

ВЕЛИКИЕ FOREX ИНВЕСТОРЫ

Глен Арнольд

ГЛАВА I

Бенджамин Грэхем

Бенджамин Грэхем, которого многие считают инвестиционным гением XX в. и создателем современной теории инвестирования, — наставник многих выдающихся инвесторов. Уоррен Баффетт проработал в компании Грэхема два года. Прочитанную в 19 лет книгу Грэхема «Разумный инвестор» (The Intelligent Investor)¹, Баффетт до сих пор считает «лучшей из когда-либо написанных книг об инвестировании». Он готов был задаром работать у Грэхема, но тот несколько раз отказывал молодому Уоррену. Впоследствии Баффетт шутил, что Грэхем считал его «переоцененным»: «Он очень серьезно относился к концепции стоимости». Грэхем, много занимавшийся проектами в области науки и искусства, не нажил огромного состояния, оно ограничилось несколькими миллионами. Но многим другим его идеи помогли заработать миллиарды.

Грэхем был ведущим представителем школы стоимостного инвестирования. Его подход был более сложным, чем «правила стоимости», которым сегодня следуют отдельные спекулянты. Он принимал в расчет множество факторов, анализируя стоимость акций, а не просто скупал те, что попадали в категорию с низким коэффициентом «цена-прибыль» (PER)². Он уделял гораздо больше внимания условиям бизнеса компании, акции которой покупал, анализу настроений рынка. Все это сочеталось с мощными интеллектуальными инструментами контроля над эмоциями при инвестировании. Если вам удастся овладеть этими тремя навыками, то вы сможете присоединиться к последователям Грэхема, которым их инвестиции принесли целые состояния.

У Грэхема можно многому поучиться:

- Осознайте разницу между инвестором и спекулянтом.
- Определите основные факторы, необходимые для анализа стоимости акции.
- Имейте свое независимое мнение, чтобы с выгодой использовать нерациональность рыночного ценообразования, а не стать его жертвой.
- Инвестируйте с запасом надежности: покупайте не только недооцененные, но и сильно недооцененные акции.

¹ Грэхем Б. Разумный инвестор. — М.: Альпина Паблишер, 2014.

² Коэффициент «цена-прибыль» (price-earnings ratio, PER или P/E) сопоставляет текущую цену акции компании с ее последним (или ожидаемым) показателем чистой прибыли на акцию (earnings per share, EPS), например: PER = текущая рыночная стоимость акции / чистая прибыль на акцию в истекшем году.

Детство и юность

Настоящее имя Грэхема — Бенджамин Гроссбаум. Он родился в 1894 г. в Лондоне. Когда Бенджамину исполнился год, семья переехала в США. Отец занимался изготовлением фарфора, но в 1903 г. умер, и семья оказалась на пороге бедности. Чтобы свести концы с концами, мать открыла домашний пансион и занялась спекуляцией акциями. Вначале это приносило умеренный доход, но в период фондового кризиса 1907 г. все ее вложения испарились. Полученный урок о рисках спекуляции и важности безопасности инвестирования стал ключевой движущей силой философии Грэхема. Если вы никогда не задумывались о разнице между спекуляцией и инвестированием, учение Грэхема, над которым он работал всю жизнь, поможет ее понять.

Образование

Грэхем был способным юношей. Он успешно окончил начальную и среднюю школу, одновременно с учебой подрабатывая в различных местах, как это обычно делают школьники. Показав отличные результаты на вступительных испытаниях, он получил стипендию Колумбийского университета и окончил его всего через два с половиной года, в 1914 г. Еще до выпуска двадцатилетний студент получил приглашения на работу сразу от трех факультетов Колумбийского университета — филологического, философского и математического. Но Бенджамин ответил отказом и, несмотря на сложную финансовую ситуацию, в которой находился он сам и его мать, пошел работать в брокерскую контору на Уолл-стрит — сначала курьером, затем клерком, потом аналитиком и, наконец, полноправным партнером.

Первые инвестиции

В 1923 г. Грэхем совместно с бывшими одногруппниками по университету открыл компанию Graham Corporation, которая просуществовала два с половиной года, стабильно принося высокий доход на капитал. В компании Бенджамин получал оклад и процент от прибыли. Но ему казалось, что партнеры просто пользуются его знаниями и что лично он должен получать больше. Убеденный, что знает все о том, как зарабатывать деньги на Уолл-стрит, Грэхем заявил, что готов отказаться от оклада, заменив его на процент от прибыли, рассчитанный по скользящей шкале от 20 до 50%.

Он заявил, что готов отказаться от оклада, заменив его на процент от прибыли, рассчитанный по скользящей шкале.

Это привело к роспуску Graham Corporation и открытию Benjamin Graham Joint Account. Капитал в размере \$ 400 000 был вложен самим Грэхемом и несколькими его старыми друзьями. Грэхем стал получать оплату по скользящей шкале. К 1929 г. капитал вырос до £ 2,5 млн, увеличилось и число инвесторов, хотя Грэхем относился к этому вопросу очень скрупулезно и не принимал вклады от людей, с которыми не был знаком лично.

Сотрудничество с Ньюманом

Джером Ньюман был младшим братом одного из друзей Грэхема по школе и колледжу. Он окончил юридический факультет Колумбийского университета. Ньюман присоединился к Грэхему в 1926 г., пообещав работать бесплатно до тех пор, пока не проявит себя. Грэхем согласился: Ньюман тогда показался ему более ценным «приобретением», чем Уоррен Баффетт. Джером вскоре преуспел, и возник союз, просуществовавший вплоть до выхода Грэхема на пенсию. Хотя Джером и Бенджамин не были друзьями (у Грэхема были сотни знакомых, но не было близких друзей), они составили гармоничный рабочий тандем. Ньюман отлично разбирался в практической стороне бизнеса и успешно вел переговоры, а Грэхем был мозгом, генерировавшим новые финансовые теории и стратегии, которые в итоге совершили революцию в мире инвестирования. Со временем Benjamin Graham Joint Account был преобразован в компании Graham-Newman Corporation и Newman & Graham, в которых работали некоторые из лучших инвестиционных аналитиков XX в.

Уолл-стрит

Грэхем пришел на Уолл-стрит в период больших перемен. В своей автобиографии «Записки старейшины Уолл-стрит» (The Memoirs of the Dean of Wall Street) он писал: «Раньше бизнес на Уолл-стрит во многом напоминал джентльменские игры со сложным набором правил»³. Ох уж эти джентльмены! В то время все искали инсайдерскую информацию, не уделяя внимания финан-

³ Graham, B. (1996) The Memoirs of the Dean of Wall Street, p. 205.

совому анализу. Работа с сухими цифрами казалась пустой тратой времени, поскольку считалось, что реальное влияние на цену акций оказывают эмоции и «контакты». Однако в 1920-х гг. эта система начала сдавать позиции, на смену постепенно приходили современные инструменты финансового анализа. Грэхем был пионером этого нового направления.

Его подход заключался в поиске недооцененных акций, которые продавались по цене значительно ниже своей подлинной стоимости. Для этого он учился анализировать базисную стоимость компании. Приложив немало усилий, Грэхем определил основные элементы, анализ которых при консервативном подходе позволял стабильно получать высокие доходы. Руководствуясь этими принципами оценки, можно было покупать недооцененные бумаги и, что не менее важно, избежать приобретения переоцененных бумаг. Период активного развития многих отраслей экономики и повышения цен на рынке как нельзя лучше подходил для Грэхема и практической реализации его новых теорий. Он совершил ряд очень успешных сделок и начал жить на широкую ногу.

Академическая деятельность

В 1927 г. Грэхем задумался о публикации своих теорий. В свет вышла книга «Анализ ценных бумаг» (Security Analysis), которую он написал в соавторстве с Дэвидом Доддом и которая открыла миру понятие стоимостного инвестирования, ставшего базой американской школы фундаментального анализа. Книга увидела свет в 1934 г. и с тех пор постоянно переиздается. Чтобы проверить свои идеи на практике, еще до написания «Анализа ценных бумаг» Грэхем начал вести учебный курс в Калифорнийском университете. Курс оказался успешным и положил начало сорокалетней работе Грэхема в качестве профессора и лектора в различных учебных заведениях, которой он занимался параллельно с управлением фондами. Грэхем обладал энциклопедическими познаниями во многих областях, владел несколькими языками. Кроме инвестирования и преподавания, он еще писал пьесы, одна из которых даже была поставлена на сцене. Он выступал в качестве эксперта на нескольких важных слушаниях в правительстве США, писал стихи. В 1949 г. Бенджамин Грэхем опубликовал книгу «Разумный инвестор». Как и «Анализ ценных бумаг», она стала мировым бестселлером и даже сегодня занимает первые места в различных рейтингах. Рекомендую и вам прочитать ее.

Первые неудачи

В начале 1920-х гг. Грэхем был инвестором, действовавшим по принципу «надежность прежде всего». И все равно признавался в чрезмерной самоуверенности: «Я был убежден, что знаю все или, по крайней мере, все необходимое о том, как делать деньги на акциях и облигациях. Я верил, что Уолл-стрит у меня в руках и будущие возможности так же безграничны, как и мои амбиции... К тому же я был слишком молод, чтобы понять, что заразился тяжелой формой высокомерия»⁴.

В период Великой депрессии 1929–1932 гг. инвестиции Грэхема, до сих пор приносившие только прибыль, потеряли почти 70% стоимости. Это кардинально изменило отношение Грэхема к собственным материальным благам. Он решил, что впредь будет расходовать средства только на то, что реально может себе позволить. Он не желал больше зависеть от показного благополучия и излишней роскоши. В 1928–1929 гг. он много размышлял о допущенных им просчетах и пришел к выводу, что инвесторы превратились в спекулянтов. Фактически их нельзя было больше называть инвесторами. Они искажали идеи инвестиционной стоимости, пренебрегли основными принципами инвестирования, забыли, что при соблюдении принципа «надежность прежде всего» оценка акций требует большой осмотрительности. Оценки, основанные на экстраполяции прибыли, могут оказаться очень ненадежными, необходимо уделять больше внимания материальным активам. Мы подробнее рассмотрим этот принцип ниже.

Грэхем считал делом чести не подвести тех, кто доверил ему свои средства. Чтобы вернуть их вложения, в период Великой депрессии он трудился не покладая рук, отказавшись при этом получать заработную плату. Собрав по крупицам то, что осталось после кризиса (всего \$375 000), в 1933 г. Graham-Newman Corp. получила прибыль в 50%, а затем продолжала показывать рекордные результаты долгосрочного инвестирования на протяжении 20 лет, до 1956 г., когда Грэхем вышел на пенсию. В 1955 г. в ответ на запрос сенатского комитета США Грэхем сообщил, что на протяжении «нескольких лет» его клиенты получали брутто-доходность в 20% годовых и 17% годовых после вычета комиссий Graham-Newman за управление. Такая доходность была примерно в два раза выше рыночной.

⁴ Graham, B. (1996), p. 190.

