только половину от их изначального прогноза, т.е. всего 6%.

Но должны ли мы удивляться такому разрыву между прогнозами и результатами? Дело в том, что совокупная прибыль наших корпораций тесно связана с ростом нашей экономики. В редкий год корпоративные прибыли после налогообложения составляли менее 4% от валового внутреннего продукта США, но и редко превышали 8%. На самом деле начиная с 1929 г. корпоративные прибыли после налогообложения росли на 5,6% в год, т.е. фактически отставали от 6,6%-ного темпа роста ВВП. В нашей капиталистической экономике, где человек человеку волк, где царит беспощадная и почти неограниченная конкуренция, где потребитель — царь и бог, особенно в информационную эпоху, неужели вы думаете, что прибыли корпоративной Америки могут расти быстрее, чем наш ВВП? *Не верьте цифрам!*

Прибыль: объявленная, операционная, предварительная, пересчитанная

Наша склонность к оптимизму привела к созданию еще одного пагубного источника иллюзий. Постепенно и незаметно мы изменили само определение прибыли. В то время как *объявленная* прибыль остается, если можно так выразиться, стандартом с тех далеких времен, когда Standard and Poog's начала собирать свои данные, в последние годы акцент сместился на *операционные*

прибыли. По сути, операционная прибыль представляет собой объявленную прибыль, только без учета таких неприятных расходных статей, как списания капитала, часто являющиеся результатом немудрых инвестиций и слияний в предыдущие годы. Такие списания считаются «единовременными» или неповторяющимися, хотя для корпораций как группы они повторяются с замечательной регулярностью.

На протяжении последних 20 лет операционная прибыль компаний в индексе S&P500 в сумме составляла \$567. После выплаты \$229 в виде дивидендов должно было оставаться \$338 для реинвестирования в бизнес. Но, главным образом в результате огромных «единовременных» списаний, весьма распространенных в этот период, совокупная объявленная прибыль составляла всего \$507. Поэтому фактически для реинвестирования было доступно лишь \$278, т. е. на 20% меньше, в основном по причине плохих деловых решений. Таким образом, именно *объявленные*, а не *операционные* прибыли наиболее точно отражают реальные результаты деятельности компаний.

Предварительная, или гипотетическая прибыль — некогда уважаемый термин, которому сегодня найдено новое употребление (или злоупотребление?), — показывает результаты корпоративной деятельности без учета «плохих» статей и является еще одним шагом, заводящим нас в дебри иллюзий. Более того, даже подтвержденные аудиторами прибыли сегодня вызывают сомнения, учитывая растущее число случаев «пересчета» корпоративных прибылей. За последние четыре года 632 корпорации пересчитали свои прибыли, что почти *в пять раз больше*, чем за аналогичный период десятилетием ранее, когда таких случаев было всего 139. И вы полагаете, что корпоративная отчетность действительно скрупулезно подсчитана и точна? *Не верьте цифрам!*

«Креативный» учет

Нестрогие стандарты бухгалтерского учета позволяют создавать прибыли буквально из воздуха. Один из популярных методов — после осуществления приобретения приписать огромные расходы по реструктуризации, якобы из-за их «единовременного» характера, одному отчетному периоду, пожертвовав текущим показателем прибыли, только лишь для того, чтобы создать видимость заметного увеличения операционной прибыли в будущих периодах. Но изъяны в наших бухгалтерских стандартах позволяют гораздо большее: бесцеремонно классифицировать крупные статьи расходов как «несущественные»; раздувать предполагаемую будущую доходность пенсионных программ; учитывать в выручке сделки с покупателями, которые занимают деньги на покупку у продавца; заключать особые сделки, чтобы получить дополнительную выручку в конце квартала, и т. д. Если вы не можете достичь прогнозных показателей посредством хозяйственной деятельности, то можете сделать это при помощи чисел. Но то, что мы снисходительно называем *креативным* учетом, находится лишь в шаге от бухгалтерского *мошенничества*. Может ли компания долго продержаться на таких искусственно созданных прибылях? *Не считывайте на это!*

С другой стороны, я думаю, что не было бы большого вреда, если бы коэффициент цена/прибыль рассчитывался на основе ожидаемой *операционной* прибыли. Благодаря использованию более высоких (хотя и менее реалистичных) цифр коэффициенты цена/прибыль выглядели бы более разумными (т. е. акции казались бы более дешевыми). Например, текущий коэффициент цена/прибыль индекса S&P500 (на основе прогнозных оценок 2002 г.), рассчитанный на основе операционных прибылей, снижается до чуть более успокаивающих 18, вместо куда более тревожных 25 на основе объявленных прибылей. Но в нашей системе финансового посредничества слишком много оптимизма, поэтому более высокие коэффициенты цена/прибыль играют ей на руку.

Между тем глупо полагаться на более высокие цифры прибыли (и вытекающий отсюда более низкий коэффициент цена/прибыль), не учитывая того факта, что в долгосрочной перспективе стоимость компании определяется не только результатами ее текущей операционной деятельности, но и всей совокупностью инвестиционных решений, слияний и других осуществленных ею комбинаций. *А такие комбинации обычно не работают.* Недавно проведенное *BusinessWeek* исследование слияний общей стоимостью \$4 трлн, которые имели место в разгар мании слияний во время последнего рыночного пузыря, указало на то, что 61% из них привели к разрушению акционерной стоимости. Я думаю, пришла пора признать ошибочность представления о том, что такие инвестиционные решения, в значительной степени продиктованные желанием улучшить числа, улучшают реальный бизнес.

Ловушка №3: культ строгих чисел

Наша система финансового рынка — жизненно важная часть процесса инвестирования, также выполняющая задачу привлечения капитала для финансирования экономического роста страны. Нам нужны активные, ликвидные рынки, от которых мы прежде всего требуем обеспечить нам ликвидность акций в обмен на обещание будущих денежных потоков. Благодаря этому инвесторы могут реализовать текущую стоимость будущего потока дохода в любой момент времени. Но у этого преимущества есть и обратная сторона — постоянно меняющаяся оценка стоимости корпоративных акций. Мы требуем строгих чисел, чтобы измерить наши инвестиционные результаты. *И мы хотим их сей же момент!* И рынки, разумеется, нам их дают.

Но последствия этого весьма неоднозначны. Кейнс ясно видел такую зависимость, говоря о том, что «организация рынков капитала, требуемая держателями *котируемых* акций, требует от них гораздо больших нервов, терпения и силы духа, нежели от держателей богатства в других формах... Некоторые (инвесторы) уверенно покупают неликвидные инвестиции, которые, имейся для них доступные (текущие) котировки, заставили бы их держателей поседеть». Проще говоря, для психики инвестора гораздо легче владеть инвестициями, которые не торгуются часто.

Эту мудрость повторяют довольно часто. Именно это имел в виду Бенджамин Грэхем, когда предостерегал об опасностях «Мистера Рынка», который каждый день появляется у дверей инвесторов и предлагает им купить или продать акции по различным ценам. Если прислушиваться к назойливым предложениям Мистера Рынка, это может привести к тому, что мимолетные эмоции возобладают над долгосрочной экономикой, и краткосрочные колебания цен заставят инвестора принять неправильные решения. Как напоминает разумный инвестор Грэхема, «если в краткосрочной перспективе рынок функционирует как *машина для голосования*, где результат зависит от количества за и против, то в долгосрочной перспективе он скорее напоминает *весы*, показывающие истинную стоимость той или иной компании»¹.

Сиюминутная точность против имманентной неточности

Между тем под влиянием информационной эпохи, ставшей неотъемлемой реальностью нашей жизни, мы все чаще считаем, что сиюминутная точность, отражаемая ценой акций, гораздо важнее имманентной неточности, характерной для оценки внутренней стоимости компании. Другими словами, инвесторы гораздо охотнее делают рискованные ставки на точные цифры, нежели стремятся оказаться правыми в приближенной фундаментальной оценке. Именно такое восприятие безоглядно торжествовало над реальностью во время последнего рыночного пузыря. Болезненное падение фондового рынка, которое мы переживаем сегодня, — это не что иное, как простое возвращение к реальности. Так действительно ли цена акции является достоверной и надежной мерой стоимости компании? *Не верьте цифрам!*

Такой фокус на ценах акций оказался в первую очередь выгоден руководителям компаний. Владея гигантскими пакетами опционов на акции, они были полны решимости всеми правдами и неправдами или некими промежуточными способами «обеспечить нужные цифры прибыли». Когда эти цифры материализовывались в корпоративной отчетности, цены акций взлетали вверх, и руководители продавали свои акции в тот же момент, как только вступали в силу их опционные соглашения, причем нередко по схеме «безналичного исполнения опциона» через промежуточные ссуды, предоставляемые самой компанией. Но в отличие от других видов вознаграждения, вознаграждение в форме опционов с фиксированной ценой исполнения не относится к корпоративным расходам. Эти опционы принято рассматривать как «бесплатные», хотя, чтобы избежать разводнения, большинство компаний просто выкупает необходимое для погашения опционов количество акций (по цене гораздо выше цены исполнения опциона) на публичном рынке. Такая схема опционного вознаграждения фундаментально порочна, потому что большинство руководителей компаний продают акции сразу же после исполнения опциона, потому что опционы не включаются в расходные статьи баланса и не индексируются с учетом текущего уровня цен. Ставить вознаграждение руководства в зависимость от роста цены акций, а не от повышения внутренней стоимости компании — такое положение просто проти-

¹ Грэхем Б., Додд Д. Анализ ценных бумаг. — М.: Вильямс, 2012.

воречит здравому смыслу. Действительно ли «административные» опционы согласуют интересы менеджмента с интересами долгосрочных акционеров? *Даже не надейтесь!*

Несведущие индивидуумы не доводят квалифицированных профессионалов до добра

Много лет назад Кейнс тревожился о последствиях для нашего общества такой ситуации на фондовом рынке, когда «условная оценка акций складывается как результат массовой психологии большого числа несведущих индивидуумов». Он считал, что это ведет к резким колебаниям цен и такая тенденция усиливается, поскольку даже квалифицированные профессионалы, которые, как можно было бы предположить, своими действиями должны нейтрализовать причуды неосведомленных индивидуумов, начинают следовать массовой психологии и пытаться раньше других предугадать изменения рыночной оценки. В результате фондовый рынок превращается в «состяжание в хитроумии — в том, чтобы предугадать за месяц-другой вперед, на чем будет основываться условная оценка, а вовсе не в том, чтобы оценить ожидаемый доход от инвестиций за долгий ряд лет»¹.

Полвека назад я процитировал эти слова Кейнса в своей дипломной работе — и имел безрассудство с ними не согласиться. В результате значительного роста индустрии взаимных фондов, предположил я, управляющие активами «будут обеспечивать рынок устойчивым, квалифицированным, обоснованным спросом на ценные бумаги, который будет базироваться на (фактических) результатах деятельности компании, нежели на публичной оценке стоимости ее бизнеса, отражаемой в цене ее акций». Ну что же, 50 лет спустя я могу признать, что мудрый реалист Кейнс победил, а не знавший в то время жизни идеалист Богл проиграл. И это еще не все! Вы думаете, что переход институциональных инвесторов от мудрости долгосрочного инвестирования к безрассудству краткосрочных спекуляций благотворно отразился на зарабатываемых ими доходностях? *Не рассчитывайте на это!*

Экономика торжествует над эмоциями — в конечном итоге

В те давние времена, когда я писал свою дипломную работу, инвестиционные комитеты (которые в то время играли в игру управления фондами) обновляли портфели своих фондов примерно на 15% в год. В наши дни управляющие активами (которые играют эту игру сегодня) оборачивают свои портфели со скоростью более 110% в год — т. е. средний период держания средней акции в среднем фонде составляет всего 11 месяцев. Используя терминологию Кейнса, «предпринимательство» (назовем его «фундаментальным инвестированием») превратилось не более чем в «пузырь в водовороте спекуляции». Это триумф эмоций над экономикой.

Но то, что экономика в конце концов всегда берет верх над эмоциями, — неопровержимый факт. Начиная с 1872 г. средняя годовая реальная доход-

¹ Кейнс Д. Общая теория занятости, процента и денег. — М.: Гелиос АРВ, 2012.

ность фондового рынка (с учетом инфляции, но без учета инвестиционных издержек) равнялась 6,5%. Реальная инвестиционная доходность, генерируемая дивидендами и ростом прибыли, составляла 6,6%. Да, спекулятивная доходность сократила инвестиционную доходность более чем наполовину в 1970-е гг. и затем утроила (!) ее в 1980-е и 1990-е гг. Но по состоянию на сегодняшний день, после года едва ли не обвального падения фондового рынка, мы можем сказать, что спекулятивная доходность — с чистым негативным годовым результатом за последние 130 лет на уровне $-0,1\%$ — в итоге не оказала сколь-нибудь заметного влияния на инвестиционную доходность. Так мудро ли полагаться на то, что будущая доходность рынка будет существенно улучшена благодаря солидной доле спекулятивной доходности? *Не верьте цифрам!*

Дело в том, что когда восприятие — преходящие цены акций — значительно отрывается от реальности, т.е. внутренней корпоративной стоимости, этот разрыв может быть преодолен только в сторону реальности. За короткий промежуток времени просто невозможно дотянуть реальность до высот восприятия; в нашем конкурентном мире повышение корпоративной стоимости — непростая задача, требующая значительного времени и усилий. Тем не менее, когда во время недавнего рыночного пузыря цены акций потеряли всякую связь с корпоративной стоимостью, очень многие участники рынка, казалось, надеялись на то, что фундаментальная стоимость быстро догонит и оправдает цены. Хотя и с запозданием, но инвесторы выучили урок: *даже не надейтесь!*

Ловушка №4: Пагубные последствия иллюзий чисел для реального мира

Когда мы бездумно полагаемся на прошлое, когда оптимистично преувеличиваем цифры и когда поклоняемся радующей точности сиюминутных цен акций, ставя их превыше тягостной неточности, присущей внутренней корпоративной стоимости, результаты такого отношения выходят далеко за пределы неудачных численных абстракций. Подобные ошибки влекут за собой последствия для всего нашего общества, причем в большинстве своем негативные.

Например, когда инвесторы воспринимают доходность фондового рынка как производное некой актуарной таблицы, они не готовы к тем рискам, которые проистекают из неизбежной неопределенности инвестиционных доходностей и еще большей неопределенности спекулятивных доходностей. В результате инвесторы склонны принимать неправильные решения о распределении активов под давлением — или на волне — момента. Пенсионные программы, которые совершают подобную ошибку, начинают требовать дополнительного финансирования, когда вмешивается реальность. А когда инвесторы основывают свое пенсионное планирование на предположении о том, что будут получать всю доходность, которую столь щедро дают нам финансовые рынки, и не-

гласно игнорируют ту огромную дань, которую составляют затраты на услуги посредников и налоги, они начинают откладывать лишь смехотворно малую часть того, что следовало бы откладывать, чтобы обеспечить себе комфортную старость. Между тем разумные инвесторы могут полностью избежать Сциллы затрат и Харибды налогов, прислушиваясь к рекомендациям опытных профессионалов или самостоятельно приобретая знания.

Нездоровая система создания капитала

Гораздо сложнее преодолеть нашу нездоровую склонность к тому, чтобы принимать за талисман инвестирования цены акций, которые так легко измерить в любой момент, а не корпоративную стоимость с присущей ей фундаментальной неточностью. Лорд Кейнс, безусловно, был прав, говоря о том, что «когда предпринимательство превращается в пузырь в водовороте спекуляции... когда расширение производственного капитала в стране становится побочным продуктом деятельности игорного дома, трудно ожидать хороших результатов». После взрыва рыночного пузыря это стало как нельзя более очевидным. Но в то время как часть спекуляции была выведена из системы и ряды внутридневных трейдеров заметно поредели, индустрии взаимных фондов еще предстоит совершить смертельное сальто и наконец-то пойти «назад в будущее», вернув долгосрочной инвестиционной политике ее изначальное главенство над краткосрочной спекуляцией.

Не только наши рынки капитала испорчены пагубной приверженностью числам и привычкой чрезмерно полагаться на их кажущуюся определенность, но и наше общество в целом. Экономические последствия управления компаниями только на основе чисел обширны и глубоки. По сути, наша финансовая система требует от наших компаний запредельного роста прибылей, который в принципе невозможно поддерживать долгое время. Поскольку компании не могут достичь требуемых от них показателей реальными способами — за разумно длительный период времени, за счет повышения производительности, совершенствования существующих продуктов и создания новых, улучшения качества и эффективности оказания услуг, сплочения коллектива и повышения результативности командной работы (а именно так наши лучшие корпорации достигают выдающихся успехов), они вынуждены делать это другими способами.

Одним из них является вышеупомянутая мной агрессивная стратегия слияний и поглощений. Даже оставив в стороне тот общеизвестный факт, что большинство слияний не достигают своих целей, преследующие такую стратегию компании, как весьма метко было подмечено в недавней статье в *New York Times*, являются «серийными покупателями, и шокирующее количество осуществленных ими сделок позволяет легко скрыть отсутствие долгосрочного управленческого успеха»¹. Например, Тусо International приобрела 700(!) компаний, прежде чем наступил час расплаты. Но конечный результат такой стратегии, по словам *Times*, почти предопределен: «Их иллюзорные империи [чисел] быстро рушатся при столкновении с беспощадной реальностью рын-

¹ Сонненфельд Д. // *New York Times*. 2002. 5 июня.

ка». Так действительно ли такие стратегии являются формулой долговременного успеха? *Не верьте цифрам!*

Учитывая все вышесказанное, поразительно, сколь значительная часть сегодняшних корпоративных доходов проистекает от финансовой, а не от операционной деятельности. Суммарные пенсионные активы 30 компаний из индекса Dow Jones на сегодняшний день достигают \$400 млрд, что, в общем-то, недалеко от \$700 млрд суммарной балансовой стоимости этих компаний. Забалансовые финансовые схемы процветают (или уже отцвели!). Продажа опционов пут для снижения затрат на обратный выкуп акций и предотвращения возможного разводнения из-за фондовых опционов позволила избежать снижения цифр прибылей в период бума, но в обратном движении маятника исчерпала корпоративную казну во время спада. Крупнейшие компании активно кредитуют своих потребителей, чтобы те имели возможность купить их товары. Неудивительно, что в сегодняшних экономических условиях такие схемы выглядят весьма сомнительными.

Когда бумага побеждает камень, что дальше?

Очень многие так называемые промышленные компании сегодня превратились в финансовые — компании, которые больше *считают*, чем *производят*. (О чем свидетельствует тот факт, что правой рукой генеральных директоров зачастую являются финансовые директора, которых инвестиционное сообщество по праву считает *серыми кардиналами*.) Такие компании, снова цитируя *New York Times*, «базируют свои стратегии не на понимании своего бизнеса, а на предположении о том, что, выискивая удачные сделки, они смогут разместить свои финансовые активы с большей выгодой, чем это могут сделать существующие финансовые рынки». Наблюдая сегодня за последствиями этой стратегии, мы приходим к болезненному осознанию.

Возможно, вы помните старую детскую игру, где камень ломает ножницы, ножницы режут бумагу, а бумага заворачивает камень. В периоды рыночных маний, когда цены теряют всякую связь со стоимостью, бумага действительно побеждает камень. «Бумажные» компании, которые *считают*, поглощают «каменные» компании, которые *производят*, что приводит к разрушительным результатам. Когда я упоминаю о AOL/Time Warner, Qwest/U.S. West или WorldCom/MCI, мне не нужно говорить вам, кто из них — бумага, а кто — камень. Это наиболее яркие примеры феномена, в результате которого сотни тысяч преданных своим компаниям, проработавших в них много лет людей потеряли свои рабочие места и большую часть своих пенсионных сбережений.

О том, как за нашу финансовую манию расплачивается все наше общество, было хорошо сказано в глубокой аналитической статье в *Wall Street Journal*: «Цены акций не являются некими абстрактными числами. Они влияют на характер стратегий, которые избирает компания, и, следовательно, на ее перспективы успеха, ее стоимость капитала, ее кредитоспособность и ее способность осуществлять поглощения. Обрушение цен акций под влиянием фундаментальных реалий бизнеса может лишать инвесторов их сбережений, стоить

рабочих мест людям, гораздо в меньшей степени причастным к происходящему, нежели высшее руководство, и подрывать жизнеспособность поставщиков и сообществ»¹. Да, последствия царящего в нашей экономике культа чисел для обычных людей, как мы теперь знаем на собственном горьком опыте, могут быть весьма суровыми.

Одержимость числами на корпоративном уровне

Пагубные последствия одержимости числами на этом не заканчиваются. Даже здравомыслящие в иных отношениях компании придают чрезмерное значение тому, что может быть измерено, — рыночной доле, производительности, эффективности, качеству продукции, затратам — и делают эти количественные показатели своими внутрикорпоративными целями. Но когда *показатели* превращаются в *цели*, они становятся антипродуктивными и саморазрушительными. Большинство показателей краткосрочны по своей природе, в то время как долгосрочный успех компании зависит от гораздо более долговечных качеств. Хотя они не могут быть измерены, характер, целостность, энтузиазм, убежденность и приверженность столь же важны для успеха компании, как и точные показатели. (Назовем это синдромом шести сигм.) Дело в том, что любая корпоративная стратегия воплощается в жизнь *людьми*. Если они мотивированы, полны энтузиазма, нацелены на сотрудничество, добросовестны и креативны, интересы акционеров будут обслужены наилучшим образом.

Однако в последние годы мы не раз были свидетелями того, как честолюбивые руководители устанавливают амбициозные финансовые цели и ставят достижение этих целей превыше всего остального — превыше добросовестного бухучета, здоровой финансовой отчетности и даже корпоративной репутации. Очень часто такие цели достигаются всеми правдами и неправдами — в соответствии с негласным принципом, что цель оправдывает средства. В результате в корпоративных стандартах начинает действовать закон Грешема: все начинают играть по правилу «если все так делают, я тоже буду так делать», и хорошие практики постепенно вытесняются плохими.

В «управлении посредством измерения» легко зайти слишком далеко. Недавно я прочитал, как руководитель одной компании призвал увеличить прибыли с \$6,15 на акцию в 2001 г. до красивой круглой цифры \$10 на акцию в 2005 г.² — почти 15%-ный рост прибыли ежегодно, но не сказал ни слова о том, как этого можно достичь. Я не думаю, что такая точная, но абстрактная количественная цель пойдет на благо акционерам. На самом деле меня беспокоит не то, что эта цель *не будет* достигнута, а как раз наоборот, что она *будет* достигнута. В нашем полном неопределенности мире у компании есть только один способ это сделать — манипулируя числами или, еще хуже, полагаясь на ложную экономию и урезание расходов и подчиняя все, что движется (включая людей), достижению этой цели. *Но какой ценой?* Чем скорее компании прекратят свои агрессивные «прогнозы», тем лучше. Я убежден, что

¹ Фуллер Д., Дженсен М. // Wall Street Journal. 2001. 31 декабря.

² Уточнение от 2010 г.: компания достигла своей цели в \$10 прибыли на акцию в 2009 г.

через четверть века лидерами в своих отраслях будут те компании, которые рассматривают рост прибыли не как *цель*, но как *следствие* своей хозяйственной деятельности. Смогут ли те, кто *считает*, превзойти тех, кто *производит*? Не рассчитывайте на это!

