

★ МИРОВОЙ БЕСТСЕЛЛЕР ★

МАЛЕНЬКАЯ КНИГА
победителя

РЫНКА АКЦИЙ



рекомендовано



ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ

THAT BEATS THE MARKET

JOEL GREENBLATT

FOREWORD BY ANDREW TOBIAS



WILEY

John Wiley & Sons, Inc.

ГРИНБЛАТТ ДЖОЭЛ

победителя

РЫНКА АКЦИЙ

Перевод с английского С. Б. Ильина

*Под общей редакцией В. А. Покудова, к. ф.-м. н., директора
консультационной компании «Сигма-С»*



Москва
Санкт-Петербург
2007

УДК 336.763.2

ББК 65.264.132-31

Г85

Все права защищены. Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав.

Translation rights arranged by Sandra Dijkstra Literary Agency.

Права на перевод получены при содействии Sandra Dijkstra Literary Agency.

Гринблатт, Джоэл.

Г85

Маленькая книга победителя рынка акций / Джоэл Гринблатт ; под общ. ред. Покудова А. В.; пер. с англ. Ильина С. Б. — Москва: **Вершина**, 2007. — 160 с.: ил. — ISBN 5-9626-0287-0.

ISBN 0-471-73306-7 (англ.)

Агентство СІР РГБ

Вы готовы потратить два часа на то, чтобы узнать, как справиться с рынком?

Как ни трудно в это поверить, профессор Джоэл Гринблатт, инвестиционная фирма которого уже 20 лет приносит в среднем по 40 % ежегодной прибыли, готов вас этому научить. Вы сможете добиться результатов, от которых даже у лучших профессионалов и ученых в области инвестиций полезут глаза на лоб. Самостоятельно и без особого риска вы узнаете, как получать ежегодную прибыль вдвое выше среднерыночной.

Нет необходимости составлять прогнозы. Следуйте шаг за шагом за волшебной формулой, которая использует только здравый смысл да две простые концепции. Она была проверена на сотнях различных периодов и тысячах подборов акций и доказала свою крайнюю прибыльность для тех, кто готов «за нее держаться». Автор проводит вас по пути инвестиционного успеха, объясняя, почему его подход будет работать и дальше — даже после того, как о нем узнают все.

УДК 336.763.2

ББК 65 264.132-31

ISBN 0-471-73306-7 (англ.) © 2006 by Joel Greenblatt

ISBN 5-9626-0287-0

© Перевод на русский язык,

оформление. ООО «Вершина», 2006

Оглавление

Отзыв.....	6
Предисловие научного редактора.....	8
Благодарности.....	13
Предисловие.....	15
Введение.....	17
Глава 1.....	19
Глава 2.....	25
Глава 3.....	32
Глава 4.....	41
Глава 5.....	51
Глава 6.....	60
Глава 7.....	69
Глава 8.....	77
Глава 9.....	85
Глава 10.....	95
Глава И.....	106
Глава 12.....	115
Глава 13.....	125
Пошаговые инструкции.....	134
Приложение.....	140
Об авторе.....	159

Отзыв

Существует широкий класс людей, которые хотят зарабатывать на фондовом рынке, но не имеют возможности уделять много времени самому процессу инвестирования. Именно им адресована эта книга.

Для прогнозирования долгосрочной динамики цены акции обычно применяется фундаментальный анализ. Но фундаментальный анализ, как отрасль знаний, очень сложен, практически недоступен для применения частным инвестором. Главная трудность — в очень большом количестве экономических параметров и их сложных многосторонних и перекрестных связях. Поэтому для практического применения необходимо сделать некоторые упрощения, которые облегчают принятие инвестиционных решений. Именно такие упрощения и предлагает автор.

Его идея проста и красива — те компании, которые хорошо показали себя в недавнем прошлом, скорее всего будут привлекательны и в ближайшем будущем. Именно их акции стоит приобретать для инвестиций. Автор предлагает и систему отбора таких компаний, основанную на анализе их экономических показателей.

Достоинство системы — простота и конкретность. Любой человек, знающий азы экономики, в состоянии понять идеи «Маленькой книги» и применить их на практике. Система будет особенно полезна инвесторам, которые при принятии инвестиционных решений ориентируются на экономические показатели компании и инвестируют на срок около года.

Однако сложность применения описанной системы на практике заключается в том, что в России экономическая отчетность не всегда соответствует действительному положению дел. Инвестирование на российском фондовом рынке лучше применять с некоторой осторожностью. Система будет работать тем лучше, чем прозрачнее и достовернее отчетность компании.

*Хестанов Сергей, исполнительный директор
Управляющей компании «Финам Менеджмент»*

Предисловие научного редактора

Споры о том, можно ли создать Механизированную торговую систему (МТС)¹, продолжаются уже лет пятьдесят. С появлением персональных компьютеров они обострились и перешли из области теоретизирования в область чисто практическую — тысячи, а может быть и десятки тысяч человек по всему миру, играющие на различных рынках, пытаются создать каждый своего «робота» — программу, которая будучи раз запущена, бесконечно крутилась бы в электронных мозгах, анализировала вновь приходящие данные, покупала бы, продавала, обогащая своего создателя. Главное требование к такой программе — в итоге должна получаться прибыль. Неважно сколько — три процента, тридцать или триста. Пусть даже три десятитысячных процента. Запустив ее на десяти тысячах компьютеров, своего все равно добьемся. Про эту программу известно практически все — какая у нее должна быть архитектура, какие особенности, какие правила она безусловно должна использовать, а какие — при определенных ограничениях. Короче говоря, известно

¹ МТС — Механизированная торговая система — набор правил, позволяющий принимать решение о покупке/продаже на финансовых или товарных рынках без участия человека на всех без исключения этапах работы. Если успешная МТС была бы создана и реализована в качестве, например, компьютерной программы, то можно было бы, просто запустив ее, постоянно богатеть, ничего не делая.

все, а вот прибыли нет как нет... Современные взгляды на причины неудач при попытках построения МТС можно свести, в основном, к двум идеям.

Идея первая. Рынок — это система с бесконечным числом степеней свободы, и смоделировать ее имеющимися у нас средствами можно только очень грубо. Создав какую-то МТС на основе существующих на этот момент наблюдений, мы, конечно, будем иметь некоторое приближение к реальной ситуации, но чем дальше по времени, тем хуже будет точность воспроизведения, а в перспективе модель и рынок будут жить совершенно независимо друг от друга, не принося, понятное дело, создателю ни гроша. Самая лучшая иллюстрация здесь — прогноз погоды. На два дня — очень точный, на пять — туда-сюда, а на десять — невозможен, в том смысле, что абсолютно бесполезен.

Идея вторая. Даже если кому-то удастся создать успешную МТС, удержать ее в тайне не удастся. А коль скоро все на рынке начнут ее использовать, все начнут зарабатывать, рынок начнет сопротивляться, закономерности, действующие на рынке, изменятся, правила, заложенные в систему, начнут давать сбои, и прости-прощай нехлопотное и безбедное житье.

Вот таких взглядов на сегодняшний день придерживаются эксперты. Но здесь, как и в ситуации с вечным двигателем, всегда находятся неуспокаивающиеся труженики, которые верят, что могут ниспровергнуть незыблемые истины с пьедестала.

Книга, которую вы держите в руках, — попытка одного из таких ниспровержений, и, надо заметить, попытка очень интересная. В книге описан простой и действенный алгоритм построения МТС и, несмотря на малый объем

работы, даны ответы на практически все сопутствующие вопросы оппонентов.

В качестве заложенных в систему правил, дающих сигнал на покупку, используется так называемая *волшебная формула*. Надо заметить, что предлагаемая в книге МТС будет всегда находить наиболее доходные акции из эшелона «сразу за голубыми фишками», то есть бумаги доходных компаний (это гарантировано *формулой*), но не однодневков (на это рассчитываем выбирая компании из 3500 крупнейших в мире по объему активов корпораций). Многие эксперты скажут вам, портфель, составленный именно из таких бумаг — извечная мечта инвестора.

Возражения против существования успешной МТС, изложенные в первой идее, автором снимаются просто — предлагаемая система постоянно работает в режиме адаптации, то есть ни одна ценная бумага не находится в портфеле более одного года. При любых результатах приобретенный год назад пакет акций компании продается, *волшебная формула* гарантирует, что в среднем после продажи будет получена прибыль, на вырученные средства покупаем новые акции, рекомендуемые *формулой* в текущий момент времени. Благодаря описанной процедуре есть основания полагать, что система «не устареет».

Возражения, изложенные во второй идее, снимаются не так легко, но тоже очень изящно. Поскольку предлагаемая система ориентирована на получение серьезных прибылей в среднесрочной перспективе, то есть за период никак не менее 3—5 лет, автор полагает, что наличие большого числа спекулятивно настроенных участников рынка гарантирует систему от широкого распространения и, соответственно, от всех описанных во второй идее проблем.

«Маленькая книга...» интересна тем, что она представляет собой до предела сжатое, суммированное, более того — выраженное формулой, описание опыта успешной работы на рынке.

Невольно на ум приходит следующая аналогия. Если сравнить процесс работы на фондовой бирже с трудом золотодобытчика, то брокеры XIX и начала XX века — это люди, бредущие вдоль ручья в поисках случайного самородка, люди поколения 70—80-х годов — старатели — вооруженные лотками, тщательно промывающие песок и редко упускающие крупинки металла. Те же, кто прочитает «Маленькую книгу...» и применит ее идеи на практике — это, скорее всего, управляющие дорогой операторы. Только представьте — ползет по дну ручья такая машина, загребает весь грунт на 6 метров в ширину и на 2 в глубину и из всей массы породы тщательнейшим образом отбирает абсолютно все — и самородки, и песок, и даже мельчайшие крупинцы.

Хотелось бы горячо поблагодарить автора за очень интересную работу и позавидовать тем читателям, которым только предстоит знакомство с его идеями.

*Алексей Покудов, к. ф.-м. н.,
директор консультационной компании «Сигма-С»,
автор книги «Личные финансы. Секреты управления»*

*Моей чудесной жене Джулии
и пятерке наших великолепных отпрысков*

Благодарности

Я благодарен множеству моих друзей, коллег и родственников, каждый из которых принял участие в этом проекте. И особую благодарность я хочу выразить моим коллегам по компании Gotham Capital Робу Голдстейну и Джону Петри. Они были истинными соавторами представленной здесь волшебной формулы, и сама возможность общаться с людьми столь блестящими, одаренными и щедрыми — редкая привилегия. Их вклад в эту книгу и в успех Gotham Capital переоценить невозможно, я признателен им в куда большей степени, чем они думают. Особо я хотел бы поблагодарить Эдварда Кейборна из компании Saburn Capital за исключительно проницательные замечания, предложения и редактуру, Ноберта Лау из Punchcard Capital, который вдохновил меня на написание главы 9 и внес множество ценных предложений, а также Патрика Ида из Gotham Capital за его значительный вклад в исследование волшебной формулы, умные и полезные замечания и редакторские таланты. Кроме того, особой благодарности заслуживает мой брат Роберт Гринблатт, работающий в America Capital, — он стал моим главным редактором и подсказал немало удачных идей буквально для каждой главы, да и вообще поддерживал не только этот проект, но и меня самого на протяжении всей моей жизни.

Я благодарен за вдохновение и множество полезных добавлений к книге доктору Шарон Керхан (это моя сестра и любимая художница), доктору Гари Керхану, Джошуа Керхану, Юстину Керхану, Линде Гринблатт-Гордон из Saddle Rock Partners, Майклу Гордону, Брайану Биндеру из

Saxton Associated, доктору Сузан Биндер, Аллану и Микки Гринблатт (моим замечательным родителям), доктору Джорджу и Сесил Тибор (моим знаменитым тестю и теще), Эзре Меркину из Gabriel Capital, Роду Москowiцу, Джону Скалли, Марку Силберту, Дэвиду Рабиновичу из Kirkwood Capital, Лэрри Балабану, раввину Лейблу Ламу, Эрику Розенфельду из Crescendo Partners, Роберту Кашелю (моему брокеру в Smith Barney), Дэну Ниру из Grade Capital, Брайану Гейнсу из Springhouse Capital, Брюсу Ньюбергу (давшему мне первый толчок), Маттью Ньюбергу и Ричу Пзена из Pzena Investment Management. Особая благодарность Дэвиду Пью, моему редактору из издательства John Wiley, и Сандре Дийкстра, моему литературному агенту, за поддержку и энтузиазм в отношении этого проекта. Спасибо и Эндрю Тобиасу за прекрасно написанное предисловие и за то, что он замечательный друг.

Я хотел бы поблагодарить и двух моих старших детей, Маттью и Ребекку Гринблатт— усердных учеников и читателей (они еще и смеялись над каждой моей шуткой). И спасибо трем моим младшим детям за вдохновение. И всем детям — за радость, которую они доставляют мне ежедневно. Ну и, конечно, спасибо моей прекрасной жене Джулии за мудрые советы, любовь и поддержку, которые я получаю от нее каждый день, который мы проводим вместе.

Предисловие

Самое лучшее в этой книге, из которой я собираюсь заимствовать без зазрения совести, когда подойдет время выпустить следующее издание «Единственного руководства по инвестициям, какое вам может когда-либо понадобиться» («The Only Investment Guide You'll Only Need»), — это то, что большинство людей ей не поверит. А если даже и поверит, терпения, чтобы следовать ее советам, им все равно не хватит. И это прекрасно, потому что чем больше людей знают о чем-то хорошем, тем дороже оно становится.

И все же, в отличие от большинства «систем», предназначенных для объяснения аномалий рынка, простая концепция Джозела Гринблатта, весьма вероятно, сохранит большую часть своей точности, даже когда ей станут следовать многие.

Я не хочу лишать вас приятных сюрпризов — книга и без того коротка. Я всего лишь хочу представить вам автора, чтобы вы хотя бы примерно представляли, насколько ему можно верить.

Я знаю Джозела не один десяток лет. Он очень умен, очень честен, очень порядочен и — вот это уже необычно — очень успешен. (Я хочу сказать — успешен *по-настоящему*.)

Если быть точным, его успех связан с удачными инвестициями (не с продажей книг).

К тому же он очень веселый человек. Я прочитал первые две главы моему одиннадцатилетнему племяннику Тимми, и оба мы получили огромное удовольствие. Потом Тимми, не владеющий, насколько я знаю, особыми средствами для инвестиций, заснул, а я дочитал книгу до конца, мысленно пересмотрев все свои пенсионные планы.

Позвольте сказать вам следующее. Вначале были взаимные фонды, и это было хорошо. Однако затем расходы

и вознаграждения за продажи стали слишком высоки. Потом появились взаимные инвестиционные фонды, и это было еще лучше. Они уничтожили вознаграждения за продажи, но все еще оставались обременены вознаграждениями менеджмента, налогами и затратами на транзакции, без которых активный менеджмент обходиться не умеет. Потом явились индексные фонды, урезавшие вознаграждения, налоги и транзакционные издержки аж до кости. Очень хорошо, очень.

По сути, то, что Джоэл предлагает вам рассмотреть, — это индексный фонд-плюс, где «плюсом» является то, что вы включаете в свой пакет только те акции, которые выпущены компаниями, хорошо ведущими бизнес, и которые продаются по низкой цене. И Джоэл показывает вам простой способ найти такие акции.

Конечно, превзойти средние показатели удастся не каждому — это естественно. Но, по моим представлениям, терпеливые люди, которые будут следовать советам Джоэла, со временем с этими трудностями справятся. А потом, если эту стратегию возьмут на вооружение миллионы (Передовой отряд, будьте добры, поторопитесь создать на этой основе недорогой фонд!), произойдут две вещи. Во-первых, преимущества инвестиций подобного рода уменьшатся, но не станут нулевыми. Во-вторых, оценки фондовой биржи сделаются чуть более рациональными, от чего и наш процесс приобретения капитала станет чуть более эффективным.

Для такой тощенькой книжицы — работа совсем неплохая.

А теперь, если вам уже стукнуло 11 лет, — полный вперед.

*Эндрю Тобиас, автор книги
«Единственное руководство по инвестициям,
какое вам может когда-либо понадобиться»*

Введение

Изначально меня вдохновило на написание этой книги желание сделать подарок всем моим детям. Я подумал, что если мне удастся научить их зарабатывать деньги, то это и будет отличным подарком — по правде сказать, единственным, который можно считать ценным. А еще я подумал: если смогу растолковать, как зарабатывать деньги, такими словами, которые поймут мои дети (как-никак один из них учится уже в шестом классе, а другая — в восьмом), тогда я, пожалуй, сумею научить ремеслу успешного биржевого инвестора любого человека.

Хотя принципы, изложенные в этой книге, могут показаться простыми — возможно, для умудренного инвестора они даже слишком просты, — каждый шаг, который мы пройдем вместе, чем-то объясняется. Прочитайте ее, и, уверяю вас, вам воздастся сторицей — не важно, начинающий вы инвестор или уже опытный.

Проработав больше двадцати пяти лет профессиональным инвеститорм и девять — преподавателем одного из университетов «Лиги Плюща», я по крайней мере убедился в следующем: если вы действительно хотите «справиться с рынком», профессионалы и ученые в большинстве своем помочь вам в этом не смогут, и остается только один выход — вы должны *сделать это сами*.

По счастью, это не так уж и плохо. Каким бы невероятным это ни казалось, научиться справляться с рынком *можно*. И эта книга посредством простого пошагового процесса научит вас — как. А чтобы поддержать вас на этом пути, я включил в нее *волшебную формулу*. Формула эта проста, исполнена смысла, и с ее помощью у вас все

получится, вы даже оставите далеко позади профессионалов и ученых. Причем без особого риска. Она проверена временем и будет работать дальше, даже если о ней все узнают. Но при этом эта формула будет работать *на вас*, только если вы постараетесь до конца понять, *почему* она работает.

По ходу чтения вы узнаете:

- какими глазами следует смотреть на фондовую биржу;
- почему успех не дается в руки почти всем индивидуальным и профессиональным инвесторам;
- как находить *хорошие* компании по *выгодным* ценам;
- как своими силами справиться с рынком.

В Приложение я включил раздел для тех из вас, кто обладает хорошей финансовой подготовкой, однако читать его и разбираться в нем для понимания и применения изложенных в этой книге методов вовсе не обязательно. Правда такова: чтобы справиться с рынком, вовсе не обязательно иметь диплом МВА. Знание множества мудреных формул и финансовых терминов может оказаться бесполезным. А вот понимание изложенных в этой книге простых принципов принесет пользу, и большую.

Так что, прошу, наслаждайтесь моим подарком. И пусть небольшие затраты времени сделают вас богатым человеком. Желаю удачи.

Глава 1

Джейсон учится в шестом классе и мало-помалу наживает состояние. Мы с сыном видим его почти каждый день по дороге в школу. Он катит в своем лимузине с шофером, сидя на заднем сиденье — такой нарядный, в клевом костюме и темных очках. Эх, до чего ж это здорово — быть одиннадцатилетним, богатым и клевым! Что за жизнь! Ладно, признаю, я немного увлекся. Сказать по правде, ездит он не в лимузине, а на самокате. И насчет клевого костюма с очками я тоже немного приврал. Джейсон носит великоватый для него свитер и джинсы, никаких очков на нем нет, зато по его щекам сразу можно сказать, что он ел нынче на завтрак. Но дело не в этом. Дело в том, что Джейсон — бизнесмен.