Создание теории инвестирования

Грэхем опроверг господствовавшее долгое время мнение о том, что инвесторы, не готовые идти на риск, должны смириться с низкой доходностью инвестиций. Он был убежден, что возможно и при низком риске получить высокий доход, но для этого инвестор должен обладать достаточными знаниями основных принципов инвестирования (а не спекуляции), навыками анализа отрасли и компании и интересом к тому, как работают предприятия. Кроме того, инвестор должен накапливать опыт: наука инвестирования – «крепкий орешек», нужно постоянно учиться на своих ошибках. Наконец, инвестор должен контролировать свои эмоции. Анализ стоимости ценных бумаг здесь стоит на первом месте, инвестору нужно научиться противостоять желанию следовать за изменчивыми настроениями общей массы биржевых спекулянтов, избегать как чрезмерного оптимизма, так и излишнего пессимизма.

Как стать разумным инвестором

Понеся серьезные убытки в период Великой депрессии, Грэхем приложил все усилия, чтобы избежать искуса поучаствовать в биржевых спекуляциях. Он положился на теорию финансового анализа, на свой «пытливый, глубокий и критический» склад ума. Грэхем подчеркивал важность комплексного и детального анализов, надежно позволявших получать достаточную доходность. Любые сделки, не удовлетворявшие принятым им критериям, он отвергал как спекулятивные. На рис. 1.1 показаны основные составляющие «инвестиционной сделки» Грэхема.

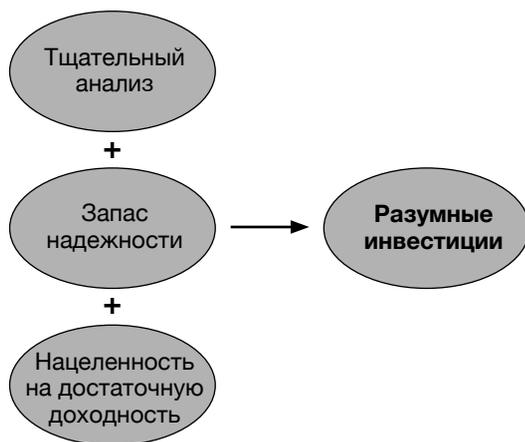


Рис. 1.1. Требования Грэхема к разумной инвестиционной сделке

Здесь важно отметить, что Грэхем имел в виду инвестиционную сделку, а не отдельные ценные бумаги как таковые. Он аргументировал это тем, что покупку отдельной акции можно рассматривать как инвестицию лишь при определенной цене, которая дает достаточный запас надежности между ее стоимостью, полученной в результате анализа, и реальной ценой, по которой акция продается на рынке. Однако та же покупка будет спекулятивной при более высокой продажной цене, в отсутствие достаточного запаса надежности. Кроме того, одни и те же акции могут быть хорошим портфельным вложением, но недостаточно надежными сами по себе. По Грэхему, на первом месте всегда должна стоять надежность.

Грэхем не уточнял значение «достаточной доходности». Он предупреждал, что без детальных сведений о конкретной ценной бумаге, сопоставимых со знаниями владельца бизнеса, не следует ожидать доходности выше обычного уровня. И не советовал инвесторам в попытке превзойти рынок проводить краткосрочные сделки, поскольку был убежден, что быстрого и легкого способа заработать деньги не существует. В одной из своих речей Грэхем предостерегал от излишнего оптимизма и алчности, способных заставить отказаться от разумных инвестиций и начать спекуляции акциями, сулящими быстрое повышение стоимости. Грэхем, с его пессимистическим, на первый взгляд, подходом «надежность прежде всего», стабильно получал доходность выше рыночной. Не нацеливаясь на необоснованные сверхприбыли, но строго следуя принципам разумного инвестирования, он достигал необыкновенно высоких результатов.

Грэхем, с его пессимистическим, на первый взгляд, подходом «надежность прежде всего», стабильно получал доходность выше рыночной.

В последующих четырех разделах мы подробно остановимся на основных идеях Грэхема, способных превратить тех, кто разделяет его подход, в инвесторов, действующих строго на основе стоимости, а не в биржевых спекулянтов. Этот подход базируется на тщательном анализе, запасе надежности, внутренней стоимости и контроле собственных эмоций при колебаниях рынка.

Тщательный анализ

Разумные инвесторы должны уметь проводить анализ бизнеса. Он начинается с изучения финансовой отчетности и понимания финансового положения компании. В теории оценка будущей прибыли компании основана на простом усреднении исторических данных и их экстраполяции на будущее. На практике это непростая задача. Существует множество факторов, которые необходимо принимать во внимание, включая финансовое положение, качество менеджмента, стратегическую позицию, историю выплаты дивидендов, изменения процентных ставок и перспективы бизнеса.

Отчетность компании следует изучать с определенной долей скептицизма и всегда читать примечания, поскольку менеджмент (и услужливые бухгалтеры), как правило, склонны представлять все в розовом свете. Кроме того, Грэхем не доверял экстраполяции. Он говорил, что исторические данные можно анализировать любыми способами, однако на их основе невероятно сложно предсказать будущее (особенно рост прибыли компании), и нет ни одной формулы, которую можно было бы считать достаточно надежной. Грэхем был знаком со множеством оптимистичных прогнозов, обратившихся в ничто в конце 1920-х гг. Поэтому он признавал, что инвестору, безусловно, следует оценивать будущую прибыль, но гораздо больше внимания уделял проверенным историческим данным, нежели цифрам вероятной стоимости компании в будущем.

Проводя анализ компании, Грэхем разделял его на две составляющих — количественную и качественную. Количественный анализ носит линейный статистический характер и основывается на учетных фактах, которые Грэхем классифицировал следующим образом:

- текущая рыночная стоимость компании, определенная инвесторами (количество выпущенных акций, умноженное на их цену);
- прибыль прошлых лет и дивиденды;
- активы и обязательства;
- статистика хозяйственной деятельности, например эффективность управления запасами.

Вся эта информация доступна в открытых источниках, и ее изучение не представляет особой сложности для компетентного аналитика. Интенсивность анализа зависит от обстоятельств. Например, степень детализации и тщательность проработки данных для покупки облигации за \$ 1 000 гораздо ниже, чем для покупки нескольких миллионов акций.

Искусство успешного анализа состоит в способности различать существенные и несущественные данные. Необходимо выработать способность выделять из общей массы данных самое важное. Например, при анализе оценки привлекательности акций предприятия розничной торговли, работающего в условиях стабильного рынка, могут помочь пятилетние данные по выручке и прибыли. Однако для компаний, занимающихся разведкой нефти, пятилетние исторические данные могут оказаться как информативными, так и обманчивыми. Причина заключается в том, что в этом случае основные факторы, влияющие на будущую прибыль, связаны с мировой ценой на нефть и качеством нефтеразведки, из-за которых производительность скважин в будущем может кардинально отличаться от прежней.

Овладеть искусством качественного анализа гораздо сложнее. Грэхем признавал, что качественные факторы очень важны для оценки, но отлично понимал, как сложно получить точную оценку и как легко поддаться необоснованному оптимизму. Все это наглядно продемонстрировали события 1929 г. Данные менее «материальны» и включают в себя вид бизнеса, качество его менеджмента и будущие перспективы. Сам смысл понятия «качественные факторы» легок для понимания, но сбор и интерпретация данных представляют собой сложную задачу. Такие данные не публикуются в корпоративной отчетности, их нужно искать в других источниках. Зачастую оценка может основываться на чьем-то мнении. Грэхем отмечал, что элементы этого анализа «чрезвычайно важны, но грамотно работать с ними очень сложно... Большинство людей имеют вполне определенные представления о том, каким может быть «хороший бизнес», а каким быть не может. Эти мнения основаны частично на финансовых результатах, частично на знании условий конкретной отрасли, частично — на догадках и предпочтениях»⁵.

Возможно, вы замечали, что легко найти хорошее направление бизнеса, но непросто анализировать качественные причины его успеха и еще сложнее предсказывать его будущие показатели на основе качественного анализа. Исторические показатели могут привести к заниженной оценке перспектив. Грэхем находил множество примеров выгодных вложений в бумаги компаний,

⁵ Graham, B. and Dodd, D. (1934) *Security Analysis*, McGraw-Hill, pp. 34–35.

которые считались «плохими», работающими в «плохих секторах» и которых рынок просто избегал. С другой стороны, он знал и компании с отличными результатами, цены на акции которых поднимались до абсурдно высокого уровня из-за чрезмерного интереса инвесторов, ожидавших постоянного роста прибыли. Выводы большинства инвесторов могут оказаться неверными, поскольку аномально благоприятные или, наоборот, неблагоприятные условия не могут сохраняться постоянно. Это относится и к отдельным фирмам, и к целым секторам экономики. Существуют корректирующие силы, которые позволяют многим отстающим компаниям повышать прибыльность и заставляют компании многообещающие разочаровывать рынок. В научном мире эта концепция именуется усредненной инверсией. Она не подразумевает, что слабые компании неизбежно меняются позициями с сильными. Концепция усредненной инверсии просто предполагает, что слабые компании не всегда становятся все хуже и хуже, они могут улучшать показатели, приближаясь к среднему уровню. С другой стороны, акции, некогда считавшиеся «акциями роста», с приходом на рынок конкурентов или замедлением роста из-за развития технологий или других факторов могут сойти с пьедестала. Давайте рассмотрим, почему Грэхем ожидал, что многие из «павших» позже возродятся к жизни.

Для Грэхема самым важным критерием качественного анализа была внутренняя стабильность бизнеса. Он и здесь искал безопасность, а нестабильные условия ведения бизнеса вряд ли могут обеспечить обоснованный запас прочности. В качестве примера Грэхем приводил автомобильную компанию Studebaker и сеть продовольственных магазинов First National Stores. Сеть получала стабильную, растущую, но не спекулятивно высокую прибыль. Прибыль же автомобильной компании, хотя и была выше, имела больший размах колебаний, характерный для циклической отрасли. Грэхем считал сеть магазинов гораздо более надежным объектом вложений из-за внутренней стабильности, позволявшей показывать успешные результаты в будущем и исключавшей политику чрезмерно активного расширения бизнеса. Отсюда можно сделать вывод, что некоторые отрасли характеризуются такой степенью внутренней неопределенности перспектив бизнеса, что их невозможно анализировать с позиций безопасности. Поэтому без исключительных знаний, к примеру, сферы программного обеспечения или интернет-технологий не стоит даже пытаться строить догадки. Здесь существует множество труднопредсказуемых факторов. Придут ли облачные компьютерные технологии на смену ПК? Одержит ли один социальный веб-сайт победу над другим? Сумеет ли Apple продолжить выпуск исключительных по популярности продуктов, которые не смогут скопировать конкуренты? С другой стороны, изменения на рынках безалкогольных напитков или шоколада, вероятнее

всего, окажутся незначительными, а значит, и изменения будущего спроса и конкурентных позиций сегодняшних лидеров можно оценивать с определенной долей уверенности.