Моя точка зрения

Чтобы не быть обвиненным в *математической безграмотности*, хочу пояснить, что я вовсе не говорю о том, что числа не имеют значения. Измерение и стандартные меры — *подсчеты*, если хотите, — необходимы для коммуникации о финансовых целях и результатах деятельности. *Я знаю это*. Но на протяжении последних 28 лет я занимался строительством предприятия — и *финансового* института в его рамках — на основе в большей степени грамотной реализации некоторых здравых инвестиционных идей, человеческих ценностей и этических стандартов, нежели на основе погони за количественными целями и статистическими результатами. Доля Vanguard на рынке, повторяя я бесчисленное число раз, должна быть *мерой*, а не *целью*; она должна быть *заработана*, а не *куплена*. В результате наша доля в отраслевых активах стабильно росла в течение последних 22 лет подряд. (Мы получали огромное преимущество от того, что являемся *взаимным* фондом в истинном смысле этого слова, без частных или публичных акционеров.)

Наша стратегия вырастает из убежденности в том, что лучший корпоративный рост обеспечивается только тогда, когда лошадь служения клиентам идет впереди телеги роста прибылей. *Рост должен быть органическим, а не искусственным*. И я придерживаюсь такого мнения уже не один десяток лет. Вот какими словами я закончил свое ежегодное послание к сотрудникам Wellington Management Company (которую я тогда возглавлял) в 1972 г., предостерегая их против одержимости измерениями:¹

Первый шаг — измерить то, что легко измерить. В некотором отношении это даже полезно. Второй шаг — игнорировать то, что не поддается измерению, или назначить произвольное количественное значение. Это лишает объективности и вводит в заблуждение. Третий шаг — предположить, что то, что не поддается измерению, не очень важно. Это слепота. Четвертый шаг — сказать, что того, что не поддается измерению, на самом деле не существует. Это самоубийство.

В нашем полном неопределенности мире чрезмерное доверие к числам глупо, а попытка измерить неизмеримое порочна. Когда *подсчеты* становятся названием игры, от этого страдают наши финансовые рынки, наши компании и наше общество в целом. *Так что не верьте цифрам!*

Числа — необходимый и жизненно важный инструмент. Но числа — это *средство*, а не *цель*; *необходимое*, но отнюдь не *достаточное* условие для оценки корпоративного успеха. Вера в то, что числа — в отсутствие более ценных, хотя и неизмеримых качеств, таких как опыт, рассудительность

¹ Цитируя эксперта по общественному мнению Даниэля Янкеловича.

и характер, — проливают свет на истинную картину, является одним из главных заблуждений нашей современной финансовой и экономической системы. Мудрые профессионалы и академики должны помочь в установлении иного, более продвинутого набора ценностей и приоритетов. Итак, начав это эссе с описания моих первых лет в академии, я хочу закончить его словами жившего более 200 лет назад римского поэта Горация, прославлявшего роль академии:

Дали развития мне еще больше благие Афины, —
Так что способен я стал отличать от кривого прямое,
Истину-правду искать среди рощ Академа-героя.

Глава 2

НЕЗЫБЛЕМЫЕ ПРАВИЛА ПРОСТОЙ АРИФМЕТИКИ¹

Когда меня просят высказать мои мысли на тему управления инвестициями, я с радостью ввязываюсь в драку, подтверждая свою репутацию еретика-вольнодумца в мире инвестирования, разумеется, если считать ересью фокус на реальности инвестирования, а не на иллюзиях. Многие опытные инвесторы хорошо понимают и глубоко усвоили элементарную правду жизни, кроющуюся в моем центральном послании. Но другие — я подозреваю, подавляющее большинство — либо попросту забывают про нее, либо не до конца осознают ее значение.

Не менее очевиден, чем мое послание, тот факт, что инвестиционное сообщество, которое сегодня катается как сыр в масле благодаря финансовым эксцессам последних десятилетий, кровно заинтересовано в игнорировании той реальности, которую я вскоре опишу. Проблема эта не нова. Два с половиной тысячелетия назад Демосфен предостерегал: «Кто чего хочет, тот в то и верит». Эптон Синклер сказал об этом более едко (я немного перефразирую): «Трудно заставить человека понять что-либо, если ему дорого платят за непонимание».

Но мое послание относится к разряду *обязательных* для понимания, поскольку оно лежит в основе функционирования нашей системы финансового посредничества, которая обеспечивает накопление активов в нашей пенсионной системе и повышение коллективного благосостояния нашего населения. В своей книге «Битва за душу капитализма»² я называю это «инвестиционной

¹ На основе статьи, опубликованной в *Financial Analysts Journal* за ноябрь/декабрь 2005 г. и переизданной в 2006 г. В сборнике CFA Institute «Смелый взгляд на управление инвестициями».

² Богд Д. Битва за душу капитализма. — М.: Издательство Института Гайдара, 2011.

Америкой»; нынешнее вашингтонское правительство называет это «обществом собственников». Но какие бы слова мы ни употребляли, будущее капитализма в значительной степени зависит от понимания моего послания. А оно предельно простое: чистая прибыль инвесторов равна валовой доходности финансовых рынков за вычетом стоимости финансового посредничества. На самом деле, колоссальное количество инвестиционной литературы написано на тему ГЭР (гипотезы эффективного рынка) и крайне мало посвящено тому, что я называю гипотезой «издержки имеют значение». Однако ГЭР не позволяет объяснить тот факт, почему инвесторы так катастрофически редко переигрывают рынок. Это позволяет объяснить моя гипотеза «издержки имеют значение». Независимо от того, эффективны или неэффективны рынки, совокупная доходность инвесторов отстает от рыночной доходности на совокупную сумму издержек на инвестирование, которые они несут. Это центральный факт инвестирования.

Между тем страницы наших финансовых журналов наполнены статистическими исследованиями доходностей рынков, недостижимых и никогда не достигавшихся инвесторами. Как можно говорить о *положительном коэффициенте альфа*, если после вычета посреднических издержек система в целом имеет *отрицательный коэффициент альфа*? Какой толк спекулировать на премии за риск вложения в акции, если 100% доходности по 10-летним казначейским билетам (или векселям, если вы предпочитаете их) идут в ваш карман, в то время как 50% и даже больше реальной доходности акций могут уходить на оплату услуг нашей финансовой системы? Как можно игнорировать тот факт, что, в отличие от детей из Озера Вобегон, мы как группа зарабатываем среднюю доходность до вычета издержек и ниже средней доходности после того, как вычитаются издержки?¹

Дело в том, что математическое ожидание (средний выигрыш) краткосрочного спекулянта и долгосрочного инвестора в акции равно нулю. Но оно равно нулю до вычета существенных расходов на игру, а расходы на участие в игре — комиссии брокеру, комиссии за консультации, сборы на покрытие маркетинговых и юридических расходов, издержки при покупке и продаже, комиссии за операции с портфелем, комиссии за депозитарное хранение и ведение счетов ценных бумаг — означают для инвестора потерю значительной части прибыли, создаваемой фондовым рынком. Этот математический факт так часто игнорируется, что я рад возможности в очередной раз акцентировать внимание на нем и на его далеко идущих последствиях.

«Безнаказанное пренебрежение законами человеческими и Божьими»

После такого краткого экскурса позвольте мне теперь обратиться к цитате, которую я выбрал в качестве заголовка данного эссе. В 1914 г. В своей книге

¹ Озеро Вобегон — несуществующий город, придуманный Гаррисоном Кейлором. В этом городе все жители лучше других, в том числе дети имеют развитие выше среднего. — *Прим. пер.*

«Чужие деньги» (Other People's Money) Луи Брандейс, позже ставший одним из наиболее влиятельных судей в истории Верховного суда США, выступал против олигархов, которые в прошлом столетии контролировали инвестиционную и корпоративную Америку. Брандейс описывал их взаимосвязанные интересы и своякорыстное финансовое управление как «безнаказанное пренебрежение законами человеческими и Божьими, одержимость иллюзией, будто два плюс два равно пяти»¹. Он предсказал (как оказалось, безошибочно), что повсеместная спекуляция того времени потерпит крах, «пав жертвой незыблемых правил простой арифметики»². Брандейс цитировал, как мне кажется, Софокла: «Помни, о незнакомец, арифметика — первейшая из наук и мать безопасности».

Как говорится, чем больше вещи меняются, тем больше они остаются теми же. Марк Твен был прав: хотя история той эпохи, о которой говорил Брандейс, сегодня не повторяется точь-в-точь, она рифмуется. Наша инвестиционная система — государственные пенсионные программы, частные пенсионные программы и все ценные бумаги, которыми в совокупности владеют инвесторы, — подчиняется тем же самым незыблемым правилам простой арифметики. Так как инвесторы получают только ту доходность, которая *остается после* вычета затрат на услуги нашей системы финансового посредничества, — как и игрок в казино выигрывает лишь ту сумму, которая остается после лопатки крупье, — незыблемые правила простой арифметики разрушают долгосрочную доходность инвесторов. Пользуясь формулировкой Брандейса, мы одержимы иллюзией, что 7% доходности рынка минус 3% издержек на инвестирование по-прежнему равно 7% доходности для инвесторов (т. е. издержки настолько незначительны, что ими можно пренебречь).

Разумеется, никто точно не знает, каких размеров могут достигать затраты на финансовое посредничество. Я думаю, пришла пора, чтобы кто-то, пусть даже Институт сертифицированных финансовых аналитиков США, провел тщательное исследование системы и установил эту цифру. Но у нас есть данные по некоторым основным центрам затрат. В 2004 г. доходы инвестиционных банков и брокеров составили приблизительно \$220 млрд; прямые расходы взаимных фондов — около \$70 млрд; комиссии за управление пенсионными активами — \$15 млрд; комиссии по аннуитетам — \$15 млрд; комиссии хеджевых фондов — \$25 млрд; гонорары персональных финансовых консультантов, предположительно, еще \$5 млрд. Даже без включения инвестиционных услуг, предоставляемых банками и страховыми компаниями, затраты на финансовое посредничество достигают примерно \$350 млрд в год. Это и есть тот самый доход крупье, который непосредственно вычитается из прибыли, создаваемой финансовыми рынками для инвесторов.

И цена вопроса постоянно растет. В 1985 г. эти затраты находились в пределах \$50 млрд. В эпоху рыночного пузыря и после его взрыва (начиная с 1996 г.)

¹ Louis D. Brandeis, *Other People's Money and How the Bankers Use It* (1914; New York: Bedford Books, 1995), 45.

² Она действительно потерпела крах; подобный сценарий повторился совсем недавно, когда вышеописанное взаимодействие корпоративной и инвестиционной Америки подстегнуло наступление финансового кризиса 2007–2009 гг.

совокупные затраты на финансовое посредничество предположительно могли превысить \$2,5 трлн, которые были послушно заплачены нашими инвесторами. Безусловно, часть этих затрат создавала стоимость (например, ликвидность). Но такие затраты по определению не могут создать доходность *выше рыночной*; более того, они являются прямой причиной сокращения доходности *ниже рыночной*, уменьшая ту сумму прибыли, которую зарабатывают все инвесторы на рынке. Черный юмор инвестирования заключается в том, что *все инвесторы в совокупности получают равным счетом то, за что не платят*. Вот почему так важно продвигать более дешевые способы оказания инвестиционных услуг.

Индустрия взаимных фондов

Эта цепь рассуждений логично подводит меня к моей статье, опубликованной в журнале *Financial Analysts Journal* за январь–февраль 2005 г., о крупнейшем из всех финансовых посредников в Соединенных Штатах — индустрии взаимных фондов. В статье «Индустрия взаимных фондов 60 лет спустя: перемены к лучшему или к худшему?» исследуются изменения, произошедшие за эти годы в отрасли, в которой я проработал 56 лет после того, как в далеком 1949 г. написал дипломную работу «Экономическая роль инвестиционной компании» в Принстонском университете. Это исследование продолжается и по сей день. К сожалению, вынужден сообщить, что мое многолетнее изучение этой отрасли убеждает меня в том, что ответ на поставленный в названии статьи вопрос будет «к худшему».

Я не буду пересказывать здесь всю статью, однако хочу кратко суммировать свой взгляд на то, как изменилась отрасль¹. Мы создали умопомрачительное количество новых и большей частью спекулятивных фондов; перешли от инвестиционных комитетов, опиравшихся на мудрость долгосрочного инвестирования, к «звездным» управляющим, втянутым в безумие краткосрочных спекуляций. Мы стали очень влиятельными собственниками в корпоративной Америке, вместе с этим демонстрируя парадоксальное и обескураживающее нежелание ответственно исполнять свои обязанности собственников. Мы стали налагать на наших инвесторов растущее бремя затрат, сводящих на нет огромную экономию на масштабе в управлении активами; наша репутация, построенная на честности и добросовестности, покрылась ржавчиной под сточными водами скандалов. Мы увеличили размеры управляющих компаний и перешли от частной собственности к публичной, а затем создали гигантские финансовые конгломераты; и мы перестали заниматься инвестиционным делом с аспектами бизнеса, а стали заниматься бизнесом с аспектами инвестиционного дела. Как я выразился в этой статье, взаимные фонды забыли про служение и занялись торговлей.

Разумеется, все это в прошлом. Что же касается будущего, то я бы добавил к той статье всего одну мысль, состоящую в следующем предостережении:

¹ Я признаю, что существуют фонды, являющиеся исключением из этих общих правил. Но таких фондов удивительно мало.

«Если мы не изменимся, наши дела пошатнутся, и в конце концов индустрия взаимных фондов рухнет, пав жертвой, да-да, незыблемых правил простой арифметики». Я слишком сильно люблю свое дело, чтобы молча наблюдать за тем, что происходит, — назовем это в духе Роберта Фроста «ссорой влюбленных» между мной и индустрией взаимных фондов.

Посмотрим на факты

Если изучить данные за два последних десятилетия, как я сделал это в своей статье в *Financial Analysts Journal*, становится очевидным, как пагубно может сказываться изложенное мною выше незыблемое правило на благосостоянии семей, которые доверили свои с трудом заработанные деньги взаимным фондам. Это простое арифметическое правило — *чистая доходность инвестора равна валовой доходности активов за вычетом затрат на инвестирование* — уничтожило их богатство ровно в той мере, в которой это предполагает моя гипотеза «издержки имеют значение». Инвесторы научились на собственном горьком опыте, что во взаимных фондах они не получают того, за что платят. Как раз наоборот, они получают то, за что не платят.

Давайте посмотрим на цифры. За прошедшие 20 лет обычный индексный фонд с низкими издержками без нагрузки, отслеживающий индекс S&P500, зарабатывал годовую доходность 12,8% — лишь немногим меньше доходности самого индекса на уровне 13,0% годовых. За тот же период среднестатистический взаимный фонд акций зарабатывал доходность всего 10,0%, что на 2,8% меньше доходности индексного фонда и составляет менее 80% доходности рынка. Рассчитаем сложные проценты и получим, что за 20 лет \$1, вложенный в индексный фонд, превратился в \$10,12 — удивительная магия накапливаемой за счет сложных процентов *доходности*, в то время как \$1 в среднестатистическом фонде акций превратился всего в \$5,73, что составляет не 80% доходности рынка, а жалкие остатки порядка 57% — жертва тирании накапливаемых издержек.

И это до вычета налогов. После вычета налогов, составляющих 0,9 процентных пункта, отслеживающий S&P500 индексный фонд принес доходность 11,9% годовых; налоги в среднестатистическом фонде акций забрали 2,2%, что сокращает доходность после налогообложения до 7,8%, т. е. до 41% доходности индекса. Теперь разрыв между доходностями фонда акций и индексного фонда увеличивается с 2,8% до 4,1% в год. Фонд акций не перенес на будущие периоды *никакого* прироста капитала; индексный фонд перенес *почти все*. (Отсроченные налоги — еще один пример того, как вы получаете только то, за что не платите.)

Для пущей объективности результат вложений в индексный фонд и среднестатистический фонд акций следует измерить не только в номинальных, но и реальных долларах. В этом случае реальная годовая доходность снижается до 8,9% для индексного фонда и до 4,8% для фонда акций, что дает тот же самый разрыв в 4,1%. Но когда мы уменьшим ту и другую доходность на

3% годовой инфляции, тех, кто знаком с математикой, едва ли удивит, что в результате *накопления* этих более низких доходностей кумулятивный разрыв между ними увеличится еще больше. За прошедшие 20 лет кумулятивная прибыль на \$1, вложенный в фонд акций, составила \$1,55 в реальном выражении, после вычета налогов и издержек, что составляет всего 34% от реальной прибыли индексного фонда в \$4,50. (Пожалуйста, не забывайте, что издержки и налоги вычитаются каждый год в *номинальных* долларах, что забирает постоянно растущую долю из ваших долгосрочных *реальных* накоплений.)

Доходность фонда против доходности инвестора

Более того, если посмотреть на доходность, заработанную не средним *фондом*, а средним *инвестором* фонда, отставание от рыночной доходности становится еще значительнее. По мере того как индустрия взаимных фондов все больше сосредотачивалась на маркетинге и все меньше — на управлении активами, мы стали предлагать нашим клиентам все новые заманчивые фонды. Эксперты по маркетингу чутко отслеживали скоротечные увлечения и модные веяния на рынке и с готовностью на них реагировали, — вспомните фонды «новой экономики» во время последнего рыночного пузыря. Индустрия взаимных фондов всячески пособничала и потворствовала действиям инвесторов, которые не только вложили сотни миллиардов долларов в фонды акций, когда фондовый рынок взлетел до своих исторических максимумов, но и выбирали неправильные фонды. Помимо истощающей накопления пени в виде расходов фонда, инвесторы заплатили огромную пеню за неправильный *выбор времени* для своих вложений и не менее значительную пеню за неудачный *выбор фондов*. (Нельзя сказать, чтобы инвесторы были абсолютно не виноваты в этих ошибках.)

Интуиция подсказывает, что издержки были значительными. И имеющиеся у нас данные, хотя и не совсем точные, подтверждают это предположение. *Денежно-взвешенная* доходность взаимных фондов, которую легко рассчитать, изучив квартальные денежные потоки каждого фонда, отстает от стандартной *взвешенной по времени* доходности на целых 3,7% в год. Добавьте к этому 2,8% годового отставания взвешенной по времени доходности среднего фонда акций от доходности отслеживающего S&P500 индексного фонда, и денежно-взвешенная доходность среднего фонда акций в совокупности будет отставать от доходности индексного фонда на 6,5% *в год*. Таким образом, среднегодовая доходность за прошедший 20-летний период составила для фонда акций 6,3%, а для индексного фонда — 12,8% в номинальном выражении до вычета налогов.

После применения разрушительной силы сложного процента к расходам на *операционную деятельность* фонда и расходам, связанным, ну, скажем, с *владением* фондом, один вложенный в фонд акций доллар через 20 лет даст нам \$2,39 по сравнению с \$10,12, которые положил бы в карман инвестор ин-

дексного фонда, — т.е. всего 25% той суммы, которую инвестор мог бы накопить, просто держа портфель фондового рынка (таблица 2.1).

Таблица 2.1. Диверсифицированные фонды против секторных фондов: денежно-взвешенные и взвешенные во времени доходности

	1998–2000 Взвешенная по времени, %	2001–2003 Взвешенная по времени, %	1998–2–003 Взвешенная по времени, %	1998–2003 Денежно- взвешенная, %	Денежно- взвешенная минус взвешенная по времени, %
<i>Диверсифицированные фонды</i>					
Fidelity Magellan	14,4	–5,6	3,9	3,7	–0,2
Vanguard 500	12,3	–4,2	3,7	2,4	–1,3
Inv. Co. of America	14,2	1,0	7,4	6,7	–0,7
Janus Fund	20,2	–11,0	3,4	0,9	–2,5
Fidelity Contrafund	15,2	0,4	7,5	7,9	0,4
Washington Mutual	9,6	2,8	6,2	5,5	–0,7
В среднем	14,3	–2,7	5,4	4,5	–0,9
<i>Секторные фонды</i>					
TRP Sci. & Tech.	23,5	–19,1	–0,1	–8,8	–8,7
Seligman Comm. & Info.	13,5	–2,4	5,3	2,0	–3,3
AB Global Tech.	28,0	–15,7	3,9	–9,5	–13,4
Vanguard Healthcare	34,2	1,4	16,7	13,7	–3,0
Fidelity Sel. Electronics	–10,2	10,9	0,0	–10,9	
37,0					
Munder NetNet	35,7	–21,6	3,1	–25,7	–28,8
В среднем	28,6	–11,3	6,6	–4,7	–11,4

Большая часть этого дополнительного отставания возникла по вине специализированных, как правило спекулятивных, фондов, которые активно создавались и продвигались нашей индустрией. Например, в период великого бычьего рынка и последующего медвежьего рынка с 1998 по 2003 г. денежно-взвешенные доходности шести крупнейших широко диверсифицированных фондов отставали от их взвешенных по времени доходностей в среднем менее чем на один процентный пункт, в то время как для шести крупнейших специализированных фондов это отставание составило в среднем более 11%. Накапливаясь в течение шести лет рыночного пузыря, этот разрыв в доход-

ностях был поразительным: специализированные фонды заработали положительную взвешенную по времени годовую доходность 6,6%, но при этом потеряли в совокупности 25% стоимости активов своих клиентов. В то же время, несмотря на чуть более низкую годовую доходность в 4,5%, стоимость активов клиентов в широко диверсифицированных фондах выросла на 30%. (Разница в 55%!)

Две дорогостоящие и антипродуктивные тенденции

Эта шокирующая разница, показывающая, какой огромный урон наносят взаимные фонды накоплениям своих вкладчиков, подводит меня к двум другим темам, затронутым мною в вышеупомянутой статье об индустрии взаимных фондов. Первая тема — «маркетингизация» индустрии взаимных фондов; стремление большинства ведущих компаний любыми средствами продать свои фонды инвесторам; вторая тема — «конгломератизация» индустрии в результате скупки фондов гигантскими международными финансовыми институтами, желающими получить свой кусок пирога — долю в огромных прибылях, приносимых управлением активами.

Один логичный, хотя и не совершенный показатель, позволяющий отличить маркетинговую фирму от управляющей компании, — количество предлагаемых фондов. Здесь данные говорят сами за себя благодаря проведенному Fidelity исследованию 54 крупнейших компаний, управляющих примерно 85% долгосрочных отраслевых активов. Девять компаний, каждая из которых предлагает меньше 15 взаимных фондов, однозначно доминируют в рейтингах, опережая почти 80% своих прямых конкурентов (т. е. их фонды акций роста с большой капитализацией против остальных фондов акций роста с большой капитализацией, их сбалансированные фонды против остальных сбалансированных фондов и т. д.) С другой стороны, 45 компаний, предлагающих более 15 фондов (в среднем по 52 фонда каждая!) опередили всего 48% своих конкурентов¹. Судя по всему, фокус на маркетинге идет в ущерб результатам управления активами.

Аналогичная закономерность выявляется и при сравнении фондов, управляемых 13 частными компаниями, и фондов, управляемых 41 компанией — семью публичными компаниями и 34 компаниями, входящими в публично торгуемые финансовые конгломераты. Фонды под управлением частных компаний — единственный *modus operandi* в отрасли до 1958 г. — опередили 71% своих прямых конкурентов, в то время как фонды, работающие под эгидой конгломератов, превзошли только 45% своих конкурентов. (Таблица 2.4 в приложении.)

Кажется разумным предположить, что публичная компания, руководство которой могло никогда и в глаза не видеть независимого директора фонда, занимается этим бизнесом главным образом ради привлечения активов

¹ Более подробные данные приведены в таблицах 2.4 и 2.5 в приложении к этой главе.