Бизнес у него простенький, но зато выгодный. Джейсон покупает жевательную резинку, четыре-пять пачек в день. Пачка стоит 25 центов, в каждой по пять пластинок. По словам моего сына, Джейсон, едва придя в школу, превращается в своего рода супергероя. Ни дождь, ни слякоть, ни вреднящие школьные видеокамеры — ничто не способно ему помешать продавать жвачку. Думаю, клиентам Джейсона нравится делать покупки у супергероя (а может, все дело в том, его клиенты — это ребята, которых после уроков оставляют в школе). Но как бы там ни было, Джейсон продает каждую пластинку жвачки по 25 центов. (Думаю, — сам я ни разу этого не видел, — он сует распечатанную пачку потенциальному покупателю под нос и говорит: «Хочется небось? Вижу-вижу, хочется!») И повторяет эти слова до тех пор, пока

его однокашник или падает в обморок, или расстается с четвертаком.)

По подсчетам моего сына, продавая пластинки по 25 центов, Джейсон загребает на каждой пачке 1 доллар 25 центов. А поскольку каждая обходится ему в 25 центов, получается, что на каждой пачке, которую он сует... извините, продает, он наживает 1 доллар чистой прибыли. Четыре-пять пачек в день — это же куча денег!

Нутаквот. Как-то раз, снова увидев Джейсона, я спросил у *моего* шестиклассника:

— Послушай, как, по-твоему, сколько денег огребет этот ваш Джейсон к окончанию школы?

Сын — назовем его Беном (хотя вообще-то его имя — Мат) — приступил к подсчетам, используя для них все силы своего ума (и несколько пальцев).

— Постой, постой, — повторял он. — Значит, четыре бакса в день, пять дней в неделю. Это выходит двадцать долларов в неделю. Недель в учебном году тридцать шесть, получается семьсот двадцать долларов в год. Если он проучится еще шесть лет, то к окончанию школы зарабатывает четыре тысячи долларов с хвостиком!

Упускать такую возможность преподавать сыну урок было никак нельзя, и потому я спросил:

— Бен, если бы Джейсон предложил тебе купить половину его бизнеса, сколько бы ты ему дал? Ну то есть представь: он готов все шесть лет, до окончания школы, отдавать тебе половину своей прибыли, однако деньги с тебя хочет получить сейчас. Сколько бы ты заплатил?

— Ну... — видно было, что на этот раз Бен начал вертеть мозгами по-настоящему: все-таки речь шла о реальных деньгах, — может, Джейсон и не по четыре-пять пачек в день продает, а по три — так оно вернее. Значит, он

делает доллара три в день. Все равно за неделю получается пятнадцать. За тридцать шесть недель — это будет тридцать шесть умножить на пятнадцать (вообще-то, тут я мог бы ему немного помочь) — получается больше пятисот долларов в год. Учиться Джейсону еще шесть лет, выходит шесть на пятьсот — три тысячи долларов к концу школы!

— Ладно, — сказал я. — То есть, насколько я понимаю, ты дал бы Джейсону за половину его прибыли полторы тысячи долларов, так?

— Ну вот еще, — немедля ответил Бен. — Во-первых, зачем мне платить полторы тысячи, если я всего полторы и буду с этого иметь? Тут и смысла никакого нет. Потом, я эти полторы стану от Джейсона частями получать шесть лет. Так чего ж я отдам сейчас полторы тысячи, чтобы они ко мне возвращались целых шесть лет? И опять же, может, дела у Джейсона идут и лучше, чем я думаю, и тогда мне достанется больше полутора тысяч. Но ведь не исключено, что и хуже!

— Нуда, — поддакнул я, — а может, кто-то еще из ребят начнет продавать в школе жвачку, и получится конкуренция, и Джейсон столько, сколькоб теперь, зарабатывать не сможет.

— Не-е, Джейсон у нас практически супергерой, — возразил Бен. — Не думаю, что кто-нибудь сможет торговать так же лихо, как он, об этом мне беспокоится нечего.

— Ладно, я тебя понял, — отозвался я. — Бизнес у Джейсона хороший, однако отдавать за половину его полторы тысячи долларов — это перебор. Но допустим, Джейсон предложит тебе эту половину за один доллар. В этом случае ты ее купишь?

— А как же! — выпалил Бен таким тоном, каким дети обычно спрашивают: «Папа, ты что, идиот?»

— Хорошо, — продолжал я, решив пока не обращать внимания на его тон. — Правильная цена лежит где-то между долларом и полутора тысячами. Считай, мы почти уже подобрались к сути дела. Так сколько бы ты ему дал?

— Четыреста пятьдесят баксов. Столько я заплатил бы сегодня. И если я за шесть лет наберу полторы тысячи, то буду считать, что заключил хорошую сделку. — Бен явно был доволен своим решением.

— Отлично! — воскликнул я. — Вот теперь ты наконец понял, чем я зарабатываю на жизнь.

— Пап, ты о чем? Я совсем запутался. Я у тебя и жвачки-то в руках ни разу не видел.

— Нет, Бен, жвачкой я не торгую. Я занимаюсь тем, что прикидываю, сколько стоит какой-нибудь бизнес — вот как мы с тобой оценивали бизнес Джейсона. И если я могу купить бизнес дешевле, чем он по моим прикидкам стоит, я его куплю!

— погоди секунду. — Бен явно был в замешательстве. — Что-то у тебя все больно просто получается. Если бизнес стоит тысячу долларов, кто же станет продавать его за пятьсот?

Как выяснилось впоследствии, этот на первый взгляд разумный и очевидный вопрос оказался на самом деле вопросом волшебным, и на нем-то вся эта книжка и держится. Я сказал Бену, что он только что задал главный вопрос, что, верит он в это или нет, но существуют места, где тот или иной бизнес продают за половину цены. И сказал, что могу научить его отыскивать эти места и покупать такой бизнес. Но, разумеется, сказал я ему, тут есть одна хитрость.

Хитрость эта не в том, что ответ невероятно сложен. Да ничего подобного. И не в том, что нужно быть гением или супершпионом, чтобы найти тысячедолларовые бумажки, которые продают за пятьсот. Бумажки искать не нужно. Собственно говоря, я и книгу-то эту решил написать не только потому, что хочу, чтобы Бен и его братья с сестрами поняли, чем я зарабатываю на жизнь, но для того, чтобы и сами они научились вкладывать деньги с выгодой для себя. Думаю, чем бы они в будущем ни занялись (вовсе не обязательно — управлением финансами, я их на этот путь наставлять нисколько не собираюсь), им наверняка нужно будет знать, как толково вкладывать часть своих заработков.

Однако, как я уже сказал Бену, тут есть одна хитрость. И состоит она в том, что вам придется выслушать длинную историю, потратить время на то, чтобы ее понять, и, самое главное, вы должны *поверить* в то, что она правдива. На самом-то деле в конце этой истории находится та самая волшебная формула, о которой я говорил во Введении и которая со временем сделает вас богатым человеком. Я не шучу. К сожалению, если вы не поверите, что она сделает вас богатым, она этого и не сделает. А с другой стороны, если вы поверите в историю, которую я собираюсь вам рассказать, — я имею в виду, поверите по-настоящему, всей душой, — тогда вы сможете выбирать, как вам богатеть: с формулой или без нее. (С формулой это дело отнимет гораздо меньше времени и сил, да и результаты у большинства людей получатся гораздо лучшие, однако, дочитав книгу до конца, вы уж сами решите, каким путем вам идти.)

Ладно-ладно, я знаю, что вы подумали. Что это за ерунда насчет поверить — не поверить? О чем вообще речь —

о новой религии, Питере Пене или о Гудвине, Великом и Ужасном? (Нет, я вовсе не собираюсь показывать вам хрустальный шар, в котором сидит ведьма, — я их и сам все еще до смерти боюсь, — и летающих обезьян никаких тоже не будет — главным образом, потому, что они к моей истории никакого отношения не имеют.) А вот как насчет «сделает вас богатым»? Что это может значить? Разве книга способна научить человека стать богатым? Ерунда какая-то. Будь это так, все бы уже разбогатели. Тем более если в ней есть волшебная формула. Если каждый знает волшебную формулу, а богатым стать все равно может не каждый, значит, и формула эта не работает.

Но ведь я обещал вам, что история будет длинная. И начать ее я собираюсь с самого начала. Потому что для моих детей, да и для большинства других все это окажется новостью. Потому что взрослых, даже если они думают, будто уже много чего знают о вложении денег, даже если они окончили бизнес-школу и даже если они управляют деньгами других людей, учили не тому, чему следует. И было это так с самого начала. Очень немногие верят в правдивость истории, которую я собираюсь рассказать. Я знаю это, потому что, если бы они в нее верили по-настоящему, всей душой, то и людей, которые с толком вкладывают деньги, было бы намного больше. А их мало. Я уверен, что могу научить вас (и каждого из моих детей), как стать таким человеком. Так что давайте все-таки начнем.

Глава 2

Вообще говоря, начать — дело не самое простое. Умение сберегать *какие бы то ни было* деньги требует от человека очень большой дисциплины. В конце концов, сколько бы вы их ни заработали или ни получили от кого-то, найти, на что их потратить, проще простого, да и удовольствие при этом получаешь сразу, ждать не приходится. Вот когда я был еще молод, то решил отдать *все* мои деньги Джонсону Смиту. Разумеется, мне очень хотелось бы сказать вам, что Джонсон Смит был сиротой, нуждавшимся в помощи. Я с радостью поведал бы, что деньги, полученные от меня Джоном Смитом, изменили всю его жизнь. Мне очень хочется сказать что-нибудь в этом роде, но не могу, потому что это не совсем верно. Понимаете, в чем дело? «Джонсон Смит» — не человек, компания, так что я лучше буду писать это имя в кадычках. Хотя компания эта не такая, как все прочие. Она продавала по почте визжащие подушки, порошок, от которого у человека все начинало зудеть, и поддельнук^ собачью рвоту, очень похожую на настоящую.

Я что хочу сказать? Все-таки я не все свои деньги выбросил на ветер. Часть их я потратил на образовательные материалы. Как-то раз ребята из «Джонсона Смита» ухитрились продать мне метеорологический аэростат — высотой он был метра три с половиной, а в объёме все десять. О том, что этот огромный шар используют для наблюдения за погодой, я тогда ничего не знал, однако в слове «метеорологический» мне почудилось нечто образовательное — ну, вроде того. В общем, как только мы

с братом научились надуть этот шар воздухом из пылесоса, у нас возникла большая проблема. Шар оказался намного больше двери, выходившей на улицу. Прибегнув к сложной формуле, в которой и Эйнштейн разобрался бы не сразу, мы решили, что, если упереться в этот шарище спинами и как следует поднажать, он, глядишь, сквозь дверь и протиснется, не лопнув и саму ее не повредив (кроме всего прочего, мама наша к тому времени домой еще не вернулась). И, должен сказать, идея сработала, если не считать того, что мы кое о чем забыли.

Похоже, воздух на улице был холоднее, чем в доме. А это означало, что шар мы надули теплым воздухом. А поскольку едва ли не всем, кроме меня и брата, было уже и тогда известно, что нагретый воздух поднимается вверх, шар именно это и сделал и поплыл себе куда-то. С полмили мы с братом гнались за ним по улице, а после он налетел на дерево и лопнул.

По счастью, я извлек из всего случившегося ценный урок. Я, правда, не могу сейчас точно вспомнить какой, однако почти уверен, что был он как-то связан с необходимостью сохранять деньги для покупки того, что может понадобиться тебе в будущем, а не тратить их на гигантские шары, за которыми потом еще приходится гоняться по улице целых три, а то и четыре минуты.

Впрочем, для наших целей довольно пока предположить, что все мы пришли к единому мнению: важно беречь деньги на будущее. Предположим также, что вы смогли одолеть множество соблазнов, которыми искушают вас люди «Джонсона Смита» и тысячи других, призывающих потратить ваши деньги, что вы (или ваши родители) обладаете средствами, достаточными, чтобы покупать все необходимое для жизни — еду, одежду, крышу над

головой и что, внимательно следя за своими расходами, вы смогли отложить хотя бы малую сумму. Теперь вам нужно положить ваши деньги, скажем, тысячу долларов, в какое-нибудь такое место, где они смогут расти и даже умножаться.

С виду все очень просто. Конечно, вы можете положить их под матрас или в копилку, однако, когда вы их оттуда достанете, пусть даже через многие годы, у вас так и останется та самая тысяча, которую вы туда «вложили». И ничего к ней не прибавится. На самом-то деле может получиться, что цены на вещи, которые вы собирались купить, возросли, покаденьги лежали в укромном месте, и вы на свою тысячу купите меньше, чем могли бы вначале. Выходит, денег у вас стало меньше, чем было в тот день, когда вы их отложили. Короче говоря, план насчет матраса немного сомнителен.

Следующий план должен быть хоть чем-то, да лучше. И это действительно так. Просто возьмите вашу тысячу и отнесите ее в банк. Банк не только согласится держать у себя ваши деньги, он *вам же* за это еще и приплатит. Каждый год вы будете получать *проценты*. В большинстве случаев процентная ставка будет тем выше, чем на более долгий срок вы согласитесь доверить банку ваши деньги. Если вы отдадите их на пять лет, то сможете каждый год получать примерно пятипроцентное добавление к первоначальной сумме. Так что в первый год вы получите 50 долларов в виде процентов от вашей тысячи, и к началу второго у вас уже будет лежать в банке 1050 долларов. Под конец второго года вы опять получите 5 процентов, но Уже от новой, более высокой суммы, от 1050 долларов, и это будет уже 52,5 доллара. И так все пять лет. А через пять лет ваша тысяча вырастет до 1 тысячи 276 долларов.

Совсем неплохо. И уж определенно лучше «матрасного плана».

Итак. Мы пришли к плану номер три, который называется «Кому он нужен, этот банк?». Нет ничего проще, чем обойти банк стороной и одолжить свои деньги какой-нибудь фирме или группе людей. Разные фирмы нередко берут деньги займы, продавая *облигации*. У соседней булочной их, как правило, не купишь, однако большие (многомиллионные) компании вроде «Макдоналдса» продают их постоянно. Если вы покупаете на тысячу долларов облигации, ну, например, крупной компании, она может согласиться выплачивать вам каждый год восемь процентов, а через десять лет выкупить у вас их обратно. Это, понятное дело, не жалкие пять процентов, которые даст вам банк.

Тут, правда, есть одна маленькая сложность: вы покупаете облигации фирмы, а потом у нее что-то разлаживается, и может случиться так, что вы ни процентов, ни денег своих назад не получите. Собственно, поэтому мелкие, молодые компании — скажем, какой-нибудь «Ресторан блинов с маринадами дядюшки Боба» — и готовы платить более высокие проценты, чем компании солидные, устоявшиеся. И по той же причине фирмы вообще выплачивают по облигациям более высокие, чем в банке, проценты. А люди хотят зарабатывать на купленных ими облигациях побольше — это такая плата за риск: они же могут ни своих процентов, ни денег больше никогда не увидеть.

Разумеется, если вам *вообще* не хочется рисковать своей тысячей долларов, вы можете купить облигации у правительства США. Совершенно без риска в этом мире обойтись, естественно, нельзя, отдавая деньги займы

правительству США, вы почти совсем ничем не рискуете. Если вы готовы ссудить ему свои деньги, ну, скажем, на десять лет, оно может согласиться выплачивать вам что-то около шести процентов (если вы отдадите их на сроки более краткие — скажем, на пять лет, — то процент будет пониже, может четыре, может пять).

Получается, что при условиях нашей задачи самое для нас лучшее — поискать облигации правительства США, которые погашаются (то есть вы получаете ссуженные ему деньги обратно) через десять лет. Искать лучше именно такие облигации, потому что десять лет — срок долгий. А после можно будет сравнить заработанное вами на этой беспроигрышной сделке с правительством США и полученное от других ваших долгосрочных вложений. То есть если правительство ежегодно выплачивает по своим облигациям шесть процентов, это, по существу, означает, что люди, которые готовы ссудить свои деньги на десять лет и при этом не хотят рисковать потерей денег или тем, что им не выплатят обещанные проценты, вправе ожидать шести процентов в год. Иными словами, для тех, кто готов связать свои деньги на десять лет, «нерискованная» ставка должна составлять шесть процентов.

Важно понимать, что это значит. А значит это вот что: если кто-то просит, чтобы вы дали ему денег займы или вложили их вместе с ним на долгое время, то вы вправе попросить больше шести процентов в год. Почему? Потому что свои шесть процентов вы можете получить *без всякого* риска. Отдайте деньги правительству США, и оно гарантирует вам получение шести процентов каждый божий год, плюс возврат ваших денег через десять лет. Если Джейсон захочет получить деньги от вас за часть

своего жвачечного бизнеса, ему придется предложить вам больше шести процентов годовых, а иначе на фига он вам нужен? Если же он просто захочет занять у вас деньги на долгий срок — условия будут те же. Пусть платит больше шести процентов, и намного. В конце-то концов, свои шесть процентов вы можете без всякого риска получить и от правительства США.

Вот, собственно, и все. Вам нужно лишь запомнить кое-что из прочитанного в этой главе.

КРАТКОЕ РЕЗЮМЕ

1. Вы можете засунуть ваши деньги под матрас, однако этот план немного сомнителен.
2. Вы можете положить свои деньги в банк или купить на них облигации правительства США. Вам гарантируют ставку процента, а деньги вернутся к вам *без риска*¹.
3. Вы можете купить облигации компаний или групп. Проценты вам пообещают более высокие, чем в банке или при покупке правительственных облигаций, однако вы рискуете потерять часть ваших денег, а то и все, так что уж постарайтесь, чтобы вам за этот риск заплатили побольше.

¹ Покупка облигаций правительства США не сопряжена ни с каким риском, и мы уже об этом сказали. Вложения в банк тоже связаны с очень небольшим риском, потому что специальное правительственное агентство страхует все вложения частных лиц в банки. Размер вклада при этом не должен превышать 100 тысяч долларов. Правительство США таким способом защищает вкладчиков и охраняет банковскую систему — основу финансового рынка страны.

4. Вы можете сделать с вашими деньгами еще кое-что — об этом мы поговорим в следующей главе.

Да, почти забыл.

5. Нагретый воздух поднимается вверх.

Смотрите-ка, кое-чему меня тот шар все-таки научил. Спасибо, «Джонсон Смит»!

Я собираюсь сделать вашу жизнь еще более легкой. Пока я все это пишу, ставка процентов по десятилетним облигациям правительства США устойчиво держится на уровне ниже шести процентов. Однако даже если долгосрочные правительственные облигации дают меньше шести процентов годовых, мы все равно исходим из ставки в шесть процентов. Иными словами, другие наши капиталовложения должны давать больше шести процентов, независимо от того, как низко опустится ставка процента по облигациям правительства США. Картина в целом такая: нам нужны гарантии, что на других наших капиталовложениях мы заработаем намного больше, чем можем получить без всякого риска. Ясно, однако, что если правительство США увеличит ставку процента по облигациям до семи процентов или еще выше, то мы из этих семи или еще выше исходить и будем. Вот теперь действительно все.