Чтобы правильно настроиться на тщательный анализ акций фондового рынка, Грэхем советовал представить себя покупателем доли в частном бизнесе. Или, еще лучше, проводить оценку так, как если бы вы владели всем предприятием. Нужно спросить себя: за сколько продается этот бизнес? Например, при покупке 10% акций частной компании за \$250 000 первое, что можно сделать, — это умножить эту сумму на 10 и оценить обоснованность стоимости всего бизнеса в целом. Хорошая ли это сделка при цене \$2,5 млн? Изучая частный бизнес, вы будете внимательно анализировать предлагаемые активы, адекватность финансовых ресурсов и потенциал получения прибыли. Такой же подход следует применять и к вложениям на фондовом рынке. К сожалению, большая доля инвесторов интересуется другим: должны ли подняться рыночные цены на акции телекоммуникационных компаний? Что говорят последние данные о ВВП, движениях фондового рынка в предстоящие шесть месяцев? Ориентация на бизнес, лежащий в основе акций, позволяет избежать ошибочного внимания только к краткосрочным прогнозам движения цен на акции, на которые зачастую влияют краткосрочные неблагоприятные факторы. Такие временные события мало затрагивают фундаментальную стоимость бизнеса, и все же трейдеры сбивают цену. Это все равно что снижение цены розничной компании с отличным долгосрочным потенциалом, прекрасным расположением в центре города и превосходным менеджментом только из-за того, что результаты следующего квартала снизятся из-за ремонта дороги, ведущей к магазину. Фондовый рынок может среагировать на временные неблагоприятные новости и необоснованно снизить цену акций.

По мнению Грэхема, рынок вовсе не является рациональной машиной, постоянно выполняющей точные расчеты. Цены на нем устанавливаются после «обработки» данных людьми, склонными искажать факты и полагаться на безупречные аргументы из-за погрешностей в собственных знаниях, памяти или эмоций. Поэтому он подчеркивал, что инвесторы должны готовить собственные расчеты стоимости и не следовать за рынком, устанавливающим цены не на основании фактов, а в результате голосования (при покупке и продаже) тысяч своих безупречных участников: «Фондовый рынок — это машина для голосования, а не для взвешивания фактов»⁶. Необходимо занять независимую позицию и опираться в своих решениях на надеж-

⁶ Graham, B. and Dodd, D. (1934), p. 452.

ные аргументы. Критически оценивайте факты о бизнесе. Для этого требуется знание механизмов работы компаний. Необходимы также смелость, готовность действовать, когда большинство будет считать, что вы допускаете ошибку. Баффетт говорил, что инвестирование Грэхема не имело ничего общего с мнениями или веяниями: «Он занимался разумным инвестированием. Я полагаю, что разумное инвестирование может сделать вас очень богатым, если вы не слишком торопитесь, и, что еще лучше, оно никогда не делает вас бедным»⁷.

Однако, несмотря на призыв Грэхема к независимости суждений, не стоит всегда идти наперекор рынку. Рынок не всегда ошибается, часто он оказывается прав. Независимый и критически мыслящий аналитик должен с уважением и вниманием относиться к суждениям рынка, но при необходимости занимать собственную позицию.

Запас надежности

Важная роль, которую Грэхем отводил безопасности инвестирования, стала одним из главных уроков, усвоенных Уорреном Баффеттом. Расчетная стоимость должна намного превышать уплаченную цену. Это позволяет получить достаточную доходность, даже если купленная ценная бумага окажется менее привлекательной, чем это казалось на момент анализа. Запас надежности похож на дополнительную прочность мостов или кораблей, превышающую обычные потребности и достаточную в случае возникновения различных чрезвычайных ситуаций. Грэхем учит нас покупать бумаги, цена которых не просто ниже, но намного ниже расчетной стоимости.

В истории фондового рынка были моменты, когда Грэхем открыто заявлял о недостаточном запасе надежности. Примером может служить период «бычьего» рынка в 1972 г. Тогда Грэхем отмечал, что, хотя оценочная доходность акций превышала ставку дохода по государственным бумагам, разница между ними была недостаточной (при наличии значительной премии в условиях высоких цен на акции) для запаса надежности из-за уязвимости доходов по акциям во время спадов в экономике. По его мнению, эта доходность не оправдывала возможные риски. Мнение Грэхема оказалось пророческим: в 1973–1974 гг. биржи накрыл кризис. В 1972-м, так же как и в 1929 гг., инвесторы пренебрегли надежными нормами стоимости. Они не учли, что необходимо избегать цен, близких к границе перехода хорошей

⁷ Речь Уоррена Баффетта, New York Society of Security Analysis, 6 December 1994.

стоимости в плохую, и совершать сделки только тогда, когда цена находится гораздо ниже этой границы.

Представляется, что спекулянты в процессе торговли склонны устанавливать новые нормы, обычно основанные на текущей цене. Например, если рынок находится в фазе роста, спекулянты корректируют уровень приемлемых цен. Независимо от высоты превалирующей цены она продолжает оставаться мерой стоимости для легкомысленного спекулянта.

Как правило, спекулянты верят, что шансы на их стороне, что они «чувствуют» рынок и поэтому торгуют с запасом надежности. Однако их самоуверенность не подкреплена никакими фактическими аргументами, запас надежности в их действиях отсутствует. В свою очередь, хороший инвестор основывает свой выбор на тщательном анализе и интерпретации фактических статистических данных. Запас надежности такого инвестора является результатом напряженной умственной работы.

Я не могу предложить вам формулу или простое правило для оценки достаточности запаса надежности акций. Такую оценку нужно делать с учетом возможной защиты от убытков при всех обычных или достаточно вероятных условиях или изменениях бизнеса. Помните: нет необходимости нацеливаться на каждую акцию, попадающую в поле вашего зрения. Инвестирование — не бейсбол, вы не выбываете из игры после трех неотбитых бросков. Оно позволяет долго оставаться в игре, пропуская мимо себя большинство мячей, если у них нет достаточного запаса надежности. И только когда вы убеждены, что рынок предлагает что-то значительно дешевле ваших оценок стоимости, можно приступать к активным действиям. Действуйте только тогда, когда выгода очевидна.

Внутренняя стоимость

Грэхем придавал большое значение концепции внутренней стоимости. Он считал ее трудной для понимания, но необходимой для инвестора. Пытаясь дать ей определение, он называл ее стоимостью компании для частного собственника. Это цена, по которой акция должна была бы продаваться при адекватном ценообразовании на нормальном рынке. То есть это цена, подкрепленная фактами — активами, доходами, дивидендами и ясными перспективами бизнеса.

Эту концепцию сложно применять для получения однозначной оценки. Аналитики предпринимали такие попытки. Поначалу они считали, что

внутренняя стоимость аналогична балансовой стоимости после корректировки активов по справедливым ценам. Такой подход имеет серьезные ограничения: балансовая стоимость корпораций обычно не имеет систематической связи с прибылью и стоимостью. Некоторые компании имеют отрицательную балансовую стоимость, но получают большую прибыль. Другие обладают значительными активами, имеют низкий долг, однако рентабельность их низка.

Другим вариантом, сторонником которого был Грэхем, является оценка внутренней стоимости на основе способности компании приносить доход. Здесь также сложно получить однозначный ответ. Анализ прибыли прошлых лет (средние значения, тенденции роста или снижения) может оказаться полезным, но нужно иметь веские основания, чтобы просто экстраполировать эти тенденции на будущее. Во многих случаях обоснованность таких допущений невелика. Но, несмотря на сложности, необходимо сформулировать ожидания будущей прибыли, в которых вы уверены.

Стоимость должна бросаться в глаза.

Грэхем говорил, что не обязательно иметь перед глазами точную цифру, нужно лишь определить, является ли стоимость неподходящей или значительно превышающей рыночную цену. Грэхем, не отличавшийся особой корректностью, сказал бы, что если вы видите на улице человека с избыточным весом, вам не обязательно взвешивать его, чтобы решить, что он толстяк. Так и стоимость должна бросаться в глаза.

Аналитики могут работать с интервалами внутренней стоимости компании, а не с одним-единственным показателем. К примеру, в 1922 г. Грэхем определил внутреннюю стоимость акций Wright Aeronautical в интервале от \$ 20 до \$ 40. Для более рискованных акций Case в 1933 г. интервал был гораздо шире — от \$ 30 до \$ 130. Такие интервалы могут показаться чересчур широкими в сравнении с точными оценками стоимости, которые представляют сегодня брокерские фирмы. Однако эти интервалы лучше отражают реалии инвестирования. Сегодня, как и в 1922 г., невозможно с точностью определить стоимость акций, поскольку она зависит от будущих потоков наличности, получаемых акционерами. На них влияют многие факторы — от новых продуктов до поведения конкурентов. Такие факторы зачастую чрезвычайно изменчивы. Именно поэтому следует искать большой запас надежности.

Покупайте только те акции, цена которых не превышает предполагаемую нижнюю границу внутренней стоимости.

Колебания цен на рынке

Разумные инвесторы, покупающие акции, должны использовать возможности, связанные с колебаниями цен, а не переживать из-за них. Выгодное использование таких колебаний стало одним из трех уроков Бенджамина Грэхема, усвоенных Уорреном Баффеттом. Два других — обращение с акциями как с мелкими частями бизнеса и наличие запаса надежности. Размах колебаний, наблюдаемых на фондовых рынках, не имеет логических оснований, поэтому рынок часто ошибается. Инвесторам следует игнорировать бесчисленные прогнозы прессы и не следовать ее советам. Грэхем не доверял никаким методам прогнозирования движений рынка. Он считал абсурдной саму мысль о том, что прогнозы могут обеспечить долгосрочную доходность: время от времени они могут оказываться верными, но в целом не оправдывают ожиданий. Не стоит тратить время, читая прогнозы о движении рынка или акций в предстоящие месяцы. Видя таких людей на экранах телевизоров или в прессе, помните, что у них нет точных ответов, а зарабатывают они тем, что просто высказывают свое мнение.

Часто успешными считают компании с наибольшими колебаниями цен на акции. К примеру, Microsoft получала внушительные прибыли на протяжении десятилетий, а ее акции при этом дорожали и дешевели на много процентов. Это не означает, что у Microsoft было неопределенное будущее. Просто в определенные моменты фондовый рынок переоценивал ее акции.

Колебания цен можно использовать как преимущество, потому что они дают возможность делать выгодные покупки при резком падении цен и выгодные продажи при их значительном повышении. В остальное время, когда цена акций не находится на уровне, позволяющем купить их с запасом надежности, или на уровне выгодной продажи, лучше всего просто забыть о фондовом рынке и сосредоточить внимание на дивидендах и ежегодных операционных результатах компании.