и продвижения своего бренда и гораздо больше озабочена доходностью *своего* капитала, чем доходностью капитала, вверенного ей *владельцами ее взаимного фонда*. (Последствия этого синдрома мы могли наблюдать во время недавних скандалов.) Хотя руководство конгломератов совершенно очевидно несет фидуциарную ответственность перед владельцами своей компании и перед владельцами своих фондов, факты свидетельствуют о том, что, когда рассматриваются преискуранты комиссионных сборов фондов, руководство обычно разрешает дилемму в пользу владельцев своей компании, игнорируя требование Закона об инвестиционных компаниях от 1940 г., согласно которому фонды должны «организовываться и управляться» в интересах их пайщиков, а не в интересах их менеджеров.

Что впереди?

Несмотря на описанные мною проблемы, инвесторы фондов (по крайней мере те инвесторы, которые не прыгнули в уходящий поезд бычьего рынка в конце игры), кажется, вполне удовлетворены теми очень умеренными положительными доходностями, которые заработали их фонды за два десятилетия беспрецедентного бычьего рынка. Кажется, они готовы игнорировать скрытые издержки инвестирования в фонды, готовы закрыть глаза на налоговую неэффективность, рады оценивать результаты в номинальных, а не реальных долларах и даже согласны взять на себя часть ответственности, признавая свои ошибки в выборе фонда и времени для вложений.

Но давайте посмотрим на грядущую эпоху, которая, вероятнее всего, будет эпохой более низких доходностей, и оценим возможные результаты с точки зрения инвестиционного горизонта сегодняшнего молодого инвестора. Предположим, что он находится в самом начале своего трудового пути, его ждет 45 лет трудовой деятельности, после чего он выйдет на пенсию и будет наслаждаться спокойной старостью еще 20 лет, как обещают страховые статистики — полный временной горизонт 65 лет.

Если фондовый рынок будет достаточно любезен, чтобы одарить нас совокупной доходностью в 8% годовых на протяжении всего указанного периода, и если годовые издержки взаимного фонда будут держаться на уровне 2,5%, доходность инвестора фонда в среднем составит 5,5% годовых. К концу этого периода начальная инвестиция в размере \$1000, вложенная под 8% годовых, превратилась бы в \$148 800. Но при чистой доходности 5,5% инвестор получит гораздо меньше — всего \$31 500. Таким образом, сумма, которую инвестор выплатит финансовой системе, также нарастающая по сложному проценту, составит \$116 300.

Инвестор, который вносит 100% капитала и несет 100% риска, получит смехотворный 21% доходности рынка. Финансовые посредники, которые не вносят никакого капитала и не берут на себя никакого риска, получают остальные 79% доходности. На самом деле уже по истечении 29-го года, не доходя до половины 65-летнего срока, совокупная доходность нашего молодого капита-

листа, копящего средства на пенсию, начнет отставать от совокупной доходности финансового крупье. При всей несправедливости подобного распределения инвестиционного дохода, кажется, мало кто из инвесторов сегодня осознает, что незыблемые правила простой арифметики фактически гарантируют такую недостачу в их пенсионных накоплениях, или не придают значения разрушительной силе накапливаемых за долгий период издержек.

Благосостояние нации

Если бы наша система пенсионных накоплений не была основой благосостояния нации и нашей экономической силы, возможно, эта разрушительная арифметика не имела бы значения. Но она *имеет* значение. Наши корпоративные пенсионные программы держат акции и облигации на сумму \$1,8 трлн, государственные и местные пенсионные программы — еще на \$2 трлн. Частные незастрахованные пенсионные резервы составляют \$4,2 трлн, застрахованные пенсионные резервы — \$1,9 трлн, государственные пенсионные резервы — \$3,1 трлн, резервы по страхованию жизни — \$1,0 трлн, что в общей сложности составляет \$10,2 трлн, или почти половину семейных активов (кроме денежных и сберегательных депозитов).

С 1970 г. наша государственная политика была направлена на увеличение частных пенсионных накоплений путем предоставления освобожденных от налогообложения счетов, таких как индивидуальные пенсионные счета (IRA) и накопительные пенсионные планы с установленными взносами — обычно планы 401(k). Нынешнее вашингтонское правительство намерено дальше продвигать эти обеспеченные налоговыми льготами инструменты, увеличивая долю охваченного ими населения и размер сумм, которые каждая семья может инвестировать в них ежегодно. Поэтому давайте поглубже разберемся с тем, как незыблемые правила арифметики затрагивают наше «инвестиционное общество», или, если хотите, наше «общество собственников».

Из приведенных мною данных очевидно, что пенсионные накопления американских семей слишком важны для благосостояния нашей нации, чтобы их можно было доверить индустрии взаимных фондов. Как бы там ни было, мы знаем, что система налоговых стимулов для инвесторов до сих пор работала не очень хорошо. Всего около 22% работающих граждан используют сберегательный план 401(k); только 10% имеют пенсионные счета IRA и примерно 9% — то и другое. И даже по истечении трех десятилетий существования этих льготных инструментов накопления средняя балансовая стоимость на счету участника плана 401(k) на сегодня составляет скромные \$33 600, а на счету IRA \$26 900 — сумма далеко не того порядка, с которой можно было бы рассчитывать на комфортную старость.

Кроме того, массовый переход от планов с установленными выплатами к планам с установленными взносами оказался не очень оправданным с инвестиционной точки зрения. Планы с установленными выплатами не только

приносили более высокие доходности, чем планы с установленными взносами, начиная с 1990 г. (144% против 125%), но и делали это с гораздо меньшей волатильностью, продемонстрировав вдвое меньшее падение доходности (–12% против –22%) за последние годы медвежьего рынка. Несомненно, одной из причин такого отставания являются высокие издержки, которые несут участники планов с установленными взносами.

Простая арифметика пенсионных планов

Но если переход к планам с установленными взносами не выполнил свою задачу с точки зрения создания надежного механизма пенсионных накоплений, то планы с установленными выплатами сыграли гораздо худшую роль, но не из-за тех доходностей, которые они принесли, а из-за тех завышенных доходностей, которые они прогнозировали. Не секрет, что финансовая отчетность американских корпораций изобилует оптимистичными предположениями о будущей доходности пенсионных программ. Даже в то время, когда процентные ставки упали, а доходности акций устойчиво шли вниз, прогнозы будущих доходностей росли. Например, General Motors повысила свои предположения с 6% годовых в 1975 г. до 10% годовых в 2000 г. Почему? Да потому что она базировала свои прогнозы на «долгосрочных исторических доходностях». Фактически General Motors говорила нам: «Чем больше акции росли в прошлом, тем больше они будут расти в будущем». Таким образом, чем выше рос рынок, тем выше поднималась планка ожиданий относительно доходности пенсионных планов, по крайней мере в модели GM.

Справедливости ради надо сказать, что, хотя индустрия взаимных фондов игнорировала незыблемые правила простой арифметики, ее прегрешения меркнут на фоне грубейших ошибок, совершенных корпоративной Америкой при прогнозировании доходностей своих пенсионных программ, ошибок, которые стали причиной национального скандала и неминуемо надвигающейся катастрофы. Давайте потратим пару минут на эти незыблемые правила и проанализируем, каким образом можно было бы достичь доходности пенсионной программы в 8,5%, на которую так уверенно рассчитывает General Motors. Для портфеля акций, исходя из реалистичных ожиданий на основе сегодняшней дивидендной доходности и нормального (скажем, 6%-ного) прироста капитала, разумной цифрой кажется 7,5%. Исходя из текущей доходности консервативного портфеля казначейских и корпоративных облигаций мы прогнозируем доходность облигаций на уровне 4,5%. Но с учетом предполагаемых издержек инвестирования (скажем, 1,5%, включая комиссионные, стоимость оборачиваемости портфеля и т. д.) простое правило вычитания дает нам чистую доходность в 4,8%, — чуть больше половины от требуемых 8,5%. Отсюда я могу сделать вывод, что либо GM сознательно напрашивается на неприятности, либо она планирует придумать какой-то способ, чтобы повысить эти цифры в отчетности для своих акционеров (таблица 2.2).

Таблица 2.2. Реалистичные предположения о доходностях: корпоративный пенсионный план

Класс активов	1.	2.	3.	4.	5.	6.
	Распределе- ние, %	Прогнозиру- емая доход- ность, %	(1 × 2) Вклад в доход- ность портфе- ля, ¹ %	Валовая доход- ность, %	Издерж- ки, %	(4 – 5) Чистая доход- ность, %
Акции	60	7,5	4,5	6,3	1,5	4,8
Облига- ции	40	4,5	1,8			

Когда я ломал голову над загадкой General Motors, мне сказали, что инвестиционный портфель, состоящий на 60% из акций и на 40% из облигаций, — это прошлое; General Motors добавила альтернативные инвестиции, такие как венчурный капитал, и инвестиции с «абсолютной доходностью», такие как хеджевые фонды. Ну что же, давайте сделаем некоторые разумные предположения о том, какой может быть структура активов этого нового портфеля¹: пусть 30% его активов приходится на акции, 40% — на облигации, 10% — на венчурный капитал и 20% — на хеджевые фонды. Теперь посмотрим, что нужно сделать, чтобы достичь требуемой нам совокупной доходности портфеля в 8,5%. Если исходить из вышеуказанных рыночных доходностей, то управляющим портфелем акций нужно будет переигрывать фондовый рынок на 3% в год, а управляющим портфелем облигаций переигрывать рынок облигаций на 0,25% в год. Далее, если предположить, что доходность венчурного капитала составляет 12% и опытные менеджеры сумеют заработать почти 18%, а при доходности хеджевых фондов 10% опытные менеджеры сумеют обеспечить нам почти 17%, и вычесть издержки — вот оно! Пенсионный портфель достигает своей цели в 8,5% годовых! (таблица 2.3).

Оставим пока без внимания тот факт, что управляющие портфелями акций, способные переигрывать фондовый рынок на 3% в год, примечательны своим отсутствием. Также оставим без внимания те риски, на которые им придется идти, чтобы добиться таких результатов. Скажем лишь то, что взятая здесь доходность венчурного капитала и доходность хеджевых фондов намного превышает даже исторические нормы, раздутые спекулятивным бумом IPO в период рыночной эйфории конца 1990-х гг. Поэтому нам также придется закрыть глаза на крайне малые шансы найти группу менеджеров «фондов абсолютной доходности», которые могли бы последовательно, на протяжении десятилетия и больше, превосходить эти нормы на 6–7 процентных пунктов в год. Разумеется, большинство инвестиционных профессионалов сочтет такие геркулесовы предположения абсурдными. Но кто знает?

Действительно, никто не знает, но суть не в этом. Предположения, в конце концов, это только предположения. Скорее я говорю о том, что в годовой отчетности каждой компании должна быть представлена простая таблица, на-

¹ Здесь возможна масса вариантов. В целях экономии места я выбрал только один из них.

**Таблица 2.3. Как заработать доходность 8,5%:
образец для корпоративных годовых отчетов**

	1	2	3	4	5 (2 + 3 – 4)	6 (1 × 5)
Класс акти- вов	Распре- деле- ние, %	Прогно- зируемая доход- ность, %	Добав- ленная доход- ность*, %	Издерж- ки, %	Чистая доход- ность, %	Вклад в доход- ность портфеля, %
Акции	30	7,5	3,0	1,5	9,0	2,7
Облигации	40	4,5	0,25	0,5	4,2	1,7
Венчурный капитал	10	12,0	5,5	3,0	14,5	1,4
Хеджевые фонды	20	10,0	6,5	3,0	13,5	2,7
	Совокупная доходность					8,5

* Необходима для генерирования ожидаемой нормы доходности портфеля

подобие той, что приведена в настоящей главе, чтобы акционеры могли составить справедливое мнение о разумности предположений и арифметики, лежащих в основе ожиданий по доходности корпоративных пенсионных программ. Я бы придавал большое значение наличию таких сведений в финансовой отчетности компаний и хотел бы надеяться на то, что серьезные аналитики будут подвергать проверке сделанные предположения и задавать вопросы непосредственно корпоративному руководству. Главы компаний редко затрагивают эту тему, но заставить их это делать — в интересах акционеров.

Увы, какой бы туманной ни была перспектива пенсионных планов с установленными взносами, будущее планов с установленными выплатами чревато проблемами, которые можно назвать поистине катастрофическими. Об этом хорошо было сказано в отчете, недавно выпущенном двумя уважаемыми экспертами компании Morgan Stanley Тревором Харрисом и Ричардом Бернером:

Годы неправильной оценки пенсионных расходов, недостаточного финансирования и чрезмерно оптимистичных предположений о смертности и доходностях активов привели к образованию несоответствия между взятыми обязательствами и ресурсами, необходимыми для их выполнения. Корпоративные пенсионные программы с установленными выплатами в совокупности недофинансированы на \$400 млрд. Дефицит государственных и местных программ может быть в три раза больше. Такой разрыв будет истощать операционные прибыли спонсоров этих программ и угрожать крахом самой системе планов с установленными выплатами, особенно если рынки не смогут обеспечить нам высоких доходностей или процентные ставки останутся на прежнем низком уровне¹.

Настало время привести нашу частную и государственную пенсионную систему в соответствие с незыблемыми правилами простой арифметики, и то же самое следует сделать с пенсионными накоплениями американских семей

¹ Бернер Р., Харрис Т. Значение пенсионной реформы для финансовых рынков. Исследование Morgan Stanley, представленное на Всемирном экономическом форуме (18 января 2005 г.).

независимо от того, инвестируют ли они свои средства напрямую во взаимные фонды или в сберегательные планы с установленными взносами. (Точно такие же арифметические правила следует применять в системе социального обеспечения и в вопросах, связанных с приватизацией, но это отдельная тема.)

Относительное преимущество против преимущества для всех

Я хотел бы завершить свои рассуждения, сделав акцент на одном фундаментальном аспекте — на различии между «относительным преимуществом» и «преимуществом для всех». Многое, иногда мне кажется, почти *все*, что я читаю в специализированных финансовых изданиях, имеет отношение к тому, что я называю относительным преимуществом, например как воспользоваться неэффективностью рынка, чтобы улучшить свои результаты относительно всего рынка, или как заработать более высокую доходность, чем профессионалы. Но поскольку мы занимаемся своим ремеслом фактически в закрытой рыночной системе и не можем влиять на доходности, которыми одаривает нас рынок, каждый доллар, выигранный нами на рынке благодаря такому относительному преимуществу, забирается из общей прибыли, которую в совокупности зарабатывают участники рынка.

В некотором смысле это замечательно. Но недавно в одной из статей в журнале *New Yorker* была высказана следующая мысль: «Что, если я буду среднячком? Если колоколообразная кривая — это факт, значит, реальность такова, что большинство инвесторов получают средние результаты». И далее: «Нет ничего постыдного в том, чтобы быть в их числе, верно? Разумеется, неверно. Почему-то людей гораздо больше расстраивают не сами средние результаты, а тот факт, что они обречены на них. Но для большинства из нас средние результаты — наша судьба»¹. Увы, в мире управления активами мы имеем средние результаты лишь до вычета издержек и проигрываем рынку после вычета издержек — таково незыблемое правило простой арифметики, которое мы и хотели бы отрицать, да не можем. Другими словами, издержки сдвигают всю колоколообразную кривую влево.

Никто из нас не хочет довольствоваться средними результатами, поэтому на рынке разворачивается здоровая (по крайней мере в некоторых отношениях) конкуренция, обеспечивающая объемы сделок, необходимые для ликвидности и эффективности рынка. Такая эффективность рынка, в свою очередь, подводит нас ближе к тому миру, где гипотеза эффективного рынка становится тавтологией. Разумеется, растущие транзакционные издержки помогают набивать карманы финансовым посредникам с Уолл-стрит. Но если какому-либо фонду удастся некоторое время реализовывать успешную стратегию, неразгаданную другими, он может привлечь больше средств под свое управление, перенаправив гонорары и комиссионные из кармана своих конкурентов в соб-

¹ Гаванде А. Колоколообразная кривая // *New Yorker*. 2004. 6 декабря. С. 82–91.

ственный карман. Такой успех может даже позволить фонду повесить свои комиссионные, таким образом увеличив (хотя и незначительно, по крайней мере поначалу) свои доходы за управление, что по определению уменьшает чистую доходность всех инвесторов на рынке.

Возможно, нам будет неприятно осознать, что вся наша лихорадочная инвестиционная деятельность, призванная дать дополнительный выигрыш Питеру, может только забрать этот выигрыш из кармана Пола, что само по себе является нарушением категорического императива Иммануила Канта, согласно которому мы должны «поступать так, чтобы последствия наших действий могли быть генерализованы без внутреннего противоречия». И между тем умные и честные люди конкурируют между собой в этой игре с нулевой суммой, которая в конце концов становится игрой проигравших.

Резкий в своих высказываниях, но мудрый партнер Уоррена Баффетта Чарли Мангер обеспокоен тем, что такое количество талантливых людей сегодня занято в сфере управления активами: «Большая часть деятельности по управлению активами имеет глубоко антисоциальные эффекты. Нынешний рост популярности дорогостоящих методов управления усиливает ту пагубную тенденцию, что сегодня наша молодая интеллектуальная элита избирает своим поприщем высокоприбыльное дело управления активами с присущими ему современными искажениями, а не другие виды деятельности, позволяющие приносить гораздо больше пользы другим людям»¹. Как признает г-н Мангер, в области управления активами, когда интересы клиентов отодвигаются на задний план, создание чистой стоимости сходит на нет; стоимость лишь вычитается.

Как мы видим, невидимая рука Адама Смита может дать относительное конкурентное преимущество лишь небольшой горстке управляющих активами. Но она не способна облагодетельствовать всех инвесторов на рынке. Однако в наших силах сделать именно это — создать коллективное преимущество, от которого выиграют *все* инвесторы. Увеличение доходностей для всех инвесторов должно быть важнейшей целью нашего общества или по крайней мере нашего общества собственников. Если мы хотим, чтобы капитализм процветал, мы должны быть серьезно обеспокоены недавним триумфом капитализма управляющих над капитализмом собственников не только в корпоративной Америке, но и в инвестиционной Америке — в сфере управления активами. До тех пор пока инвестиционная деятельность просто перенаправляет прибыли от середнячков к звездам, от менее удачливых к более удачливым или от тех, кто наивно доверяет системе, к тем, кто в ней работает, безусловно, она будет иметь «глубоко отрицательные социальные эффекты». Но если мы сумеем заставить капитализм работать на благо всех собственников, увеличивая их доходы при неизменном уровне риска, не будет ли это иметь «глубоко *положительные* социальные эффекты»?

¹ Чарльз Мангер, из выступления перед группой финансовых директоров фондов, Санта-Моника, Калифорния, 14 октября 1998 г.

Наше общество посредников

Существуют две влиятельные силы, которые стоят между идеалистической целью «построить новый мир» в инвестиционной Америке и ее воплощением в жизнь. Одна из этих сил — деньги. Работа по управлению активами приносит столь фантастические прибыли ее участникам, что деньги превратились в наркотик, а мы стали безнадежно зависимы от этих прибылей. Но вторая сила может быть еще более мощной: уверенность инвесторов в том, что финансовые посредники защищают их интересы. В то время как мы полагаем, что живем в «обществе собственников», пусть еще и далеко от идеала, с каждым днем у нас становится все меньше настоящих собственников наших создающих стоимость корпораций.

На самом деле сегодня мы живем в «обществе посредников», где конечные собственники — вкладчики взаимных фондов и участники государственных и частных пенсионных программ — вынуждены полагаться на своих доверенных лиц, которые должны действовать как их добросовестные фидуциары. Но сегодня примеров такого служения крайне мало, главным образом из-за сложившейся системы «доллар за доллар», где чем больше посредники забирают, тем меньше инвесторы зарабатывают. Но если наша 100-миллионная армия конечных собственников и бенефициаров взбунтуется и потребует от своих фидуциаров, да-да, пресловутого служения (как это сложно!), тогда в инвестиционной Америке все будет хорошо (или по крайней мере станет лучше).

Это значит, должны измениться мы сами; не только структура и уровень издержек нашей финансовой системы, но и философия ее доверительных управляющих. В далеком 1928 г. член Верховного суда Бенджамин Кардозо сказал об этом так:

Многие формы поведения, допустимые в обыденной жизни для тех, кто действует на расстоянии вытянутой руки [без доверительных отношений], запрещены для тех, кто связан фидуциарным обязательством. Фидуциар придерживается более строгих нравственных норм, нежели этика рынка... Такова вековая незыблемая традиция... Не просто честность, но честность до щепетильности является стандартом поведения... Только тогда поведение фидуциара возвышается над поведением толпы.

«Следующий этап»

Заключительная ремарка: Когда я уже завершал работу над этим эссе, я пролистывал номер *Financial Analysts Journal*, где была опубликована моя статья о том, как изменилась индустрия взаимных фондов за прошедшие 60 лет. Разумеется, мое внимание привлекла глубокая статья Кейта Амбачтшира «За пределами портфельной теории: следующий этап»¹.

¹ Амбачтшир К. За пределами портфельной теории: следующий этап // *Financial Analysts Journal*, №1. 2005. Январь-февраль. С. 29–33.

В этой работе он ссылается на расхожее мнение о том, что следующим этапом в развитии инвестирования должна стать «разработка систем, которые будут создавать лучшие финансовые результаты для инвесторов». «Но действительно ли это так?» — спрашивает он. Амбачтшир ставит подобное утверждение под сомнение, считая, что нам следует больше сосредоточиться на информационной теории. Например, о повышении осведомленности об издержках инвестирования и теории агентских отношений — конфликтах экономических интересов, с которыми сталкиваются управляющие/агенты при принятии решений от лица своих инвесторов/принципалов. Он считает, что «лучшие результаты» для инвесторов могут быть достигнуты благодаря существенному снижению стоимости посреднических услуг и привитию философии «стоимость по разумной цене», движущей силой которой является служение клиентам и бенефициарам. Я хочу выразить глубокую признательность г-ну Амбачтширу за его готовность выражать свое мнение и поддержку в этих вопросах, которые я сегодня хочу донести до вас.

Г-н Амбачтшир дал невероятно высокую — и, я боюсь, не совсем заслуженную — оценку той роли, которую мне довелось сыграть в развитии индустрии инвестирования благодаря озвучиванию указанных проблем на протяжении более чем полувека, что сподвигло меня выдвинуть громкий и, возможно, спорный постулат, который в формулировке Амбачтшира звучит как «слишком мало стоимости по слишком высокой цене», в моей же формулировке, пользуясь словами Уинстона Черчилля, — «никогда еще в человеческой истории столь многие не зависели от столь немногих». Создавая более 30 лет назад Vanguard как действительно *взаимный* взаимный фонд, я хотел проложить путь к новому типу финансового посредничества, которое будет приносить инвесторам справедливую долю тех доходностей, которые генерируют наши рынки. Если бы я не шел этим путем все эти годы, я был бы не вправе говорить сегодня о том, о чем говорю.