Глава 3

Ну хорошо, что еще вы можете сделать с вашими деньгами? Давайте смотреть правде в глаза: ссужать деньги банку или правительству — дело довольно скучное. Постойте-постойте! А почему бы не отправиться на ипподром и не поставить их — сразу все — на одну лошадь? Вообще-то я однажды попробовал. Получилось, но не так чтобы очень хорошо. Я даже на собачьих бегах пытался играть. У них там целая свора борзых гоняется по кругу за механическим зайцем. Очень интересное зрелище, к тому же там можно познакомиться с отличнейшими людьми. У некоторых из них даже зубы еще сохранились!

Но знаете что: если еще раз подумать, может, это и не такая уж хорошая идея. Мне эта мысль пришла в голову после того, как *моя* собака действительно поймала кролика. Песика моего на первом же повороте немного потоптали другие участники соревнований, а поднявшись, он побежал не в ту сторону. К сожалению, механический заяц мчится по своей дорожке со скоростью примерно 60 миль в час, и когда мой песик, тот, в которого я вложил столько надежд и все свои деньги, взял да и прыгнул на зайца, несшегося ему навстречу... Скажу только одно: получилось не очень здорово... Ладно, раз уж вам так интересно, пес врезался в зайца, шедшего с крейсерской скоростью 60 миль в час, пролетел футов 30 по воздуху, а потом его еще и дисквалифицировали самым трагическим образом, и это означало, увы, что все свои деньги я потерял¹.

¹ Вы только не волнуйтесь, пес выздоровел и все у него хорошо.

Как бы там ни было, теперь, когда мы изучили почти все разумные возможности применения ваших денег (я, правда, не сомневаюсь, что где-то существуют тараканьи бега и бега всякого рода ракообразных — просто я этого места пока не нашел), давайте рассмотрим еще одну. Как насчет того, чтобы вложить деньги в бизнес? В конце концов, рано или поздно Джейсон же вырастет. Может быть, откроет собственный магазин жевательной резинки. А еще того лучше, целую кучу таких магазинов (это принято называть сетью), выбрав для них какое-нибудь броское название вроде «Жвачечные лавки Джейсона».

Предположим, что Джейсон лично обучил всех продавцов, которые работают на его уникальном жвачечном предприятии, и сеть его магазинов добилась больших успехов (такое случается). И теперь он явился к вам, желая продать половину своего бизнеса (ему понадобились новые солнечные очки, настоящий лимузин, ну и, может быть, дом, в котором он будет жить со счастливой миссис Джейсон). Но только теперь он просит за все сумму вовсе не малую, так что перед тем, как решить, примем ли мы предложение Джейсона, нам придется произвести серьезные подсчеты.

Выясняется, что с того времени, когда он гонял по городу на самокате, Джейсон здорово вырос и хочет теперь получить за право владения половиной его бизнеса целых 6 миллионов долларов. Разумеется, 6 миллионов баксов превышают то, что может позволить себе большинство из нас, но, по счастью, Джейсон вовсе и не думает продавать всю половину своего бизнеса одному-единственному человеку. На самом-то деле он решил разделить право владения своим бизнесом на миллион равных долей —

паев (или, как их именуют на Уолл-стрит, *акций*). Себе он намеревается оставить 500 тысяч этих паев, а остальные 500 тысяч продать по 12 долларов за штуку — вот и получится 6 миллионов. Всякий, кого интересует право приобретения бизнеса Джейсона по этой цене, может купить один пай (за 12 долларов), или сотню (за 1 тысячу 200 долларов), или тысячу (за 12 тысяч долларов). Одним словом, сколько захочет, столько и купит.

Если бы вы купили, скажем, 10 тысяч паев за 120 тысяч долларов, то владели бы одним процентом, или одной сотой частью, «Жвачечных лавок Джейсона». Это не означало бы, что вам теперь будет принадлежать отдел мятной жвачки или кусочек одного из магазинов. Приобретение 10 тысяч паев, или одного процента собственности «Жвачечных лавок Джейсона», гарантирует вам получение одного процента от будущих прибылей его бизнеса. Теперь вам, разумеется, остается лишь выяснить, так ли уж стоит платить 120 тысяч долларов за один процент будущих прибылей. (Вот тут наш анализ становится трудноватым, ведь мы же не хотим, чтобы наши денежки кто-то там прожевал и выплюнул... Ну, в общем, идея вам понятна.)

По счастью, Джейсон предоставил нам кучу информации. Мы уже знаем, что он хочет получить 12 долларов за каждую акцию «Жвачечных лавок Джейсона» и что всего таких акций существует один миллион (о них говорят, как об одном миллионе *нереализованных* акций). Отсюда следует, что, по мнению Джейсона, его бизнес стоит 12 миллионов долларов (поэтому он и думает, что один процент этого бизнеса стоит 120 тысяч долларов, о которых мы уже столько времени толкуем). Ну-с, все это хорошо и прекрасно, однако в счет должно идти то, что

думаем о стоимости его бизнеса *мы сами*. Поэтому давайте приглядимся к другой информации, которую дал нам Джейсон.

Оказывается, в прошлом году 10 магазинов, образующих сеть «Жвачечные лавки Джейсона», продали жвачки на 10 миллионов долларов. Продали-то они продали, но, к сожалению, эти 10 миллионов долларов вовсе не образуют прибыль Джейсона. Ясно же, что содержание магазинов требует кое-каких расходов. И естественно, прежде чем продать жвачку, Джейсон ее покупает, тратя на это целых 6 миллионов долларов. Выходит, у него остается 4 миллиона долларов прибыли. Но нет, не спешите, мы еще вовсе не закончили.

Есть еще арендная плата, которую Джейсон вносит за использование площадей, занимаемых его магазинами; есть докучливые работники, уверенные, что им должны платить за то, что они продают жвачку, поддерживают в магазинах чистоту и обеспечивают бесперебойность их работы. Кроме того, не надо забывать о расходах на электричество и отопление, вывозе отходов, составлении отчетности и разного рода административной деятельности (позволяющей Джейсону присматривать за своими деньгами и жвачкой, разлетающимся по стольким местам). И все это складывается, складывается... В случае Джейсона складывается оно в 2 миллиона долларов, так что прибыль его составляет тоже 2 миллиона. Впрочем, как вы уже поняли, мы не закончили и на этом.

Джейсону приходится еще и платить налоги. Правительству необходимы деньги, чтобы оказывать своим гражданам всякие услуги, вот преуспевающему бизнесу и приходится платить свою долю налогов, чтобы у пра-

вительства эти деньги были. В случае «Жвачечных лавок Джейсона» этот налог составляет 40 процентов дохода (стандартная ставка для многих видов бизнеса). Итак, 40 процентов от полученных бизнесом Джейсона в прошлом году 2 миллионов долларов должны отойти правительству в виде налога. Поскольку 40 процентов от 2 миллионов составляют 800 тысяч, у «Жвачечных лавок Джейсона» остается 1 миллион 200 тысяч долларов *чистой прибыли*.

Собственно говоря, Джейсон предоставил нам всю эту информацию о своем прошлогоднем доходе в виде аккуратной таблицы, которую принято называть *декларацией о доходах* (табл. 3.1).

Таблица 3.1. Годовая декларация о доходах «Жвачечных лавок Джейсона» (за последние 12 месяцев)

Всего продаж	10 000 000 дояаров
Затраты на проданный товар (т. е. жвачку)	-6 000 000 долларов
Валовая прибыль	4 000 000 долларов
Расходы на продажу, общие и административные	-2 000 000 долларов
Доход перед уплатой налогов	2 000 000 долларов
Налоги (всего 40 %)	-800 000 долларов
Чистый доход	1 200 000 долларов

Итак, вот что мы имеем. В прошлом году «Жвачечные лавки Джейсона» заработали 1 миллион 200 тысяч долларов. По мнению Джейсона, это означает, что его бизнес стоит 12 миллионов долларов. И он хочет продать нам часть этого бизнеса — любую, вплоть до половины, исходя из этой двенадцатимиллионной оценки (то есть 6 миллионов

долларов за половину, 1 миллион 200 тысяч долларов за десятипроцентную долю, 120 тысяч долларов за владение одним процентом и один пай, составляющий миллионную долю бизнеса, за презренные 12 долларов). Так покупать нам все это или не покупать? Чтобы проще было ответить на этот вопрос, давайте посмотрим, что мы сможем получить за каждый двенадцатидолларовый пай.

Итак, Джейсон разделил свой бизнес на миллион равных паев. Это означает, что если весь бизнес приносит 1 миллион 200 тысяч долларов, то каждый пай приносит одну миллионную от этой суммы. При делении 1 миллиона 200 тысяч долларов на миллион получается 1,2 доллара, значит, каждая акция ценой в 12 долларов будет приносить именно 1,2 доллара. Хорошо это или плохо? Давайте взглянем на это так. Если мы вкладываем в бизнес Джейсона 12 долларов и получаем в первый год 1,2 доллара, наша прибыль на вложенный капитал составляет:

$$1,2/12, \text{ или } 10\%.$$

Десять процентов за первый год! Совсем неплохо, верно? В главе 2, в самом начале книги, нам удалось выбить из десятилетних облигаций правительства США шесть ежегодных процентов. И это потому, что, покупая эти облигации, приносящие нам шесть процентов, мы *ничем не рискуем*. Поскольку 10 процентов явно больше, чем шесть, выходит, *ipso facto*², что, заплатив 12 долларов за долю, которая принесет нам 1,2 доллара, мы заключим Удачную сделку, правильно?

Не стоит смущаться расчетным «несовпадением». Следует понимать, что 10 % — это просто 1/10. — *Примеч. науч. ред.*

В силу самого факта (*лат.*). — *Примеч. пер.*

Но, жизнь, видите ли, не так проста (хотя и не так уж сложна — это мы поймем в следующей главе). Итог таков — начало у нас получилось неплохое, однако прежде чем принять окончательное решение, необходимо учесть еще кое-какие обстоятельства.

Во-первых, 1,2 доллара на пай — прибыль, которую «Жвачечные лавки Джейсона» принесли в *прошлом* году. И нам нужно определить, считаем ли мы, что этот бизнес и в следующем году принесет все те же 1,2 доллара. Или эта сумма окажется *больше*? А может — *меньше*? Прошлогодний доход может дать хорошую исходную точку для оценивания доходов следующего года, но ведь может и не дать. Если «Жвачечные лавки Джейсона» не принесут в следующем году 1,2 доллара, получится, что бизнес не даст 10 процентов на каждый пай, который обойдется в 12 долларов.

Во-вторых, когда мы все же доберемся до каких-то прогнозов насчет того, что даст в следующем году бизнес Джейсона, нам придется еще решить, насколько мы *уверены* в нашем предсказании. Если мы просто строим догадки, не имея никакого понятия о том, остается ли продажа жвачной резинки устойчивой из года в год или в прошлом году товар Джейсона просто вошел в моду, и не задумываемся о том, что на его прибылях может сказаться конкуренция со стороны новых магазинов, тогда наша оценка выглядит немного сомнительной. Надо все-таки быть разумными. Если мы размышляем, 1,5 или 2 доллара будут составлять прибыль на акцию, то в такой неопределенности нет ничего дурного. Обе эти цифры означают, что бизнес позволит нам получить больше 10 процентов прибыли на наши начальные затраты в 12 долларов. Но если мы не уверены, составит прибыль 20 центов на пай

или все же 1,2 доллара — тогда гарантированные нам правительством шесть процентов выглядят намного привлекательнее.

Существует еще третья маленькая подробность, которую мы пока не рассматривали, и состоит она в том, что следующий год — это всего лишь один год. Даже если «Жвачечные лавки Джейсона» принесут на следующий год 1,2 доллара (или намного больше, или намного меньше), будут же и другие годы! И что тогда может случиться? Станут ли прибыли возрастать с каждым годом? Вполне возможно, что магазины Джейсона начнут продавать каждый год все больше жвачки, и от этого прибыли возрастут. А может быть, если 10 магазинов дают 1,2 доллара на акцию, 20 магазинов повысят прибыль до 2,4 доллара, а то и больше? Но с другой стороны, жвачечный бизнес в следующие несколько лет может закиснуть (простите за такое слово), и прибыль надолго застрянет на уровне более низком, чем 1,2 доллара. И есть еще более...

Ладно, по-моему, вы запаниковали. Я это чувствую. Дело-то непростое. Как вам во всем этом разобраться? Да и может ли здесь разобраться хоть кто-то? Даже если вы попадете в самую точку, разве могу я ожидать, что вы (а если на то пошло, то и мои дети) поставите настоящие деньги на кучу домыслов и оценок? К тому же разве не существуют на свете целые армии магистров бизнеса, докторов наук, проницательных финансистов, профессиональных аналитиков, не говоря уж о менеджерах, которые только тем и заняты, что управляют чужими деньгами! И разве они не пытаются проделать все то, чем мы с вами только что занимались? Куда же вам, человеку совсем еще молодому, тягаться с этими трудолюбивыми, умными, умудренными опытом дядями?

Ну будет, будет, успокойтесь. Тс-с, тише, давайте я вам лучше еще кое-что покажу. Нужно все-таки иметь хоть немного веры. Мы с вами пока остановимся. Я подведу итоги, скажу вам, что нужно запомнить, а после пойдем дальше. Господи, не могу же я вас все время за ручку держать...

КРАТКОЕ РЕЗЮМЕ

1. Покупка *доли* бизнеса, или *акции*, означает, что вы покупаете часть (или процент) этого бизнеса. После этого вам будет причитаться часть его дальнейших прибылей.
2. Для того чтобы понять, чего стоит бизнес, приходится оценивать (ладно, строить догадки) будущие доходы этого бизнеса.
3. Получаемая вами доля прибыли бизнеса должна быть больше того, что вы получили бы, вложив те же самые деньги в не сопряженные ни с каким риском десятилетние облигации правительства США. (Вспомните: в предыдущей главе мы установили шесть процентов как абсолютный минимум вашей ежегодной прибыли, даже если ставка по облигациям упадет ниже шесть процентов.)
И...
4. Нет, про *волшебную формулу* я не забыл. Но вы все-таки перестаньте приставать ко мне с этой формулой, ладно? Тише, вам говорят!

Глава 4

Так, отлично, понять, чего стоит бизнес — дело нелегкое. Потратив кучу времени на догадки и оценки, вы можете прийти к верному выводу, а можете и не прийти. Но, допустим, сможете — и что? Предположим, вы установите, сколько на самом деле стоит бизнес. Что вам дальше делать с этой информацией? И действительно ли существует место, упомянутое мной в главе 1? Место, где можно купить бизнес за половину его настоящей цены? Иде вам удастся получить тысячу долларов, вложив всего 500? Будьте уверены, существует. Но прежде чем отправляться туда, давайте ненадолго заглянем в бизнес-школу.

Последние девять лет я веду курс, посвященный инвестициям, для группы старшекурсников, изучающих бизнес в одном из университетов «Лиги Плюща». Можно и не говорить, что студенты у меня очень умные. Каждый год в первый день занятий я приношу в аудиторию газету, открытую на финансовом разделе. Это страницы и страницы, покрытые множеством таблиц с набранными маленьким шрифтом цифрами. (Пока все выглядит неплохо, верно?) Так вот, в этих таблицах указаны компании, и против каждой стоят цены, целая куча цен.

— Назовите мне крупную, хорошо известную компанию, — говорю я.

Студенты начинают называть компании наподобие General Electric, IBM, General Motors и Abercrombie & Fitch. Вообще-то не так уж и важно, какие именно названия выкрикивают студенты. То, что я хочу им втолковать, очень просто, и для этого сгодится любая компания прак-

тически любой индустрии — большая или малая, известная или не очень. Результат всегда один и тот же.

Я беру газету, нахожу General Electric и зачитываю цифры.

— Здесь сказано, что цена одной акции General Electric составляла вчера 35 долларов. Здесь сказано также, что самая высокая цена, по которой была в прошлом году продана акция этой компании, равнялась 53 долларам, А самая низкая — 29.

То же самое с IBM. Вчера вы могли купить акцию IBM за 85 долларов. В прошлом году акции IBM продавались самое большее за 93 доллара и самое меньшее за 55 долларов.

Акция General Motors стоила вчера 37 долларов. А вот в прошлом году ее цена колебалась между 30 и 68 долларами. У Abercrombie & Fitch низшая цена прошлого года на акцию, которая стоила вчера 27 долларов, составляла 15 долларов, а высшая — чуть больше 33.

Затем я говорю о том, что диапазон цен этих акций, пожалуй, слишком широк, а период, за который они так сильно менялись, слишком мал. Если же мы просмотрим цены этих акций за двух- или трехлетний период, диапазон окажется еще шире.

И я каждый раз задаю один и тот же вопрос: как это может быть? Перед нами крупные, хорошо известные компании. Каждая из них разделила право владения на миллионы (а некоторые и на миллиарды) равных долей — совсем как Джейсон, с его торгующими жвачкой магазинами. Сначала компании продают свои паи всем желающим (отдельным людям и крупным инвестиционным организациям). А после тот, кто купил эти паи, может и сам продавать их кому захочет.

Газеты каждый день печатают списки с названиями тысяч компаний и ценами, по которым покупалось и продавалось право паевого обладания каждой. *Торговля* такими паями производится во множестве мест, а также через компьютерные сети. Сами же паи именуются при этом *акциями*, или *ценными бумагами*, а об их купле-продаже в целом говорят, что она осуществляется на *рынке ценных бумаг*, или *фондовой бирже*.

Крупные компании, такие как IBM или General Motors, могут разделять участие в собственности, скажем, на миллиард равных долей. Это означает, что если в какой-то из дней года вы можете купить одну акцию General Motors за 30 долларов (а мы в нашем примере полагаем, что стоимость General Motors была разделена на миллиард равных долей, или акций), то цена, по которой можно купить всю эту компанию (миллиард акций), составляет 30 миллиардов долларов. Однако если в другой какой-нибудь день того же года эти акции покупаются по 60 долларов каждая, тогда выходит, что всю General Motors придется покупать уже за 60 миллиардов долларов.

Вот я и спрашиваю у студентов: как это может быть? Как получается, что ценность General Motors, крупнейшего в Северной Америке производителя автомобилей, так сильно меняется в пределах одного года? Почему такая крупная компания стоит сегодня 30 миллиардов долларов, а через несколько месяцев — уже 60? Она что, продала в два раза больше автомобилей и заработала в два раза больше денег или произвела в своем бизнесе какие-то решительные перемены, способные оправдать такое увеличение ее ценности? Разумеется, это невозможно. Но как же тогда возникают столь резкие изменения цен на акции IBM, Abercrombie & Fitch и General Electric?

Происходит ли каждый божий год что-либо, способное оправдать такие крупные изменения ценности большинства компаний?