Презрительное отношение Грэхема к рыночным спекулянтам, а также их маниакально-депрессивное поведение прекрасно описаны в притче о мистере Рынке:

Представьте себе, что у вас есть небольшая доля участия в частном бизнесе, за которую вы заплатили \$ 1000. Один из ваших партнеров, по имени мистер Рынок, очень и очень любезен. Каждый день он сообщает вам, сколько, по его мнению, стоит ваша доля, и предлагает либо выкупить ее, либо продать вам дополнительные доли по такой же цене. Иногда его мнение о стоимости оказывается достоверным и обоснованным известными вам показателями и перспективами бизнеса. Но зачастую мистер Рынок поддается своему энтузиазму или страхам, и тогда предлагаемая им стоимость кажется едва ли не абсурдной. Если вы разумный инвестор или расчетливый бизнесмен, позволите ли вы ежедневным сообщениям мистера Рынка определять ваше мнение о стоимости доли в бизнесе, купленной за \$ 1000? Только если вы согласны с ним или если хотите заключить с ним сделку. Вы с удовольствием продадите ему свою долю, если он предложит неоправданно высокую цену, и с таким же удовольствием купите другие доли, если цена будет слишком низкой. Но в остальное время у вас хватит мудрости придерживаться собственного мнения о стоимости ваших вложений, основанного на полной отчетности компании о хозяйственной деятельности и финансовом положении⁸.

Спекуляция

Многие думают, что ценные бумаги делятся на бумаги, спекулятивные по своей природе (например, деривативы), и бумаги, обладающие внутренними инвестиционными характеристиками (например, облигации). Вторые больше подходят тем, кто держит бумаги долгое время и кого называют инвесторами. Тех же, кто быстро покупает и продает, — спекулянтами. Грэхем был не согласен с таким поверхностным мнением. Важно различие в отношении к самим бумагам. Спекулянт прежде всего думает о том, как угадать движение рынка и заработать на этом. Инвестор же ориентирован на бизнес, лежащий в основе акций, его оценку, покупку акций с запасом надежности, а не на принятие абсурдных рисков ради достижения необоснованной доходности.

Концепция Грэхема основана на грамотном анализе, а не на догадках. Он сетовал, что сектор финансовых услуг поощряет спекуляцию, брокеры и другие «комментаторы» постоянно делают упор на краткосрочные перспективы компаний в свете движения цен на акции, а не на перспективы, связанные

⁸ Graham, B. (1973 and 2003 – new material by Jason Zweig), New York: Harper Business, pp. 204–205.

с сильными сторонами бизнеса, лежащего в основе тех или иных акций. Позвольте спросить, изменилось ли что-нибудь с тех пор? Совместные усилия «профессионалов» финансового рынка и перевозбужденной, плохо информированной массы вкладчиков способны привести в спекулятивное состояние даже сильные и относительно устойчивые акции, если они становятся чересчур популярными. Так было с акциями Microsoft, IBM, General Electric и Intel в различные периоды истории этих компаний.

Неразумная спекуляция и разумная спекуляция

В своей последней работе Грэхем отказался от простого разделения инвестирования и спекуляции и признал, что определенная доля спекуляции присуща любому инвестированию. Оно связано с будущей неопределенностью, а значит, с ошибками и убытками. Тем не менее Грэхем считал, что спекуляция должна быть разумной. Инвестор должен поддерживать спекулятивный фактор в строгих границах. Грэхем характеризовал неразумную спекуляцию следующим образом:

- проведение сделок купли-продажи в отсутствие необходимых знаний и умений;
- торговля бóльшим объемом средств, чем тот, который спекулянт может позволить себе потерять;
- пренебрежение количественными данными;
- ориентация на ожидание доходов от успешной спекуляции, а не на обоснованную оценку своей способности к продуманным действиям.

Разумная спекуляция требует внимания к информации, измеримой путем расчета вероятности. Оценка шансов на успех основана на качественном анализе и тщательном взвешивании фактов. Если вероятность успеха операции высока, то ее проведение разумно. Акции нужно покупать по цене, оставляющей запас надежности ниже интервала стоимости, определенного при проведении оценки. В этом состоит разумная спекуляция.

Спекуляция может оказаться очень интересным и время от времени прибыльным занятием, но отзывы Грэхема о среднестатистических спекулянтах явно отражают его невысокое мнение об их деловых качествах: «Спекулятивная публика неисправима. С финансовой точки зрения она едва может

сосчитать до трех. Она купит что угодно и по какой угодно цене, если почувствует “движение”. Она отдаст предпочтение любой компании, относящейся к франчайзингу, компьютерам, электронике, науке, технологии, или что там у вас есть, если это считается модным»⁹.

Необходимо критически взглянуть на себя, чтобы убедиться, что у вас есть способность к разумной спекуляции. Действительно ли вас интересуют различные сферы бизнеса и механизмы их работы? Есть ли у вас время, чтобы хорошо понять фирму и ее конкурентов? Можете ли вы сдерживать свои эмоции, когда рынок иррационален, чрезмерно оптимистичен или пессимистичен? Очень легко попасть в ловушку и убедить себя, что занимаешься разумной спекуляцией, на самом деле проводя неразумные спекулятивные сделки на основе недостаточного знания или анализа покупаемых ценных бумаг.

Неудачи ожидают даже лучших инвесторов (разумных спекулянтов). Но если открытая позиция приносит не те результаты, на которые вы рассчитывали, всегда помните, что даже при четырех неудачных сделках из десяти вы все равно окажетесь в суперлиге. Не упрекайте себя за неудачные вложения. Если вы подлинно разумный спекулянт, то можете снизить количество ошибок, характерных для этого рода деятельности. Неудачная покупка акций не превратит вас в неразумного спекулянта, если при этом вы опирались на тщательный анализ и обоснованные суждения.

Менеджмент

Грэхем имел очень четкое представление о взаимоотношениях между акционерами и менеджментом. Акционеры должны быть «энергичными» по отношению к менеджерам. Они должны щедро поощрять тех, кто показывает отличные результаты, но требовать ясных и убедительных пояснений, если результаты оказываются хуже, чем планировалось. Они должны поддерживать меры по улучшению качества менеджмента и увольнять явно непродуктивных менеджеров.

⁹ Graham, B. (1973 and 2003 – new material by Jason Zweig), pp. 436–437.

*Акционеры должны быть «энергичными»
по отношению к менеджерам.*

Сегодня стало гораздо сложнее манипулировать данными отчетов, как это описывал Грэхем в своих книгах. Тем не менее множество причин по-прежнему заставляют акционеров быть начеку. Даже слабый менеджмент может оказаться очень изобретательным в стремлении обмануть акционеров и прикрыть свою некомпетентность. Возможны три проблемы. Во-первых, это тривиальный обман. Зачастую его сложно обнаружить, но, поскольку при расчете стоимости нельзя сделать количественный вычет на беспринципность менеджмента, единственное решение — избегать любых ситуаций, где есть подозрения в обмане. Во-вторых, честность в сочетании с некомпетентностью. Акционеры должны быть начеку и не считать, что менеджмент всегда и во всем компетентен. В-третьих, бывают ситуации, когда менеджеры честны и компетентны, но, как и все обычные люди, уязвимы при конфликте интересов. Это самый сложный случай. Принимая многие важные решения, менеджеры оказываются заинтересованными сторонами, поэтому важно сохранять осторожность и не давать им карт-бланш. Обращайте внимание на следующие ситуации, невыгодные для акционеров:

- менеджмент скрывает информацию от акционеров под предлогом того, что ее раскрытие может сыграть на руку конкурентам — таким образом они удерживают тактическую линию обороны от назойливых акционеров;
- менеджмент получает выгоды от расширения бизнеса в виде более высоких зарплат или профессионального статуса;
- менеджмент получает вознаграждение в виде опционов на акции или бонусов, противоречащих интересам акционеров;
- менеджмент продолжает управлять компанией даже в ситуации, когда в интересах акционеров ее следует диверсифицировать или вообще ликвидировать, вернув акционерам их капитал;
- менеджмент контролирует выплаты дивидендов (см. следующий раздел).

Когда частные работодатели нанимают персонал, они ищут людей, которым доверяют. Однако это не означает, что они разрешают этим людям устанавливать собственные оклады или решать, какой капитал следует вложить в бизнес или изъять из него.

Выплаты дивидендов

Грэхем был особенно недоволен компаниями, чей менеджмент не выплачивал дивиденды без достаточных на то оснований. Прибыль следует оставлять и реинвестировать только при наличии обоснованных ожиданий получения достаточной доходности. Часто бывает так, что прибыль, оставленная в компании для расширения бизнеса, оказывается менее выгодной для акционеров в будущем, чем та же прибыль, распределенная в виде дивидендов. Это очень сложный вопрос. Здесь нет простой формулы принятия решений, поскольку менеджмент каждой компании должен действовать в интересах данной конкретной компании. Однако акционеры должны наблюдать за действиями менеджеров и оценивать обоснованность их доводов. Следует помнить, что акционерам нужны менеджеры, понимающие, что корпорация — это творение и собственность акционеров. Руководители высшего звена должны проявлять скромность, признавая, что являются только наемными работниками акционеров. При этом директора выступают в роли доверительных управляющих и по закону обязаны действовать исключительно от имени владельцев бизнеса.

Акционеры

Акционеры должны принимать участие в управлении компаниями, в которые они вкладывают средства, но многие из них этого не делают: «Общеизвестно, что типичный американский акционер — самое послушное и безучастное существо из всех, живущих в неволе. Он исполняет все указания совета директоров и никогда не помышляет о защите своих собственных прав в качестве владельца бизнеса и работодателя менеджеров, которым платит деньги. В результате фактический контроль многих, а возможно, и большинства крупных американских корпораций осуществляется не теми, кто владеет большинством акций, а узким кругом лиц, именуемых “менеджментом”»¹⁰. Здесь нам хотелось бы добавить, что с момента написания этих строк многое изменилось к лучшему. К сожалению, улучшения не столь велики, как хотелось бы: послушных акционеров по-прежнему предостаточно.

Будучи акционером, Грэхем стремился работать на благо всех других акционеров. В конце 1920-х гг. он впервые попробовал воспользоваться своим правом владельца для изменения политики компании. Его фонду принадлежали акции компании Northern Pipeline, цена которых составляла всего \$65 за акцию, а выплачиваемые дивиденды — \$6. Кроме того, денежные средства компании составляли \$95 на акцию, причем эти средства могли быть

¹⁰ Graham, B. and Dodd, D. (1934), pp. 508–509.

почти полностью распределены между акционерам без ущерба для бизнеса. Это сулило стать выгодной сделкой! Проведя разумную покупку акций Northren Pipeline и получив поддержку со стороны большинства акционеров, Грэхем заставил недовольного президента и совет директоров компании распределить средства между акционерами. Это произошло вопреки ожиданиям «зубров» с Уолл-стрит, большинство из которых полагало, что акционеры просто не способны оказать такое влияние на компанию.

Акции роста

По Грэхему, акциями роста являются акции, которые показывали хорошую результативность в прошлом (рост прибыли на акцию) и от которых ожидают таких же успешных результатов в будущем. Термин «акции роста» не следует применять к ценным бумагам компаний, имеющих обычную динамику прибыли или вовсе не имеющих прибыли, но от которых инвесторы в будущем ожидают результативности выше средней. Их следует называть «перспективными компаниями».