Идти этим путем чудесно: мы удерживаем расходы на низком уровне, а результаты — на высоком, считаем нашим главным приоритетом служение нашим клиентам, реализуем стратегию индексного инвестирования вкупе с дисциплинированным управлением портфелем облигаций, фокусируясь на максимальной возможной его диверсификации. Это и есть двигатели нашего замечательного роста. Наша доля в совокупных активах взаимных фондов росла на протяжении 23 лет подряд и увеличилась с 1,8% в 1981 г. до 10,5% на сегодняшний день. Я надеюсь, что вы не принимаете мои слова за хвостовство. Просто они позволяют мне замкнуть круг и вернуться к тому, с чего я начал, в очередной раз доказывая высказанную Йозефом Шумпетером мысль о том, что «успешное новаторство является достижением не интеллекта, а воли». Индустрия взаимных фондов пока не переняла новаторский подход Vanguard, и вряд ли можно сказать, решится ли она когда-нибудь на такой шаг. Но идея, которую я хочу донести до вас сегодня, состоит в том, что незыблемые правила простой арифметики — наряду с сопутствующими понятиями фидуциарной ответственности — будут находить все больший отклик среди инвесторов, которые в конце концов перестанут мириться с существующим положением дел. Кто предупрежден, тот вооружен.

Приложение

Таблица 2.4. Маркетинг или управление? Относительные доходности и количество фондов (серым цветом выделены компании, предлагающие 15 и менее фондов)

Компания	Равновзвешенная сверхдоходность, %*	Кол-во фондов
Dodge & Cox	98	4
First Eagle	97	5
Calamos	91	8
So. Eastern/Longleaf	90	3
American Funds	79	26
Royce	79	14
Harris Associates	77	7
Vanguard	76	75
PIMCO	76	51
Franklin Templeton	71	100
T. Rowe Price	71	72
Janus	70	21
ING	69	60
Nuveen	65	36
American Century	64	54
WM Advisors	64	15
Davis	62	7
Fidelity	62	207
Waddell & Reed	61	45
USAA	61	31
Oppenheimer	60	48
MFS	59	61
Prudential	59	49
New York Life	58	22
US Bancorp	57	37
Columbia Mgmt	56	72
AllianceBernstein	55	57
Banc One	54	36
Neuberger Berman	54	14
Lord Abbett	53	27
Scudder	52	65
Van Kampen	52	43

Глава 2. Незыблемые правила простой арифметики

Компания	Равновзвешенная сверхдоходность, %*		Кол-во фондов	
Federated	52		37	
Evergreen	51		57	
Citigroup	50		57	
Wells Fargo	50		39	
Eaton Vance	49		73	
Morgan Stanley Adv	49		50	
Goldman Sachs	49		34	
The Hartford	48		33	
Putnam	47		54	
John Hancock	47		35	
Dreyfus	45		126	
Delaware	44		56	
Strong	44		42	
Thrivent Fin'l	44		25	
Trusco Cap	43		24	
Merrill Lynch	40		58	
Aim	39		62	
Nations Funds	38		42	
American Exp	37		60	
BlackRock	36		32	
Pioneer	33		24	
JPMorgan	32		38	
	15 и менее фондов		Более 15 фондов	
Итого	Доходность, %*	Кол-во фондов	Доходность, %**	Кол-во фондов
(В среднем)	77	8	48	52

* За период 10 лет.

** Данные по сверхдоходности скорректированы, так как исследование Fidelity игнорирует комиссии за первоначальную продажу и паи класса В.

Таблица 2.5. Частные фонды или конгломераты? Относительные доходности и организационная структура (частные компании выделены серым цветом, публичные компании — курсивом, конгломераты напечатаны обычной латиницей)

Компания	Разновзвешенная сверхдоходность, %
Dodge & Cox	98
First Eagle	97
Calamos	91
So. Eastern/Longleaf	90
Royce	79
American Funds	79
Harris Associates	77
PIMCO	76
Vanguard	76
T. Rowe Price	71
Franklin Templeton	71
Janus	70
ING	69
Nuveen	65
American Century	64
WM Advisors	64
Davis	62
Fidelity	62
Waddell & Reed	61
USAA	61
Oppenheimer	60
Prudential	59
MFS	59
New York Life	58
US Bancorp	57
Columbia Mgmt	56
AllianceBernstein	55
Banc One	54
Neuberger Berman	54
Lord Abbett	53
Van Kampen	52
Scudder	52
Federated	52
Evergreen	51

Компания	Разновзвешенная сверхдоходность, %
Wells Fargo	50
Citigroup	50
Goldman Sachs	49
Morgan Stan Adv.	49
Eaton Vance	49
The Hartford	48
John Hancock	47
Putnam	47
Dreyfus	45
Strong	44
Delaware	44
Thrivent Fin'l	44
Trusco Cap	43
Merrill Lynch	40
Aim	39
Nations Funds	38
American Express	37
BlackRock	36
Pioneer	33
JP Morgan	32

Итого

Финансовые конгломераты				Публичные			
Доход- ность, %*	Кол-во компа- ний	Среднее кол-во фондов	Активы (\$ трлн)	Доход- ность, %*	Кол-во компа- ний	Среднее кол-во фондов	Активы (\$ трлн)
45	34	47	1,6	60	7	55	0,6
Частные							
		Доход- ность, %*	Кол-во компа- ний	Среднее кол-во фондов	Активы (\$ трлн)		
		71	13	34	1,3		

* Данные по сверхдоходности скорректированы, так как исследование Fidelity игнорирует комиссии за первоначальную продажу и паи класса В.

Глава 3

ГРАФИК-ОБЛИЧИТЕЛЬ¹

Один из «страшных» рассказов Эдгара Аллана По «Сердце-обличитель» начинается словами: «Правда! Я нервный — очень даже нервный, просто до ужаса, таким уж уродился; но как можно называть меня сумасшедшим?» Должен признаться, что я очень нервничаю, решив затронуть тему, которой, честно говоря, не осмелился бы коснуться в присутствии большинства инвесторов. Ключом к любому успеху, достигнутому мной за мою долгую карьеру на инвестиционном поприще, было то, что Бог дал мне достаточно здравого смысла, чтобы понимать величие простоты. Как я узнал на собственном опыте, чтобы найти ее бесценные сокровища, нередко нужно продраться сквозь непролазные дебри сложности. В этом эссе я затрону сложную тему возвращения к среднему, а драгоценный камень простоты скрыт в «графике-обличителе», давшем название моему эссе.

«Сердце-обличитель» — это история о сердце, которое, кажется, никогда не прекращает биться (совсем как у меня, если задуматься!). Даже после смерти его владельца был слышен «глухой, частый стук, будто тикали часы, завернутые в вату», и со временем его подобный барабанному бою стук становился все громче и громче. Возвращение к среднему — вездесущий закон тяготения, действующий на финансовых рынках, — тоже никогда не прекращает работать. Хотя его барабанный бой не столь равномерен, он никогда не останавливается. Поэтому доходности рыночных секторов, управляемых инвестици-

¹ На основе текста моего выступления на Инвестиционном форуме Morningstar в Чикаго, Иллинойс, 26 июня 2002 г. Поскольку с тех пор утекло много времени, все графики были обновлены, а также добавлена новая информация, которая в тексте выделена жирным шрифтом.

онных портфелей и даже сам рынок, будто подчиняясь таинственной силе, со временем возвращаются к неким нормам.

Шесть проявлений закона возвращения к среднему

Сегодня я хочу поговорить о том, как закон возвращения к среднему может помочь нам лучше понять финансовые рынки и, таким образом, стать более успешными инвесторами. Во-первых, мы посмотрим, как действует этот закон в таких сегментах рынка, как акции компаний с малой и большой капитализацией и акции стоимости и роста. Во-вторых, рассмотрим действие этого закона для доходностей, подвергшегося в последнее время нападкам индекса Standard and Poor's 500, и сравним динамику индекса с динамикой всего американского фондового рынка. В-третьих, я хочу поговорить о возвращении доходностей взаимных фондов акций к рыночной норме. В-четвертых, отчасти потому, что приверженцы Богда будут разочарованы, если я этого не сделаю, я рассмотрю действие закона возвращения к среднему на примере результатов так называемых активно управляемых портфелей, которые по сути представляют собой диверсифицированные портфели, пытающиеся переиграть индекс широкого рынка за счет систематического увеличения долей тех или иных секторов. Наконец, мы с вами исследуем вопрос, склонен ли сам фондовый рынок возвращаться к каким-либо средним значениям.

Чтобы дать вам такой обильный поток информации, мне потребуется представить вам в общей сложности 11 графиков. На первый взгляд, это трудная задача, но она существенно упростится, когда мы увидим замечательно сходный паттерн на всех графиках (неравномерные колебания выше и ниже средней линии и неизменное возвращение к ней), подтверждающий действие закона возвращения к среднему во всех шести рассмотренных мною случаях. Я думаю, вы поймете мою аргументацию, поскольку тот самый «график-обличитель», отражающий тенденцию любого инвестиционного феномена возвращаться к своим средним уровням, повторяется в каждом примере. Когда я закончу, надеюсь, что вы согласитесь с моим выводом: *самые успешные инвесторы уважают власть закона возвращения к среднему.*

Позвольте мне начать с критики чересчур упрощенного, но типичного взгляда на долгосрочные результаты. Например, мы слышим, что «акции компаний с малой капитализацией опережают акции компаний с большой капитализацией почти на 2% в год», что якобы подтверждается всеми доступными нам историческими данными (скажем, с 1926 по 2002 г.). Или что некий Волшебный фонд «переигрывает рынок на 8,5% в год на протяжении всего своего существования». Или что «акции приносят более высокие доходности, чем облигации», в каждом случае без признания того, что любое сравнение *зависит от выбранного периода*. Независимо от того, отдано ли ему предпочтение умышленно или нет, чтобы доказать ту или иную точку зрения, ни начальная, ни конечная даты не являются случайными. Компиляции данных об исторических доходностях финансовых рынков — это не актуарные таблицы, и, как

вы увидите, прошлое здесь не является прологом будущего. На самом деле оно обычно является *анти-прологом*. Каждое утверждение содержит в себе зерна собственного опровержения.

Возвращение к среднему — акции компаний с большой капитализацией против акций компаний с малой капитализацией

Немногие инвестиционные принципы воспринимаются столь же бесспорно, как расхожее утверждение о том, что в долгосрочном периоде акции компаний с малой капитализацией всегда переигрывают акции компаний с большой капитализацией. Имеющиеся у нас факты однозначно подтверждают: согласно данным Центра по исследованию стоимости ценных бумаг при Чикагском университете (CRSP), начиная с 1928 г. акции компаний с малой капитализацией приносили в среднем 12,5% годовой доходности, в то время как акции компаний с большой капитализацией — 10,8%. И за этот 74-летний период сложные проценты творят свое волшебство: \$1, вложенный в акции компаний с малой капитализацией, превращается в \$6000, в то время как \$1, вложенный в акции компаний с большой капитализацией, всего в \$2000. Но тут на сцену выходит еще один фактор — более высокий риск, присущий акциям малых компаний (стандартное отклонение 30% по сравнению с 22% у акций компаний с большой капитализацией). После корректировки на риск доходность акций компаний с большой капитализацией повышается до 12,9%, опережая доходность акций малых компаний. Никогда не игнорируйте риск.

Но и эти впечатляющие цифры — в отличие от пресловутого бикини — больше скрывают, чем показывают. Я бы настоятельно рекомендовал вам не принимать их за данность, не трансформировав сначала в график-обличитель, построить который не составит труда: нужно разделить *кумулятивные* доходности одного инструмента на кумулятивные доходности другого инструмента, год за годом — в данном случае доходности акций компаний с большой капитализацией на доходности акций компаний с малой капитализацией. Мы видим, что на протяжении всего 74-летнего периода это соотношение не раз возвращалось к среднему. Фактически *все* преимущество акций компаний с малой капитализацией приходится на первые 18 лет. С 1945 по 1964 г. акции больших компаний (со среднегодовой доходностью 14,2%) опережали акции малых компаний (11,7%); далее до 1968 г. лидировали акции малых компаний (32,0% против 11,0%); до 1973 г. — акции больших компаний (2,5% против -10,8%); до 1983 г. — снова акции малых компаний; до 1990 г. — акции больших компаний и т. д. В итоге эти качки взад-вперед нейтрализовали друг друга, и начиная с 1945 г. доходности акций компаний с малой и с большой капитализацией были практически *одинаковыми* (12,7% против 13,3%). Возникает вопрос: не является ли утверждение о превосходстве акций малых компаний слишком хрупким фундаментом для того, чтобы выстраивать на нем долгосрочную стратегию? **По состоянию на конец 2009 г. соответству-**

ющие доходности были следующими: акции компаний с большой капитализацией 10,2%, с малой капитализацией 12,2%. Соотношение выросло до 4,2 в 2004 г. и к концу 2009 г. достигло рекордного уровня в 4,4, но на самом деле примерно на этом уровне оно находилось тремя десятилетиями ранее (рис. 3.1).

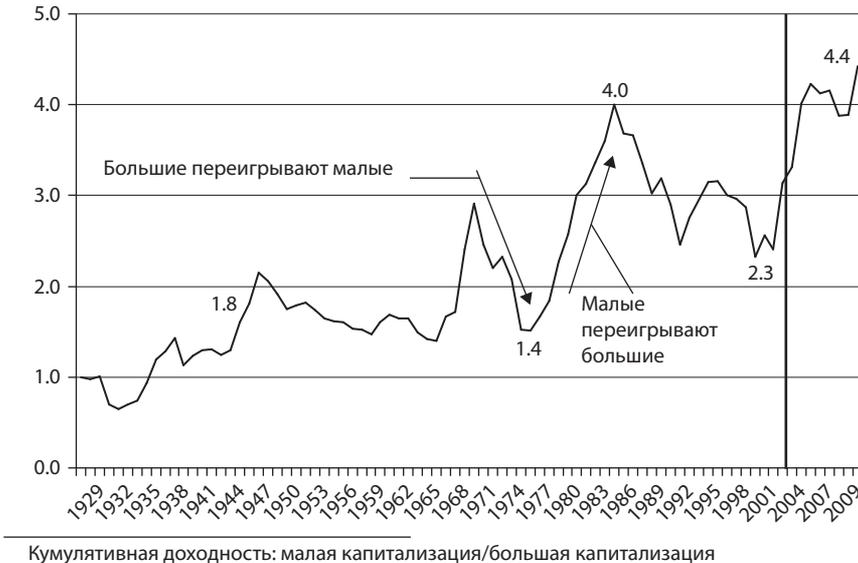


Рис. 3.1. Возвращение к среднему: акции компаний с малой капитализацией против акций компаний с большой капитализацией, 1928–2009 гг.

Также задайте себе вопрос, насколько точны эти данные. Воссоздать прошлые доходности рыночных сегментов — непростая задача, особенно для компаний с малой капитализацией. Насколько точно учтены инвестиционные издержки (и учтены ли вообще) и нет ли здесь предвзятости тех, кто остался на плаву? Все вместе эти проблемы поднимают вопрос о достоверности даже самых компетентных академических исследований. И даже если они достоверны, спросите себя, действительно ли игра стоит свеч, учитывая 40%-ное увеличение инвестиционного риска.

Наконец, спросите себя, в какой мере эти результаты, которые на самом деле являются результатами индексов соответствующих сегментов рынка, могут быть воспроизведены в реальном мире. Инвестирование стоит денег, и это азбучная и уже набившая оскомину истина, что все инвесторы на фондовом рынке (или в любом отдельно взятом его секторе) *зарабатывают* весь сформированный рынком доход *до* вычета стоимости финансового посредничества, но фактически *получают* тот доход, который остается *после* вычета этих издержек. Если стоимость реализации стратегии вложений в акции компаний с малой капитализацией выше, чем стоимость стратегии на основе акций компаний с большой капитализацией, на 1% в год или больше, даже если предпо-

лагаемое долгосрочное преимущество акций малых компаний материализуется, это может быть пиррова победа.

Возвращение к среднему — акции стоимости против акций роста

Я не буду подробно останавливаться на таких важных аспектах, как подлинность данных, риск и издержки инвестирования. Но все они, безусловно, играют роль в следующей области, которую я рассмотрю, — акции стоимости против акций роста¹. Здесь долгосрочный разрыв в доходностях *еще больше*, чем в случае акций компаний с малой и с большой капитализацией: начиная с 1928 г. акции стоимости компаний с большой капитализацией приносили в среднем 12,2%, а акции их роста — 9,6%, — разница в полновесные 2,6 процентных пункта. Сложение процентов дает разительный разрыв в конечной стоимости вложенного доллара: для акций стоимости — \$5100, для акций роста — \$900. И снова более высокий риск (стандартное отклонение для акций стоимости составило за указанный период 27% против 20% для акций роста) нивелирует большую часть этого разрыва, но даже *скорректированная на риск* доходность акций роста, возросшая до 11,2%, отстает на 1 процентный пункт от доходности акций стоимости. Данные настолько весомы, что так и хочется сказать: *дело закрыто!* По состоянию на 2009 г. годовая доходность акций роста компаний с большой капитализацией составила 9,1%, акций стоимости этой же категории компаний — 11,2%. После 2008 г., оказавшегося особенно неблагоприятным для акций стоимости, обновленный коэффициент упал до 5,0, что намного ниже максимума в 7,2, достигнутого в 2006 г. и близкого к максимальному уровню в 6,5, достигнутому четверть века назад (рис. 3.2).

Но давайте обратимся к нашему графику-обличителю и внимательно изучим факты. Хотя паттерн возвращения к среднему здесь прослеживается не так четко, как в предыдущем случае, мы можем увидеть нечто интересное. Любопытно, что в первые 27 лет (!) мало что происходит. В первые 12 лет немного выигрывают акции роста, в следующие 11 лет — акции стоимости, но те и другие по 1961 г. включительно приносят фактически одинаковые годовые доходности (16%). Акции стоимости снова лидируют до конца 1968 г., после четырехлетней паузы возобновляют победный рост до 1977 г., снова берут четырехлетний тайм-аут и показывают всплеск доходности, продолжающийся по 1988 г. Затем начинается великий бычий рынок, и акции роста переигрывают акции стоимости довольно последовательно и с большим отрывом (21% против 16%) по 1999 г. включительно. Далее следует, пожалуй, самое резкое возвращение к среднему за всю историю рынка: в 2000–2001 гг. акции роста скатываются на уровень –28%, акции стоимости — менее чем на 1%. Закон возвращения к среднему снова наносит удар! Тем не менее на протяжении все-

¹ Эти данные взяты из исчерпывающих исследований, осуществленных профессором Кеннетом Френчем из Дартмута и Юджином Фама из Чикагского университета.

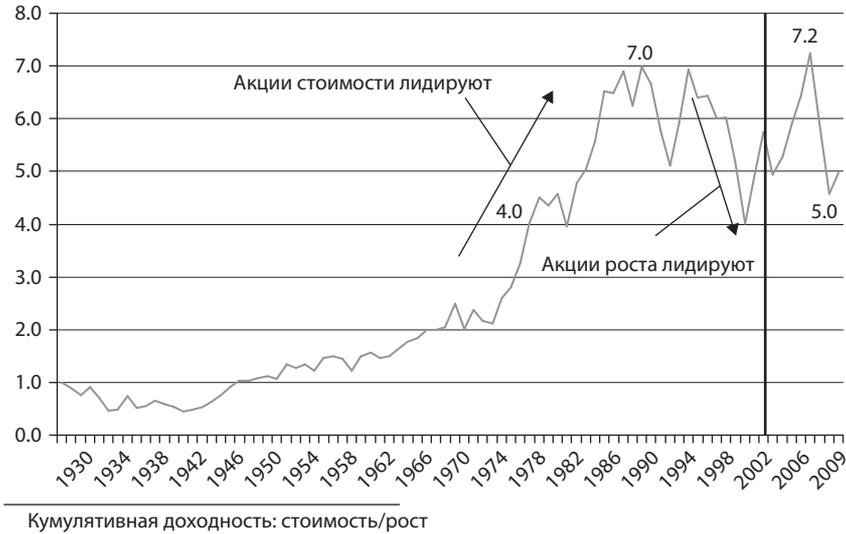


Рис. 3.2. Возвращение к среднему: акции стоимости против акций роста (компании с большой капитализацией), 1928–2009 гг.

го периода 1984–2001 гг. акциям роста (15,3%) удавалось сохранить незначительное преимущество над акциями стоимости (14,4%).

Приведенные мной данные, разумеется, представляют собой статистическую реконструкцию доходностей сегментов рынка. Поэтому я бы хотел изучить не абстрактные портфели, а *взаимные фонды* акций роста и акций стоимости, работающие в реальном мире. Данные доступны с 1937 г., и общие паттерны совпадают с исследованием Френча — Фама, но есть одно любопытное расхождение. В то время как средняя годовая доходность взаимных фондов акций *роста* (11,6%) на протяжении этого длительного периода превысила определенную Френчем и Фама доходность для акций роста компаний с большой капитализацией (11,2%), доходность взаимных фондов акций *стоимости* (11,0%) была ниже соответствующего показателя Френча — Фама (15,2%), возможно, по причине того, что *портфель* акций стоимости Френча — Фама имел уровень риска на целых 45% выше, чем у *фондов* акций стоимости. Тем не менее суммарная доходность портфеля акций стоимости и акций роста по Френчу — Фама превышает суммарную доходность фондов на 1,9% в год, что примерно соответствует величине издержек, которые несут взаимные фонды. Вот почему инвесторы не должны игнорировать очевидную стоимость реализации стратегии, которая без изменений взята из академических исследований и не может быть в точности воспроизведена в реальном мире.

Такое расхождение между этими двумя наборами данных об относительных доходностях фондов акций роста и акций стоимости может объясняться тем фактом, что управляющие фондами акций стоимости могут инвестировать не столько на основе статистических критериев, которые используются секторными индексами для разграничения акций стоимости и акций ро-

ста (обычно коэффициент цена/балансовая стоимость), сколько на основе других факторов. Но в любом случае достоверность статистики индексов роста и стоимости зависит от корректности самих индексов, используемых для оценки этих сегментов рынка. Например, возьмем индекс акций роста S&P/Barra Growth Index. Он основан на коэффициенте цена/балансовая стоимость и относит половину суммарной капитализации индекса S&P500 к акциям роста. В результате резкого повышения их цен в 1990-е гг. количество акций роста в индексе сократилось с 220 до 106 в 1999 г. — 114 бывших акций роста были попросту перенесены в индекс стоимостных акций. После того как акции роста обвалились, 51 «стоимостная» акция была возвращена в индекс акций роста, что увеличило его корзину до 157 акций. В результате колоссальных списаний активов, имеющих место в настоящее время, многие бывшие акции роста теперь квалифицируются как акции стоимости. Вывод: различия в издержках на управление и составе индексов требуют от нас предельной осторожности в том, чтобы пытаться применять абстрактные данные к реальному миру.

Как бы там ни было, вы можете уверенно относить меня к лагерю тех, кто не согласен с утверждением об имманентном превосходстве стратегий вложений в акции стоимости над стратегиями, ориентированными на акции роста. Я не раз подвергался резкой критике за свои взгляды, но меня утешает следующий разговор, состоявшийся между Юджином Фама и участником недавней инвестиционной конференции: «Что вы можете сказать таким, казалось бы, умным людям, как Джек Богл, которые изучают те же самые данные и приходят к выводу, что нет ни премии за размер, ни премии по акциям стоимости?» Его ответ: «Насколько удаленный период они берут? Если я возьму достаточно удаленный период, *я тоже их не увижу...* Ваше решение сделать ставку на акции стоимости зависит от вашей готовности нести *присущий им риск...* Рыночный портфель всегда эффективен.... Для большинства людей рыночный портфель — самое здоровое решение».