И не забывайте: результаты, что ни год, получаются одни и те же. Для большинства компаний, названных мне студентами, достигаемая в течение всего одного года разница между высшей и низшей ценой попросту огромна. Есть ли в этом какой-нибудь смысл? Чтобы не тратить время студентов (и еще потому, что сосредоточиться на чем-то одном мне, как правило, удается от силы на пару секунд), я обычно сам же и выпаливаю ответ: *нет*. Нет никакого смысла в том, что *ценность* большинства компаний каждый божий год скачет, как бешеная, от низкой к высокой и от высокой к низкой. А с другой стороны, в том, что *цены* на акции большинства компаний именно так и скачут, сомневаться вроде бы не приходится. Достаточно заглянуть в газету — и вы в этом убедитесь.

Вот я и прошу моих заполняющих аудиторию умниц-студентов попробовать объяснить, почему это происходит. Почему *цены* всех этих компаний каждый год меняются так существенно, хотя *ценность* их так меняться не может? Надо сказать, вопрос этот хороший, так что я обычно даю моим студентам время, чтобы они придумали объяснения и теории.

На самом деле это такой хороший вопрос, что, пытаясь ответить на него, серьезные профессора разработали целые области экономических, математических и социологических знаний. Я вам скажу даже более невероятную вещь: большая часть их ученых трудов посвящена созданию теорий о том, как получается, что явление, определенно никакого смысла не имеющее,

все же имеет какой-то смысл. Чтобы выдумать подобного рода теорию, нужно и впрямь иметь семь пядей во лбу.

Так почему же цены так сильно меняются каждый год, если вроде бы ясно, что ценность бизнеса, который они отражают, не меняется? Я объясняю это студентам так: а нам-то с вами какая разница?

Может быть, люди всем скопом сходят с ума. Может быть, им трудно предсказать свои будущие заработки. Может быть, они не могут решить, какой должна быть справедливая прибыль на потраченные ими деньги. Может, они временами впадают в депрессию и не желают платить за акции слишком много. А временами их охватывает восторженное настроение, и им страшно хочется заплатить как можно больше. Вполне возможно, что люди, когда они счастливы, оправдывают высокие цены, давая завышенные оценки своим будущим заработкам, а когда им грустно, оправдывают низкие цены, занижая эти оценки.

Впрочем, как я уже сказал, не исключено, что они просто всем скопом сходят с ума (это мое любимое объяснение). Правда-то состоит в том, что мне вовсе не нужно знать, почему они изъявляют готовность покупать и продавать акции большинства компаний по ценам, которые так сильно меняются за столь краткие периоды времени. Мне нужно знать только одно: *что происходит*. А чем это мне может помочь? Давайте подумаем.

Предположим, вы пришли к выводу, что цена бизнеса (скажем, того же Джейсона) лежит где-то между 10 и 12 долларами за акцию, а в разные месяцы года эти акции продаются по цене от 6 до 11 долларов. Так вот. Если вы^в своей оценке уверены, тогда решить, стоит ли поку-

пять акции, продаваемые примерно за 11 долларов, вам будет непросто. Но если акции этой же компании продаются в этом же году долларов за шесть, решение становится куда более простым! При цене в шесть долларов за акцию, если ваши оценки их ценности близки к верным, вы купите акции «Жвачечных лавок Джейсона» всего по 50—60 центов на доллар (за 50—60 процентов того, что они стоят на самом деле).

Бенжамен Грэхем (Benjamin Graham), величайший из мыслителей и авторов, когда-либо занимавшихся фондовым рынком, говорит об этом так. Представьте, что вы владеете каким-то бизнесом, но не в одиночку, а вместе с партнером — немного чокнутым малым по имени Мистер Рынок. Мистер Рынок подвержен резким переменам настроения. И каждый день он предлагает вам купить его долю бизнеса или продать вашу по какой-то конкретной цене. Решение Мистер Рынок всегда целиком оставляет за вами, и каждый день у вас имеются три возможности выбора. Вы можете продать ваши акции Мистеру Рынку по названной им цене, купить по той же самой цене его акции, а можете вообще ничего не делать.

Иногда Мистер Рынок впадает в такое хорошее настроение, что называет цену, которая намного превосходит настоящую стоимость бизнеса. В такие дни, вероятно, имеет смысл продать ему вашу долю. Однако иногда настроение у него бывает совсем другим, и цену он называет очень низкую. Вы можете воспользоваться этим безумным предложением и купить его долю по заниженной цене. А вот если цена, им предложенная, не слишком высока и не слишком низка в сравнении с ценностью бизнеса, самое правильное для вас — ничего не делать.

Именно так в мире фондовой биржи все и происходит. Рынок ценных бумаг — это и есть Мистер Рынок! Если, согласно сегодняшней газете, акции General Motors продаются по цене 37 долларов, у вас имеется три возможности: вы можете купить акции по цене 37 долларов каждая, вы можете продать ваши акции General Motors и получить за каждую 37 долларов, и, наконец, вы можете не делать ни того, ни другого. Если вы считаете, что акции GM стоят 70 долларов, цена в 37 долларов может показаться вам до смешного низкой, и вы решите прикупить некоторое их количество. Если же вы считаете, что они стоят всего 30 или 35 долларов (а у вас какое-то их количество имеется), вы можете продать свои акции Мистеру Рынку за эти самые 37 долларов. А вот если, по вашему мнению, каждая акция General Motors стоит от 40 до 45 долларов, то лучше ничего не делать. Цена в 37 долларов не настолько низка, чтобы вы могли сильно нажиться на покупке, и не настолько велика, чтобы вам захотелось продать ваши акции.

Короче говоря, никто от вас никаких действий не требует. *Только вы* выбираете, как вам поступить, когда Цена, предлагаемая Мистером Рынком, выглядит очень низкой (в этом случае вы можете прикупить некоторое количество акций) или крайне высокой (и тогда следует подумать о том, чтобы продать ваши акции Мистеру Рынку).

Практику покупки акций по цене значительно меньшей реальной Грэхем называет *капиталовложением с запасом прочности*. Разница между вашей оценкой стоимости акций, составляющей, допустим, 70 долларов, и их продажной ценой в 37 долларов как раз и представляет запас прочности вашей инвестиции в них. Если ваша

оценка стоимости акций General Motors оказалась завышенной, или если дела в автомобильной промышленности стали хуже после того, как вы купили эти акции, запас прочности вашей начальной закупочной цены все-таки позволит вам не потерять деньги.

Даже если ваша начальная оценка стоимости акции — 70 долларов — оказалась слишком высокой, и на самом деле 60, а то и 50 долларов ближе к ее истинной стоимости, закупочная цена в 37 долларов все-таки создает запас, достаточный для того, чтобы вы, потратив на закупку этих акций деньги, что-то да заработали! Грэхем считает: когда вы имеете дело с таким ненормальным партнером, как Мистер Рынок, весь секрет безопасных, надежных и прибыльных капиталовложений состоит в том, чтобы, принимая решение о покупке у него акций какого-то бизнеса, неизменно использовать принцип запаса прочности. По сути дела, две эти концепции — обеспечение запаса прочности при вложении средств в покупку и отношение к фондовой бирже как к партнеру, вроде Мистера Рынка, — с большим успехом использовались многими величайшими инвесторами всех времен.

Но постоит-ка! Одна проблема у нас все еще осталась. Ладно, может, и не одна. Во-первых — об этом мы уже говорили, — откуда вам знать, сколько стоит тот или иной бизнес? Если вы не можете знать, сколько в точности стоит компания, то не можете и разделить эту ее стоимость на число существующих акций, а значит, не можете установить реальную стоимость одной акции. Поэтому, даже если акции General Motors продаются сегодня за 30 долларов, а через несколько месяцев — за 60, вы же все равно не имеете представления о том, какая из этих цен является низкой, а какая — высокой. А вдруг они обе низкие или обе

высокие? Короче говоря, пока мы не определим выгодную для вас цену, вы не сможете ее распознать, даже если она свалится вам на голову!

Во-вторых, если вам все же удастся додуматься до честной цены какого-то бизнеса или хотя бы до диапазона таких цен, откуда вам знать, что ваша догадка верна или что вы хотя бы приблизились к истине? Вы же помните, на чем мы основывались, прикидывая стоимость бизнеса, — на догадках и произвольных оценках. И оценки наши подразумевали попытки предсказать, какие прибыли будет давать этот бизнес в течение многих дальнейших лет. А такие предсказания даже экспертам (что бы это слово ни значило) не по зубам.

И в-третьих, как мы уже говорили, разве толпы умных, тяжело трудящихся людей не пытаются додуматься все до того же самого? Разве не существует на свете огромного множества рыночных аналитиков и профессиональных инвесторов, которые только одним и заняты — попытками понять, сколько стоит та или иная компания? И даже если я действительно научу вас толково вкладывать деньги, разве эти умные, знающие, опытные люди не справятся с таким делом лучше, чем вы? Разве не приберут они к рукам всю очевидную выручку еще до того, как вы о ней успеете задуматься? Куда вам с ними тягаться? Вы ведь только и сделали, что купили книжку, которая уверяет, что даже дети (ну хорошо, подростки) могут научиться делать на фондовой бирже большие Деньги. Есть в этом хоть какой-нибудь смысл? Каковы^в ваши шансы, если честно?

Ну-с, человек здравомыслящий, дочитав до этого места, вполне может ощутить себя дураком — хотя бы отчасти. Но ведь за книгу-то вы уже заплатили! Денежки-то

ваши уже того... Так давайте по крайней мере мужественно встречать то, что выпадает на нашу долю. Во всяком случае, вот вам резюме, готовы вы к нему или не готовы.

КРАТКОЕ РЕЗЮМЕ

1. *Цена* акции может очень сильно меняться за краткий промежуток времени. Это вовсе не означает, что за то же время подобным же образом меняется *ценность* компании, выпустившей акции. По сути дела, фондовая биржа, или рынок ценных бумаг, ведет себя как чокнутый малый по имени Мистер Рынок.
2. Хорошая идея состоит в том, чтобы покупать акции, когда они продаются по цене, намного меньшей, чем ваша оценка их стоимости. Покупая акции с большой ценовой скидкой, вы создаете значительный *запас прочности*, а это делает ваши затраты безопасными и неизменно приносящими прибыль.
3. Из того, что мы пока успели выяснить, следует, что выгодную для вас цену вы не сможете распознать, даже если она вам свалится на голову.
4. А поскольку деньги за эту книгу вы уже заплатили, вам остается только одно — читать ее дальше.

Глава 5

Я очень люблю кино, а самый любимый мой фильм называется «Парень-каратист». Нет, я, разумеется, большой поклонник любого искусства, наслаждаясь которым можно одновременно угощаться воздушной кукурузой и конфетками. Однако в фильме, о котором пойдет речь, есть одна сцена, имеющая для меня особое значение. Там старый учитель карате мистер Мияги должен, как предполагается, обучить подростка, Даниэля, искусству боя. Этот юноша только что пришел в новую для него школу, и его изводят тамошние хулиганы, владеющие карате. Но мистер Мияги, вместо того, чтобы обучать Даниэля, заставляет его работать — мыть машины, красить заборы, драить с песочком полы.

Некоторое время Даниэль моет, красит, драит, чуть ли не стирая пальцы до костей, а потом решает наконец, что с него хватит. Он задает мистеру Мияги примерно такой вопрос: «Почему вместо того, чтобы учиться карате, я должен тратить время на эту простую, черную работу?» И тогда учитель велит ему прервать мытье пола, встать перед ним и начинает осыпать его ударами, восклицая при этом: «Мой! Не мой!» Даниэль отражает каждый Удар круговыми движениями, которые заучил, пока мыл машины. Тогда мистер Мияги, вскричав: «Крась забор!» — попытался двинуть его кулаком в лоб. И снова Даниэль Уклонился от удара, сгибаясь и разгибаясь точно так же, как при покраске забора. Когда же мистер Мияги попробовал пнуть его ногой, Даниэль увернулся, совершив точно такое движение, каким он драил полы.

По сути дела, Даниэль, исполняя простую работу, стал, сам того не заметив, мастером карате. Так вот, зритель, который смотрит хороший фильм, *по собственной воле отказывается от присущей ему недоверчивости*. Иными словами, мы в общем-то знаем, что Ральфу Маччио, актеру, который играет Даниэля, окажись он в темном переулке, умение мыть машины ничем бы не помогло. В реальном мире он и повернуться бы не успел, а уже получил бы по голове и свалился, будто мешок с картошкой. Однако, смотря фильм, мы готовы, и даже хотим верить, что простые методы мистера Мяги способны творить чудеса.

Ну вот и я хочу попросить вас немного попридержаться вашу недоверчивость. И не потому, что собираюсь научить вас чему-то бессмысленному. Напротив, две концепции, о которых пойдет речь в этой главе, просты и очевидны. Дело в том, что они до того уж элементарны, что вам будет трудно поверить, будто такие простые приемы смогут превратить *вас* в гения фондовой биржи. Однако, если сейчас вы отнесетесь к ним с должным вниманием, тогда, уверяю вас, шишек вам в будущем набивать не придется.

Когда мы в последний раз виделись с Джейсоном, героем нашего рассказа, он как раз попросил вас обдумать его волнующее предложение. Оно было простое: не угодно ли вам купить часть его процветающей сети магазинов, торгующих жевательной резинкой — «Жвачечных лавок Джейсона»? (Хочется небось? Вижу-вижу, хочется...) Однако, как бы ни хотелось самому Джейсону продать нам часть своего бизнеса, дать ему ответ оказалось делом непростым.

Заглянув в *декларацию о доходах*, которую предоставил нам Джейсон, мы выяснили, что сеть из 10 его магазинов принесла в прошлом году целых 1,2 миллиона долларов дохода — весьма впечатляющая цифра. Посколь-

ку Джейсон разделил свой бизнес на миллион равных долей, или акций, мы заключили, что каждая из них должна приносить 1,2 доллара дохода (1 миллион 200 тысяч разделили на 1 миллион). Джейсон же просит за каждую акцию 12 долларов, а это означает, что, исходя из результатов прошлого года, «Жвачечные лавки Джейсона» должны давать нам 10 процентов прибыли на каждые выложенные 12 долларов (1,2 делим на 12, получаем 10 процентов).

Эти 10 процентов отдачи, рассчитанные делением приносимого акцией дохода на цену самой акции, называются *доходом по акциям*. Потом мы сравнили десятипроцентный доход по акциям, который нам удалось бы получить, вложив средства в бизнес Джейсона, с шестью процентами, которые мы могли бы без всякого риска зарабатывать на десятилетних облигациях правительства США. И пришли к давшемуся нам без особого труда выводу, что зарабатывать на вложенных нами деньгах 10 процентов в год — это лучше, чем зарабатывать шесть процентов. И разумеется, хотя анализ наш был не так уж и сложен, тут же обнаружили целую кучу проблем.

Во-первых, «Жвачечные лавки Джейсона» принесли эти самые 1,2 доллара на акцию в прошлом году. А что будет в следующем — никому не известно. Если в следующем они 1,2 доллара не принесут, мы получим меньше 10 процентов прибыли на нашу инвестицию и может оказаться, что лучше бы нам было держаться за шесть процентов правительственных облигаций. Во-вторых, даже если в следующем году бизнес Джейсона принесет нам 1,2 доллара на акцию, ^a то и больше, это все равно будет только один год. И откуда нам знать — да и кто вообще это может знать, — много ли Денег станут приносить «Жвачечные лавки Джейсона» в Последующие годы? Может, они будут приносить намного

больше 1,2 доллара на акцию, а может, и намного меньше, и наши прибыли упадут ниже шести процентов, которые мы могли бы, ничем не рискуя, получить от правительства США. И наконец, даже если мы об этих будущих заработках составим какое-то мнение, можем ли мы быть уверенными, в том, что эти наши прогнозы окажутся верными?

Короче говоря, все наши проблемы, похоже, сводятся к следующему: будущее предсказать трудно. Если мы не можем предсказать будущую прибыльность бизнеса, НАМ трудно определить его ценность. Если мы не можем определить ценность бизнеса, то даже при том, что Мистер Рынок временами станет впадать в умопомешательстве и предлагать нам невероятно выгодные цены, мы их всё равно распознать не сумеем. Однако что это мы с вами все время твердим о том, чего мы не знаем? Давайте лучше займемся тем, что знаем точно.

Как уже говорилось, "Жвачечные лавки Джейсона" принесли в прошлом году 1,2 доллара на акцию. При цене в 12 долларов за акцию, мы могли заработать на них 10 процентов (1,2 разделить на 12), все очень просто. Ну что, если бы «Жвачечные лавки Джейсона» принесли в прошлом году 2,4 доллара на акцию, а мы могли бы тем не менее купить их по цене в 12 долларов? Да то, что, раздели 2,4 на 12, мы получили бы 20 процентов. То есть если бы «Жвачечные лавки Джейсона» принесли в прошлом году 2,4 доллара на акцию, мы получили бы 20 процентов. А если бы они принесли 3,6 доллара на акцию, доход составил бы 30 процентов! Ничего сложного.

Теперь слушайте внимательно, потому что в этой главе содержатся только два важных момента, и сейчас я задам вопрос, который позволит выяснить, хорошо ли вы поняли первый из них. При прочих равных условия

если бы у вас имелась возможность купить акции Джейсона за 12 долларов, какой из названных итоговых доходов вы предпочли бы? Вам бы хотелось, чтобы «Жвачечные лавки Джейсона» принесли в прошлом году 1,2 доллара на акцию, 2,4 или 3,6? Иными словами, вы предпочли бы, чтобы доход по акциям, рассчитанный исходя из результатов прошлого года, составлял 10, 20 или 30 процентов? Барабанную дробь, пожалуйста! Если вы ответите, что 30 процентов явно лучше, чем 20 и 10, ответ будет верным! В этом-то все и дело: высокий доход по акциям для вас предпочтительнее низкого, вы хотите, чтобы бизнес приносил на заплаченные вами ваши деньги доход скорее больший, чем меньший. Мойте, мойте!

Все это не так уж и сложно, но вот сейчас мы подбираемся ко второму моменту этой главы, а он связан кое с чем, отличным от первого. (Иначе разве я стал бы повторять одно и то же по второму разу, тратить ваше время! Да я такого никогда и не делаю, разве что в скобках!) Первый момент был связан с тем, какую прибыль мы могли бы получить относительно нашей закупочной цены. Иными словами, речь шла о том, выгодна наша закупочная цена или не очень? Однако цена ценой, но мы можем захотеть узнать кое-что и о самой природе бизнеса. То есть о том, какой бизнес мы приобретаем — *хороший* или *плохой*?

Разумеется, определить, хорош бизнес или плох, можно самыми разными способами. Среди прочего мы можем поинтересоваться качеством его продуктов или услуг, лояльностью потребителей, ценностью брендов, эффективностью операций, талантами менеджеров, силой его конкурентов или его долгосрочными перспективами. Ясно, что все эти критерии, поодиночке или в сочетаниях, помогли бы нам понять, хорош приобретаемый

нами бизнес или плох. И все попытки вынести такого рода суждения потребовали бы от нас догадок, оценок и предсказаний. А как мы с вами уже поняли, дело это тяжелое.