Грэхем понимал, что, несмотря на существующие риски, акции роста очень привлекательны для инвестора из-за возможности получить выгоду от сделок с ними. Однако привлекательность обычно повышает и цену самих акций. Она может вырасти непропорционально высоко по сравнению со средним доходом и прибылью, а затем в период экономического спада рухнуть. Грэхем приводил пример IBM. Одно время ее акции были «акциями мечты» и приносили огромный доход. Однако в начале 1960-х гг. они обесценились на 50%, и затем в конце того же десятилетия еще наполовину. Чтобы как можно нагляднее подчеркнуть возможные диспропорции, Грэхем припомнил историю с акциями компании Texas Instruments. За шесть лет их цена выросла с \$5 до \$256 до выплаты дивидендов. Прибыль на акцию поднялась с 40 центов до \$3,91. Как видим, цена акций росла в пять раз быстрее прибыли. Это типичная ситуация для популярных акций. Однако в последующие два года прибыль упала почти на 50%, а цена — на $\frac{4}{5}$, до \$49. Поэтому, следуя советам Грэхема, осторожный инвестор должен держаться в стороне от популярных акций роста. Хотя сам он и признает возможность получения высоких доходов при покупке и продаже нужных акций в подходящий момент, но считает, что для среднестатистического инвестора вероятность получения такого дохода равна шансу вырастить деньги на деревьях.

*Осторожный инвестор должен держаться в стороне
от популярных акций роста.*

Очень сложно определить возможную цену акции, если вложение в нее обещает стремительно растущую прибыль. При этом маловероятно выявление закономерностей роста доходности подобной бумаги. Экстраполяция вероятной будущей прибыли на основе исторического тренда очень неопределенна и во многом зависит от субъективной оценки. Слишком часто аналитики экстраполируют тренды, забывая об учете влияния конкуренции, возможном снижении траектории роста или даже полной стагнации. Большинство акций роста относятся к технологическим компаниям, а любые прогнозы, связанные с научным прогрессом, зависят от качественных факторов.

Грэхем пришел к выводу, что инвестирование в акции роста находилось на донаучной стадии из-за невозможности найти консервативные (с корреляцией в сторону уменьшения) способы экстраполяции будущих доходов. Поэтому рациональный анализ и определение запаса надежности по отношению к ним неприменимы. С другой стороны, стоимость популярных или недооцененных акций можно оценить достаточно точно и проверить, предлагает ли цена продажи защиту от последствий ошибочных расчетов. Те же, кто покупает на основе прогнозов роста, не ищут стоимость в конкретных и наглядных условиях, это делают те, кто покупает, стремясь обеспечить защиту от негативных последствий. Для них отсутствие достаточной стоимости при покупке не компенсируется обещанием радужных перспектив.

Грэхем не исключал, что отдельные аналитики могут быть достаточно умными и прозорливыми, чтобы выявлять успешные акции роста, цена акций которых еще не отражает будущие перспективы. Однако считал это редким случаем и советовал инвесторам не соревноваться с такими одаренными специалистами. Вместо находчивости и прозорливости инвестор должен руководствоваться мудростью. Это означает, что вместо отличного знания будущих условий хозяйственной деятельности компании и качеств ее менеджмента аналитик должен быть просто технически компетентным, опытным и осмотрительным.

Три подхода Грэхема к инвестированию

Грэхем разработал три взаимосвязанных подхода к инвестированию: стоимостное инвестирование по оборотным активам, защищенное стоимостное инвестирование и предпринимательское стоимостное инвестирование. Каждый из них обладает рядом существенных характеристик (см. рис. 1.2). Наиболее важными всегда оставались разумный деловой анализ и оценка покупаемых акций.

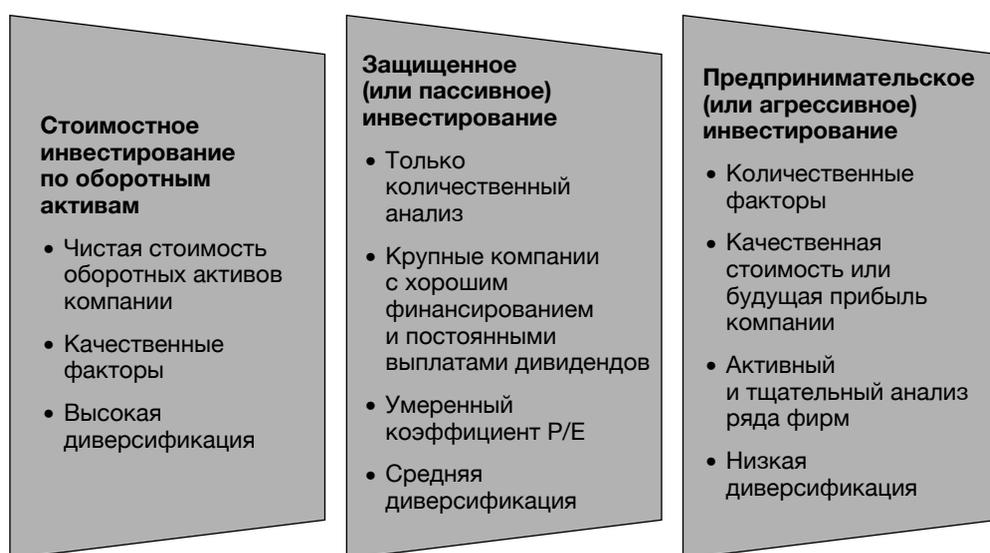


Рис. 1.2. Подходы Грэхема к инвестированию

Стоимостное инвестирование по оборотным активам

Этот вид инвестирования был основой успешных сделок Грэхема в 1930-х и 1940-х гг. Анализируя финансовую отчетность, он обнаружил множество компаний, чьи акции были недооценены в сопоставлении с ликвидными активами на их балансе. Он искал акции, цена которых была меньше чистого оборотного капитала компании, т. е. стоимости оборотных активов за вычетом всех текущих и долгосрочных обязательств. Грэхем учитывал возможные

корректировки рынка, в результате которых акции компаний продавались дешевле стоимости чистого оборотного капитала, но часто находил их неубедительными. В реальности негативные факторы не были столь критичными для финансового положения компании и не могли оправдать такое снижение цен. По крайней мере, это касалось большинства акций в портфеле акти-вов такого типа.

Грэхем учитывал оборотные активы без учета стоимости основных средств, нематериальных активов и гудвилла, вычитал все обязательства и делил остаток на количество акций, получая чистую стоимость оборотных активов (net current asset value, NCAV) на акцию. Если она превышала фактическую цену акций, тогда они оказывались недооцененными и становились серьезными претендентами на покупку. Однако у такого анализа есть еще один этап. Если компания удовлетворяла количественным критериям, проводился анализ ее качественных характеристик, после чего инвестор принимал решение о вложении средств. Когда аналитик находит акции с ценой продажи ниже NCAV, он должен убедиться, что компания приносит стабильную прибыль, имеет хорошие перспективы бизнеса с учетом стратегического позиционирования, а также хорошую команду менеджеров (см. рис. 1.3).



Рис. 1.3. Стоимостное инвестирование по чистым оборотным активам

Какова причина появления таких недооцененных акций? Неужели действительно можно найти компании, настолько недооцененные, что их акции продаются по цене меньше ликвидационной стоимости? Это противоречит логике, но случалось в прошлом и продолжает случаться сегодня. В своей книге «Анализ ценных бумаг» Грэхем приводит многочисленные примеры компаний, попавших в такую ситуацию. В 1930-х, 1940-х и затем в 1970-х гг. Грэхема поражали объемы ликвидных ресурсов в ряде компаний, акции которых продавались по низким ценам. Он обнаружил солидные компании, внеоборотные активы которых, включая землю, здания, патенты и бренды, при учете имели нулевую стоимость. В своей статье в журнале *The Journal of Investing* (зима 2008 г.) Инь Сяо и я показали, что такой подход был применим к акциям британских компаний в период с 1981 по 2005 гг. и что исследования рынков других стран подтверждают наличие недооцененных акций даже в нынешние времена.

Ошибки, приводящие к существенной недооценке акций, возникают, когда:

1. Фондовый рынок принципиально ошибается в своих суждениях о рентабельности компании и ее перспективах на выживание.
2. Менеджмент ошибочно выбирает пути ведения бизнеса, разрушающие стоимость, что постепенно сокращает активы компании.
3. Акционеры составили ошибочное мнение относительно своей собственности и не требуют от менеджмента выправить курс компании.

Создается впечатление, что многие участники рынка акций оставили привычку изучать балансовые отчеты и что все их внимание ориентировано на отчеты о прибылях и убытках. В итоге компании с низкой прибылью или вообще без нее в краткосрочном периоде обесцениваются, их акции сменяют владельцев с уплатой лишь части стоимости, которую можно было получить, продав активы. Подобные аналитики считают, что чистые активы заблокированы, до них нельзя добраться, а значит, и их стоимость нерелевантна. Они полагают, что активы не важны с практической точки зрения, поскольку компания не намерена проводить ликвидацию, и что они будут сокращаться, поскольку менеджмент продолжает принимать неудовлетворительные решения о капиталовложениях. И во многих случаях они оказываются правы, как свидетельствует опыт интернет-компаний за последнее десятилетие.

Почему могут повышаться цены?

Получается, что можно получить выгоду от сделанных ошибок и купить дешевые акции. Но что может заставить акции подняться в цене?

Во времена рыночных кризисов покупатели акций боятся самого худшего: что многие компании, акции которых котируются на бирже, не выживут, растеряют в борьбе за существование ресурсы и погибнут, оставив акционеров ни с чем. Это действительно происходит с десятками компаний. Грэхем признавал это, но считал, что значительная доля отвергнутых компаний восстановят стоимость, поэтому нужно приобретать портфель акций. Он полагал, что пессимизм рынка порождает инвестиционную слепоту: стремясь выйти из игры, акционеры могут сбрасывать не только безнадежные бумаги, но и акции компаний, имеющих хорошие шансы на восстановление.

*Он полагал, что пессимизм рынка порождает
инвестиционную слепоту.*

В 1932 г. Грэхем задал риторический вопрос: «Правда ли, что каждая третья американская компания обречена нести убытки, пока акционерный капитал не снизится до нуля? По всей вероятности, он [фондовый рынок] ошибается, поскольку всегда ошибался в главных суждениях о будущем»¹¹.

Он ожидал восстановления большинства таких компаний по следующим причинам:

- Различные секторы экономики восстанавливаются после кризисов: в переполненной конкурентами отрасли, где предложение превышает спрос, а цены находятся на низком уровне, некоторые компании действительно закрываются; это позволяет выжившим компаниям получить большую долю рынка и более высокую прибыль.
- Политика менеджмента может быть изменена, а сам менеджмент — заменен. Это позволяет компании выбрать более прибыльный путь. Менеджеры многих отстающих компаний могут очнуться и понять, что должны работать лучше, — в конце концов, под угрозой поставлен источник

¹¹ Graham, B. (1932) "Is American Business Worth More Dead than Alive? Inflated Treasuries and Deflated Stocks: Are Corporations Milking Their Owners?", *Forbes*, 1 June.