Возвращение к среднему — S&P500 и рыночный портфель

Как и доктор Фама, я считаю, что рыночный портфель — *самое здоровое решение*. Он избавляет от необходимости выносить суждения при принятии решений, снижает издержки, повышает налоговую эффективность, а также устраняет необходимость изучать прошлые рыночные данные в попытке понять, почему эти данные таковы и что они означают. И даже если вы признаете эти данные достоверными, вам еще нужно решить, сохранятся ли обнаруженные вами паттерны на протяжении того срока, который остался до окончания вашего инвестиционного горизонта.

В некотором смысле идея рыночного портфеля перекликается со знаменитым пари Паскаля — аргументом в пользу оправданности веры в Бога, выдвинутым ученым три столетия назад. Если вы делаете ставку на то, что Бог

есть, вы ведете нравственную жизнь и платите небольшую цену, отказываясь от некоторых соблазнов. Но в случае отсутствия Бога эти небольшие издержки — весь ваш проигрыш. Если вы делаете ставку на то, что Бога нет, и подаетесь всем соблазнам, ваш проигрыш в случае существования Бога бесконечно велик — вечные муки. *Последствия*, заключает Паскаль, перевешивают *возможности*. Точно так же на фондовом рынке: если вы ставите на то, что рынок эффективен, и держите рыночный портфель, вы заработаете рыночную доходность. Но если вы сделаете противоположную ставку и ошибетесь, последствия могут быть болезненными. Зачем вам подвергать себя риску потерь, возможно, значительных, если вы можете положить себе в карман рыночную доходность, которую в долгосрочном периоде зарабатывают очень немногие?

Разумеется, возникает вопрос, что понимать под рыночным портфелем. 27 лет назад, когда я создал первый индексный взаимный фонд, композитный фондовый индекс Standard and Poor's 500 считался наиболее точной аппроксимацией рыночного портфеля. Хотя S&P500 охватывает всего 80% американского рынка, на тот момент выбор индексов был небольшим. (Полный рыночный индекс Wilshire 5000, появившийся только в 1970 г., был малоизвестен и не проверен практикой.) Сегодня Wilshire 5000 получил широкое признание, его валидность как индикатора американского фондового рынка была подтверждена Центром по исследованию стоимости ценных бумаг Чикагского университета (CRSP) и исследованиями Френча — Фама, опирающимися на данные начиная с 1926 г. Корреляция между этими индексами — порядка 0,999, что оставляет мало сомнений в их валидности. Таким образом, оптимальный способ держать весь американский рынок акций — через фонд, отслеживающий один из указанных индексов широкого рынка.

Но здесь я должен высказаться в защиту фондов, отслеживающих индекс S&P500. Несмотря на то что в последнее время S&P500 подвергся резкой критике со стороны Morningstar («Индексные фонды S&P500 теряют свою привлекательность?»), журнала *Money* («S&P500 вводит в заблуждение?») и *Institutional Investor* («Время S&P500 подходит к концу?»), я отвечаю на эти вопросы «Нет», «Нет» и «Нет». Авторы этих статей утрируют. Да, S&P500 сильно перевешен в сторону крупных компаний. Но точно так же перевешен весь американский фондовый рынок. Да, во время последнего рыночного пузыря в индексе доминировали переоцененные технологические акции. Но точно так же они доминировали на американском фондовом рынке. Да, многие решения о включении в индекс крупных технологических компаний в ретроспективе представляются абсурдными. Но эти компании на тот момент уже были влиятельными игроками на самом рынке. Да, состав индекса существенно менялся за последние годы, но точно так же меняется состав инвесторских портфелей. Да, индекс S&P стал S&P500 только в 1955 г. С момента своего создания в 1926 г. он включал всего 90 акций. Во всех этих отношениях S&P500 — некорректный индекс. Но, несмотря на всю обрушиваемую на него критику, *S&P500 работает*.

Наконец, самое важное «Да»: при всех своих реальных и мнимых недостатках S&P500 замечательно воспроизводит доходность всего американского фондового рынка. Более того, имея среднегодовую доходность 10,7%

начиная с 1926 г., он фактически *переигрывал* более широкий рынок с его 10,3%. Однако график-обличитель в очередной раз предостерегает нас не надеяться на S&P500 как на источник избыточной доходности. Вся его избыточная доходность приходится на короткий период с 1926 по 1932 г. После этого годовая доходность индекса в 12,2% *в точности* соответствовала доходности всего фондового рынка. При этом закон возвращения к среднему в целом проявлял себя очень слабо, едва заметно. Да, когда доминируют компании с большой капитализацией, как это было на протяжении большей части бычьего рынка 1982–2000 гг., S&P500 всегда будет немного переигрывать рынок. А когда доминируют компании с малой капитализацией, как это было в 1975–1980 гг., S&P500 будет ему немного проигрывать. Но поскольку S&P500 представляет более 75% американского рынка, наивно было бы предполагать, что в будущем он никогда не вернется к среднему. Еще один ценный урок, который дает наш график-обличитель: инвесторам индексных фондов S&P500 нет смысла менять лошадей и переходить на полный рыночный портфель — особенно если это ведет к образованию налогооблагаемого прироста капитала. В долгосрочной перспективе S&P500 покажет точно такие же результаты, как и весь рынок, поскольку он это делал всегда. **По состоянию на 2009 г. годовые доходности были следующими: S&P500 — 9,8%; полный фондовый рынок — 9,5%. Соотношение между ними резко вернулось к среднему, снизившись с 1,4 до 1,2, когда акции компаний с малой и средней капитализацией переиграли индекс S&P500 (рис. 3.3).**

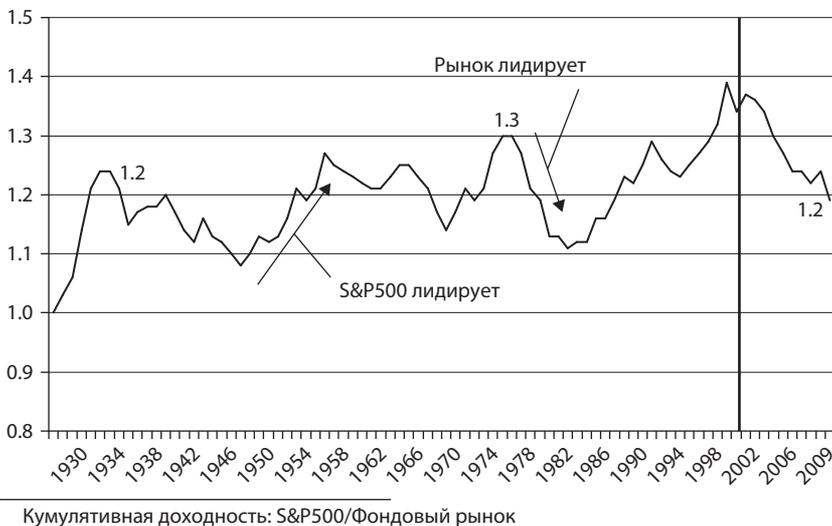


Рис. 3.3. Возвращение к среднему: S&P500 относительно всего фондового рынка, 1927–2009 гг.

Возвращение к среднему — взаимные фонды акций

График-обличитель также помогает нам увидеть, какую важную роль играет возвращение к среднему в доходностях взаимных фондов. Насколько больше мы можем узнать, если посмотрим не на простую сводку долгосрочных доходностей фонда, а на график, показывающий изменение его доходности относительно рынка! Рассмотрим замечательные цифры, иллюстрирующие самую великую историю успеха в американской индустрии взаимных фондов. Я назову этот фонд «Волшебным фондом», потому что его долгосрочные результаты — лучшее, что мы можем найти. Созданный в 1964 г., «Волшебный фонд» зарабатывал в среднем 19,7% в год, опережая индекс S&P500 на полновесные 8,5%. Результат: \$10 000, вложенные в фонд в самом начале, с учетом реинвестированных дивидендов, превратились бы в \$9,3 млн к началу 2002 г. Та же сумма, вложенная в индекс S&P500, превратилась бы всего в \$560 000. Это похоже на чудо. И так оно и есть!

Но теперь давайте преобразуем эти цифры в наш график-обличитель. Как и у многих других фондов, результаты оказались сенсационными в первые годы, когда активы были невелики, и в данном случае — прежде чем фонд вышел на публичный рынок. С 1964 по 1981 г. доходность «Волшебного фонда» составляла в среднем 22% в год, заставляя краснеть от стыда S&P500 с его жалкими 9%. К 1981 г., когда фонд разместил на бирже свои акции, его доходность превысила доходность рынка в 10 раз. За следующие пять лет он обогнал рынок почти в 14 раз. Даже когда активы выросли до миллиардов долларов, затем до десятков миллиардов и, наконец, преодолели рубеж в \$30 млрд, фонд продолжал процветать, обогнав в 1993 г. доходность рынка почти в 19 раз.

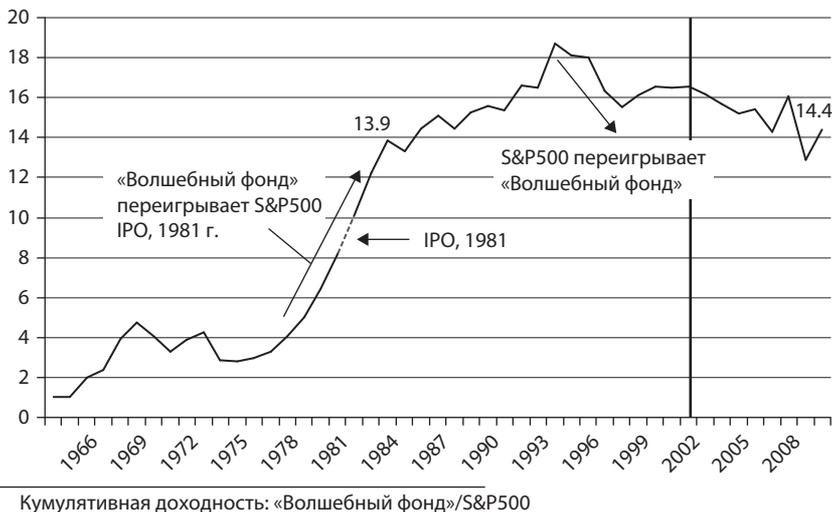


Рис. 3.4. Возвращение к среднему: «Волшебный фонд» против S&P500, 1964–2009 г.

При таких впечатляющих высотах возвращение к среднему становится почти неизбежностью и ускоряется по мере того, как фонд становится все крупнее и крупнее, а его портфель неотвратимо приближается к рыночному. В 1993 г. игра была закончена. К 1997 г. фонд потерял одну шестую своего преимущества и с тех пор двигался в жесткой упряжке с S&P500. Как показывает нам график-обличитель (рис. 3.4), доходность «Волшебного фонда» была практически идентична доходности индекса S&P500 (14%). На самом деле график говорит о том, что он стал скрытым индексным фондом, растеряв все свое волшебство. Но график-обличитель сохраняет свою магическую силу, четко показывая, что перелом наступил более 10 лет назад. **По состоянию на 2009 г. разрыв продолжает сокращаться: доходность «Волшебного фонда» составляет 16%; а индекса S&P500 — 9,5%. Возвращение к среднему продолжается; в этом году отношение доходности фонда к доходности S&P500 приблизилось к 14,4, т. е. фактически к тому уровню, где оно было в 1983 г., больше четверти века назад.**

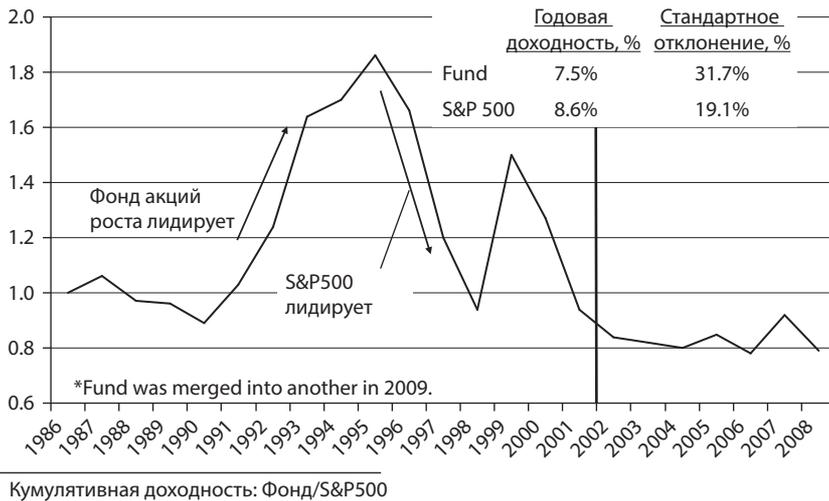


Рис. 3.5. Возвращение к среднему: фонд акций роста компаний с большой капитализацией против S&P500, 1986–2008 гг.¹

Я предлагаю вашему вниманию еще два графика возвращения к среднему, чтобы окончательно убедить вас в том, что график-обличитель фактически обязателен для оценки результатов деятельности отдельных фондов (рис. 3.5 и 3.6). В ретроспективе такие графики могли бы избавить инвесторов фондов от огромной пени, которую они заплатили за неправильный выбор фондов во время последнего рыночного пузыря. Возьмем, например, хорошо управляемый, имеющий низкие издержки, ориентированный на акции стоимости фонд. Несмотря на свою стратегию с низким риском, фонд замечательно отслеживал бычий рынок в 1986–1997 гг.,

¹ Прекратил свое существование в 2009 г. В результате слияния.

Часть I. Заблуждения инвесторов



Рис. 3.6. Возвращение к среднему: фонд акций стоимости компаний с большой капитализацией против S&P500, 1986–2009 гг.

хотя и отстал во время технологической мании. Но когда наступил час расплаты, он проявил свой стабильный характер. Обратный пример: активно управляемый фонд акций роста показывал не очень впечатляющие результаты в начале периода, но в 1991–1995 гг. его высокорискованная стратегия наконец-то окупилась. Фонд привлек значительные активы, ни шатко ни валко отработал в 1996–1998 гг. и в 1999 г. пережил свой последний звездный час. Затем начался спад, который следует за любым бумом, и доходности фонда снова обвалились. Нет, более высокий риск не всегда означает более высокую доходность. **Такие графики помогли бы инвесторам избежать ловушек недавнего рыночного пузыря. Вышеуказанный фонд акций роста так и не восстановился после нескольких неудачных лет с 1995 по 2002 г. и прекратил свое существование после слияния в 2009 г. Коэффициент фонда акций стоимости вырос с 1,3 в 2001 г. до 1,7 в 2006 г. и снизился примерно до 1,5 к 2009 г.**

Несколько лет назад я предложил Morningstar заменить его традиционный график графиком-обличителем, который четко показывает неумолимое действие закона возвращения к среднему. Увы, сотрудники агентства отклонили мое предложение. Хотя справедливости ради надо сказать, что новые графики Morningstar, показывающие квартальные доходности фондов относительно доходностей аналогичных фондов, отчасти отражают эту идею. Но, будучи оптимистом, я не теряю надежду на то, что Morningstar передумает и решит использовать графики-обличители на своих страницах, посвященных фондам.

Возвращение к среднему — активно управляемые портфели

О стратегии активно управляемого портфеля говорят очень часто, и не только на веб-сайте Morningstar, но и среди финансовых инженеров, и даже (да хватит мне смелости это признать!) в легендарном Принстоне. Суть идеи состоит в том, чтобы заработать избыточную доходность, используя следующие способы: 1) добавить к рыночному портфелю те классы активов, которые могут принести высокую доходность, 2) включить активы, имеющие низкую степень корреляции с фондовым рынком, и 3) периодически ребалансировать портфель, приводя каждый класс активов к его изначальному весу.

Давайте бегло рассмотрим два таких портфеля. В первом, довольно традиционном, по четверти активов приходится на индекс S&P500, акции стоимости компаний с большой капитализацией, акции стоимости компаний с малой капитализацией и акции компаний с малой капитализацией из нижних 20%. Иными словами, портфель перевешен в сторону акций стоимости и малых компаний. В прошлом он показал неплохую доходность: 12,9% против 10,3% у индекса S&P500, хотя уровень риска у него был на 41% выше: стандартное отклонение составило 28% по сравнению с 20% у индекса S&P500. Но когда мы обращаемся к нашему графику-обличителю (рис. 3.7), то ясно видим зависимость от периода и возвращение к среднему в действии. Например, обратите внимание, какой частью своего успеха портфель обязан бычьему рынку 1942–1945 гг., когда он вырос на 410%(!), почти в три раза больше, чем индекс S&P, принесший всего 150%, — без сомнения, нетипичный случай. **По состоянию на конец 2009 г. годовая доходность первого активно управляемого портфеля снизилась до 12,1%, а индекса S&P500 — до 9,5%. Соотношение между ними увеличилось до 7,1.**



Рис. 3.7. Возвращение к среднему:
портфель 4 × 25 против S&P500, 1928–2009 гг.

Также обратите внимание, что в следующие 20 лет, до 1964 г., индекс S&P и активно управляемый портфель приносили почти одинаковую годовую доходность (14,0% и 13,8% соответственно). Далее активно управляемый портфель время от времени показывал всплески доходности до конца 1983 г., после чего в течение следующих 17 (!) лет проигрывал рынку (годовая доходность 13,9% по сравнению с 16,3% у индекса S&P), что фактически не оставило следа от накопленного им за 32 года превосходства. Разумеется, если взять весь период, то активно управляемый портфель сохранил свое преимущество над индексом, но если мы просто уравниваем его риск с риском портфеля, скорректированная на риск доходность индекса увеличится до 12,4%. Отставание на 0,5% — это просто погрешность округления в вычислениях такого рода.

Немалую роль играет и то, что такая структура портфеля, перевешенная в сторону акций малых компаний, была выбрана нами ретроспективно, отражая свойственную инвесторам склонность полагаться на те сегменты, которые хорошо показали себя в прошлом. Но давайте посмотрим, как бы мог поступить инвестор 30 лет назад. Мы вкладываем 25% активов в индекс S&P500, а остальные три четверти распределяем среди альтернативных классов активов, которые были наиболее популярны в то время: акции малых компаний, международные акции и, поскольку данный класс активов максимально диверсифицирует портфель акций (т. е. имеет наименьшую корреляцию с фондовым рынком по сравнению с другими классами), золото (*в то время это не казалось глупым!*). Теперь давайте посмотрим на результаты этого альтернативного портфеля. Разумеется, график показывает нам другую историю. Хотя активно управляемый портфель снова выигрывает, отрыв очень незначительный — со среднегодовой доходностью 12,8% при доходности S&P500 12,3%. Но \$1, вложенный в этот портфель, вырастает до \$42, в то время как вложенный в S&P500 — всего до \$36, что, казалось бы, является хорошей отдачей на инвестиции, подтверждающей разумный выбор сегментов.

Но теперь давайте посмотрим, что говорит нам график-обличитель. Во-первых, вся избыточная доходность — да еще какая! — появляется в первые девять лет, когда взлетает цена на золото. Во-вторых, сильный рост в международном сегменте довольно хорошо поддерживает доходность портфеля по 1988 г. Включительно, после чего международные акции отстают от S&P500, часто на двузначную цифру, на протяжении семи из следующих десяти лет. Несмотря на то что в последние два года этот альтернативный портфель восстановился, его кумулятивная среднегодовая доходность в 10% за период с 1979 г. бледнеет по сравнению с 15%-ной доходностью S&P500. График-обличитель рассказывает нам две очень разные истории об этом варианте активно управляемого портфеля: Да, он побеждает в первые восемь лет, но проигрывает за последние 22 года. **По состоянию на 2009 г.: рост цены на золото частично компенсировал низкие доходности других компонентов альтернативного активно управляемого портфеля, который за весь рассматриваемый период показал среднюю доходность 12%. Доходность S&P500 составила 10%. Соотношение между ними увеличилось с 1,1 в 2001 г. до 2,0 в 2009 г., что по-прежнему намного ниже максимума в 2,9, достигнутого в 1979 г. (рис. 3.8).**

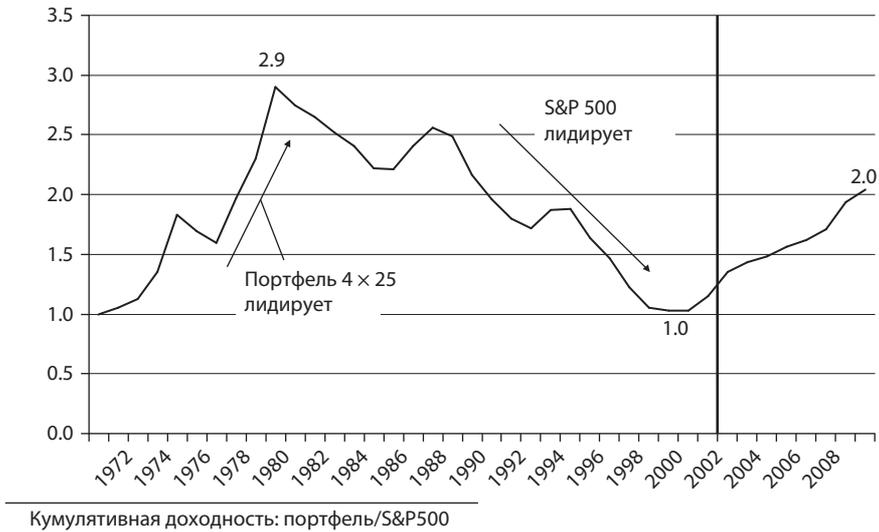


Рис. 3.8. Возвращение к среднему: альтернативный портфель 4 × 25 против S&P500, 1971–2009 гг.

Это все, что дает вам стратегия активно управляемого портфеля. Как и любые другие стратегии инвестирования, когда-либо придуманные человеческим разумом, она иногда работает, а иногда нет. Неопределенность правит бал. Даже если кажется, что стратегия в целом превосходит в результативности индекс S&P на протяжении большого отрезка времени, неизбежно зависящего от периода, не забывайте о том, как дешево (!) обходится отслеживание индекса широкого рынка в реальном мире и как дорого (!) — использование активно управляемых фондов или даже пассивных фондов для заполнения матрицы активно управляемого портфеля. Если же принять во внимание дополнительный риск, возникает вопрос, а стоит ли вообще игра свеч. Даже если вы не согласны с моими выводами относительно активно управляемого портфеля, я настоятельно советую вам вложить в широкий рынок более 25% активов, скажем 55%. Оставшиеся 45% можно распределить среди остальных трех классов активов, что позволит вам убрать значительную часть риска из ваших решений. Вы получите портфель $1 \times 55\% + 3 \times 15\%$. Если верить Юджину Фама (и большинству других теоретиков, не говоря уже о многих, очень многих практиках), утверждающему, что «для большинства людей рыночный портфель — самое здоровое решение», вы по максимуму используете этот совет.

Возвращение к среднему — фондовый рынок

Разумеется, тенденция возвращения к среднему характерна не только для сегментов фондового рынка, отдельных фондов акций и инвестиционных стратегий, смешивающих разные классы активов, но и для самого фондового рынка. Если посмотреть на последние 100 лет истории рынка акций (исполь-

зую данные Джереми Сигела), проследить эту тенденцию довольно легко: реальная (с учетом инфляции) доходность акций в среднем составила 6,6% в год, но с очень широким диапазоном колебаний (рис. 3.9). Этот впечатляющий график показывает, что самая высокая годовая доходность акций за 10-летний период находится в районе 15% и приходится на середину 1900-х, конец 1920-х, начало 1960-х и конец 1990-х гг. В то же время в конце 1910-х, конце 1930-х и конце 1970-х гг. доходности упали ниже 2% и даже ушли в минус. Учитывая, что 15%-ная доходность рынка за 10-летний период, закончившийся в 1998 г., была третьим рекордом за всю историю рынка, остается только уповать на то, что закон возвращения к среднему не ударит вновь со всей своей мощью¹.