И стало быть, для нас опять имеет смысл приглядеться к тому, что мы уже знаем. Собственно говоря, давайте вообще *никаких* предсказаний делать не будем. А вместо этого посмотрим, что произошло в *прошлом* году. Например, что, если бы мы выяснили следующее: на создание каждого магазина у Джейсона ушло 400 тысяч долларов (сюда входит стоимость инвентаря, витрин и прочего), и каждый из них принес в прошлом году 200 тысяч долларов дохода. Это означало бы, что — во всяком случае, судя по результатам прошлого года — типичный магазин,, входящий в сеть «Жвачечных лавок Джейсона», способен каждый год приносить 200 тысяч долларов дохода при начальных капиталовложениях всего в 400 тысяч. О таком результате говорят обычно как о 50 процентах *прибыли на капитал*. Даже если мы ничего больше не знаем, ежегодная прибыль в 200 тысяч долларов, приносимая магазином, который обошелся в 400 тысяч долларов, выглядит *шю* очень неплохой бизнес. А вот теперь начинается кое-что посложнее (хотя и не очень).

Что, если у Джейсона есть друг Джимбо, который тоже владеет сетью магазинов? И что, если вам представилась возможность купить часть сети его магазинов, называющейся «Просто брокколи»? И если каждый новый магазин обошелся Джимбо все в те же 400 тысяч долларов Но только каждый из них принес в прошлом году всего 10 тысяч долларов дохода? Зарабатывая 10 тысяч долларов в год на магазине, строительство которого обошлось в 400 тысяч долларов, вы получите годовую прибыль *и* 2,5 процента — 2,5 процента прибыли на вложенный

капитал. И вот теперь настал черед сложного вопроса: какой из этих двух бизнесов выглядит лучше? «Жвачечные лавки Джейсона» — бизнес, в котором каждый магазин принес в прошлом году 200 тысяч долларов, а на строительство его ушло 400 тысяч долларов — или «Просто брокколи» — бизнес, в котором каждый магазин принес в прошлом году 10 тысяч долларов, а на строительство которого ушло опять-таки 400 тысяч долларов? Иными словами, какой бизнес лучше — тот, что дает 50 процентов прибыли на вложенный капитал или тот, что дает всего 2,5 процента? Понятное дело, ответ очевиден — и как раз в этом-то и состоит второй момент! Для вас предпочтительнее владеть бизнесом с высокой прибылью на вложенный капитал, чем бизнесом с низкой! Мойте, мойте (или красьте забор, или драйте полы, или еще что-нибудь делайте)!¹

А теперь — большой финал. Помните, я говорил, что вам будет трудно поверить в то, о чем я рассказал в этой главе? В то, что, используя два простеньких инструмента, вы сможете превратиться в гения фондовой биржи? Ну так вот, придется поверить. Вы в него уже превратились.

Как это? *А вот так: как вы узнаете из следующей главы, если вы просто-напросто будете придерживаться правила покупать хорошие компании (те, что дают более высокую прибыль на вложенный в них капитал) и покупать их только по выгодным ценам (таким, что дадут вам высокий доход на акцию), вы будете систематически приобретать многие из хороших компаний, которые снятивший Мистер Рынок станет предлагать вам буквально задаром. Вы сможете*

Если вам хочется выяснить, что мог бы сделать Джимбо, загляните в самый конец этой главы.

добиться такой прибыли на инвестиции, что станете на голову выше даже лучших профессиональных инвесторов (включая самых шустрых из них). Вы сможете превзойти прогнозы лучших профессоров, побить все результаты из научных исследований. Собственно говоря, вы сможете зарабатывать вдвое больше, чем зарабатывает средний участник фондовой биржи!

И более того. Все это вы станете делать сами, без постоянной помощи и без особого риска. И разумеется, ни вдаваясь ни в какие предсказания. Все, что от вас требуется, — следовать простой формуле, основанной на двух концепциях, о которых вы узнали из этой главы. Вы сможете заниматься этим до конца ваших дней — главное начинать лишь после того, как вы убедитесь в том, что это и вправду работает.

Трудно поверить? Ну что же, мое дело — доказать, что так оно и есть. А ваше — потратить время на чтение и понять, что единственная причина, по которой этот простенький метод работает, состоит в том, что он имеет смысл. Однако сначала, как и всегда, вот вам резюме.

КРАТКОЕ РЕЗЮМЕ

1. Покупать акции по *выгодной цене* — самое правильное дело. Один из способов состоит в том, чтобы покупать тот бизнес, который дает на затраченные вами деньги максимально высокую прибыль. Иными словами *высокий доход* по акциям лучше, чем низкий.
2. Покупать акции *хорошего* бизнеса лучше, чем покупать акции *плохого*. Один из способов — покупать бизнес, способный вкладывать свои собственные деньги в более высокую норму прибыли, а не та

у которого норма прибыли ниже. Иными словами, бизнес, который дает высокую *прибыль на вложенный капитал*, лучше того, который дает низкую.

3. Объединяя пункты 1 и 2, мы приходим к выводу, что секрет зарабатывания хороших денег состоит в следующем: нужно покупать *хороший* бизнес по *выгодной* цене.

И самое главное.

4. Не доверяйте ваши деньги человеку по имени Джимбо.

На самом-то деле, если Джимбо не ожидает, что его магазины «Просто брокколи» начнут в следующие годы приносить доход много больший (а такое предположение очевидным образом требует некоторых прогнозов на будущее), представляется совершенно ясным, что бизнес его плох настолько, что ему и магазины-то свои строить не стоило. Если у него имелся выбор: построить за 400 тысяч долларов магазин, который будет приносить ему всего 2,5 процента прибыли на вложенный капитал, или купить облигации правительства США, которые будут приносить — безо всякого риска — шесть процентов, так зачем он вообще этот магазин строил? Открыв свои магазины, Джимбо просто выбросил деньги на ветер! (Нет, он, конечно, получает 2,5 процента прибыли на вложенный в магазины капитал, но ведь на деле-то он просто бросает на ветер еще 3,5 процента, которые мог бы зарабатывать, ничем не рискуя, на облигациях правительства США!)

Глава 6

Итак, мы готовы к тому, чтобы узнать *волшебную формулу*. Конечно, вы, наверное, все еще думаете, что она не сработает, или окажется слишком сложной, или что с книгой, которая уверяет, будто в ней содержится волшебная формула, явно что-то не так. Если вам станет от этого хоть чуточку лучше, я скажу, что даже великий Бенжамен Грэхем, один из самых почитаемых и влиятельных пионеров в области инвестиций, человек, который дал нам представления о Мистере Рынке и запасе прочности, писал о собственной волшебной формуле и пользовался ею. Правда, он ее так не называл (по-видимому, у него имелось некоторое чувство собственного достоинства). Однако Грэхем понимал, что большинству индивидуальных инвесторов и даже многим из профессиональных инвесторов приходится очень туго, когда они делают прогнозы и выполняют анализ на уровне, необходимом для того, чтобы самостоятельно оценить бизнес и вложить в него свои средства. И Грэхем считал, что использование простой формулы, которая хорошо работала в прошлом, даст индивидуальным инвесторам возможность добиваться, вкладывая свои средства, великолепных результатов, и с высокой степенью надежности.

Формула Грэхема подразумевает покупку компаний, курс акций которых низок настолько, что их закупочная цена даже ниже, чем та выручка, которую можно получить, просто-напросто прикрыв компанию и распродав ее активы в пожарном порядке (он называл такие ценные

бумаги по-разному: «выгодными бумагами», «чистыми текущими активами» или акциями, которые продаются по цене меньшей, чем их «чистая ликвидная стоимость»). Грэхем говорил, что, хотя утверждение о том, будто человек может взять да и купить 20-30 компаний, достаточно дешевых, чтобы удовлетворять строгим требованиям его формулы, ни в какой дальнейший анализ не вдаваясь, выглядит «до смешного простым», однако «результаты при этом получатся вполне удовлетворительные». Собственно говоря, Грэхем сам пользовался этой формулой в течение 30 лет, и с немалым успехом.

К сожалению, его формула была придумана в те времена, когда многие акции стоили очень дешево. В течение нескольких десятилетий, последовавших за биржевым крахом 1929 года и наступившей затем Великой депрессией, вложение денег в акции считалось бизнесом крайне рискованным. В большинстве своем инвесторы не хотели вкладывать в акции большие средства, поскольку боялись снова потерять свои деньги. И хотя формула Грэхема продолжала работать многие годы, особенно в те периоды, когда курс акций падал очень низко, на сегодняшних рынках, как правило, трудно, если вообще возможно, найти акции, которые Удовлетворяют строгим требованиям оригинальной формулы Грэхема.

Но это не страшно. С успехом используя свою формулу в течение многих лет, Грэхем показал нам, что простая система обнаружения дешевых акций может привести к надежным, последовательным и хорошим прибылям на вложенные средства. Если Мистеру Рынку угодно продать вам группу акций по ценам столь низким, что они

отвечают строгим требованиям формулы, то *в среднем*, говорит Грэхем, все кончится тем, что у вас образуется целый мешок выгодных покупок. Конечно, не мешает еще выяснить, чем объясняется низкая цена некоторых акций. Существуют компании, которые ровно таких цен и заслуживают, поскольку виды на будущее у них плоховатые. *Однако в среднем, считает Грэхем, покупки, сделанные с применением его формулы, будут выгодными, и выгодность их создается тем, что Мистер Рынок буквальным образом раздает определенные виды бизнеса по неразумно низким ценам.* Грэхем полагает, что, купив группу таких выгодных акций, инвесторы в итоге получают высокую прибыль, не особо волнуясь по поводу нескольких неудачных покупок и не вдаваясь в сложный анализ индивидуальных акций.

Разумеется, это ставит перед нами очевидную проблему. А сами-то мы можем придумать новую формулу, которая позволит нам, не особо рискуя, получить больше рыночного среднего? Можем ли мы найти такую формулу, которая станет работать не только на сегодняшнем рынке, но и окажется достаточно гибкой, чтобы работать и работать на рынке будущего — независимо от общего его уровня? Ну-с, как вы могли бы уже догадаться, можем.) На самом-то деле она вам уже известна!

Вот что мы узнали из предыдущей главы. При прочих равных условиях, если у нас имеется выбор — купить акцию высокодоходную (ту, что приносит больше денег в сравнении с ценой, которую мы платим) или акцию малодоходную (ту, что приносит гораздо меньше дохода по сравнению с ценой, которую мы платим) — нам, пожалуй, лучше выбрать первую. Мы узнали также кое-что еще. При прочих равных условиях, если выбор приходится делать между покупкой акций компании с высокой прибылью

на капитал (компании, магазины или заводы которой приносят большой, в сравнении с затратами на их строительство, доход) и покупкой акций компании с низкой прибылью на капитал (компании, магазины или заводы которой приносят малый, в сравнении с затратами на их строительство, доход, наподобие «Просто брокколи»), то, наверное, лучше купить те, у которых прибыль повыше!

И вот тут начинается самое интересное. Как, по-вашему, что произойдет, если мы просто решим купить акции компаний, у которых и доход на акцию выше, и прибыль на капитал тоже? Иными словами, *что произойдет, если мы не только решим покупать акции хорошего бизнеса (с высокой прибылью на капитал), но и захотим делать это лишь в том случае, когда они доступны по выгодным ценам (таким, которые дадут нам высокий доход на акцию)?* Вот что тогда будет? А я вам скажу, что тогда будет: *мы заработаем кучу денег!* (Или, как говорит об этом Грэхем, «прибыли получатся вполне удовлетворительные!»)

Но право же, разве нечто, столь простое и очевидное, действительно может работать в реальном мире? Для получения ответа на этот вопрос первый логический шаг должен состоять в том, чтобы оглянуться и посмотреть, как строгая стратегия *покупки хорошего бизнеса по выгодным ценам* работала в прошлом. Как выясняется, простая, построенная на здравом смысле стратегия действительно работала, и очень неплохо.

В последние 17 лет обладатель портфеля ценных бумаг примерно из 30 различных акций, отличающихся наилучшим сочетанием высокой прибыли на капитал и высоких доходов на акцию, получал примерно *30,8 процентов* прибыли в год. Если при такой норме прибыли производить вложения средств в течение 17 лет, то *11 тысяч*

*долларов обратятся в 1 миллион*¹. Разумеется, существуют люди, на которых такой результат сильного впечатления не производит. Но с другой стороны, у большинства этих людей попросту не все дома!

За те же 17 лет общая средняя рыночная норма прибыли составила *12,3 процента* в год. Такая норма *обратила бы 11 тысяч долларов в довольно впечатляющие 79 тысяч*. Деньги, конечно, немалые, но ведь *миллион-то долларов больше*\ Причем миллион этот вы могли заработать с гораздо меньшим риском, чем общий инвестиционный риск рынка. Впрочем, об этом мы поговорим потом.

А пока давайте посмотрим, из чего, собственно, составляется волшебная формула. Так нам удастся понять, почему она, при всей своей простоте, работает сейчас и будет работать впредь. Позже мы шаг за шагом рассмотрим сегодняшнее применение волшебной формулы для поиска прибыльных инвестиций. Не забывайте, однако, что вся эта механика — далеко не самое важное. Большую часть работы проделает компьютер. Как вы уже прочли в главе 1, волшебная формула будет долгое время работать на вас лишь при условии, что вы поверите в потрясающую мощь содержащейся в ней логики. Так что постарайтесь разобраться в том, каким образом она производит отбор хороших компаний с выгодными ценами.

¹ Специальная база данных («Point in Time» компании Standard & Poor's Compustat), которую мы использовали для проверки нашей волшебной формулы, содержит данные как раз за последние 17 лет. В ней размещена точная информация, к которой клиенты Compustat прибегают при каждой покупке акций. При норме прибыли в 30,8 процентов в год 11 тысяч долларов обращаются за 17 лет в 1 миллион 56 тысяч долларов (96 умножаем на 11 тысяч). И это без учета налогов и транзакционных издержек.

Формула начинает работу со списка из 3500 крупнейших компаний, акции которых продаются на любой из больших фондовых бирж США¹. Затем она присваивает этим компаниям ранги — от 1 до 3500 — исходя из их прибыли на капитал. Компания с самой высокой прибылью на капитал получит ранг 1, а компания с самой низкой (не исключено, что она просто теряет деньги) — ранг 3500. Ну а компания, которая занимает по прибыли на капитал 232-е место, получит ранг 232.

Затем формула применяет ту же процедуру к доходу на акцию. Компания с наивысшим доходом получает ранг 1, компания с самым низким — ранг 3500. А компания, занимающая по доходу на акцию 153-е место, получит ранг 153.

И наконец, формула строит сочетания этих рангов. Она не ищет компанию с самым высоким рангом по прибыли на капитал или с самым высоким рангом по доходу на акцию. Нет, *она ищет компании с наилучшим сочетанием двух этих факторов*. Так, например, компания, получившая ранг 232 по прибыли на капитал и ранг 153 по доходу на акцию, получит комбинированный ранг 385 ($232 + 153$). Компания с рангом 1 по прибыли на капитал и рангом 1150 по доходу на акцию получит комбинированный ранг 1151 ($1150 + 1$)².

Если у вас с числами отношения сложные, не волнуйтесь. Просто помните, что компании, получающие лучшие комбинированные ранги, — это те, у которых лучше *соне-*

¹ Подробно этот тест описан в Приложении (некоторые ценные бумаги — финансовых и коммунальных компаний — мы из нашего мира акций исключили).

² Из этих двух лучше, понятное дело, 385.

тание двух факторов. В этой системе компания с 232-й по размеру прибылью на капитал может оказаться лучше той, что занимает по этому показателю первое место. Почему? Потому что мы можем купить акции компании; с 232-м рангом по прибыли на капитал (это прекрасный показатель, поскольку компаний целых 3500) по цене достаточно низкой, чтобы обеспечить нам высокий доход на акцию (компания с рангом 153 окажется самой дешевой из 3500). При такой системе ранжирования выбор компании с хорошими рангами обеих категорий (но не самых лучших в каждой) предпочтительнее, чем выбор компании с высшим рангом в одной и средним в другой.

Все очень просто, не так ли? Но ведь не может же *всё* быть настолько легким! Разве может портфель ценных бумаг из 30 с чем-то акций высокого ранга действительно обеспечить такие великолепные результаты? А давайте посмотрим. Взгляните на прибыли, которые были получены за последние 17 лет, решив мы просто следовать рекомендациям волшебной формулы (табл. 6.1).

Таблица 6.1. Результаты применения волшебной формулы

Годы	Волшебная формула, %	«Рыночное среднее»* %	S&P-500
1988	27,1	24,8	16,6
1989	44,6	18	31,7
1990	1,7	(16,1)	(3,1)
1991	70,6	45,6	30,5
1992	32,4	11,4	7,6
1993	17,2	15,9	10,1

Годы	Волшебная формула, %	«Рыночное среднее»*, %	S&P-500,
1994	22	(4,5)	1,3
1995	34	29,1	37,6
1996	17,3	14,9	23
1997	40,4	16,8	33,4
1998	25,5	(2)	28,6
1999	53,0	36,1	21
2000	7,9	(16,8)	(9,1)
2001	69,6	11,5	(11,9)
2002	(4,0)	(24,2)	(22,1)
2003	79,9	68,8	28,7
2004	19,3	17,8	10,9
	30,8	12,3	12,4

* «Рыночное среднее» — это *равновесный* индекс нашей вселенной из 3500 акций. Каждая акция этого индекса дает равный вклад в прибыль. Индекс S&P-500 — это *рыночно взвешенный* индекс 500 крупнейших акций. (Его присваивает компания Standart & Poors — мировой лидер в области оценки кредитных рисков. — *Примеч. науч. ред.*) Акции «большие» (с более высокой рыночной капитализацией) считаются имеющими больший вес, чем «маленькие».

Да ну! Быть того не может. Уж больно они хороши, ваши результаты! Нет, тут наверняка что-то не так. Надо бы эти результаты проверить, да повнимательнее. Хорошо, займемся этим в следующей главе. А пока можно просмотреть краткое резюме и потратить немного времени, просто Радуюсь результатам применения волшебной формулы. На вид они *вполне удовлетворительны*.

КРАТКОЕ РЕЗЮМЕ

1. У Бена Грэхема имелась волшебная формула. Он считал, что покупки, отвечающие строгим требованиям его формулы, станут скорее всего в среднее выгодными — и выгодность их будет обусловлена тем, что Мистер Рынок буквальным образом раздает определенные виды бизнеса по неразумно низким ценам.
2. Сегодня лишь немногие компании отвечают сформулированным Грэхомом строгим правилам.
3. Мы создали новую волшебную формулу — такую, которая требует *отыскивать хорошие компании с выгодными ценами*.
4. Похоже, новая формула работает. Вообще-то, кажется, что работает она слишком уж хорошо.
5. Прежде чем вкладывать в волшебную формулу все до последнего гроша, стоит, наверное, приглядеться к результатам ее работы попристальнее.