их дохода. Они могут перейти к более эффективным методам производства, вывести на рынок новые продукты и отказаться от убыточных. Иногда акционеры должны оказать давление и заставить менеджмент принять более эффективную стратегию, ориентированную на доходность акционеров. Для этого они даже могут сменить менеджмент.

- Компании могут быть проданы или перейти к другим владельцам в результате скупки акций, после чего их активы могут использоваться более эффективно. Уплаченная премия поднимет цену акций до приемлемого уровня.
- Менеджмент компании, акции которой продаются по цене ниже ликвидационной стоимости, должен представить акционерам убедительное обоснование целесообразности продолжения бизнеса. Если компания больше ничего не стоит в качестве функционирующего предприятия, в интересах акционеров – провести ее ликвидацию. Если же она стоит больше ликвидационной стоимости, об этом необходимо сообщить рынку.

Стоимость активов

Проводя оценку чистой стоимости оборотных активов, Грэхем не принимал бухгалтерские данные за лицевую стоимость. Он всегда напоминал аналитикам, что при расчете ликвидационной стоимости обязательства можно учитывать без изменений, а стоимость активов всегда оказывается под вопросом. Обязательства следует рассчитывать по лицевой стоимости, а активы – корректировать, как это показано в табл. 1.1.

Таблица 1.1. Корректировки стоимости активов

Вид актива	% ликвидационной стоимости от балансовой стоимости	
	Обычный интервал	Примерное среднее значение
Оборотные активы:		
Денежные средства (включая ценные бумаги по рыночной цене)	100	100
Дебиторская задолженность (за вычетом обычных резервов)	75–90	80
Запасы (наименьшее из себестоимости или рыночной стоимости)	50–75	66 (%)
Основные средства и прочие активы:		
Земля, здания и сооружения, оборудование, неликвидные вложения, нематериальные активы и т. д.	1–50	15 (примерно)

Финансовые показатели

Важнейшее значение для аналитика имеет изучение финансовой отчетности. Приемлемые текущая прибыль, дивиденды, получение значительной прибыли в предыдущие периоды не всегда являются показателем будущей результативности. Тенденции прошлого — это факт, тенденции будущего — лишь допущение. Грэхем признавал, что исторические показатели могут помочь в оценке будущего. Если взять группу из 100 предприятий, средняя прибыль которых за последние 10 лет составила \$ 10 на акцию, и другую группу из 100 предприятий со средней прибылью только в \$ 1, можно с высокой вероятностью ожидать, что в *следующие* 10 лет первая группа получит большую суммарную прибыль, чем вторая. Будущая прибыль далеко не полностью зависит от удачи или конкурентных навыков менеджмента. На нее влияют те же факторы, что и в прошлом, включая размер капитала, находящийся в распоряжении компании, опыт менеджмента (или технологической команды), а также репутацию среди заказчиков и поставщиков.

Способность приносить прибыль является важной вводной при анализе, но ее нужно использовать с осторожностью. Очевидно, что способность приносить прибыль *не* является текущей прибылью. Грэхем говорил, что она выводится из комбинации фактической прибыли, показанной за 5–10 лет, и оценки будущей прибыли. Последняя представляет собой среднюю ожидаемую прибыль за определенный период в будущем. Изучая прошлое и оценивая будущее, необходимо учитывать средние значения прибыли за несколько лет. Это важно, поскольку от года к году экономические условия могут существенно отличаться, что приводит к искаженным оценкам способности приносить прибыль. Базовая прибыль также может искажаться за счет включения (или исключения) долей в аффилированных или контролируемых компаниях или при изменении принципов учета амортизации или резервов на непредвиденные расходы. Аналитику необходимо уметь отличать обычную среднюю прибыль от средней прибыли, включающей единовременные доходы, изменяющие значение показателя.

Другие факторы для учета при анализе финансовых показателей, способные помочь в оценке положения компании, включают данные о производстве и структуре затрат, соответствии мощностей объему заказов, объемы невыполненных заказов, характер активов и структуру обязательств (по срокам уплаты, видам обязательств и т. д.). Стремительная потеря ликвидных активов (например, денежных средств, дебиторской задолженности) — сигнал опасности, особенно при отсутствии признаков замедления этого процесса.

Качественные факторы

Грэхем подчеркивал, что количественные факторы нельзя считать решающими. Они должны подкрепляться качественным анализом бизнеса. Изучая бизнес компании, аналитик может найти информацию о степени снижения прибыли в случае временных спадов активности.

Качественный анализ ориентирован на следующее:

- оценку конкурентной позиции компании в отрасли;
- операционные характеристики компании;
- тип менеджмента;
- перспективы бизнеса компании;
- перспективы отрасли.

Несмотря на заявления Грэхема о важности изучения качественных факторов, он не оставил детальных пояснений, как изучить бизнес и его будущие перспективы. Можно усомниться, действительно ли Грэхем придавал качественным элементам существенное значение. Он не стремился слишком далеко отходить от объективных фактов. Так, при оценке качества менеджмента он часто возвращался к историческим значениям прибыли вместо изучения качественных факторов.

Результатом горьких уроков 1930-х гг. стало его недоверие к суждениям. Он полагался исключительно на факты. Мнение слишком легко может измениться под влиянием сиюминутного увлечения. Нужно признать, что здесь налицо некоторые противоречия в работах Грэхема. Качественные факторы очень важны, однако они неизмеримы, субъективны и потому не могут считаться «фактами». Поэтому аналитик не должен придавать им большого значения, если они не подкреплены измеримыми данными. Другими словами, инвестор не может доверять собственному суждению при оценке самых важных характеристик бизнеса — конкурентных преимуществ и качества менеджмента.

В конце концов, как заметил бы Грэхем, в 1928–1929 гг. инвесторы верили, что могут точно предсказать успешное будущее многих фирм, но вскоре поняли, как заблуждались. Мнение Грэхема можно было бы выразить так: качественные факторы очень важны, но их интерпретация требует большой осторожности, поэтому необходимо возвращаться к количественным фактам.

Качественные факторы очень важны, но их интерпретация требует большой осторожности.

Во избежание слишком большой зависимости от качественной оценки будущих изменений конкурентной позиции фирмы или отрасли, либо операционных характеристик фирмы, он рекомендовал ориентироваться на внутренне стабильные предприятия, относительно простые для понимания, работающие в отраслях, не подверженных стремительным изменениям. Такая зависимость или стабильность может просматриваться в исторических данных о работе фирмы. Однако этого недостаточно, поскольку картину могут кардинально изменить качественные факторы. К примеру, недоверие к менеджменту или ошибки стратегического позиционирования могут привести к отказу от сделки.

Диверсификация и терпение

Инвестирование по NCAV требует от инвестора диверсификации вложений, поскольку некоторые компании со временем закроются, а другие не оправдают ожиданий. В 1930-х и в 1970-х гг. можно было формировать портфели из 100 и более соответствующих компаний. Сегодня на крупном фондовом рынке их может присутствовать одновременно от пяти до 20, поэтому широкая диверсификация при такой стратегии инвестирования зачастую невозможна. Я предлагаю сочетать этот подход с другими, что обеспечит диверсификацию не только внутри стратегий, но и между ними. Иными словами, не вкладывайте все средства в несколько видов акций, которые кажутся недооцененными по NCAV.

Купив акции, инвестор должен сдерживать свое нетерпение, если сразу после приобретения они не показывают хорошей динамики. Могут пройти годы, прежде чем рынок признает фундаментальную стоимость акций, соответствующую NCAV. Продажа из-за того, что ничего не происходит, рискует оказаться очень неудачной: сразу после нее цена может подняться. Исследование, проведенное нами в 2008 г., показало, что в целом такие акции намного опережали рынок на четвертый и пятый год после приобретения.

Итак, если вы нашли компанию, которая

- продается по цене ниже NCAV;
- управляется честными и компетентными менеджерами, которые приложат все усилия, чтобы не допустить сокращения активов;
- показывала стабильную способность приносить высокую прибыль в прошлом, которая с большой вероятностью сохранится в будущем,

значит, вы нашли объект для выгодной сделки без необходимости просчитывать все с точностью до десятых долей процента. Рано или поздно рынок признает ее подлинную стоимость. А пока можете быть спокойны, поскольку при большом запасе надежности шансы потерять основную сумму вложения невелики.

Защищенное инвестирование

После создания концепции стоимостного инвестирования по чистым оборотным активам Грэхем сформулировал два других подхода, основанных на фундаментальных принципах внутренней стоимости и запаса надежности: защищенное (или пассивное) и предпринимательское (или агрессивное) инвестирование. При выборе защищенного инвестирования можно ожидать нормальной или «достаточной» доходности. Вместо исключительно высокой доходности оно ориентировано на безопасность и отсутствие необходимости в постоянном внимании к вложениям. Для защищенного инвестирования можно использовать простой контрольный список, оно не требует частого принятия решений. С другой стороны, предпринимательское инвестирование может принести доходность выше средней тем, кто предприимчив и профессионально подготовлен. Основное различие между этими видами инвестирования состоит в объеме и качестве аналитической работы.



Рис. 1.4. Требования к компаниям портфеля при защищенном инвестировании

Защищенное инвестирование подходит для инвесторов, не имеющих желания или возможности проводить много времени в работе со своим портфелем. Все показатели для необходимого анализа являются количественными, а современные финансовые интернет-ресурсы позволяют легко собрать данные обо всех акциях, имеющих на рынке, и «отфильтровать» те из них, которые не удовлетворяют принятым критериям. Требования к выбору акций при защищенном инвестировании показаны на рис. 1.4. (с. 42).

- Компании должны быть крупными, занимающими существенное место на рынке. Небольшие компании, как правило, подвержены колебаниям выше среднего. Для анализа инвестору стоит выбирать компании из первой трети списка в том или ином секторе рынка.

- Компании должны иметь устойчивое финансовое положение. Ищите компании, оборотные активы которых в два раза больше текущих обязательств, а долгосрочные заимствования меньше чистых оборотных активов.
- Компания должна непрерывно выплачивать дивиденды в течение последних 20 лет.
- Цена акции не должна значительно превышать балансовую стоимость чистых активов. Грэхем использовал коэффициент 1,5 от стоимости согласно последней отчетности.
- Компании должны получать прибыль в каждом из предшествующих десятилетий, с приростом прибыли на акцию не менее одной трети в сравнении с предшествующим десятилетием.
- Грэхем считал, что необходима умеренная, но не слишком широкая диверсификация, и рекомендовал для оптимального портфеля от 10 до 30 видов различных акций.
- Коэффициент «цена–прибыль» должен быть умеренным. В одних работах Грэхем указывал его значение как 15 к средней прибыли последних трех лет, в других – как 25 к средней прибыли за 7 лет, 20 к прибыли за один год.