Разумеется, он ударил, и реальная рыночная доходность, составившая за десятилетие, закончившееся в 2009 г., плачевные -2,8%, была близка к историческому минимуму. Что ж, будем надеяться на то, что закон возвращения к среднему продолжит действовать — на сей раз в сторону повышения.

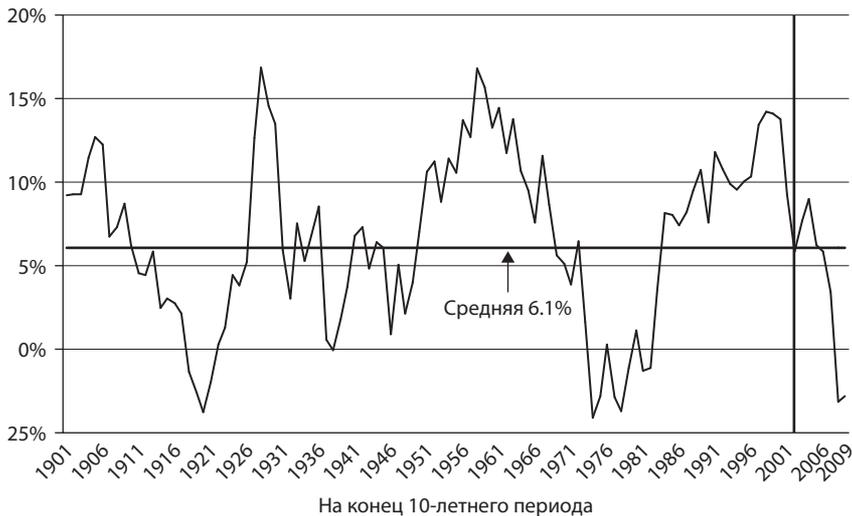


Рис. 3.9. Скользящая 10-летняя реальная доходность фондового рынка, 1901–2009 гг.

Почему рынок акций приносит такие высокие доходности в одни периоды и такие низкие — даже отрицательные — в другие? Отчасти причина заключается в неравномерной поступи самой нашей экономики. Она переживает периоды процветания, периоды рецессии и даже бумы и спады. Такова экономика предпринимательства, и, хотя сегодня эти циклы стали гораздо мяг-

¹ На протяжении первого десятилетия XXI в. я часто обращался к теме ожидаемой доходности фондового рынка. Особенно подробно этот вопрос был рассмотрен мною в первом издании (1999 г.) моей книги «Взаимные фонды с точки зрения здравого смысла. Новые императивы для разумного инвестора». — М.: Альпина Паблшер, 2002, в приложении, где приводится сравнение ситуации 1999 и 1929 гг., и в книге «Джон Богл об инвестировании: Первые 50 лет» (John Bogle on Investing: The First 50 Years), 4-я глава.

че, чем в прошлом, ими невозможно управлять. Кроме того, есть еще *эмоции* инвесторов, которые склонны под влиянием жадности переоценивать акции в одни моменты и под влиянием страха недооценивать их в другие. Комбинация экономики — *реальности* и эмоций — *иллюзий* и есть то, что формирует доходности фондового рынка.

Экономические факторы находят отражение в *инвестиционной доходности* (прирост капитала и дивиденды); эмоциональные факторы — в *спекулятивной доходности* (влияние изменения коэффициентов цена/прибыль). За прошедшее столетие реальная инвестиционная доходность составила 6,5%, т. е. львиную долю от 6,6% реальной доходности фондового рынка, в то время как спекулятивная доходность добавила всего 0,1%. Ясно, что кумулятивная инвестиционная доходность правит бал благодаря тому, что капитал и дивиденды нарастают год за годом — иногда быстрее, иногда медленнее, а иногда даже снижаясь. Доходности фондового рынка послушно пляшут под дудку инвестиционной доходности, хотя время от времени обгоняют или отстают от нее, создавая впечатление собственной независимости. Но железный закон инвестирования очевиден: *на коротких интервалах рынком движет спекулятивная доходность. На длительных интервалах инвестиционная доходность определяет все.* По состоянию на конец 2009 г. годовая долгосрочная реальная доходность фондового рынка снизилась до 6,2%; инвестиционная доходность упала до 6,0%, в то время как спекулятивная доходность выросла до 0,2% (рис. 3.10).



*Влияние изменения коэффициента цена/прибыль.

Рис. 3.10. Рост \$1: реальная фундаментальная доходность против реальной рыночной доходности, 1900–2009 гг.

И хотя наша вера в то, что национальная капиталистическая экономика США будет процветать и дальше, вселяет в нас уверенность в долгосрочном курсе на повышение дивидендов и прирост капитала, не вера, а здравый

смысл должен выступать на передний план, когда цены акций перестают соответствовать лежащей в их основе корпоративной стоимости. Если совокупная доходность фондового рынка значительно отклоняется от *инвестиционной* доходности, это только вопрос времени, когда они снова сойдутся. Таков неумолимый закон возвращения к среднему. Заключительный график-обличитель показывает соотношение между кумулятивной инвестиционной доходностью и фактической рыночной доходностью на конец каждого года. Это позволяет пролить свет на разницу между инвестиционной и рыночной доходностью. Таким образом, с одной стороны, вслед за резким расхождением цен и стоимости на пике рынка в 1929 г. последовал крах 1930-х гг. С другой стороны, недооцененность рынка в конце 1940-х и начале 1950-х гг. заложила фундамент для динамичного роста в середине 1960-х и бума «50 фаворитов» в начале 1970-х. Последовавший за этим глубокий спад подготовил почву для великого бычьего рынка, который начался в августе 1982 г. и резко закончился в марте 2000 г.

Как видно на графике, до этого момента расхождение между *рыночной* доходностью (ценами акций) и *инвестиционной* доходностью (предпринимательской стоимостью) было шире лишь однажды, поэтому предсказать последующий обвал было не так трудно. Но в то время как мы много знаем о том, что произойдет на финансовом рынке, мы никогда не знаем, когда это случится. На самом деле, соотношение между этими доходностями достигло 120 — совершенно очевидный сигнал опасности — еще в конце 1997 г. Но тем не менее оно продолжало расти и в конце 1999 г. преодолело отметку в 150, а на пике рынка в 2000 г. поднялось до 160. Несмотря на последующее 40%-ное падение рынка, которое продолжается по сей день, соотношение остается на уровне 110, намного выше нормального уровня. Куда оно двинется дальше, *никто* не знает.

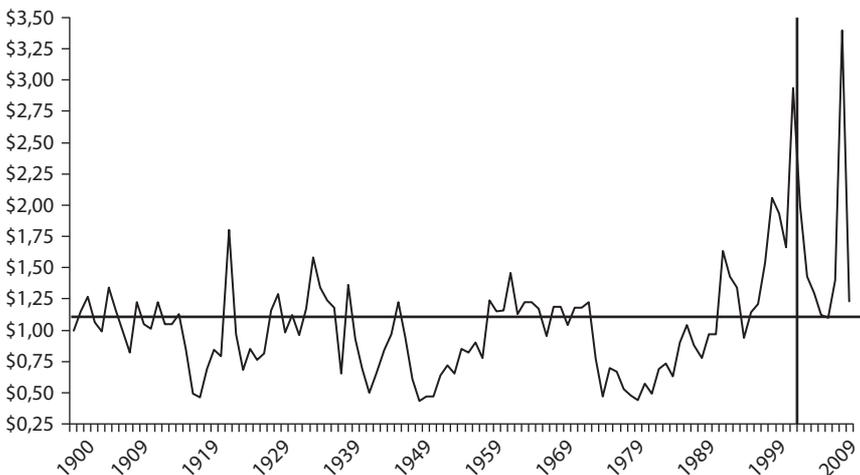


Рис. 3.11. Столетие возвращения к среднему на фондовом рынке: реальная рыночная доходность против реальной инвестиционной доходности, 1900–2009 гг.

Но история и железный закон возвращения к среднему призывают к осторожности, так как цены по-прежнему остаются очень высокими. Будущее зависит от дальнейшего прироста капитала. Поэтому мы очень надеемся на то, что американский бизнес наконец-то отвратит внимание от финансовых манипуляций, нацеленных на краткосрочное повышение цен акций, которыми он столь усердно занимался в последние годы, и займется своим традиционным делом, состоящим в создании долгосрочной корпоративной *стоимости*. Эта задача гораздо сложнее, поскольку инновации, производительность, эффективность и экономические результаты, а также лидерство и характер, являются жесткими стандартами, с которыми необходимо соизмерять себя в высококонкурентной глобальной экономике. Но именно этого наше общество должно требовать от наших компаний. **«Осторожность» действительно не помешала. Соотношение между рыночной и инвестиционной доходностью упало с 2,9 в 2001 г. до 1,1 в 2006 г., выросло до 2,4 в 2008 г. и снова рухнуло до 1,2 в 2009 г., фактически вернувшись к долгосрочному среднему значению (рис. 3.11).**

Все проходит. Пройдет и это

Послание графика-обличителя универсально. Но в отличие от равномерно, громкого и все более отчетливого биения сердца-обличителя в страшном рассказе Аллана По, возвращение к среднему на финансовых рынках носит нерегулярный и непредсказуемый характер — иногда оно пульсирует быстрее, иногда медленнее, иногда отчетливо, иногда почти незаметно. Как раз в тот момент, когда мы забываем про его универсальность, оно проявляет себя снова. Поэтому тем, кто сегодня ждет восстановления фондового рынка, не стоит терять надежду. Но я еще раз напоминаю вам о том, что, в то время как мы можем знать, *что* произойдет, мы никогда не знаем, *когда*. Вот почему вместо того чтобы полагаться на надежду, что никогда не было хорошей идеей на фондовом рынке, лучше полагаться на грамотное распределение активов, которое учитывает не только вероятность вознаграждения, но и последствия риска.

Мне пришло в голову, что лучший совет, который я могу дать сегодняшним инвесторам, был дан в моей первой книге «Пусть покупатель будет осмотрителен» (Caveat Emptor), написанной в далеком 1993 г. Совет называется «Пройдет и это»:

Один восточный монарх попросил своих мудрецов дать ему совет, который будет «верен и уместен во все времена и во всех случаях жизни». Я хочу дать такой же совет инвесторам на финансовых рынках, которые «чувствуют себя богаче, когда рынок растет, и беднее, когда тот падает... хотя основополагающая стоимость коммерческих предприятий, образующих рынок, может не измениться ни на йоту». Я призываю инвесторов не поддаваться атмосфере медвежьего рынка и не заражаться пессимизмом и страхом под влиянием настроений широкой публики. Успех в инвестировании «будет

зависеть от вашей способности осознать и на высотах эйфории, и в глубинах отчаяния» — это и есть ответ на вопрос, заданный монархом, — что «все проходит, пройдет и это»¹.

В 2010 г., после всех потрясений и передряг последних 17 лет, я подписуюсь под каждым словом этого параграфа.

¹ Бogle Д. Бogle о взаимных фондах: новые императивы для разумного инвестора (Bogle on Mutual Funds: New Perspectives for the Intelligent Investor. — New York: McGraw-Hill, 1993).

Глава 4

ВОПРОС НАСТОЛЬКО ВАЖНЫЙ, ЧТО ТРУДНО ДУМАТЬ О ЧЕМ-ТО ИНОМ¹

За прошедшие 60 лет в сфере финансового анализа и анализа ценных бумаг наблюдались значительный рост и интенсивная профессионализация. Однако принципы инвестирования, на которые опираются управляющие активами и инвестиционные консультанты, во многих отношениях остались неизменными.

Вот основные обязанности финансового аналитика в моем понимании:

Мой основной постулат — относящийся как к будущему, так и к прошлому, — гласит, что умный, образованный финансовый аналитик может принести много пользы как инвестиционный консультант для самых разных категорий граждан и тем самым оправдать свое существование. Я также утверждаю, что это можно делать, придерживаясь относительно простых принципов здравого инвестирования; например, таких, как правильный баланс между акциями и облигациями; надлежащая диверсификация; формирование репрезентативного списка; отказ от спекулятивных операций, которые не соответствуют финансовому положению или характеру клиента. А для этого не нужно быть ясновидцем, способным выбирать победителей из всей массы акций или предсказывать движения рынка.

Возможно, это удивит тех, кто хорошо знаком с моими идеями, которые я так упорно продвигаю про протяжении всей своей карьеры, но эти слова

¹ На основе моей статьи, опубликованной в журнале *Journal of Portfolio Management* за 2008 г. Статья получила награду Бернштейна — Фабоцци и Джейкобса — Леви как «Выдающаяся публикация 2008 г.». Перепечатана с разрешения *Institutional Investor Journal*, copyright © 2010. За дополнительной информацией, пожалуйста, обращайтесь на сайт www.ijournals.com.

принадлежат не мне, а легендарному Бенджамину Грэхему и были опубликованы в журнале *Financial Analysts Journal* в номере за май–июнь 1963 г., посвященном 25-летию юбилею Нью-Йоркского общества аналитиков по ценным бумагам. Сказать, что я горячо подписываюсь под этими простыми принципами уравнивания, диверсификации и долгосрочной ориентации, и ничего не сказать о том глубоком скептицизме, с которым я отношусь к способности экспертов по выбору акций и прогнозированию рынка добавлять стоимость, будет преуменьшением. На самом деле эта мысль была изложена мной еще в моей дипломной работе в 1951 г.

В книге «Руководство разумного инвестора» (*Little Book of Common Sense Investing*)¹ я посвятил целую главу доказательству того, что, принимая во внимание радикальные перемены, произошедшие в нашей инвестиционной среде после 1963 г., Грэхем пошел бы еще дальше — и поддержал бы индексный фонд акций как наиболее оправданную стратегию для подавляющего большинства инвесторов. Уоррен Баффетт, который в свое время тесно сотрудничал с Грэхемом, не только лично заверил меня в том, что тот поддержал бы индексное инвестирование, но и сделал это в письменном виде в своем отзыве о книге.

Когда я пришел в индустрию взаимных фондов 56 лет назад, поступив на работу к пионеру отрасли Уолтеру Моргану, чей Wellington Fund был и по сей день остается образцом для подражания с точки зрения соблюдения вышеуказанных принципов, индустрия по большому счету работала именно так, как предписывал Грэхем. Портфели крупных фондов акций преимущественно состояли из диверсифицированного списка голубых фишек, и их управляющие были ориентированы на долгосрочное инвестирование. Они избегали спекуляций, управляли своими фондами с мизерными (по сегодняшним меркам) издержками и зарабатывали для своих инвесторов практически рыночную доходность. Их долгосрочные результаты ясно показывают, что эти управляющие вряд ли были «экспертами в выборе победителей».

Перемены в индустрии взаимных фондов

Но если консервативные принципы инвестирования Wellington Fund остались, в сущности, неизменными по сей день, сама индустрия взаимных фондов изменилась почти до неузнаваемости. Как именно? Вот семь ключевых различий, отличающих ту отрасль, в которую я пришел в 1951 г., от той отрасли, которую я вижу сегодня².

1. Колоссальный рост. В 1950 г. активы взаимных фондов насчитывали \$2 млрд. Сегодня их суммарные активы превышают \$12 трлн, т.е. в среднем ежегодно они увеличивались на ошеломительные 17%. В то время

¹ Богл Д. Руководство разумного инвестора. Единственный надежный способ инвестировать на рынке ценных бумаг. — М.: Вильямс, 2010.

⁴⁵ Я отношу эти замечания в основном к фондам акций, на которые сегодня приходится около 70% всех отраслевых активов. Разумеется, не все фонды поддались перечисленным ниже тенденциям, но исключений довольно мало.

фонды акций держали примерно 1% всех американских акций; сегодня они держат 30% (!).

2. Разнообразие фондов. В 1950 г. портфели почти 80% фондов акций (60 из 75) были широко диверсифицированы среди акций инвестиционного класса. Эти фонды отслеживали главным образом движения самого фондового рынка и отставали от его доходности только на величину своих незначительных операционных расходов. Сегодня такие смешанные фонды акций компаний с большой капитализацией составляют всего 11% от всех фондов акций, хотя на их долю приходится примерно 16% суммарных активов¹. Эти 500 фондов с рыночным бета сегодня значительно уступают в численности армии из 3100 фондов американских акций, реализующих другие инвестиционные стратегии, 400 фондов, специализирующихся на отдельных рыночных сегментах, и еще 700 фондов, инвестирующих в международные акции, как широко диверсифицированных, так и специализирующихся на конкретных странах. Некоторые из этих новых категорий фондов (т. е. глобальный фондовый рынок) хорошо послужили инвесторам; другие привели к катастрофическим результатам. В любом случае сегодня проблема выбора фонда, с которой сталкиваются инвесторы, едва ли не равносильна пресловутому выбору акций-победителей. (Разумеется, индексный фонд акций — самое простое решение этой головоломки.)

3. Поведение инвесторов. Но и инвесторы больше не держат деньги в фондах, а *торгуют* ими. В 1951 г. средний период держания паев составлял примерно 16 лет. Сегодня он сократился в четыре раза. Ситуация усугубляется тем, что инвесторы торгуют фондами не очень-то успешно. Гонясь за высокой доходностью, они стремятся покинуть корабль после первого же неудачного года, в результате чего денежно-взвешенные доходности, которые фактически зарабатывают *инвесторы* фондов, отстают от взвешенных по времени доходностей самих *фондов* на ошеломительную величину: за 10-летний период, закончившийся 10 декабря 2005 г., среднее отставание составило более 6%².

4. Инвестиционный процесс. В 1951 г. фонды под управлением инвестиционных комитетов были правилом, а теперь это скорее исключение³. Сегодня настала эпоха портфельных менеджеров; примерно 1400 фондов акций управляются одним человеком, а остальные 2500 фондов — командой примерно из трех человек или (в некоторых случаях) целой группой «инвестиционных советников». С одной стороны, несмотря на то что система инвестиционных комитетов не гарантировала сверхдоходностей, она хорошо служила инвесторам. С другой стороны, хотя система индивидуаль-

¹ Классификация Morningstar основана на матрице с девятью ячейками, где по одной оси указаны категории рыночной капитализации (большая, средняя, малая), а по другой — инвестиционный стиль (акции роста, акции стоимости, смешанная).

² Кумулятивная 10-летняя доходность по данным 200 фондов акций с самым большим притоком денежных активов составила 133%, полученная инвесторами доходность 27 % (за период 1996 – 2005 гг.).

³ Как ни странно, управляемый комитетом Dodge & Cox является одним из наиболее успешных фондов в отрасли.

ных управляющих неплоха сама по себе, такая эволюция (на самом деле революция) привела к дорогостоящим издержкам. В индустрии взаимных фондов сложилась довольно сомнительная система звездного рейтинга управляющих со всей вытекающей отсюда шумихой; к сожалению, большинство этих «звезд» оказываются кометами и быстро гаснут. Средний управляющий удерживается в фонде около пяти лет.

5. Инвестиционная стратегия. В 1951 г. типичный взаимный фонд придерживался мудрости долгосрочного инвестирования и держал акции в своем портфеле в среднем шесть лет. Сегодня средний период держания акций в портфеле активно управляемого фонда равен одному году. Более утешительно выглядит взвешенный по доллару период держания, составляющий примерно полтора года. Это говорит о том, что сегодня типичный взаимный фонд делает ставку на безрассудство краткосрочных спекуляций.

6. Миссия отрасли. За прошедшие полвека индустрия взаимных фондов переклонила свое внимание с *управления* активами на *привлечение* активов и со служения клиентам — на продажи. Мы стали не столько управляющими компаниями, сколько маркетинговыми фирмами, ведущими сумасшедшую гонку по созданию и продвижению новых продуктов. Нашим лозунгом стало: «Если мы сможем это продать, мы это сделаем».

Если в 1950–1960-е гг. было создано около 240 новых фондов акций, в 1970–1980-е гг. — примерно 650, то в 1990-е гг. за одно только десятилетие появилось 1600 новых фондов акций. Большинство из них, к сожалению, были фондами акций технологических, телекоммуникационных и интернет-компаний или активно управляемыми фондами акций роста, сосредоточенными на этих секторах, которые приняли на себя главный удар медвежьего рынка 2000–2002 гг. Такое резкое увеличение числа фондов привело к ожидаемому результату. Если в 1950-е гг. обанкротилось 13% всех фондов, то в первое десятилетие XX в. этот процент вырос до 60%.

7. Расходы. Расходы резко выросли. На невзвешенной основе коэффициент расходов среднего фонда увеличился в два раза с 0,77% в 1951 г. до 1,54% в прошлом году. (Справедливости ради стоит отметить, что взвешенный по активам фондов коэффициент расходов вырос с 0,60% до 0,87% — чуть меньше, но все равно впечатляющее увеличение почти на 50%.)

Как бы это ни рассчитывалось, такое увеличение расходов оказывает серьезное негативное влияние на доходности инвесторов фондов. Между тем всю экономию на масштабе, которая стала возможна в сфере управления активами благодаря бурному росту отраслевых активов после 1951 г., управляющие фондами кладут себе в карман, вместо того чтобы поделиться ею с собственниками фондов. Управляющие активами — особенно гигантские финансовые конгломераты, ныне доминирующие в отрасли (сегодня этим конгломератам принадлежат 40 из 50 крупнейших компаний взаимных фондов), кажется, больше озабочены доходностью собственного капитала, чем доходностью того капитала, который они инвестируют от лица вкладчиков.

Эти семь направлений развития отрасли: ставка на рост активов, резкое увеличение числа финансовых инструментов (за которым неизбежно следует их сокращение), антипродуктивное поведение инвесторов, система «звездных» управляющих, чересчур активные инвестиционные стратегии, маркетингизация и значительное повышение расходов — сослужили плохую службу для инвесторов фондов.

Возможно, мне не следовало бы быть столь категоричным в своих выводах, но меня воодушевляет вердикт, вынесенный в *New York Review of Books* в отзыве о моей книге «Битва за душу капитализма»: «После операции на сердце, перенесенной 11 лет назад, Богл безоглядно ударился в бунтарство». На самом деле я отношусь к этому иначе. Повторяя слова президента Гарри Трумэна, могу сказать: «Я никогда не причиняю им зла. Я говорю им правду, и они думают, что это — зло».

Американская финансовая система

Не только индустрия взаимных фондов увеличила свои аппетиты. Собственно говоря, она являет собой яркий пример эскалации издержек, с которой сталкиваются инвесторы в рамках всей нашей национальной системы финансового посредничества. Прямые расходы в системе взаимных фондов (в основном сборы за управление, операционные и маркетинговые расходы) в настоящее время доходят до \$100 млрд в год. Кроме того, фонды платят десятки миллиардов долларов комиссионных за транзакции нашим брокерским фирмам и инвестиционным банкам и, косвенным образом, их юристам и остальным помощникам. Наконец, еще около \$10 млрд в год инвесторы фондов платят финансовым консультантам.