Глава 7

«Главные неприятности доставляет нам не то, чего мы не знаем, — сказал в XIX веке журналист Артемис Уорд, — а то, о чем мы знаем, что с ним что-то не так». Вот это вкратце и есть главная наша проблема. Волшебная формула имеет такой вид, точно она вроде бы работает. Вообще говоря, результаты ее работы таковы, что с ними, похоже, не поспоришь. И разумеется, нам хочется, чтобы она работала. Кто же откажется получить кучу денег, не прилагая особых усилий? Но работает ли волшебная формула *на самом деле*? Конечно, цифры выглядят замечательно, однако мы же не знаем, откуда они взялись (или, если уж на то пошло, с кем проводили они время до этого)? И еще интереснее, к чему они, собственно, клонят? Даже если формула работала в прошлом, получается, что мы всего лишь узнали «как была выиграна *давняя* война», так? А в будущем эта формула работать станет? Вообще-то очень хороший вопрос. И прежде чем то, что мы узнали из последней главы, не навлекло на нас серьезных неприятностей, давайте попробуем получить хороший ответ и на него.

Итак, для начала — откуда взялись все эти цифры? Этот вопрос часто возникает, когда оглядываешься и строишь предположения насчет того, что могло быть достигнуто в прошлом. Компьютер, отбирающий те или иные акции, может давать, теоретически, очень эффектные результаты, однако воспроизведение их в реальном мире, вероятно, окажется весьма затруднительным. К примеру, волшебная формула могла отобрать компании настолько маленькие, что желающих купить акции какой-нибудь из

них найдется всего ничего. Маленькие компании нередко выпускают в продажу так мало акций, что даже незначительный спрос способен подбросить их цену до небес. Если именно так все и происходит, наша формула может замечательно выглядеть на бумаге, однако в реальности ее фантастические результаты попросту не воспроизводятся. И поэтому важно, чтобы компании, которые отбирает волшебная формула, были по-настоящему крупными.

В прошлой главе наша формула отобрала 3500 крупнейших компаний, чьи акции продавались на главных фондовых биржах США. Затем формула выбрала из этой группы те компании, которые понравились ей больше всего. Даже самая маленькая из отобранных ею компаний обладала рыночной стоимостью (а это число акций, умноженное на их цену), превышающей 50 миллионов долларов¹. Когда компании обладают такими размерами, индивидуальные инвесторы могут покупать разумное число акций, не вздувая их цены.

Однако давайте посмотрим, что произойдет, если мы слегка поднимем планку. Хорошо бы эта формула работала, для любых компаний, независимо от того, большие они или маленькие. Тогда мы прониклись бы уверенностью в том, что основной принцип — покупать собственность хороших компаний по выгодным ценам — срабатывает независимо от размеров компании. Ладно, давайте вместо того, чтобы возиться с 3500 компаниями, ограничимся 2500 самых больших из этого числа. Самые мелкие из них обладают рыночной ценностью никак не меньшей 200 миллионов долларов. За последние 17 лет (завершившихся в декабре 2004 года) волшебная формула отлично работала и для

¹ Подробности содержатся в Приложении.

этой группы самых крупных компаний. Обладание портфелем ценных бумаг из 30 наборов акций, отобранных с помощью волшебной формулы, давало ежегодную прибыль в 23,7 процента. Причем за то же самое время рыночное среднее этой группы составляло 12,4 процента годовых. Иначе говоря, среднюю годовую прибыль волшебная формула почти удваивала.

Ладно, а что, если мы сделаем еще один шаг? Попробуем снова вернуться и сократить эту группу до 1000 самых больших компаний — тех, которые обладают рыночной стоимостью, превышающей 1 миллиард долларов. Даже крупные институциональные инвесторы, наподобие взаимных или пенсионных фондов, все-таки остаются способными покупать акции таких компаний. Ну и посмотрите, что у них получается (табл. 7.1)!

Опять у нас выходит, что даже самые крупные инвесторы могут практически удвоить ежегодную совокупную прибыль, всего лишь следуя волшебной формуле! Но ведь этого же быть никак не может. Тут, наверное, какая-то хитрость. Уж больно легко все выглядит! И разумеется, какие-то сложности должны встречаться *непрерывно*. Проблемы-то существуют, но то, что волшебная формула на бумаге работает, а в реальном мире нет, к их числу не относится.

Хорошо. Стало быть, компании, отобранные волшебной формулой, не настолько малы, чтобы инвесторам не захотелось их покупать. Как вам такое? Может, волшебной формуле просто повезло с отбором нескольких хороших акций, и потому средние результаты и оказываются такими заманчивыми? А если ей в следующий раз не повезет и полагаться на результаты прошлого будет слишком опасно? По счастью, везение тут решительно ни при чем.

Таблица 7.1. Результаты применения волшебной формулы
(1000 самых дорогих акций)

Годы	Волшебная формула, %	«Рыночное среднее»*, %	S&P-500,
1988	29,4	19,6	16,6
1989	30	27,6	31,7
1990	(6)	(7,1)	(3,1)
1991	51,5	34,4	30,5
1992	16,4	10,3	7,6
1993	0,5	14,4	10,1
1994	15,3	0,5	1,3
1995	55,9	31,4	37,6
1996	37,4	16,2	23
1997	41	19,6	33,4
1998	32,6	9,9	28,6
1999	14,4	35,1	21
2000	12,8	(14,5)	(9,1)
2001	38,2	(9,2)	(11,9)
2002	(25,3)	(22,7)	(22,1)
2003	50,5	41,4	28,7
2004	27,6	17,3	10,9
	22,9	11,7	12,4

* «Рыночное среднее» — это равновесный индекс нашей вселенной из 3500 акций. Каждая акция этого индекса дает равный вклад в прибыль. Индекс S&P-500 — это рыночно взвешенный индекс 500 крупнейших акций.

Все 17 лет мы держали портфель ценных бумаг объемом примерно в 30 разных акций. Каждая была отобрана на

основании однолетнего периода¹. В целом, для *каждого* тестирования отбиралось больше 1500 разных акций (3500 лучших, 2500 лучших и 1000 лучших). Когда мы соединяем все наши тесты, у нас получается больше 4500 компаний, отобранных волшебной формулой! Так что насчет везения тут говорить как-то сложновато. Ладно, но какая-то другая проблема в этом присутствовать все же должна, верно?

Как насчет вот такой? Если волшебная формула отыщет 30 хороших компаний, которые Мистер Рынок решит отдать по бросовым ценам, все замечательно. А ну как не отыщет? Что будет, если выгодные возможности по каким-то причинам исчезнут? Вдруг Мистер Рынок возьмет да и поумнеет и перестанет предлагать нам такие невероятно выгодные сделки? Если это случится, везение нам и вправду изменит. Что ж, давайте попробуем поставить небольшой опыт.

Начнем с крупнейших 2500 компаний и посмотрим, что получится, если мы снова ранжируем их с помощью волшебной формулы. То есть возьмем и присвоим им ранги от 1 до 2500 — от лучшей к худшей. Вспомните, формула отыскивает наилучшие сочетания — комбинации высоких прибылей на капитал с высокими доходами по акциям. Поэтому компании, у которых и с бизнесом все хорошо и которые акции свои продают по выгодным ценам, должны получать ранги близкие к 1, а те, что теряют много денег и акции свои продают втридорога, получают ранги, которые ближе к 2500.

Итак, давайте разделим эти 2500 компаний на 10 равных групп, основываясь на их рангах. Иными словами, в первую

¹ Подробности содержатся в Приложении.

группу будут входить 250 компаний, которые формула оценит как самые хорошие, акции которых продаются по выгодным ценам. Во вторую группу — вторые по результатам этого отбора 250 компаний. В третью группу — третьи и так далее. То есть в итоге группа X будет состоять из 250 компаний, которые по оценкам волшебной формулы и с бизнесом справляются хуже всех, и акции свои продают дорого.

Так что же произойдет, если мы будем проделывать такое разделение каждый месяц на протяжении всех 17 лет? А вот что. Волшебная формула так и будет работать *должным образом*. Компании с наивысшими рангами дадут самые хорошие результаты, а с понижением ранга будет понижаться и прибыль. Первая группа побьет вторую, вторая — третью, третья — четвертую. И так далее — от первой до десятой группы. Первая группа — та, у которой акции с наибольшим рангом, — превзойдет десятую (наихудший ранг) на 15 процентов в год, чему остается лишь изумляться.

Таблица 7.2. Ежегодная прибыль (1988-2004), %

Группа 1	17,9
Группа 2	15,6
Группа 3	14,8
Группа 4	14,2
Группа 5	14,1
Группа 6	12,7
Группа 7	11,3
Группа 8	10,1
Группа 9	5,2
Группа 10	2,5

Вообще-то говоря, создается впечатление, будто волшебная формула способна предсказывать будущее! Если мы знаем, как ранжируются формулой компании, входящие в группу, значит, у нас имеется вполне достаточное представление о том, какие в среднем результаты принесут в будущем наши инвестиции в эти компании. И кроме того, это означает, что, если мы по каким-то причинам не сможем купить акции 30 компаний с самыми высокими рангами, определенными по волшебной формуле, так и ничего страшного. Купим акции следующих 30 и тоже в убытке не останемся. И то же самое с теми 30, которые следуют за ними! Фактически вся группа высшего ранга с делом своим справляется хорошо.

Что способно разрешить и еще одну из наших потенциальных проблем. Вы помните — у Бена Грэхема была своя собственная волшебная формула? Покупка группы акций, которые отвечали строгим требованиям формулы Грэхема, давала отличные результаты. К сожалению, на сегодняшнем рынке условиям оригинальной формулы Грэхема удовлетворяют лишь очень немногие компании, если такие вообще находятся. И это означает, что его формула теперь уже не так полезна, как когда-то. С другой стороны, наша волшебная формула с подобными затруднениями не сталкивается. Она только одно и делает — определяет ранги. А акции с высшими рангами существуют всегда — просто по определению. Мало того, поскольку формула работает упорядочение, нам вовсе не обязательно ограничиваться 30 акциями, которые обладают наивысшими рангами. Поскольку все акции с высокими рангами ведут себя хорошо, выбор у нас всегда остается более чем достаточный!

Для тех из вас, кто готов довольствоваться малым, волшебная формула и вовсе работает как часы. Давайте, попробуйте. Вот это «ранжированное упорядочивание акций». Господи, это же такая редкость! Можно сколько угодно спорить о том, *действительно ли* работает волшебная формула, но ведь совершенно же ясно, кто в этой битве выиграет. Может, хватит уже препираться, а то ведь кто-то может и впрямь пострадать. В конце концов, я уж столько всего об этой формуле наговорил! Так не стоит ли кому-нибудь из вас взять ее, да и опробовать? Вы же на этом всех своих денег не потеряете!

Хорошо, давайте взглянем на резюме, а после...

КРАТКОЕ РЕЗЮМЕ

1. Волшебная формула работает как для больших компаний, так и малых.
2. Волшебная формула прошла серьезные испытания. И прибыли, которые она приносит, вовсе не выглядят игрой случая.
3. Волшебная формула ранжирует акции *в строгом порядке*. В результате у вас всегда имеются большие возможности для выбора акций. Причем волшебная формула с невероятной точностью указывает, как та или иная группа акций будет вести себя в будущем.
4. В следующей главе мы обсудим, сможет ли волшебная формула и дальше давать такие отличные результаты. (Что было бы совсем не плохо!)

Глава 8

Да, готов признать, что по части истории сведения у меня самые расплывчатые¹. Наверное, нужно было лучше учиться в школе. И существует один исторический эпизод, который всегда ставил меня в тупик. Я так и не смог понять, каким это образом мы выиграли Войну за независимость. Посудите сами: нас и было-то всего 13 колоний, а боролись мы с самой сильной страной мира. У Англии имелись самый хороший военный флот, мощнейшая армия и куча денег, а у нас — горстка набранных с бору по сосенке солдат, и все-таки мы победили! Как это случилось? Ну, вообще-то теория у меня имеется. И поскольку сведения по истории у меня, повторю, расплывчатые, я не знаю, рассматривал ли ее кто-нибудь с должной обстоятельностью. Так вот, как я это себе представляю: победрили мы потому, что сражались против оравы законченных идиотов!

В конце концов, стратегия британцев оставляла желать лучшего — много лучшего. С одной стороны, у всех на виду стояли, прекрасно выдерживая строй, британские солдаты, облаченные — ни больше ни меньше — в ярко-красные мундиры. Стояли — и стреляли все разом! А с другой были наши ребята, этакий оборванный, неорганизованный сброд, который прятался за камнями и стволами деревьев и стрелял в ответ по очень удобно расставленным красным мишеням. Чего ж удивляться, что наши победили!

Но вот одного я никак не могу понять. Ведь нельзя же себе представить, будто британцы воевали таким способом

¹ Зато я отлично знаю старые комедии Чарли Чаплина.

впервые. Иначе говоря, что бы я себе ни думал, британский способ ведения войны в прошлом наверняка срабатывал. И я только одно хочу понять—как? Насколько мне известно, они воевали таким образом сотни лет и, по-видимому, — усматриваю я в этом смысл или не усматриваю — с превеликим успехом. И тем не менее стратегия, которая так хорошо работала в прошлом, оказалась непригодной для движения вперед. И британцы дорого заплатили за этот урок.

А что же мы? Мы собираемся выступить в путь, вооружившись отличной, по всей видимости, стратегией. У нас имеется волшебная формула, исполненная смысла и дававшая в прошлом феноменальные результаты. И мы *ожидаем*, что в будущем она принесет нам всяческие успехи. Однако прежде, чем мы выстроимся в очередь за нашими большими деньгами, не стоит ли остановиться и обдумать следующее: как может наша стратегия работать, если о ней знают все на свете? Если мы не найдем правильного ответа на этот очевидный вопрос, то можем превратиться, подобно британцам, в удобные мишени.

Ну, прежде всего должен сообщить вам хорошую новость. Как выяснилось, существует множество случаев, когда наша волшебная формула не работает вообще! Здорово, правда? На самом-то деле портфель ценных бумаг, созданный с помощью волшебной формулы, пять в среднем месяцев в году дает результаты, которые хуже общих рыночных показателей. Да Бог с ними, с месяцами! Иногда волшебная формула не работает целый год, а то и дольше. Еще того лучше!

Представьте, что вы покупаете книгу, которая говорит вам: вкладывайте деньги в группу тех акций, которые выдает вам компьютер. Вы напряженно следите за этими акциями, а они многие месяцы, и даже годы, дают показатели хуже

среднерыночных. А теперь представьте, как вы решаете, что с вас довольно. Больше вы ни этой дурацкой книжке, ни безмозглому компьютеру верить не собираетесь, а намерены засучить рукава и разобраться, что, собственно, представляют собой компании, чьи акции вы купили, и бизнес, которым вы в результате владеете. И представьте, какой ужас охватит вас (об этом мы тоже еще поговорим), когда вы поймете, что если бы вы, перед тем как купить акции, потратили пару минут на изучение этих компаний, то и близко бы не подошли к их акциям. И наконец, представьте, что, несмотря на жуткие результаты, которые приносят вам эти акции, несмотря на их кошмарные перспективы, вы тем не менее продолжаете свято следовать советам все той же дурацкой книжки и безмозглого компьютера!

Впрочем, нам-то чего тревожиться на этот счет? В конце концов, волшебная формула работает, так? Мы же доказали это в прошлой главе! У нас все будет хорошо, и волноваться по поводу нескольких месяцев или лет ее плохой работы нам не приходится. Оно, может, и так, однако если мы приглядимся к статистике за наш весьма успешный семнадцатилетний испытательный срок, то выяснится, что поводов для волнения у нас все-таки предостаточно.

В течение пяти из каждых двенадцати месяцев испытательного срока портфель, созданный с помощью волшебной формулы, давал результаты хуже, чем среднерыночные. Что касается полных годовых периодов, волшебной формуле удавалось превосходить среднерыночные показатели лишь раз в четыре года¹. В одном из

¹ Годовая прибыль рассчитывалась с января 1988-го по январь 1989-го, затем с февраля 1988-го по февраль 1989-го и так далее, до конца 2004 года. Всего было проверено 193 таких годовых периода.

каждых шести протестированных периодов волшебная формула плохо работала дольше двух лет подряд. Вообще, на эти 17 расчудесных лет попадались периоды, когда волшебная формула давала показатели ниже общерыночных в течение трех лет кряду!

Думаете, легко держаться за формулу, которая несколько лет попросту не работает? По-вашему, типичная реакция на такие дела выглядит как «Да знаю я, что она давным-давно не работает!» или «Я знаю, что просто теряю кучу денег, но при этом все равно буду стоять на своем!»? Можете мне поверить, выглядит она совсем иначе.

Давайте, к примеру, возьмем случай автора одной очень хорошо расхвалившейся книги, посвященной инвестициям. Чтобы написать ее, он протестировал десятки формул выбора акций за периоды в десятки лет, надеясь определить стратегии, которые позволяли в течение долгого времени одерживать победы на рынке. Книга у него получилась отличная и очень разумная. А написав ее, автор учредил *инвестиционный фонд открытого типа*, основанный на покупке только тех акций, которые отвечали самой успешной из проверенных им формул.

И два или три первых года его фонд давал показатели, которые были хуже среднерыночных. В один из этих годов — на целых 25 процентов! В течение трех лет фонд выглядел куда бледнее, чем его конкуренты, и автор бестселлера — человек, который провел столько исследований и написал о них книгу, — решил продать компанию, управляющую фондом, любому желающему! Если честно, я не думаю, что он разуверился в своей формуле — просто увидел какие-то лучшие возможности. Наверное, если бы автор мог знать, что этот самый фонд, управлявшийся в строгом соответствии с выбранной им формулой, станет в последующие три года одним из лучших инвестиционных фондов за все время

его существования (включая и первые неудачные годы), пожалуй, он держался бы за него немного дольше!

И эту историю никак нельзя назвать необычной. Непредсказуемость настроений Мистера Рынка и нажим со стороны других, конкурирующих, финансовых менеджеров приводят к тому, что мало кто решается держаться стратегии, которая плохо работает в течение нескольких лет. Собственно, это относится к любой стратегии, какой бы разумной она ни была и какие бы хорошие результаты ни приносила в течение долгих лет. Давайте присмотримся к опыту одного моего друга — «самого толкового финансового менеджера, какого я знаю». Он не то чтобы автоматически покупал все те акции, которые указывал ему компьютер, однако строго придерживался стратегии отбора тех компаний, которым его формула присваивала высшие ранги.

В течение 10 лет он успешно использовал эту стратегию в инвестиционной фирме, где работал, а девять лет назад основал собственную компанию по управлению финансами, построенную на тех же основных принципах. Первые три-четыре года дела у него шли так себе — стратегия, которой он с таким успехом пользовался в прошлом, давала результаты худшие, чем у конкурентов, и даже до среднерыночных показателей не дотягивала. Тем не менее «самый толковый финансовый менеджер, какого я знаю» верил, что в конечном счете она еще покажет себя наилучшим образом, и держался выбранного курса. К сожалению, клиентам его это совсем не нравилось. Подавляющее их большинство ударились в бег, забрав свои деньги, чтобы отдать их менеджерам, которые, в отличие от моего друга, «знают, что делают».