Эти требования являются очень жесткими. Грэхем понимал, что найдется немного компаний, удовлетворяющих всем критериям, но намеренно стремился отсеять те из них, которые: (1) были слишком малы, чтобы оставаться стабильными; (2) имели относительно слабое финансовое положение; (3) показывали нестабильную прибыль; (4) нерегулярно выплачивали дивиденды. Грэхем понимал, что его правила исключали практически все акции роста, но считал такой шаг вполне обоснованным, поскольку инвестиции в акции роста с большей долей вероятности могли оказаться рисковыми.

Я писал, что акции на бирже можно «профильтровать» и найти среди них те немногие, которые удовлетворяют всем критериям защищенного стоимостного инвестирования. Однако когда исследователи попробовали сделать это, они обнаружили, что всем вышеприведенным требованиям могут удовлетворять очень мало видов акций. Поэтому в нескольких работах, посвященных защищенному стоимостному инвестированию, авторы отказались от ряда требований, оставив три-четыре, которые посчитали «самыми важными». В результате у нас сегодня нет однозначных результатов тестирования

эффективности этого подхода. Но даже несмотря на это, логично предположить, что в случае выявления акций, удовлетворяющих всем этим критериям, можно сформировать достаточно доходный портфель. Однако возможности его диверсификации ограничены, поэтому диверсифицировать следует инвестиции в других направлениях, например вложив в «защищенный» портфель при наличии в нем лишь нескольких подходящих видов акций две трети или половину средств.

Предпринимательское или агрессивное инвестирование

Для предпринимательского инвестирования Грэхем предлагает такие же критерии, как и для защищенного инвестирования (см. рис. 1.5), но с более широкими границами и сменой приоритетов. Например, если компания не получила прибыли три года назад, но удовлетворяет всем остальным требованиям, ее акции могут рассматриваться как вариант покупки. Грэхем снимает жесткие требования к размеру компаний, поскольку при покупке группы небольших компаний можно обеспечить достаточную безопасность.



Рис. 1.5. Предпринимательское инвестирование по Грэхему

Кроме информированных суждений о важности основных статистических данных, от аналитика требуется оценка вероятной средней прибыли на несколько лет *вперед*. Оценку будущей способности приносить прибыль можно провести на основе данных об объемах реализации, ценах и операционной прибыли, сделав допущения на перспективы роста. При этом повышается необходимость в качественном анализе, требуются знания стратегической позиции фирм, суждения о качестве и добросовестности менеджеров. Очевидно, что предпринимательское инвестирование требует больших усилий и аналитической работы, чем защищенное инвестирование. Здесь необходимы глубокие знания, поэтому целесообразно сосредоточить усилия на тех компаниях или отраслях, которые вам хорошо известны или интересны. Это обеспечит конкурентные аналитические преимущества и даст возможность получить сведения, которых не окажется у многих других.

Проведение интенсивного анализа делает целесообразной низкую диверсификацию. Сосредоточьте усилия на акциях нескольких компаний (не более 10), будущее которых вы представляете себе лучше всего. Лучше сконцентрироваться на тех, о возможной высокой рентабельности которых вы *знаете*, а не размывать свои усилия ради диверсификации. Наградой за поиск и использование специальных знаний станет доходность, превышающая показатели защищенного инвестирования.

Грэхем подчеркивал, что такой подход не позволяет покупателю акций слишком сильно отдаляться от инвестирования и приближаться к спекуляции. Покупать можно только те акции, которые очевидно не являются переоцененными при консервативном анализе и отвечают объективным и рациональным тестам внутренней надежности.

Однако он предостерегал тех, кто занимается предпринимательским инвестированием, не имея для этого необходимых навыков или времени. Не пытайтесь следовать этой стратегии, если планируете тратить на работу с акциями *немного* усилий, знаний и умений. Если заниматься предпринимательским инвестированием вполсилы, то вместо получения результатов чуть выше среднего легко понести убытки.

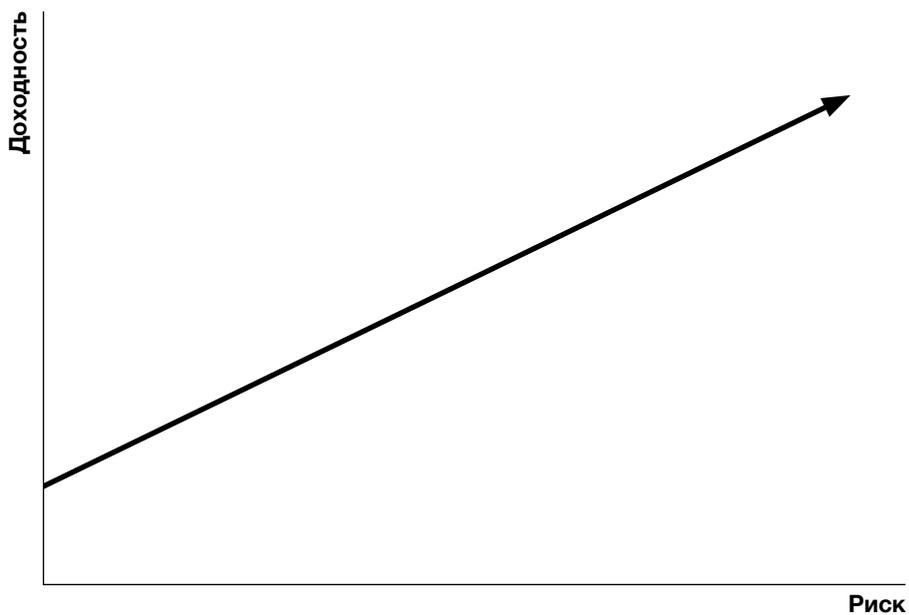
Не пытайтесь следовать этой стратегии, если планируете тратить на работу с акциями немного дополнительных усилий, знаний и умений.

Многим кажется, что любой желающий может получить среднюю рыночную доходность, просто создав широкий репрезентативный портфель, — и тогда даже небольшие дополнительные усилия позволят ему относительно легко обойти рынок. Но опытные инвесторы расскажут вам, как много светлых голов пытались пойти по этому пути и потерпели неудачу.

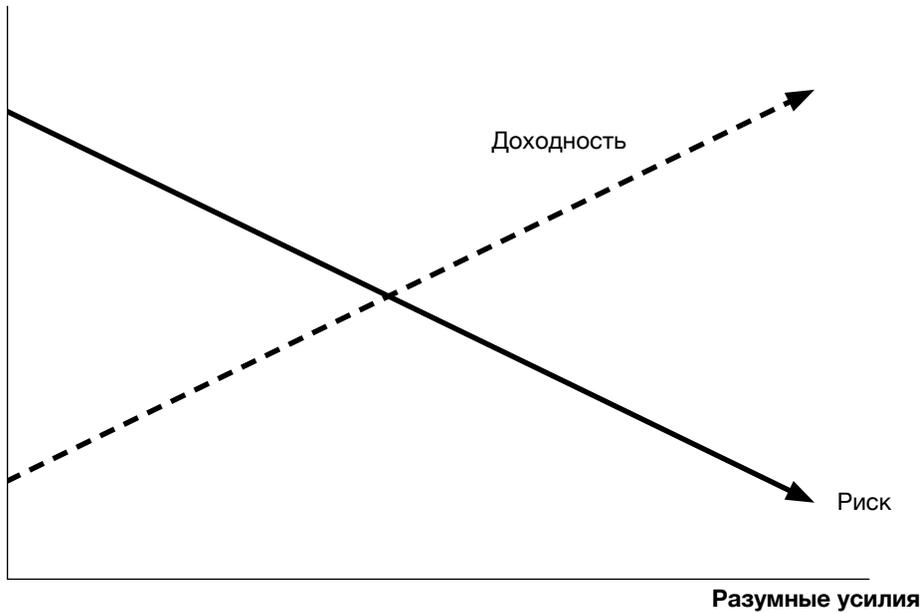
Вопреки ожиданиям, предпринимательское инвестирование Грэхема не предполагает принятие более высоких рисков, чем защищенное инвестирование, с тем, однако, условием, что инвестор умеет проводить грамотный качественный анализ и готов потратить на оценку немало времени. Чем больше умственных усилий потрачено на анализ, тем меньше риск понести убытки и выше доходность инвестиций (см. рис. 1.6).

Не следует заниматься предпринимательским инвестированием просто ради возможности повысить доходность, если вы не обладаете достаточными компетенциями, целеустремленностью и мудростью. Усилия, необходимые для успеха таких инвестиций, заставляют смотреть на них как на предпринимательство, а не хобби. Многие из тех, кто вкладывает средства в акции, способны уделить выбору подходящих компаний небольшую часть своих времени и сил. Им целесообразнее заниматься защищенным или стоимостным инвестированием по оборотным активам, нацелившись на получение достаточной доходности, характерной именно для этих стратегий. Компромиссы, скорее всего, принесут разочарования, а не успех. В своих рекомендациях тем, кто планирует заниматься предпринимательским инвестированием, Грэхем неизменно подчеркивал, что оно требует времени и усилий. Без этого невозможно обеспечить разумное вложение средств с приемлемым запасом надежности.

Акции, подходящие для предпринимательского стоимостного инвестирования, есть в различных сегментах фондового рынка. Надежным объектом инвестирования могут оказаться непопулярные, но крупные компании. У них достаточно ресурсов, чтобы пережить плохие времена и быстро среагировать на улучшение ситуации. Модные тенденции рынка привлекают внимание его участников к фаворитам, оставляя другие акции в тени. Отсутствие интереса может объясняться недавними негативными новостями временного характера: рынок часто принимает мышь за гору, а временные неприятности — за крупные неудачи. Второстепенные компании также могут принести хорошую доходность, если покупать их акции в момент, когда они дешевет из-за пренебрежения рынка, несмотря на хорошие показатели, продемонстрированные ими в прошлом, и вполне оптимистичные перспективы. Циклические компании тоже могут оказаться привлекательными, например когда



(а) Традиционное представление о риске и доходности



(б) Риск и доходность по Грэхему

Рис. 1.6. Риск и доходность

краткосрочные перспективы неблагоприятны, прибыль ближайших периодов падает, а цена акций в ответ на негативные факторы корректируется больше, чем необходимо. Покупка акций непопулярных крупных, недооцененных второстепенных или циклических компаний представляет три ярко выраженные категории инвестиционных стратегий. Каждая из них требует особых знаний и темперамента. Предпочтительнее выбрать определенную специализацию и развивать соответствующие знания и умения, не расплывая интеллект и эмоции по всем направлениям.

Время продавать

Сам Грэхем обычно держал акции подолгу, в течение нескольких лет, если у него были основания ожидать хорошего дохода и повышения стоимости. Но он и продавал их, если: (1) ухудшалось качество компании или (2) цена акций поднималась до уровня, явно не обоснованного существующей стоимостью.