Эти расходы взаимных фондов плюс все сборы, которые мы платим управляющим хеджевых и пенсионных фондов, трастовым и страховым компаниям, плюс их торговые издержки, гонорары за инвестиционно-банковскую деятельность и остальные виды затрат, приведенные в таблице 4.1, в сумме составили \$528 млрд в одном только 2007 г. Но не забывайте, что эти расходы повторяются из года в год. Если они сохранятся на текущем уровне (хотя я думаю, что они будут расти), совокупные расходы на финансовое посредничество в течение следующего десятилетия достигнут ошеломительных \$5 трлн. (Соотнесите эти совокупные расходы с \$16 трлн суммарной стоимости американского рынка акций или \$26 трлн суммарной стоимости американского рынка облигаций.)

Способствует ли такой взрывной рост расходов обогащению управляющих фондов? Мы вынуждены признать, что да. Обедняет ли он инвесторов? Мы также вынуждены это признать.

Тот аргумент, что наша финансовая система является такой дорогостоящей из-за значительных выгод, которые она приносит инвесторам, противоречит здравому смыслу, потому что наша система функционирует в условиях, далеких от классического свободного рынка. По сути, наша система — образец информационной асимметрии (дающей превосходство продавцам над покупателями), несовершенной конкуренции и иррациональных решений,

Таблица 4.1. Примерные расходы на оплату финансового посредничества, связанного с ценными бумагами, 2007 г. (\$ млрд)

Инвестиционная банковская деятельность и брокерские услуги	308
Операционные расходы взаимных фондов	100
Хеджевые фонды	45
Переменные аннуитеты	30
Комиссии за консультации пенсионных фондов	15
Юридические/бухгалтерские услуги	15
Финансовые консультанты	10
Трастовые отделы банков	5
Всего	528

движимых эмоциями, а не разумом. Кроме того, этот аргумент противоречит простейшей арифметике инвестирования: *чистая доходность, которую зарабатывают инвесторы, равна валовой доходности финансового рынка за вычетом издержек инвестирования.*

Иначе говоря, поскольку наша финансовая система приносит всей совокупности наших инвесторов ровно ту доходность, которая формируется нашими рынками акций и облигаций, но только *после* вычета расходов на финансовое посредничество (а они есть всегда), эти расходы при их нынешних колоссальных размерах серьезно подрывают шансы наших граждан на успешное накопление средств на будущие пенсии. Увы, рядовой инвестор находится в самом низу пищевой цепочки инвестирования.

Нельзя сказать, что наша финансовая система создает только издержки. Она приносит обществу существенную пользу — способствует оптимальному распределению капитала среди множества пользователей; эффективно сводит покупателей и продавцов; обеспечивает замечательную ликвидность; позволяет инвесторам обращать в наличность дисконтированную стоимость будущих денежных потоков, а другим инвесторам приобретать право на эти денежные потоки; создает финансовые инструменты (так называемые деривативы, пусть иногда и умопомрачительные по своей сложности), позволяющие инвесторам избавиться от некоторых рисков путем передачи их третьим лицам.

Нет, не то чтобы система не приносила никакой пользы. Вопрос в том, не перевешивают ли издержки, связанные с получением этих выгод, сами выгоды?

Финансовый сектор и экономика

И даже безотносительно выгод утечка весомой части инвестиционной доходности, вызванная высокими издержками инвестирования, поднимает серьезные вопросы об эффективности функционирования не только нашей финан-

совой системы, но и нашего общества в целом. За прошедшие два столетия Америка перешла от аграрной экономики к индустриальной, затем — к сервисной, а теперь — к тому, что можно назвать преимущественно финансовой экономикой. Однако издержки, которые налагает на нас наша финансовая экономика, по определению вычитаются из стоимости, создаваемой производительным трудом наших компаний.

Задумайтесь об этом. Когда инвесторы — индивидуальные и институциональные — вовлекаются в намного более активную торговлю (разумеется, между собой), чем это требуется для обеспечения эффективности рынка и ликвидности, они становятся, коллективно, наихудшими врагами сами себе. В то время как долгосрочные держатели акций, настоящие собственники компаний, получают дивидендный доход и прирост капитала, создаваемые нашей капиталистической системой, спекулянты получают такой инвестиционный доход только *после* вычета расходов, создаваемых нашей системой финансового посредничества.

Таким образом, если вложение в американский бизнес — заведомо выигрышная игра, то попытка переиграть фондовый рынок до вычета затрат — для нас, всей совокупности инвесторов — это игра с *нулевой суммой*. А после того как рыночные крупные вычтут плату за свои услуги, попытка переиграть рынок становится заведомо проигрышной игрой.

Сегодня мало ведется разговоров о бурном росте финансового сектора и о последствиях, которые это влечет. 25 лет назад на долю финансовых компаний приходилось всего примерно 5% суммарной прибыли 500 крупнейших компаний, представленных в индексе Standard and Poog's 500 (рис. 4.1). 15 лет назад доля финансового сектора выросла до 10%, в 1997 г. — до 20%, а в 2007 г. достигла почти пикового уровня в 27%.

Но и цифра в 27% существенно преуменьшает реальную значимость финансового сектора, поскольку она не включает прибыли финансовых подразделений гигантских промышленных корпораций. (Вспомните о General Electric Capital или о финансовых подразделениях автопроизводителей General Motors и Ford¹.) Если включить и эти прибыли тоже, доля финансового сектора вполне может превысить одну треть суммарной годовой прибыли компаний, входящих в индекс S&P500. Но даже без их учета финансовый сектор в настоящее время является крупнейшим в стране генератором корпоративных прибылей: он зарабатывает больше, чем наши гигантские сектора энергетики и здравоохранения *вместе взятые*, и почти в три раза больше, чем технологический, индустриальный или ИТ-сектор в отдельности (рис. 4.2).

Разумеется, беспрецедентный рост финансового сектора объясняется не только повышением спроса на финансовые услуги. (Индустрия взаимных фондов — хороший тому пример.) Одна из причин кроется в выходе многих ранее частных компаний на публичный рынок: инвестиционных банков, компаний взаимных фондов, компаний взаимного страхования и даже фондовых бирж. В 1989 г. финансовый сектор в S&P500 был представлен всего 56 ком-

¹ За девять месяцев, закончившихся 30 сентября 2007 г., финансовые услуги принесли 42% — \$52 млрд — от общей величины выручки General Electric, составившей \$124 млрд.

Часть I. Заблуждения инвесторов

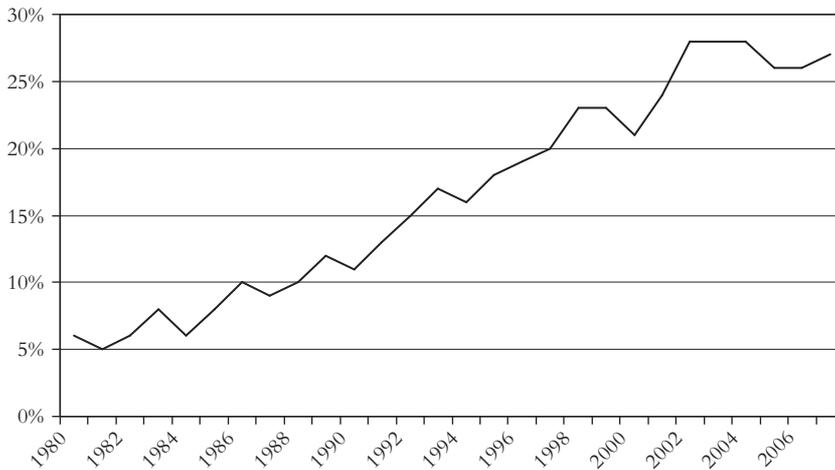


Рис. 4.1. Доля финансового сектора в прибылях S&P500, 1980–2007 г.

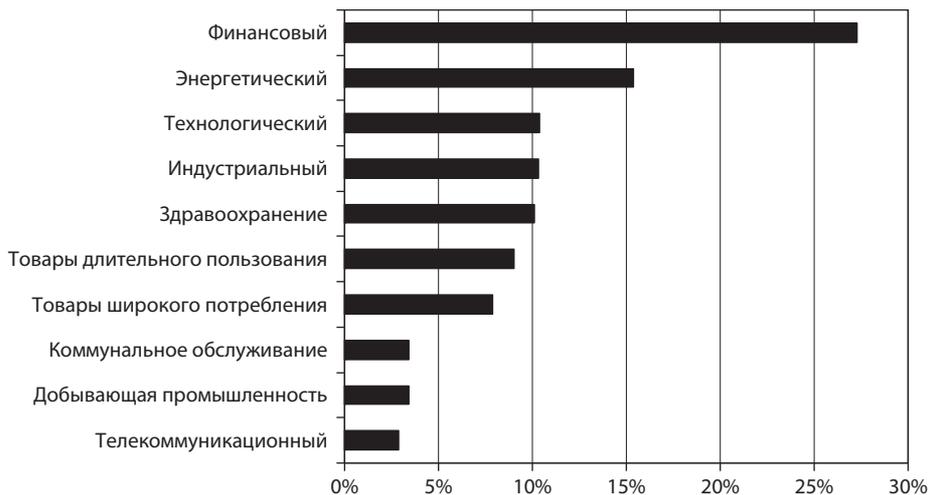


Рис. 4.2. Доли секторов в прибылях S&P500, 2006 г.

паниями, включая 28 банков; сегодня в нем 92 компании, среди них всего 26 банков.

Сочетание перехода к публичной собственности и роста прибылей дало впечатляющие результаты. Например, за период с 1981 по 2007 г. управляющий инвестиционным фондом Томас Рой Прайс увеличил свои прибыли более чем в 150 раз — с \$4 млн примерно до \$650 млн.

Мы идем к тому — или, по крайней мере, создается такое впечатление, — чтобы стать страной, где больше ничего *не производят*. Мы просто торгуем листками бумаги, обмениваемся взад-вперед акциями и облигациями друг с другом и с казино; пользуясь терминологией азартных игр, наживаем целые состояния. Мы также увеличиваем издержки, придумывая все более сложные

финансовые инструменты, которые создают огромные не поддающиеся оценке риски для нашей финансовой системы. Большинство финансовых инноваций выгодны только для их создателей и продавцов, но очень опасны и даже разрушительны для состояния тех, кто покупает эти дьявольски хитроумные продукты.

Как показывает нарастающий кризис на рынке ипотечных облигаций, эти риски начинают сталкивать нас в яму, которую мы вырыли сами себе. В этом контексте стоит вспомнить пророческие слова великого британского экономиста Джона Мейнарда Кейнса, почти 70 лет назад предостерегавшего от того, что «когда предпринимательство превращается в пузырь в водовороте спекуляции», последствия могут быть катастрофическими: «Когда расширение производственного капитала в стране становится побочным продуктом деятельности игорного дома, трудно ожидать хороших результатов»¹.

Если некогда управление активами считалось профессией, где бизнес был второстепенной составляющей, то сегодня оно превратилось в чистой воды бизнес с некой профессиональной составляющей. Профессор Гарвардской школы бизнеса Ракеш Курана был совершенно прав, когда определил стандарт поведения настоящего профессионала в виде девиза: «Я буду создавать стоимость для общества, а не вычитать ее»². Но управление активами по определению вычитает стоимость из прибылей, генерируемых нашими деловыми предприятиями.

Мудрый партнер Уоррена Баффетта Чарльз Мангер выразил эту мысль более прямолинейно:

Большая часть деятельности по управлению активами имеет глубоко анти-социальные эффекты. Нынешний рост популярности дорогостоящих методов управления усиливает ту пагубную тенденцию, что сегодня наша молодая интеллектуальная элита избирает своим поприщем высокоприбыльное дело управления активами с присущими ему современными искажениями, а не другие виды деятельности, позволяющие приносить гораздо больше пользы другим людям»³.

И даже на момент написания этой статьи интеллектуальная элита продолжает массовый исход в сферу финансовых услуг. Сегодня число сертифицированных финансовых аналитиков достигло рекордного уровня в 78 000 человек, и журнал *Barron's* недавно сообщил, что «почти 140 000 претендентов — также рекордно высокая цифра — со всех уголков земного шара стоят в очереди в ожидании экзамена, который дарует некоторым счастливицам столь желанное право именоваться сертифицированными финансовыми аналитиками»⁴. В некотором смысле эта тенденция замечательна, поскольку свидетельствует о высоком признании нашей профессии. Но она также вызывает серьезную обеспокоенность тем, что подобное интенсивное расширение на-

¹ Кейнс Д. Общая теория занятости, процента и денег. — М.: Гелиос АРБ, 2012.

² Курана Р. Q1. — Йельская школа менеджмента. 2007.

³ Чарльз Мангер, из выступления перед группой финансовых директоров фондов, Санта-Моника, Калифорния, 14 октября 1998 г.

⁴ Абельсон А. Рой аналитиков // *Barron's*. 2007. №5.

шего профессионального сообщества приведет к еще большему росту издержек финансовой системы.

Можно было бы предположить, что приток образованных профессиональных инвестиционных консультантов играет на руку инвесторам, помогая им принимать гораздо лучшие решения, чем они принимали в прошлом. Однако фактические данные обескураживают, свидетельствуя о том, что финансовые консультанты не только не добавляют, а вычитают стоимость из доходностей инвесторов. Исследование Бергстрессера, Чалмерса и Туфано от 2006 г. показало, что распределение активов, предпринятое по совету финансовых консультантов, было ничуть не лучше, чем распределение активов, предпринятое инвесторами самостоятельно, что консультанты пытались играть на рыночных трендах, и инвесторы были вынуждены платить более высокие предварительные сборы. Исследование установило: средневзвешенная доходность фондов акций для инвесторов, полагавшихся на консультантов (без учета всех комиссий, взимаемых при внесении или изъятии средств), в среднем составила всего 2,9% годовых по сравнению с 6,6%, заработанных инвесторами, которые принимали решения самостоятельно.

Я не хочу сказать, что лучшие представители сегодняшней молодой интеллектуальной элиты не должны избирать своей профессией управление активами. Я говорю о том, что это следует делать со всей ответственностью, с полным пониманием того, что любые начинания, которые забирают стоимость у клиентов, в более сложные времена, чем нынешние, могут стать той собственноручно заложенной миной, на которой подорвемся мы сами.

Хотя на Уолл-стрит любят повторять, что у денег нет совести, будущие представители нашей профессии не должны позволять этой банальности брать верх над их собственной совестью, поступаясь своими нравственными принципами и идеалами. На самом деле я очень надеюсь, что эти будущие лидеры привнесут в нашу систему финансового посредничества высочайшего уровня честность и самоанализ, которых часто недостает сегодняшним лидерам, и вернут традиционно присущий нашей профессии фокус на фидуциарной обязанности, на служении другим, а не себе.

В перспективе — более низкая доходность акций?

Не нужно забывать и о том, что в периоды низкой доходности рынка акций затраты на финансовое посредничество становятся еще более обременительными. Короче говоря, 9,6% среднегодовой доходности акций за прошедший 100-летний период включали 4,5% дивидендной доходности (рис. 4.3). Поскольку сегодня она упала до 2,0%, это уже означает снижение будущей инвестиционной доходности на 2,5%. Кроме того, великолепная доходность в 12,5% за прошедшие 25 лет складывалась не только из 3,4% дивидендной доходности и 6,4% прироста капитала (что намного выше долгосрочной исторической нормы в 5,0%), но и из замечательной спекулятивной доходности,

составлявшей в среднем 2,7% в год, результат удвоения коэффициента цена/прибыль с 9- до 18-кратного значения.

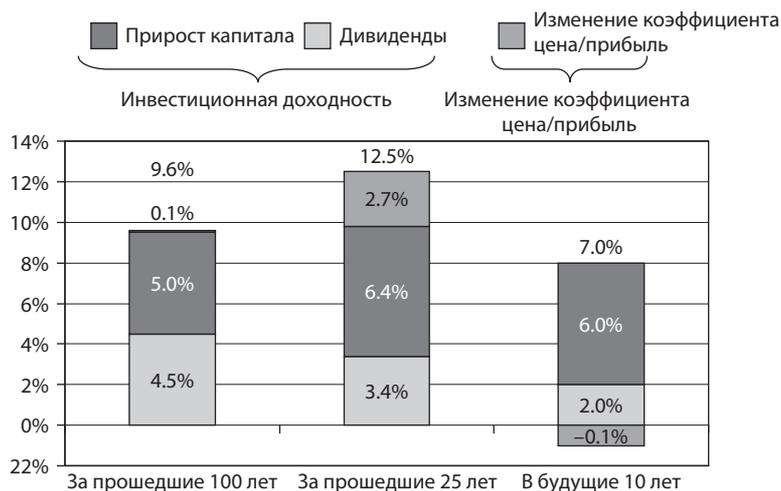


Рис. 4.3. Общая доходность акций, прошлая и будущая

Резкое падение доходностей и вероятность (по моему мнению, неизбежность) того, что сегодняшний коэффициент цена/прибыль, равный 18, не только не удвоится, а снизится на несколько пунктов в ближайшее десятилетие, означают, что будущая доходность акций скорее всего будет находиться в районе 7%¹.

Годовые расходы фондов — нагрузки за продажу, операционные и другие расходы и скрытые издержки оборачиваемости портфеля, сегодня достигающие примерно 2,5%, уменьшают номинальные 7,0% годовой доходности акций до 4,5% доходности среднего взаимного фонда. Все так же безжалостно я настаиваю на том, что эту чистую *номинальную* годовую доходность среднего фонда необходимо уменьшить на прогнозируемые 2,3% годовой инфляции, что дает нам скромную *реальную* доходность всего в 2,2% годовых (рис. 4.4)². Очевидно, что сокращение инвестиционных издержек является ключевым условием для способности американских семей, составляющих основу нашей сберегательной системы, накапливать богатство, к которому они совершенно правильно стремятся.

¹ Пожалуйста, учтите, что эти цифры отражают весьма приблизительные оценки. Я округлил дивидендную доходность до 2,0%; прирост капитала вполне может вернуться к долгосрочной норме в 5,0%; да и кто может дать голову на отсечение, что к 2018 г. коэффициент цена/прибыль не вырастет в два раза?

² Это может быть наилучшим сценарием. В то время как я проигнорировал налоги, большинство инвесторов фондов не могут этого сделать. Я также пренебрег вероятностью того, что, как показывает прошлый опыт, годовая доходность инвесторов фондов вполне может оказаться ниже указанных 2,2% чистой годовой реальной доходности, ожидаемой для среднего фонда.

Часть I. Заблуждения инвесторов

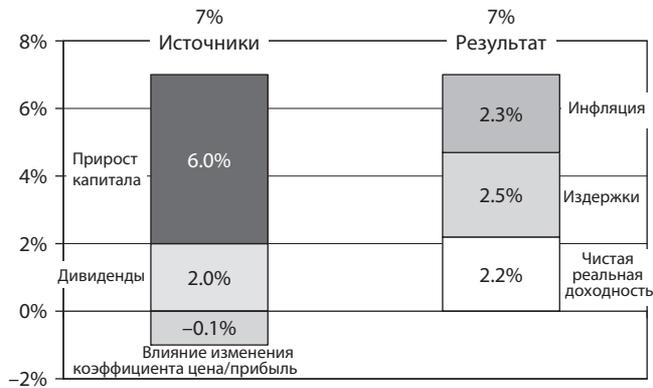


Рис. 4.4. Ожидаемая доходность акций в ближайшие десятилетия

Незначительное дело

Но между тем большинство экономистов с безразличием относятся к проблеме затрат в нашем финансовом секторе. Одно исключение — Рональд Коуз, который пролил свет на природу транзакционных издержек еще в далеком 1937 г. В своей работе «Природа фирмы» (The Nature of the Firm)¹. В этой статье утверждалось, что выбор предпринимателя в пользу организации экономической деятельности внутри фирмы или в пользу обменных операций на рынке зависит от уровня транзакционных издержек. Но только спустя столетия, в 1991 г., Коуз был награжден Нобелевской премией по экономике.

В том же году Мерфи, Шлейфер и Вишни² показали, что так называемые искатели ренты, которые получают доход от *перераспределения*, а не *создания* благ и к которым авторы относят представителей государственного, правового сектора и сектора финансовых услуг (в том числе фондовых брокеров и управляющих активами), наносят серьезный вред экономике. Авторы противопоставляют таких «искателей ренты» создателям благ, например инженерам. Как это ни парадоксально, сегодня мы наблюдаем резкий рост числа выпускников вузов с дипломами инженеров, но не в таких традиционных областях, как авиационное, электротехническое или общее машиностроение, а в сфере «финансовой инженерии», предназначенной для тех, кто видит себя управляющим хеджевым фондом или финансовым аналитиком на Уолл-стрит³.

Гроссман и Харт также исследовали проблему транзакционных издержек. Они указали на то, что сделки (транзакции), вовлекающие принципала и аген-

¹ Коуз Р. Теория фирмы // Природа фирмы. — М.: Экономическая школа, 1995.

² Мерфи К., Шлейфер А., Вишни Р. Распределение талантов // *Quarterly Journal of Economics*. 1991. №5.

³ Например, в 2000 г. Принстонский университет выпустил 148 обычных инженеров и 25 специалистов по финансовой инженерии. В 2009 г. обычных инженеров было 122 человека (на 17% меньше), а финансовых инженеров — 68 (на 172% больше).

та, влияют на общую сумму денег, доступную для распределения между двумя сторонами, и предложили модель для анализа затрат и выгод, проистекающих из различных действий агента. Исследователи утверждали, что собственник (принципал) редко контролирует действия управляющего (агента), а в большинстве случаев просто наблюдает за тем, что получилось в итоге. Поэтому собственник не может сказать, являются ли результаты управляющего продуктом его навыков или удачи, как это происходит в индустрии взаимных фондов. Комиссии за управление и транзакционные издержки в том и другом случае являются центральным вопросом.

В 2000 г. Обстфельд и Рогофф¹ исследовали вопрос транзакционных издержек в контексте международной макроэкономической теории. Они пришли к заключению, что именно относительные транзакционные издержки позволяют пролить свет на некоторые загадки международной макроэкономики, в том числе на то, почему торговля товарами и услугами сосредоточена в основном на национальном, а не интернациональном уровне или почему инвесторы перевешивают свои портфели в сторону отечественных акций (например, у американских инвесторов примерно 90% активов вложены в американские акции). Когда торговые издержки близки к нулю, эти проблемы исчезают, но когда они достигают 25% от стоимости сделки, негативная динамика вполне предсказуема. Разумеется, изучение очень сходного фактора, такого как затраты на финансовое посредничество (которые, в широком смысле, являются теми же самыми транзакционными издержками), позволяет пролить свет на причины разрыва между рыночной доходностью и доходностями, которые фактически зарабатывают инвесторы.

Несмотря на очевидную важность этой проблемы, я не знаю ни одного академического исследования, которое попыталось бы на систематической основе оценить, какую стоимость вычитает наша финансовая система из доходностей инвесторов, и ни одной статьи на эту тему, опубликованной в каком-нибудь профессиональном журнале — *Journal of Finance*, или *Journal of Financial Economics*, или *Journal of Portfolio Management*, или *Financial*

Analysts Journal. Возможно, лучшим способом воздать должное наследию Бенджамина Грэхема — и стоимости, созданной им благодаря проницательному взгляду на нашу инвестиционную систему, — было бы для нашего профессионального сообщества объединить свои усилия с научными кругами, чтобы в конце концов заняться насущной проблемой инвестиционных издержек и тем, как они соотносятся с выгодами эффективных способов накопления капитала. Только тогда мы сможем начать поиск путей улучшения нашей системы, что вероятнее всего потребует некой комбинации реформ в области образования, раскрытия информации, регулирования отрасли, а также структурных и правовых преобразований.