Как вы уже догадались, им лучше бы было остаться. Последние пять-шесть лет оказались для моего друга и его стратегии настолько удачными, что теперь инвестиционный послужной список его фирмы за весь период

ее существования (включающий, опять-таки, те первые тяжелые годы) значительно превосходит среднерыночные показатели за тот же срок. Ныне она входит в малую горстку самых успешных инвестиционных фирм, а их на Уолл-стрит существуют многие тысячи. Фирма моего друга доказала, что терпение вознаграждается, клиентов у нее теперь сотни, а оборот превышает 10 миллиардов долларов. Жаль, конечно, что в годы, когда дела у этой фирмы складывались не очень здорово, большинство ее клиентов ждать дальнейшего развития событий не пожелали. А из самых первых остались всего четверо¹.

Так в чем же смысл всего сказанного? А в том, что, работай волшебная формула постоянно, ее бы, наверное, использовали все и каждый. А если бы ее использовали все, она вообще перестала бы работать. Желających купить выгодные акции, отобранные этой волшебной формулой, нашлось бы столько, что цены на них тут же взлетели бы. Иными словами, начини все пользоваться этой формулой, никакой бы выгоды и не осталось, а сама формула попросту рухнула бы!

И отсюда вытекает следующее: раз эта формула не такая хорошая и безупречная, значит, можно считать, что нам повезло. Как часы она не работает. Она может вообще не работать в течение нескольких лет. А большинство людей так долго ждать не желает. У них слишком короток *временной горизонт инвестиций*. Если для того, чтобы стратегия себя оправдала, требуется ждать несколько лет (три, четыре, а то и пять), большинство за нее держаться не станет. Год-другой она будет давать результаты ниже среднерыночных (принося прибыли, меньшие тех, что

¹ На мое счастье, одним из них оказался я! (Хотя, с другой стороны, я же был его другом, так что податься мне было некуда.)

получают знакомые этих людей), и большинство начнет искать стратегии получше и, как правило, найдет — те, что хорошо работали последние пару лет.

Даже профессиональным финансовым управляющим, которые *верят*, что их стратегии в итоге себя оправдают, приходится, держась за них, переживать трудные времена. Несколько лет плохих, по сравнению со среднерыночными показателями или показателями конкурентов, результатов, и подавляющее большинство их клиентов или инвесторов просто-напросто уходит! Вот почему так трудно держаться за стратегию, которая не похожа на все остальные. Если вы профессиональный менеджер, но дела у вас идут плоховато — а у всех остальных хорошо, — вы рискуете потерять всех ваших клиентов и даже работу!

И многие менеджеры считают, что избежать этого риска можно, лишь вкладывая деньги примерно так же, как это делают все остальные. А это, как правило, требует покупки акций только самых популярных компаний, чьи перспективы на ближайшие несколько кварталов или лет выглядят наиболее многообещающими.

Возможно, теперь вы начинаете понимать, почему волшебной формулой пользуются далеко *не все*. Кто-то за нее, может, и хватается, однако большинство этих людей теряют терпение, не получив за первые несколько месяцев или лет хороших результатов. И возможно, вы начнете понимать, почему я так настаивал в главе 1 на том, что главное — *верить*. Если вы не поверите в то, что волшебная формула будет у вас работать, вы, скорее всего, махнете на нее рукой еще до того, как она заработает. По крайней мере, на это указывает статистика за последние 17 лет. Волшебная формула работает — долгосрочные годовые прибыли в два, а то и в три раза превышают

среднерыночные, — однако прибыли эти возникают, что называется, эпизодически. В краткие периоды времени волшебная формула может срабатывать, а может и не срабатывать, и эти «краткие» периоды иногда выливаются не в дни и месяцы, а в годы. И это хорошо — утверждение странное, но логичное.

То есть хорошо, если вы верите, что за долгие сроки волшебная формула непременно себя оправдывает. Однако, чтобы придерживаться стратегии, которая не оправдывает себя годами, вы должны верить в нее безоговорочно. Конечно, долгий и блестящий послужной список стратегии при этом помогает, однако давайте посмотрим, что скажет ваша интуиция, когда вы познакомитесь со следующей главой.

КРАТКОЕ РЕЗЮМЕ

1. Судя по всему, волшебная формула работает, и отлично работает, но на длительных интервалах времени.
2. А в течение нескольких лет подряд волшебная формула может и не работать.
3. Большинство инвесторов не хотят (или не могут) держаться за стратегию, которая не работает несколько лет подряд.
4. Если вы хотите, чтобы волшебная формула начала работать на вас, нужно верить в то, что она заработает, и обладать долгосрочным инвестиционным горизонтом.
5. Данная глава, возможно, и не самая важная в книге, зато о следующей это можно сказать наверняка.

Глава 9

«Сдерживай тупую утробу, а то блеванешь на третий кегль!»

Да уж, теперь такое не каждый день услышишь. И основная причина тут очень проста. С ходом времени эта фразочка лишилась всякого смысла. Собственно, она и мне-то понадобилась только для того, чтобы пройти, обучаясь в восьмом классе курс работы в печатной мастерской.

Понимаете, в старинные печатные машины литеры устанавливали, выбирая их вручную из особого ящика. И чтобы успешно пройти этот курс, мне и моим товарищам приходилось запоминать, где какие буквы лежат. В нижнем ряду лежали буквы С, Т, У, за ними шло то, что называется третьим кеглем, а следом — А и Б. Вот для того, чтобы запомнить их расположение, мы и придумали формулу: «Сдерживай тупую утробу, а то блеванешь на третий кегль!»

С появлением компьютеров мой маленький мнемонический прием — связанный, в данном случае, с печатанием, — стал бесполезным. Да, с тех времен, как я учился в школе, мир здорово переменялся. Никто больше не преподает печатное дело. Хотя, по счастью, многие предметы сохранили прежний вид. Математика, к примеру, какой была, такой в основном и осталась. И нам, как инвесторам, важно об этом помнить.

Дело в том, что волшебная формула может сохранять способность делать для нас деньги в течение долгого времени, только если принципы, которые лежат в ее

основе, не просто разумны и логичны, но не зависят от времени. Иначе нам не имеет смысла держаться за нее, тем более что кратковременные результаты ее применения оборачиваются против нас. Каким бы простым это ни казалось, однако знание того, что два плюс два это всегда четыре — вещь очень мощная. И сколько бы людей ни уверяло нас в обратном, как бы долго они этим ни занимались и какими бы умниками ни казались, мы от своих убеждений навряд ли откажемся. Примерно так же и наш уровень веры в волшебную формулу определяет, станем ли мы придерживаться стратегии, которая может в течение довольно долгого, на первый взгляд, периода времени представляться и непопулярной, и неуспешной.

Так что там насчет осмысленности волшебной формулы — такой, на самом деле, большой осмысленности, что мы не испытываем колебаний, когда все оборачивается против нас? Хорошо, давайте присмотримся к ней еще раз.

Волшебная формула отбирает компании, присваивая каждой определенный ранг. Тем компаниям, у которых и прибыль на вложенный капитал, и доход на акцию больше, она присваивает наилучшие ранги. Говоря совсем просто, формула систематически помогает нам находить *компании с результатами выше среднего, продающие акции по цене ниже средней.*

Звучит разумно и логично. И если формула действительно именно это и делает, похоже, что она дает нам стратегию, в которую и впрямь можно верить. Что ж, попробуем шаг за шагом проверить, действительно ли это так.

Во-первых, чем отличаются от прочих компании, дающие высокую прибыль на вложенный капитал?

Какого рода компании отбирает наша формула? Что именно позволяет им давать результаты выше среднего? Чтобы ответить на эти вопросы, посмотрим, как идут дела у нашего друга Джейсона.

В прошлом году, если помните, они обстояли очень хорошо. Каждый из его магазинов принес 200 000 долларов. Поскольку в строительство каждого он вложил всего 400 000 долларов (включая стоимость инвентаря, витрин и прочего), прибыль на вложенный им в открытие магазина капитал составила впечатляющие 50 процентов (200 000 поделить на 400 000). А что, в свою очередь, означает это?

Большинство людей и большинство видов бизнеса не способны найти инвестиции, которые будут приносить 50 процентов ежегодной прибыли. Если результаты прошлого года считать надежным показателем, тогда компания Джейсона может и вправду приносить на вложенные им деньги 50 процентов прибыли в год, просто открывая еще по одному магазину, и это делает «Жвачечные лавки Джейсона» совершенно особым бизнесом. Подумайте. Возможность вкладывать деньги и получать 50 процентов прибыли в год — штука очень редкая. Конечно, гарантий того, что новые магазины Джейсона (или старые) так и будут приносить каждый год 50 процентов прибыли, не существует, однако результаты прошлого года можно считать хорошим показателем возможности получать хорошую прибыль, вкладывая деньги в развитие этого бизнеса.

Если все это верно и «Жвачечные лавки Джейсона» способны и дальше приносить высокие прибыли на инвестиции в старые и новые магазины, для самого Джейсона это новость очень хорошая. Прежде всего она может

означать, что прибыли от его бизнеса вовсе не обязаны стоять на одном месте. Конечно, он вправе взять все им полученное и вложить в правительственные облигации, приносящие шесть процентов в год, однако у него есть вариант и получше. Компания может вложить свою прибыль в новый магазин. И тогда не только исходные капиталовложения в первый магазин будут приносить 50 процентов прибыли в год, но у «Жвачечных лавок Джейсона» появится шанс вложить *прибыль*, полученную от первого магазина, в новый магазин, который тоже будет давать 50 процентов прибыли в год!

Такая возможность вкладывать доходы по высоким нормам прибыли чрезвычайно ценна. Например, если «Жвачечные лавки Джейсона» принесли в прошлом году 200 тысяч долларов, у самого Джейсона появилось несколько вариантов дальнейших действий. Он может раздать эту прибыль держателям акций его бизнеса (а уж они будут вкладывать полученные деньги во что захотят). Если в новом году бизнес особенно не изменится, «Жвачечные лавки Джейсона» снова принесут 200 тысяч долларов. Результат получится очень неплохой.

Однако если вместо этого «Жвачечные лавки Джейсона» вложат 200 тысяч прибыли в правительственные облигации, приносящие шесть процентов дохода (3,6 процента после уплаты налогов по сорокапроцентной налоговой ставке), тогда бизнес Джейсона принесет в текущем году уже 207 тысяч 200 долларов (200 тысяч даст магазин, а 7 тысяч 200 — после уплаты налогов — проценты по облигациям). Прибыль получится больше, чем в прошлом году, хотя норма ее прироста будет не очень высокой.

Но тут-то и начинают работать большие деньги. Если Джейсон вложит все те же 200 тысяч долларов в новый

магазин, который даст 50 процентов возврата капитала¹, то в текущем году прибыль «Жвачечных лавок Джейсона» возрастет до 300 тысяч долларов (200 тысяч принесет первый магазин, а дополнительные 100 тысяч составят капиталовложения в новый). Заработать в один год 200 тысяч долларов, а в следующий уже 300 тысяч — значит получить в течение одного года 50 процентов прироста прибыли!

Иными словами, *владение бизнесом, который имеет возможность вкладывать в свое развитие часть своей прибыли или всю ее при очень высокой норме прибыли, может приводить к очень высокой норме роста прибыли!*

Стало быть, теперь мы знаем о бизнесе, который способен приносить высокую прибыль на вложенный капитал, две важные вещи. Во-первых, такой бизнес может также давать возможность вкладывать свой доход с высокой нормой прибыли. Во-вторых, как мы только что выяснили, способность получать высокую прибыль на вложенный капитал может давать возможность вкладывать средства в высокую норму роста прибыли.

И все-таки один очевидный вопрос у нас остается. Если бизнес, вроде того, что у Джейсона, действительно способен приносить 50 процентов прибыли в год при открытии новых магазинов, что же мешает другим людям заметить это и начать открывать собственные магазины, продающие жвачку?

Такие их поступки привели бы «Жвачечные лавки Джейсона» к росту конкуренции. Это может означать,

¹ В этом примере предполагается, что мы можем вложить деньги
^в половину магазина (целиком новый магазин стоит 400 тысяч Долларов).

что Джейсон будет продавать в *своих* магазинах меньше жвачки, или ему придется — для привлечения покупателей — снизить цены. Рост конкуренции может означать, что кто-то построит магазин лучше, чем у Джейсона. Короче говоря, рост конкуренции повлечет за собой уменьшение прибыли от «Жвачечных лавок Джейсона».

Собственно говоря, именно так и работает наша система *капитализма*. Даже если откроются конкурирующие магазины и прибыль на капитал, вложенный в открытие нового магазина Джейсона, упадет до 40 процентов, на этом угроза для его будущих прибылей не исчезнет. Прибыль в 40 процентов на инвестиции в новый магазин — это показатель все еще очень хороший. Люди сочтут ее весьма привлекательной и решат открыть собственные магазины, продающие жвачку. Конкуренция станет еще больше, а прибыль на капитал, вкладываемый в открытие нового магазина, может упасть до 30 процентов.

Но и это еще не конец! Зарабатывать 30 процентов в год на инвестициях тоже очень неплохо. Конкуренция будет, расти и дальше, снижая прибыли, которые приносят нам новые магазины, и старые, уже построенные. Система-капитализма приведет к тому, что прибыли так и будут круто идти вниз, пока ежегодная прибыль, которую приносят продающие жвачку магазины, не перестанет казаться привлекательной кому бы то ни было. Хороша системка! «

Правда, существует еще одно обстоятельство. Если капитализм — такая жесткая штука, как же волшебная формула сможет подыскивать нам компании, которые вообще дают высокую прибыль на вложенный капитал?

Если компания приносит такую прибыль хотя бы в течение одного года, значит, в ее бизнесе присутствует, пусть даже временно, что-то особенное. Иначе конкуренция уже существенно снизила бы ее прибыль на вложенный капитал.

Дело может быть в том, что компания использует относительно новую бизнес-концепцию (скажем, магазин сладостей, в котором продается только жевательная резинка), или новый продукт (допустим, только что появившуюся видеоигру), или лучший продукт (такой как «iPod», который и меньше, и легче, чем продукты конкурентов), или хорошее *имя* бренда (люди с радостью платят за коку больше, чем за джо-колу, поэтому коку можно продавать по более высокой цене — вот она и продолжает, несмотря на конкуренцию, давать ежегодно большую прибыль на вложенный капитал). Или же компания может обладать очень сильной конкурентной позицией (eBay был одним из первых аукционных сайтов, покупателей и продавцов он привлек больше, чем все остальные, поэтому новым аукционным сайтам трудно теперь предлагать своим клиентам такие же, как у него, бонусы).

Короче говоря, компании, способные давать высокую прибыль на вложенный капитал, обладают, скорее всего, какими-то особыми преимуществами. И эти особые преимущества не позволяют конкурентам подрывать способность этих компаний получать прибыли выше среднего.

Те виды бизнеса, у которых ничего особенного не имеется (ни новых или лучших продуктов, ни широко известных брендов, ни сильных конкурентных позиций) будут, скорее всего, давать только среднюю прибыль на

вложенный капитал, а то и еще меньше. Если в бизнесе компании ничего особенного нет, вторгнуться в ее область бизнеса и начать конкурировать с ней легко. Если бизнес дает высокую прибыль на вложенный капитал, а конкурировать с ним легко, конкуренты всегда найдутся! И будут продолжать вести конкурентную борьбу, пока эта прибыль не упадет до среднего уровня.

Однако волшебная формула не выбирает компании со средними прибылями на капитал. И тех, у кого они ниже среднего, тоже не выбирает! (А бизнес наподобие «Просто брокколи» вряд ли принесет высокую прибыль даже в течение одного года!)

Итак, исключая компании с обычной или низкой прибылью на вложенный капитал, волшебная формула начинает с группы компаний, у которых эта прибыль высока.

Разумеется, некоторые из отобранных волшебной формулой компаний не смогут долго поддерживать свои высокие прибыли. И, как мы только что выяснили, бизнесе с высокой прибылью на вложенный капитал обычно привлекает конкурентов. Кроме того, даже посредственному бизнесу могут выпасть хорошие год или два, отчего он достигнет высокой прибыли на вложенный капитал.

Однако *в среднем* выбранные волшебной формулой компании с высокими прибылями на вложенный капитал с большей вероятностью смогут вкладывать часть своих доходов в достижение высокой нормы прибыли и достигать высоких норм роста прибыли. Кроме того, они же обладают особыми конкурентными преимуществами, которые и позволяют им получать прибыли на вложенный капитал, превышающие средний уровень. *Иначе говоря: в среднем волшебная формула подыскивает нам хорошие компании.*

И что же делает волшебная формула с этой самой группой хороших компаний?

Она пытается купить их акции по выгодным ценам!

Формула отбирает только хорошие компании, с высокой отдачей по прибыли. Высокая отдача по прибыли означает, что формула будет выбирать акции лишь тех компаний, которые дадут нам многое — в сравнении с тем, что мы за них заплатим.

Хмм... *покупать компании с результатами выше среднего, по ценам, которые ниже средних...*, А что, может и работать!

Так что теперь говорит вам ваша интуиция?

КРАТКОЕ РЕЗЮМЕ

1. Большинство людей и разновидностей бизнеса не могут найти инвестиций, которые обеспечили бы очень высокие нормы прибыли. Поэтому в компании, которая дает высокую прибыль на вложенный капитал, присутствует нечто особенное.
2. Компании, которые приносят высокую прибыль на вложенный капитал, могут также вкладывать часть своего дохода или весь доход в достижение высокой нормы прибыли. Это очень ценная возможность. Она может приводить к высокой норме роста прибыли.
3. Компании, которые добиваются высокой прибыли на вложенный капитал, скорее всего, обладают каким-то особым преимуществом. Эти особые преимущества не позволяют конкурентам подрывать их способность получать прибыли выше среднего.

4. Исключая компании с обычной или низкой прибылью на вложенный капитал, волшебная формула начинается с группы компаний, у которых эта прибыль высока. А затем совершает попытку купить акции этих превышающих средний уровень компаний по ценам, которые ниже среднего.
5. Поскольку волшебная формула явно имеет смысл, и немалый, за нее следует держаться в любые времена — и в хорошие, и в плохие.

И наконец.

6. Если вас все же вырвет на третий кегль, не забудьте побыстрее удрать с того места!

Глава 10

Люблю ходить под парусом.

Правда, у меня это не очень хорошо получается.

Мне это известно, и не только потому, что жена и дети плавать со мной боятся, но и вообще по собственному трудному опыту. Как-то раз, немного напутав в расчетах силы ветра и течения, я всего на 20 футов разминулся с баржей, в которой длины было, как в трех футбольных полях, не меньше. Этот случай я помню очень хорошо, потому что со мной была жена, которая вообще любые суда терпеть не может. Я все дергал и дергал за стартовый ремень моего подвесного мотора мощностью в пять лошадиных сил (когда действительно нужно, эта дрянь нипочем работать не хочет), а гигантская баржа дудела вовсю, требуя, чтобы я убрался с дороги.

Как правило, парусные суда имеют право преимущественного прохода перед моторными, но поскольку баржа водоизмещением в 9 миллиардов фунтов быстро изменить курс не способна, как раз она-то право прохода и получает (это стоит запомнить — просто на всякий случай). Поэтому я все дергал и дергал за бесполезный ремень, делая вид, будто все у меня под контролем (да и не хотелось мне, чтобы последними словами жены были: «Ненавижу эту проклятую посудину!»), и тут вдруг подул ветерок, наполнил наши паруса, и мы спаслись от страшной угрозы.