Он советовал не паниковать и не волноваться понапрасну при снижении рынка из-за ошибочных суждений спекулянтов. Настоящий инвестор ориентируется на внутреннюю стоимость и не продает акции при смене настроений рынка. Обычно Грэхем был против попыток предсказывать колебания рынка, но отмечал, что в экстремальных ситуациях, когда рыночные цены очень высоки, лучше хранить большую часть средств в банкнотах или государственных облигациях. Такие ситуации на фондовом рынке случаются редко и сопровождаются высоким риском совершения ошибок.

Проблемы, связанные с применением концепций Грэхема

Излишнее упрощение

Применение инвестиционного подхода Грэхема и его последователей сопряжено с несколькими серьезными проблемами. Первая из них связана с неполным пониманием рекомендаций Грэхема или с чрезмерным упрощением его методики. Например, с исключением качественных факторов при стоимостном инвестировании по оборотным активам.

Работа с данными

В научных кругах есть несколько ироничных высказываний, описывающих процесс анализа исторических данных и поиска зависимостей. Одно из них гласит: «Пытайте данные, пока они не признаются». При этом «исследователь» использует десятки формул, пока не найдет ту, при которой получится нужный ему результат. Другое высказывание: «Добыча из массива данных чего-то полезного». Смысл его заключается в следующем: наличие статистической зависимости в имеющихся исторических данных не означает, что эта зависимость может служить надежной опорой для принятия решений. Это может оказаться простым совпадением, либо зависимость могла работать в прошлом, но теперь ее больше не существует, поскольку покупатели ценных бумаг уже среагировали на новую информацию и она учтена в цене акций. Даже защищенное стоимостное инвестирование, базирующееся на количественном подходе, предполагает многочисленные проверки акций по различным критериям до принятия окончательного решения об их покупке. Грэхем говорит, что такой простой подход, не учитывающий качественные факторы (например, качество менеджмента, конкурентную позицию отрасли, компании и т. д.) принесет лишь приемлемые результаты, а не сверхдоходность, на которую рассчитывают инвесторы, применяющие простые критерии.

Все «стоимостные фонды» на Уолл-стрит и по всему миру, использующие абсурдно простые критерии, так же далеки от истинных идей Грэхема, как те, кто следует последней моде на акции высокотехнологичных компаний.

Тяжелый труд

Даже если отказаться от чрезмерного упрощения принципов Грэхема, на пути к инвестиционной доходности, превышающей рыночную, стоят и другие проблемы. Во-первых, ее достижение предполагает тяжелый труд. Решающее значение имеет получение качественных данных, но никто не поднесет их инвестору на блюдечке. Требуется и отличное знание бухгалтерского учета, чтобы суметь разглядеть то, что пытались «скорректировать» изобретательные бухгалтеры. Аналитик должен обладать опытом и навыками, которые позволят найти информацию, там, где ее умышленно пытаются скрыть. Понимание важнейших факторов, таких как экономическая конъюнктура, корпоративная стратегия и поведение менеджеров, также играет решающую роль в подходах Грэхема. Эти области требуют немалых знаний, которые к тому же следует постоянно совершенствовать.

Темперамент

Необходимо обладать определенными личностными характеристиками: сильным характером, чтобы не поддаваться искушению следовать за всеми, когда на рынке царит паника или чрезмерный оптимизм; силой духа и мужеством, позволяющим удержаться от резких действий в ситуациях, когда все вокруг получают доход, а вам нужно ждать своего часа. Грэхем считал, что инвестор зачастую враг самому себе. Ум — не главный залог успеха. Есть немало людей, которые обладают заурядными способностями и тем не менее обыгрывают рынок, поскольку их темперамент отлично подходит для процесса инвестирования. Глубокие знания финансов, учета и механизмов фондового рынка уступают по значимости способности контролировать эмоции.

Надежда на «идеальный» вариант

Методы стоимостного инвестирования по оборотным активам и защищенного стоимостного инвестирования носят достаточно ограниченный характер из-за небольшого количества на рынке акций, полностью удовлетворяющих требуемым критериям. Поэтому их нельзя считать единственно возможными подходами для формирования инвестиционного портфеля. Если руководствоваться только их критериями, можно прийти к выводу, что для покупки подходят лишь немногие акции, а при высоких рыночных ценах их и вовсе нет. «Мне кажется, что последний раз этот подход Бена мог сработать в 1973 или 1974 гг. Тогда это можно было сделать очень легко»¹². Критика, высказанная Уорреном Баффеттом, кажется несколько преувеличенной. Рынок редко поднимается так высоко, что невозможно вложить средства, используя хотя бы один из подходов Грэхема. Однако для формирования портфеля может потребоваться сочетание тех или иных идей Грэхема с другими инвестиционными подходами (или работа над развитием навыков, выделение большего количества времени на предпринимательское стоимостное инвестирование).

Взгляд «за горизонт»

Стоимостное инвестирование может оказаться опасным для «близоруких» трейдеров. Сильнейшие сигналы о покупке появляются в период рыночной (и, как правило, экономической) рецессии, например, как это было в 2002 и 2008 гг. Это времена высокой волатильности, когда будущее едва видится

¹² Lenzner, R. (1993) 'Warren Buffet's Idea of Heaven: I Don't Have to Work with People I Don't Like', *Forbes* 400, 18 October.

сквозь туман пугающих краткосрочных новостей. Уверенность в покупке при стоимостном инвестировании основана на двух допущениях:

- рыночная цена может не соответствовать внутренней стоимости;
- это несоответствие со временем будет скорректировано.

Второе допущение предполагает «течение времени», однако инвестор с краткосрочным горизонтом результативности может быть разочарован. Пренебрежение и предубеждение способны привести к тому, что акции слишком долго будут недооцененными. Когда же цена отразит первоначально рассчитанную стоимость, может оказаться, что условия работы фирмы, а также основные факты и доводы, лежащие в основе принятого решения, изменились, а с ними изменилась и внутренняя стоимость.

«Сигарные окурки»

Сигарного окурка может хватить на последнюю затяжку, *а может и не хватить*. Уоррен Баффетт отказался от стоимостного инвестирования по оборотным активам, потому что:

...во-первых, первоначальная «выгодная» цена вполне может оказаться не столь уж и выгодной. В сложном бизнесе после решения одной проблемы обычно тут же появляется следующая, беда не приходит одна. Во-вторых, любое изначально полученное преимущество быстро сойдет на нет из-за низкой доходности бизнеса. Например, если вы покупаете за \$8 млн компанию, которую можно продать или ликвидировать за \$10 млн, и быстро делаете это, вы получаете высокий доход. Но инвестиция принесет разочарование, если продать компанию за \$10 млн через 10 лет, ежегодно получая и распределяя в промежутке лишь небольшой процент на текущие расходы. Время — друг отличного бизнеса, но враг посредственного¹³.

Говоря об акциях, настолько дешевых, что можно ожидать положительного изменения их курса, позволяющего продать их с прибылью, Баффетт называет их «сигарными окурками». Баффетт несколько лет следовал философии стоимостного инвестирования Грэхема. Его холдинговая компания Berkshire Hathaway и сама была «сигарным окурком». Она вложила средства

¹³ Buffett, W. E. (1989) Letter to shareholders included with the 1989 Annual Report of Berkshire Hathaway Inc. www.berkshirehathaway.com.

в неперспективное текстильное производство в США, акции которого были дешевы в сравнении с активами, но показатели работы удручающими, и Баффетт понес на этом бизнесе большие убытки. Он также купил со значительной скидкой от балансовой стоимости сеть универсальных магазинов Noshchild Kohn, расположенных в Балтиморе, а через три года продал ее по цене, примерно равной цене покупки. Он прокомментировал это так:

Гораздо лучше купить отличную компанию по справедливой цене, чем хорошую компанию по отличной цене... Когда менеджмент с отличной репутацией берется за компанию с плохой экономической репутацией, неизменной остается лишь репутация компании¹⁴.

Справедливости ради отметим, что концепция Грэхема о стоимостном инвестировании по оборотным активам *требует* анализа основных количественных характеристик бизнеса, включая оценку экономических показателей отрасли, показателей компании и ее стратегической позиции. Но при этом необходимо и уметь делать расчет способности этой компании приносить прибыль. Почему Грэхем придавал такое значение количественному анализу? Чтобы исключить качественный анализ, как, по-видимому, считал Баффетт? Сегодня нам сложно об этом судить. Уоррен Баффетт лично знал Грэхема, учился у него. Он говорил: «Бен обычно смотрел только на статистику»¹⁵. Однако, читая работы Грэхема, я вижу, что качественные факторы играют решающее значение для двух его концепций – инвестирования по оборотным активам и предпринимательского стоимостного инвестирования. Очевидно, что исходя из триединой концепции Грэхема многие компании будут отсеяны уже после первой проверки из-за недостаточных чистых активов. Это означает, что длинный список потенциально подходящих компаний с небольшими материальными и значительными нематериальными активами будет исключен из дальнейшего анализа. Такие корпорации, как Disney, Coca-Cola и Washington Post (по Баффетту, отличные объекты инвестиций) не прошли бы первый этап отбора по Грэхему.

Заключение

В отличие от своих многочисленных последователей, ставших миллиардерами, Грэхем не сделал большого состояния на инвестировании. После его смерти в 1976 г. его имущество оценили в \$3 млн. По сравнению с другими успешными инвесторами это мизерная сумма. Для Грэхема инвестирование

¹⁴ Buffett, W.E. (1989).

¹⁵ Bianco, A. (1985) "Why Warren Buffett is Breaking His Own Rules", *Business Week*, 15 April.

не было просто накоплением богатства *per se*¹⁶. Его привлекала интеллектуальная составляющая самого процесса — проблема выбора компаний, чьи акции поднимутся в цене и с течением времени принесут прибыль.

Он оставил после себя теории стоимостного инвестирования и анализа ценных бумаг — самые важные инструменты в руках и профессионалов, и инвесторов-любителей. Он показал, как можно вкладывать ограниченные средства с минимальными усилиями, но отмечал при этом, что взамен нужно ожидать лишь «достаточную» доходность. Грэхем подчеркивал, что для получения доходности выше рыночной необходимо много работать и много думать. Не следует обманывать себя, полагая, что легко войти в категорию тех, кто может обогнать рынок. Предпринимательское инвестирование имеет свою цену.

Пока на этой планете существуют серьезные инвесторы, для них важны следующие основные постулаты, сформулированные Бенджамином Грэхемом:

- запас надежности;
- независимость суждений — анализ, основанный на разумных аргументах;
- осознание различий между спекуляцией и инвестированием;
- отношение к акциям как к долям в бизнесе, анализ бизнеса, а не ценных бумаг;
- внутренняя стоимость;
- мистер Рынок: используйте с выгодой колебания рынка; он — машина для голосования, а не весы;
- инвестирование по чистым оборотным активам;
- защищенное инвестирование;
- предпринимательское инвестирование.

¹⁶ *Per se* (лат.) — как таковой, сам по себе. — *Прим. ред.*