В июне 2007 г. Выпускник факультета экономики Принстонского университета Глен Вейл, выступая с прощальной речью, описал свою страсть к ин-

¹ Обстфельд М., Рогофф К. Шесть главных загадок международных финансов: одна общая причина? // *NBER Macroeconomics Annual*. 2000. №15.

теллектуальному познанию следующим образом (он приписал эти слова Нобелевскому лауреату Роберту Лукасу): *есть вопросы настолько важные, что трудно, или должно быть трудно, думать о чем-то ином.*

Эффективное функционирование нашей национальной системы финансового посредничества — один из таких вопросов. Настала пора не только подумать о нем, но и глубоко его изучить, тщательно подсчитать все издержки и выгоды и в конечном счете потребовать от системы начать работать гораздо эффективнее в интересах инвесторов и в интересах всего нашего общества, чем она делает это сегодня.

Глава 5

ПОРАЗИТЕЛЬНЫЙ ДАР РАСПОЗНАВАТЬ ОЧЕВИДНОЕ¹

Получить награду как «Выдающийся руководитель в финансовой сфере» от международной организации, пользующейся широким признанием за свой вклад в развитие и распространение финансовых знаний, — особая честь; и этой чести я удостоился в 2005 г. Но, хотя признание греет душу, я все же несколько удивлен вашим выбором. Да, я проработал в этой области почти пять с половиной десятилетий, из них более 30 лет как глава двух замечательных компаний, управляющих взаимными фондами (Wellington, 1965–1974 г.; Vanguard, 1974–1996 г.), но я никогда не думал о себе как об особо выдающемся руководителе — мнение, которое наверняка разделяют мои многострадальные коллеги. Но меня всегда окружала команда выдающихся людей, — моя глубочайшая признательность всем им, — которые знали, как сделать то, что должно было быть сделано.

Также признаюсь в том, что, хотя я считаю себя довольно просвещенным, прочитав за многие годы десятки — нет, даже сотни — статей в специализированных журналах (главным образом в *Financial Analysts Journal* и *Journal of Portfolio Management*; большая часть того, что вы печатаете в вашем журнале *Financial Management*, выше моего понимания) и даже написав дюжину статей самостоятельно, в интеллектуальном развитии мне далеко до большинства из вас, сегодня здесь присутствующих. По правде говоря, когда я вижу страницу, заполненную одними формулами — все эти сигмы, дельты, лямбды — почти

¹ На основе моих выступлений на конференции Международной ассоциации финансового менеджмента (FMA) в Чикаго, Иллинойс, 15 октября 2005 г. и в Школе бизнеса им. Хаса Калифорнийского университета, Беркли, Калифорния, 27 октября 2006 г., где мне была присуждена награда «За выдающийся вклад в развитие финансовой отчетности».

без пояснительного текста, я быстро ее перелистываю и перехожу к следующей статье.

Индексное инвестирование как предельная реальность

Продолжая свою унылую исповедь, я вынужден признать, что плохо разбираюсь в замысловатых тонкостях финансового анализа и стандартов бухгалтерского учета, а инвестиционным исследованием акций и облигаций занимался разве что в первые годы, когда только начинал работать в этой замечательной индустрии. К худшему — или, если вдуматься, *к лучшему!* — я разработал такой метод инвестирования, который умышленно и целенаправленно *игнорирует* анализ, бухучет и исследования. По сути, индексный взаимный фонд просто покупает весь портфель фондового рынка — голубые фишки, явных лидеров, темных лошадок и даже кандидатов на банкротство — и держит их в течение любимого периода держания Уоррена Баффетта: *вечно*.

Идея индексного инвестирования принадлежит не мне. (Не знаю, придумал ли ее какой-то конкретный человек.) Но создание первого в мире индексного взаимного фонда в 1975 г. (первоначально он назывался First Index Investment Trust, а теперь Vanguard 500), я уверен, стало отправной точкой в истории индексного инвестирования. И, хотя нам потребовалось почти 20 лет на то, чтобы нас признали полноправным членом семьи «небожителей» взаимных фондов, если раньше индексирование воспринималось как ересь, то теперь оно стало догмой. Хотите доказательств? То, что поначалу было известно как «Причуда Богла», сегодня превратилось в крупнейший взаимный фонд в мире. Если включить сюда его сестер — фонды акций «500», его кузенов — индексные фонды акций «5000», его братьев — индексные фонды облигаций — и его шуринов — секторные индексные фонды, инвесторы фондов Vanguard в совокупности вложили в пассивные стратегии инвестирования приблизительно \$375 млрд, т. е. половину долгосрочных активов, которыми мы управляем.

Как бы там ни было, использование индексного взаимного фонда в качестве ядра — если не всего — диверсифицированного портфеля акций ныне стало аксиомой, которой обучают будущих финансистов в школах бизнеса и университетах, за что я премного благодарен преподавательскому составу. Насколько я знаю, эта идея поддерживается почти всеми американскими учеными, награжденными Нобелевской премией по экономике. А не так давно глава одного из самых успешных благотворительных фондов Америки, Фонда пожертвований Гарвардского университета, высказал, едва ли не прокричал, свои похвалы. Вот что сказал Джек Майер: «Весь инвестиционный бизнес — это гигантская афера. Большинство людей считают себя способными найти менеджеров, которые обеспечат им высочайшую доходность, но чаще всего они ошибаются. Все, что нужно инвесторам, — это индексные фонды. *Это несомненно*».

На самом деле, индексирование — предельная реальность инвестирования, гарантирующая инвесторам получение справедливой доли любой доходности, которую щедро дарует или, точнее будет сказать, скуповыделяет нам фондовый рынок. Насколько эффективен этот метод? Давайте рассмотрим альтернативу индексному инвестированию: инвестирование на основе иллюзии, что менеджеры фондов в совокупности способны переиграть эту пассивную, малозатратную стратегию отслеживания рынка.

Почему менеджеры должны проиграть? Давайте мыслить реально: если фондовый рынок будет достаточно щедр, чтобы вознаградить инвесторов *номинальной* годовой доходностью на уровне 8% в последующие годы, и если нашему правительству и центральному банку хватит мужества и дисциплины, чтобы удерживать инфляцию не выше 3%, *реальная* доходность акций составит около 5%. Если активно управляемые фонды продолжают упорно продвигать дорогостоящие «продукты» (как в отрасли принято называть взаимные фонды) своим инвесторам, реальная доходность среднего активно управляемого фонда — после вычета всех издержек и налогов — может составить жалкий 1% в год или даже меньше.

Благодаря действию сложного процента на протяжении длительного периода времени (здесь я беру 25 лет) \$1000, вложенные в акции по ставке реальной доходности 5%, принесут прибыль \$2400, а вложенные по ставке 1% — всего \$280. Добро пожаловать в *реальный* мир, где незыблемые правила простой арифметики, действующие на финансовых рынках, — чистая доходность инвестора равна валовой доходности фонда за вычетом издержек и налогов, — обрекают активно управляемые фонды и, к сожалению, их инвесторов/собственников на плачевную несостоятельность. Черный юмор инвестирования заключается в том, что вы не получаете того, за что платите. Как раз наоборот, вы получаете только то, за что не платите.

Таковы причины несостоятельности активного управления. Да, я понимаю, что «несостоятельность» — жесткий приговор. Не верите мне на слово? В своей недавно вышедшей книге «Секреты стабильно высокой доходности от легенды мира инвестиций» (Unconventional Success)¹ выдающийся управляющий благотворительным фондом Йельского университета Дэвид Свенсен говорит о «колоссальной несостоятельности индустрии взаимных фондов, прирастающей из систематической эксплуатации индивидуальных инвесторов... когда фонды забирают из их карманов огромные суммы денег в обмен на предоставление отвратительно плохих, почти медвежьих услуг». Г-н Свенсен продолжает: «Воровство, даже облеченное в мантию управления активами, одобренного Комиссией по ценным бумагам и биржам, остается воровством... и могущественная индустрия финансовых услуг наживается на уязвимом рядовом инвесторе». Это сильные слова. Но когда *Wall Street Journal* обвинила г-на Свенсена «в чрезмерной резкости» выводов, тот просто ответил: «Доказательства налицо». И это действительно так.

¹ Свенсен Д. Секреты стабильно высокой доходности от легенды мира инвестиций. — М.: Эксмо, 2009.

Реальность и иллюзии на фондовом рынке

Даже вложение в фондовый рынок через индексный фонд отчасти основано на иллюзиях. Почему? Потому что доходности фондового рынка просто отражают — и часто сильно преувеличивают — два весьма разных компонента, продуктом которых они являются. Первый компонент — *реальный* рынок внутренней стоимости бизнеса. Второй компонент — рынок *ожиданий*, представленный сиюминутными ценами акций. На *реальном* деловом рынке реальные компании тратят реальные деньги, нанимают реальных людей и вкладывают капитал в реальные средства производства; они производят реальную продукцию и оказывают реальные услуги реальным потребителям, которые реально нуждаются в этих продуктах и услугах для своего повседневного существования. Если эти реальные компании эффективны, продуктивны и конкурентоспособны, они зарабатывают реальную прибыль, из которой платят реальные дивиденды. Но для этого требуется реальная работоспособная стратегия, реальные капиталовложения, реальные исследования и разработки, не говоря уже о реальных инновациях, реальном перспективном мышлении и реальной приверженности.

Свободно связан с этим реальным рынком рынок *ожиданий*. Здесь рыночные цены устанавливаются не на основе вышеописанных реалий бизнеса, а на основе ожиданий инвесторов. Принципиально то, что эти ожидания определяются числами, а числа в значительной мере являются иллюзией, сотворенной корпоративным менеджментом в соответствии со своими желаниями. Слишком уж легко манипулировать числами и истолковывать их нужным образом. У нас есть *предварительная, или гипотетическая, прибыль* (отражающая волшебный рост прибылей, который может быть результатом слияния двух компаний, а также сокрытия плохих расходных статей). У нас есть *операционная прибыль* (не отражающая всевозможные списания капитала, вызванные плохими инвестиционными решениями в предыдущие годы, плохими долгами и плохой операционной деятельностью, которая была прекращена). И у нас есть *объявленная прибыль*, определяемая в соответствии с Общепринятыми принципами бухгалтерского учета, или Generally Accepted Accounting Principles (GAAP), которые сами по себе изобилуют существенными пробелами в логике и применении, что дает простор для разного рода финансовых уловок и манипуляций со стороны заинтересованных в этом лиц (все это на глазах у якобы независимых аудиторских фирм).

С вступлением несколько десятилетий назад в эпоху инвестирования на ожидания главным ориентиром для инвесторов стал рост корпоративных прибылей — конкретно прогнозы по прибылям и достижение этих показателей. Складывается впечатление, будто руководители компаний и акционеры, которые отныне превратились из настоящих собственников компаний во временных арендаторов, условились принимать все сообщаемые цифры прибыли за «правду». Хотя, как мог бы сказать корпоративный Шалтай-Болтай институциональному инвестору Алисе в Стране чудес: «Когда я сообщаю о своих прибылях, это означает то, что я хочу, не больше и не меньше... Вопрос в том, кто

из нас здесь хозяин. Вот в чем вопрос». На что Алиса послушно отвечает: «Я верю вам, сэр!»

Руководители компаний стали властелинами чисел, и наши аудиторы очень часто потворствуют им в этом. В «тайной заговорщицкой среде» между руководителями компаний, членами совета директоров, бухгалтерами, инвестиционными банкирами и институциональными владельцами и арендаторами акций происходят чудеса финансового инжиниринга. Сообщаемые цифры поддерживают иллюзии рынка ожиданий, но зачастую имеют мало общего с реальным рынком внутренней стоимости. Нестрогие стандарты бухгалтерского учета позволяют создавать буквально из воздуха то, что сходит за прибыли, даже по GAAP. Например, можно делать следующее:

- Бесцеремонно классифицировать крупные статьи расходов как «несущественные».
- Раздувать предполагаемую будущую доходность пенсионных программ, даже если разумные ожидания в отношении будущих доходностей значительно понизились.
- Учитывать в выручке сделки с покупателями, которые занимают деньги на покупку у продавца.
- При проведении слияний осуществлять огромные списания дебиторской задолженности только лишь для того, чтобы собрать ее позже; а также списывать находящиеся в хорошем состоянии станки и оборудование, чтобы устранить будущие амортизационные отчисления.
- Исключать стоимость опционов на акции, предоставляемых в качестве вознаграждения, из корпоративных расходов. (Сегодня эта практика, к счастью, запрещена.)
- И, чтобы не забывать, умело использовать различия между учетом по GAAP и налоговым учетом.

И я даже не упомянул о сокрытии долгов в специально созданных для этой цели фирмах, в чем особенно преуспела Enron.

Все эти практики в соответствии с GAAP являются в США вполне законными. Поэтому главная проблема с таким креативным финансовым инжинирингом заключается не в том, что является незаконным, а в том, что является законным. На самом деле, при правильном учете даже проведение фондовых опционов задним числом — один из свежих примеров злоупотреблений корпоративного менеджмента — считается абсолютно законным. И избитая фраза консультантов по менеджменту, — «Если вы можете это измерить, вы можете этим управлять»: все чаще становится мантрой руководителей компаний.

Реальный рынок против рынка ожиданий

Впервые я столкнулся с убедительной формулировкой различий между реальным рынком и рынком ожиданий в работах Роджера Мартина, декана Ротманской школы бизнеса университета Торонто. Я сам долгое время говорил об

этой дихотомии, но другими словами. Меня беспокоило то, что мы придаем слишком большое значение числам. Но, как было сказано в 1-й главе, «числа не есть реальность. В лучшем случае, они — бледное отражение реальности, в худшем случае — грубое искажение тех реалий, которые мы пытаемся измерить... [В результате] мы поклоняемся числам и принимаем за талисман инвестиционной реальности сиюминутную точность цен акций вместо имманентной неточности внутренней корпоративной стоимости».

В недавнюю эпоху триумф иллюзий над реальностью нашел воплощение в «менталитете казино» очень многих институциональных инвесторов, что привело к весьма неприятным последствиям. Рынок ожиданий с его ценами всецело затмевал собой реальный рынок внутренней корпоративной стоимости. Но когда восприятие — точные, но преходящие цены акций — далеко отрывается от реальности — неточной и трудной для измерения, но долговечной внутренней корпоративной стоимости, по сути, дисконтированной стоимости будущего денежного потока корпораций, этот разрыв может быть преодолен только в сторону реальности. Дело в том, что поднять краткосрочную цену акций, чтобы удовлетворить потребности рынка ожиданий, несложно. Но повышение корпоративной стоимости в течение длительного периода времени на реальном высококонкурентном рынке — непростая задача (об этом я кое-что знаю), которая под силу только исключительным компаниям.

Когда имеется два очень разных рынка, почти неизбежно возникают серьезные конфликты. Роджер Мартин представляет свою концепцию двух рынков, используя как аналогию профессиональный футбол. Здесь рынок ожиданий представлен ставками на разницу в счете между соперничающими командами. Когда матч заканчивается, реальность обнаруживает себя: окончательный счет (т. е. фактическая разница в счете). Говоря о футболе, Роджер Мартин замечает: «Ни одному из участников реального рынка не разрешено играть на рынке ожиданий». Ни звездным нападающим, ни любым другим участникам футбольной драмы не позволено делать ставки ни на какие матчи, даже те, в которых они не играют. Разумеется, некоторые считают такой абсолютный запрет неразумным.

И затем Мартин сбрасывает бомбу.

Но есть большая игра, где участникам реального рынка не только разрешается играть на смежном рынке ожиданий, но и, более того, их поощряют так поступать, а именно делать ставки на цену акций компаний на фондовом рынке. В то время как первостепенной задачей генеральных директоров компаний является (или должно быть) построение реального бизнеса, они слишком много внимания уделяют игре на рынке ожиданий, занимаясь формированием ожиданий инвесторов, управляя количественными показателями и получая ошеломительного размера вознаграждение в форме акций на основе теории о том, что оно якобы выравнивает интересы топ-менеджмента с интересами акционеров¹.

¹ Мартин Р. Ложные стимулы: менеджеры, получающие вознаграждение акциями, ведут себя точно так же, как спортсмены, делающие ставки // *Barron's*. 2003. 22 декабря.

Увы, вознаграждение в форме акций отнюдь не достигает этой цели. Оно поощряет генеральных директоров — и финансовых директоров, зачастую с молчаливого согласия их аудиторов и членов совета директоров — манипулировать рынком ожиданий к собственной выгоде. Вот почему вознаграждение в форме акций для управляющих компаниями менеджеров должно быть запрещено точно так же, как запрещена игра на спортивном тотализаторе для профессиональных футболистов. Когда мы вознаграждаем наших управляющих на основе иллюзии, а не реальности, за это расплачивается все наше общество.

«Битва за душу капитализма»

Эта дихотомия между реальным рынком и рынком иллюзий во многом объясняет, где и как корпоративная Америка, инвестиционная Америка и Америка взаимных фондов пошли неверным путем. Это тема моей вышедшей в 2005 г. книги «Битва за душу капитализма», где я исследую, что именно пошло не так в каждом случае и как это можно исправить. Неслучайно книга начинается словами из первого послания святого Апостола Павла коринфянам: «И если труба будет издавать неопределенный звук, кто станет готовиться к сражению?» Эта книга о сражении, и, поскольку я уверен в том, что сегодня под угрозой сама душа нашей капиталистической системы, моя труба издает совершенно определенный звук. Вот некоторые из основных изъянов, результаты неправильной мутации нашей капиталистической системы, каждый из которых детально изучен в моей книге.

В корпоративной Америке

- Шокирующее увеличение размеров вознаграждения корпоративного менеджмента: у пяти самых высокооплачиваемых высших руководителей публичных компаний оно более чем удвоилось, увеличившись с 4,8%-ной доли прибыли в начале 1990-х гг. до 10,3% в последнее время, в то время как за этот период сами прибыли — мера успеха, которой так любят похвастаться генеральные директора, — росли на незначительные 1,9% в год.
- Расцвет финансового инжиниринга, или, точнее будет сказать, «манипулирования», посредством которого руководители компаний «управляют» цифрами прибылей, чтобы достичь тех прогнозных показателей, которые они из квартала в квартал дают Уолл-стрит. Вот один из эффективных способов: повышать предположения по будущей доходности корпоративных пенсионных планов, несмотря на снижение разумных ожиданий. Только подумайте: в 1981 г., когда долгосрочные казначейские облигации принесли 13,9% годовых, компании закладывали предполагаемую доходность пенсионных программ на уровне 7%. Сегодня, когда доходность облигаций упала до 4,7%, предполагаемая доходность таких программ в среднем закладывается на уровне 8,5%. Этого не будет, и их недофинансированность станет нашим следующим крупным финансовым скандалом.

- Несостоятельность наших традиционных стражей — аудиторов (которые превратились в партнеров, если не соучастников деяний корпоративного менеджмента через предоставление высокоприбыльных консультационных услуг), регуляторов, законодателей (кто в 1993 г. Вынудил Комиссию по ценным бумагам и биржам отказаться от требования к компаниям учитывать стоимость опционов на акции как корпоративные расходы?) и особенно независимых директоров, которые, как я выразился в моей книге, «не обеспечили надлежащего контроля взрослых за безответственными гениями», управляющими нашими компаниями.

В инвестиционной Америке

- Поскольку наше общество собственников почти исчезло (если в 1950 г. индивидуальные инвесторы напрямую держали 92% всех акций, то сегодня — всего 30%), контроль над компаниями перешел в руки гигантских финансовых институтов, чья доля, соответственно, выросла с 8% до 70%. Но эти агенты, осажженные многочисленными конфликтами интересов и имеющие собственные повестки дня, плохо представляют интересы своих принципалов.
- Отчасти это происходит вследствие того, что институциональное инвестирование перешло от менталитета *владения акциями* (в первые 15 лет моей работы в этой отрасли средний период держания составлял шесть лет) к менталитету *аренды акций* (сегодня средний период держания составляет один год, а то и меньше). Если собственники должны соблюдать свои права и обязанности и требовать ответственного корпоративного управления, то арендаторов это едва ли волнует.
- Наши профессиональные аналитики по ценным бумагам стали придавать все больше значения иллюзии — сиюминутной точности цен акций — и все больше игнорировать реальность, то, что действительно имеет значение — не столь точную, но фундаментально-долговечную внутреннюю стоимость компаний. Воспользовавшись замечательными словами Оскара Уайльда о циниках, скажу, что наши управляющие активами «знают цену всему и не ценят ничего».

В Америке взаимных фондов

- Некогда благородное дело управления активами представляло собой профессию с элементами бизнеса; сегодня оно превратилось в бизнес с элементами профессии. Если раньше нашей путеводной звездой было *служение* нашим клиентам, то теперь у нас новый ориентир — *продажи*. В результате мы перестали быть управляющими компаниями и в значительной степени превратились в маркетинговые фирмы, где тон задают продажи, а наши инвесторы платят огромную цену.
- На протяжении последних двух десятилетий доходность среднего фонда акций отставала от доходности индекса S&P500 примерно на три процент-

ных пункта в год, 10% по сравнению с 13%, главным образом из-за расходов. В свою очередь, из-за неправильного выбора времени и фонда доходность его среднего *инвестора* была меньше *еще* на три процентных пункта. Результат: в период великого бычьего рынка средний инвестор заработал всего 27% рыночной доходности. Безусловно, как предупреждал г-н Баффетт, главными врагами инвестора в акции являются *расходы и эмоции*.

- Когда я пришел в эту отрасль много лет назад, почти 100% компаний, управляющих взаимными фондами, были относительно небольшими, профессионально управляемыми частными фирмами. С тех пор они претерпели патологическую мутацию. Сегодня 41 из 50 крупнейших управляющих компаний является публичной, 35 из них принадлежат гигантским американским и международным финансовым конгломератам. Совершенно очевидно, что они занимаются этим бизнесом, чтобы заработать хорошую доходность на *свой*, а не на *ваш* капитал (капитал инвесторов фондов). Запомните: чем больше *забирают* менеджеры, тем меньше *получают* инвесторы.

И в заключение

Пожалуйста, не приходите в ужас от этого впечатляющего перечня изъянов, которыми страдает сегодняшняя, испорченная, версия капитализма. В наших силах их исправить. Наша страна идет, пусть спотыкаясь, к тому, чтобы вернуть систему к ее традиционным корням — доверять и быть достойными доверия. Наше общество *собственников* исчезло без следа. Наши *агенты* перестали служить своим принципалам, потому что руководители компаний и управляющие фондами начали ставить личные интересы выше интересов своих собственников и бенефициаров. Пришла пора начать новую жизнь и построить новое, основанное на фидуциарных отношениях общество, где нашим девизом станет служение. В моей книге «Битва за душу капитализма» я предлагаю направления важных реформ, которые позволят ускорить такую трансформацию.

Чтобы мы преуспели в этом начинании, все инвесторы — индивидуальные и институциональные, крупные и мелкие — должны научиться отличать, что в инвестировании является реальностью, а что — иллюзией. Мы должны понять природу традиционного капитализма; мудрость долгосрочных вложений и безрассудство краткосрочных спекуляций; созидательную силу сложного процента при накоплении доходности и разрушительную силу накапливаемых расходов; а также незыблемые правила простой арифметики. Если все зависит от нас, выделите время, обдумайте вышесказанное и наконец-то признайте эти очевидные истины.