Я пересказываю эту историю не потому, что люблю ходить под парусом в одиночку. На самом деле я предпочитаю делать это в компании (состоящей предпоч-

тительно из людей очень храбрых или просто слепых). Пересказываю я ее вот почему: даже при том, что мореход из меня никакой, я все равно люблю поплавать. Примерно так же относятся многие к инвестированию I на фондовой бирже. Справляются они с этим делом плоховато, могут даже попросту и не знать, насколько хорошо оно им дается, однако что-то в этих занятиях или, если угодно, впечатлениях, наполняет их удовольствием.

Некоторых использование волшебной формулы может лишить части удовольствия, которое они испытывают, делая инвестиции. Я их отлично понимаю. Существуют также люди, хорошо подбирающие индивидуальные акции — или способные их хорошо подбирать — без всяких волшебных формул. И это тоже очень хорошо. Глава, следующая за этой, способна дать и тем, и другим некоторые представления о том, что им следует знать, если они хотят преуспеть, выбирая акции на свой страх и риск. Из нее они смогут также узнать, как можно использовать принципы, на которых основана волшебная формула, самостоятельно принимая решения о том, во что вкладывать деньги. Все-таки перед тем, как решать, будете-использовать при этом волшебную формулу или нет, кое-что понять не мешает.

Во-первых, я еще не говорил вам, что послужное список волшебной формулы попросту превосходен. И не сообщал я вам эту радостную новость по одной причине. Хороший послужной список — это вовсе не повод, способный заставить вас ею воспользоваться, но он вовсе не гарантирует отличные результаты в будущем. Более того, он вовсе не является причиной держаться за волшебную формулу, даже если результаты ее примем

нения обратятся против вас. Правда состоит в том, что хороший послужной список способен помочь вам только тогда, когда вы поймете, *почему* он так хорош. Теперь, когда вы знаете, что, попросту говоря, *волшебная формула более чем осмысленна*, я могу доверить вам еще кое-какие хорошие новости, не опасаясь, что вы ими чрезмерно увлечетесь.

Как вы помните, волшебная формула тестировалась на протяжении последних 17 лет. Портфель ценных бумаг из акций примерно 30 разных компаний, отобранных волшебной формулой, сохранялся в течение всего этого времени, а каждая индивидуальная акция сохранялась примерно в течение одного года. Производительность портфеля измерялась по 193 отдельным годовым периодам¹. Обычно портфель акций, отобранных с помощью волшебной формулы, побивал среднерыночные показатели, однако имелись одно-, двух- и даже трехлетние периоды, в которые этого не происходило. В результате возникал риск, что инвесторы могут отказаться от применения формулы еще до того, как она продемонстрирует свое волшебство.

Как мы уже говорили, для однолетних периодов наш портфель не дотягивал до среднерыночных результатов примерно раз в четыре года. При использовании

¹ Производительность измерялась с января 1988-го по январь 1989-го, затем с февраля 1988-го по февраль 1989-го, затем с марта 1988-го по март 1989-го — и т. д., кончая 31 декабря 2004-го. Всего было проверено 193 таких годовых периода. Обычно это называют скользящим однолетним периодом, и их получилось 193. Для трехлетних скользящих периодов производительность измерялась с января 1988-го по январь 1991-го, с февраля 1988-го по февраль 1991-го и т. д.

формулы для периодов двухлетних (начинающихся с любого месяца в течение этих 17 лет) он давал результаты ниже среднерыночных для одного из шести таких периодов. Выглядит это отнюдь не плохо, однако| примиряться в течение двух лет с результатами, которые ниже среднерыночных, совсем не легко! Но погодите хорошие новости еще не закончились. При исследовании формулы применительно к трехлетним периодам волшебная формула побивала средние рыночные показатели *в 95 процентах случаев* (в 160 из 169 проверенных)!¹

Но и это не все! Если взять периоды длиннее трех лет окажется, что денег в них вы не теряете *никогда*. Вот именно! Если в течение этого семнадцатилетнего периода вы держались за волшебную формулу дольше трех лет то деньги вы получали в 100 процентах случаев (169 из 169 трехлетних периодов)². Из 169 проверенных трехлетние периоды *худший* давал выручку *в 11 процентов*. А *худший* результат рыночного среднего составил *46 процентов потерь*. Разница немалая!

Опять-таки, и это еще не все. Результаты, о которых вы только что прочитали, получены для выборки 1 тысячи, самых крупных компаний (с рыночной ценностью

¹ Трехлетних периодов проверялось меньше, чем однолетних поскольку последний трехлетний начинался в январе 2002-го, а завершался 31 декабря 2004-го. Последний же однолетний начинался в январе 2004-го.

² Иными словами, за семнадцатилетний испытательных срок портфель ценных бумаг волшебной формулы оставался прибыльным, даже если среднерыночных результатов он сильно не превышал.

превышающей 1 миллиард долларов). А результаты для акций 3500 крупнейших компаний (рыночная ценность больше 50 миллионов долларов) — для той группы акций, в которой обычно производят закупки индивидуальные инвесторы, оказались еще и лучшими¹. *Каждый* из проверенных трехлетних периодов (169 из 169) дал для портфеля ценных бумаг волшебной формулы положительные результаты, и *каждый* превзошел среднерыночные показатели (169 из 169). И это чистая правда. *Волшебная формула превосходила среднерыночные показатели в каждый отдельный период!* Ну так, может, в этой волшебной формуле что-то все-таки *есть*, а?

Да, но вправе ли мы ожидать, что станем получать такие отличные результаты, не навлекая на себя никакого риска? А вот тут ответ нередко зависит от того, что вы понимаете под словом «риск»². Оно конечно, за последние 50 лет профессора экономических наук предлагали самые удивительные методы измерения или сравнения рисков, однако большинство их способов измерения для вас бесполезны. И это особенно верно, если вы решите вкладывать деньги с по-настоящему продолжительным временным горизонтом. Вообще, размышляя о рисках, лучше не вдаваться в чрезмерные усложнения, а уяснить две действительно важные вещи, связанные со стратегией инвестиций.

¹ Для группы в 3500 компаний худший трехлетний период дал для портфеля ценных бумаг волшебной формулы выигрыш в 35 процентов. Для рыночного среднего худшим трехлетним результатом стала потеря в 45 процентов!

² Впрочем, в нашем случае как его ни понимай, волшебная формула все равно выглядит чертовски здорово.

1. *Каков риск лишиться денег, следуя данной стратегии в течение долгого времени ?*
2. *Каков риск того, что выбранная вами стратегия будет — в течение долгого срока — работать хуже, чем альтернативные ?*

Ну-с, и как же волшебная формула ведет себя при таком определении риска? Поскольку довольно легко спроектировать стратегию, которая дает прибыли, *равные* среднерыночным¹ (хотя большинству профессиональных инвесторов, о чем мы еще поговорим, и до среднерыночных дотянуть не удастся), мы можем — и это самое малое — произвести разумное сравнение этих двух простых стратегий. Вот и давайте его произведем.

Взяв наш испытательный срок и используя относительно короткие трехлетние периоды, мы увидим, что стратегия волшебной формулы показывает дьявольски хорошие результаты. Прибыли, получаемые с ее помощью, намного превосходят среднерыночные. Стратегия волшебной формулы никогда не приводит к потере денег². Она превосходила среднерыночные показатели почти в каждом из проверенных трехлетних периодов. Короче говоря, стратегия волшебной формулы давала результаты лучше среднерыночных и с меньшим риском.

¹ Таковую, например, как инвестиции в индексный или стабилизационный фонды (ETF).

² По среднерыночным показателям деньги терялись в 12 процентах просмотренных трехлетних периодов. Но, разумеется, несмотря на стопроцентный успех волшебной формулы на протяжении нашего испытательного срока, почти не приходится сомневаться в том, что в будущем эта стратегия станет давать в течение каких-то периодов отрицательные результаты.

Те, кто держался за стратегию волшебной формулы в эти трехлетние периоды, получал превосходные результаты, но так может получаться далеко не всегда. Даже лучшим инвестиционным стратегиям требуется долгое время, чтобы показать, на что они способны. Если инвестиционная стратегия действительно хороша, шансы на успех при ее использовании становятся тем большими, чем продолжительнее ваши временные горизонты. Идеальными являются горизонты в 5, 10 и даже 20 лет.

Дело это нелегкое, однако даже способность удерживать ваши инвестиции в фондовую биржу на срок от трех до пяти лет дает вам немалое преимущество перед большинством инвесторов. Эти сроки являются также минимальными временными рамками для сравнения рисков и результатов любых альтернативных инвестиционных стратегий.

Теперь мы с вами гораздо лучше понимаем, насколько сильна волшебная формула и с каким низким риском она связана, однако прежде чем переходить к следующей главе нам все же необходимо разрешить еще одну проблему. Связана она с нашим давним знакомым Мистером Рынком, и ключевую роль в ней играет опять-таки выдерживание должного временного горизонта.

Как вы, возможно, помните со времени нашего первого посещения бизнес-школы, состоявшегося в главе 4, эмоциональное состояние Мистера Рынка то и дело меняется, что и создает очень прибыльные возможности, которые волшебная формула позволяет нам с выгодой использовать. Однако, если Мистер Рынок настолько неустойчив, как же мы можем надеяться, что он будет честно оплачивать наши выгодные сделки?

А если мы не будем неизменно получать от него справедливую цену, наша с ним выгодная сделка так простой бумажкой и останется (а то и обратится просто в пустой звук!).

И поэтому вам следует узнать о Мистере Рынке кое-что еще:

- в течение коротких периодов времени Мистер Рынок может вести себя как человек очень эмоциональный, *способный покупать или продавать акции по страшно заниженным или взвинченным ценам;*
- что касается долгих периодов, тут история совсем иная: *Мистер Рынок все делает правильно.*

Вот те на! Если рассматривать Мистера Рынка в течение долгих периодов времени, то он оказывается человеком совершенно резонным. Возможно, придется подождать несколько недель или месяцев, а нередко, бывает и лет, но в конце концов он оплатит наши акции по справедливой цене. Собственно, в начале каждого семестра я даю своим студентам, изучающим бизнес, гарантию. Я гарантирую им, что если они как следуют постараются, оценивая ту или иную компанию, Мистер Рынок с ними в конце концов согласится. Я говорю им, что, если их анализ оказывается верным, обычно приходится ждать года два или три, а иногда и больше, прежде чем Мистер Рынок вознаградит их закупочные усилия справедливой ценой.

Но как же это может быть? Разве Мистер Рынок — это не мешок со страстями? Ну, на короткое время он может поддаваться страстям и эмоциям, однако в конечном счете факты и реальность берут свое. Если на какой-то короткий срок чрезмерно эмоциональный Мистер Рынок

сбивает цену акций до совсем уж несправедливой (это бывает, например, когда компания сообщает, что у нее имеются плохие новости или что таковые появятся у нее в ближайшем будущем), события могут развиваться по нескольким путям.

Во-первых, сообразительных людей в этом деле всегда предостаточно. Если цена, которую предлагает Мистер Рынок, по-настоящему выгодна, кто-то из них рано или поздно поймет это, закупит акции, и сама эта закупка повысит их цену до примерно правильной. Это не обязательно произойдет сразу и быстро. Иногда неопределенность в отношении перспектив той или иной компании на ближние сроки отпугивает потенциальных покупателей. Иногда эмоции одерживают верх в течение нескольких лет. Но со временем причины столь эмоциональных реакций исчезнут, и проблема их разрешается. Разрешение может быть положительным или отрицательным. На самом деле это и не важно. Если неопределенность по поводу прибылей компании на ближайшие два или три года отсутствует, подождав достаточно долгий срок, мы так или иначе получим ответ (пусть даже нам придется прождать те самые два или три года!). А как только станет известно реальное положение дел, сообразительные инвесторы начнут покупать акции, при условии, что это все еще будет выгодно.

Во-вторых, даже если так называемые сообразительные люди выгодной возможности не признают и акций покупать не станут, цены на них могут сдвинуться к правильным и другими путями. Нередко компании сами выкупают собственные акции. Если компания считает, что акции ее недооцениваются, ее руководство может решить, что использовать собственные средства и выкупить часть

своих акций — это выгодное капиталовложение¹. И такая закупка компанией собственных акций приводит к тому, что цены на них растут, а это помогает исключить некоторые возможности спекуляции ими.

Если и это не сработает, все равно останутся возможности приблизить цену акций к реальной. Не забывайте: запас акций представляет собой процент обладания собственностью компании. Тот, кто скупит все ее акции, станет ее собственником. Нередко, если возможность купить акции по дешевке существует достаточно долгое время, другая компания или крупная инвестиционная фирма может решиться скупить все выпущенные акции, а стало быть, и купить саму компанию. Иногда одна лишь возможность появления такого закупщика приводит к тому, что цены акций поднимаются до реальных.

Короче говоря, с течением времени взаимодействие, всех этих факторов — наличия умных инвесторов, ищущих выгодные возможности, выкупа компаниями собственных акций и захвата или возможности захвата компании в целом — приводит к тому, что цены на акции приближаются к правильным. Иногда этот процесс совершается быстро, иногда — занимает несколько лет.

Хотя на краткие сроки Мистер Рынок может устанавливать цены на акции, исходя из эмоций, однако с течением времени наибольшее значение для него приобретает ценность компании.

¹ Это может уменьшить фонды компании, но уменьшит также и количество акций, выпущенных ею в обращение. А если число акций компании уменьшается, каждый их обладатель получает больший процент прибылей компании.

Это означает, что если вы покупаете акции по цене, которая представляется вам выгодной, и оказываетесь правы, Мистер Рынок со временем согласится выкупить их у вас по справедливой цене. То есть выгодные закупки себя оправдывают. Происходит это не всегда быстро, однако обычно Мистеру Рынку хватает двух-трех лет для того, чтобы понять, что к чему.

Ну вот, все хорошие новости я вам сообщил, а теперь давайте посмотрим, не удастся ли нам пройти под парусом через следующую главу, не налетев ни на какую баржу.

КРАТКОЕ РЕЗЮМЕ

1. Волшебная формула работает. И даже лучше, чем я говорил вам до сих пор.
2. Волшебная формула достигает своих намного лучших результатов с куда меньшим риском, чем тот, что связан со среднерыночными показателями.
3. Хотя на краткие сроки Мистер Рынок может устанавливать цены на акции, исходя из эмоций, однако с течением времени наибольшее значение для него приобретает их *ценность*.

Если вас так и не стошнило на третий кегль, милости прошу, попробуйте покататься со мной под парусом.

Глава 11

Ну-с, представим себе, что волшебная формула вам ни к чему. Высокие прибыли, низкий риск, простота, логичность — все это вам не интересно. Вы хотите — действительно *нуждаетесь* в этом — выбирать акции самостоятельно! И ничто, в особенности какая-то там идиотская формула, не посмеет встать на вашем пути. Вы залезли на скалу, которую выбрали сами, и слезать с нее не намерены — даже и уговаривать нечего! Ну и пожалуйста! Я все понимаю, все отлично. Вы только запомните нижеследующее (это я позаимствовал из другого моего сочинения):

Выбирать индивидуальные акции, не имея никакого представления о том, что вы, собственно, ищете, — это примерно то же, что разгуливать по динамитной фабрике с горящей спичкой в руке. Жизнь, вы, может, и сохраните, но идиотом так навсегда и останетесь.

Ну хорошо, а как же вы *можете выбрать* акции разумным образом? Что вам *следует* искать? Даже если вы решите не применять волшебную формулу, нельзя ли *все же* как-то использовать ее, чтобы не просадить все ваши деньги? Что ж, хорошо, что вы об этом спросили. Давайте разбираться.

Как мы уже знаем, волшебная формула выбирает акции и с высокой доходностью, и с высокой прибылью на вложенный капитал. Что касается доходности, формула ищет компании, которые принесли много денег — много в сравнении с теми, что *нам* приходится за их акции заплатить. Что касается прибыли на вложенный капитал, формула ищет компании, которые зарабатывают много

в сравнении с тем, что приходится заплатить *самой компании* за активы, которые этот заработок создали. Для расчета этих отношений формула не пытается понять, сколько компания заработает в будущем. Это дело темное. Волшебная формула использует заработки *прошлого года*.

Занятно отметить, что, вообще говоря, этот подход выглядит неправильным. Ценность компании определяется тем, сколько денег она принесет нам в будущем, а не тем, что с ней случилось в прошлом. Если компания принесла в прошлом году два доллара на акцию, но в этом принесет один доллар, а в будущем — так даже и меньше, использование прошлогодних доходов для расчета доходности и прибыли на вложенный капитал может оказаться большой ошибкой. А волшебная формула именно это и делает!

Фактически довольно часто краткосрочные перспективы выбранных волшебной формулой компаний выглядят не так уж и здорово. А во многих случаях ее перспективы на следующие год-два кажутся просто страшноватыми. Но это и есть одна из причин, по которым волшебной формуле удастся отыскивать компании, цены которых *выглядят* выгодными. Если бы вместо результатов прошлого года использовались результаты нынешнего или следующего, многие из подобранных волшебной формулой компаний вовсе не выглядели бы выгодными!

Ну так а нам-то что делать? В идеале нам следовало бы — вместо того чтобы слепо скармливать волшебной формуле *прошлогодние* результаты по части доходности — скормить ей оценки доходности за *нормальный год*¹. Конечно,

¹ Это такой год, в который не произошло ничего из ряда вон выходящего или необычного — ни с компанией, ни с индустрией, ни с экономикой в целом.

прошлогодние результаты вполне могут дать представление о положении дел, однако прошлый год может быть и нетипичным — по самым разным причинам. Доходы компании могли оказаться выше нормальных благодаря чрезвычайно благоприятным условиям, которые в большинстве прочих годов могут не повториться. И наоборот, если в работе компании возникли временные сложности, то ее доходы снизились бы по сравнению с нормальным годом.

Такие же проблемы связаны и с использованием в формуле оценок дохода на *следующий год*. Следующий год может оказаться нетипичным. Так что одно из решений состоит в том, чтобы использовать еще более дальние оценки — оценивать доходы за три или четыре года при нормальных или средних внешних условиях. Тогда всякие краткосрочные обстоятельства, которые повлияли на доходность прошлого года или могут сказаться на доходности за следующие год-два, будут исключены.

В этом идеальном мире мы могли бы даже взять наши оценки нормальных доходов и рассчитать доходность и прибыль на вложенный капитал. Используя принципы волшебной формулы, мы могли бы взять за основу нормальные доходы и поискать компании, которые отличаются высокой доходностью и прибылью на вложенный капитал. Разумеется, для этого нам нужно было бы понять, насколько мы уверены в наших оценках, и решить, станут ли эти доходы возрастать в будущем¹. Тогда мы смогли бы сравнить доходность,

¹ А также имеется ли в компании честная команда менеджеров, которая станет по-умному инвестировать ее прибыли.

полученную на основе нормального дохода, с тем, что дают лишенные риска шестипроцентные правительственные облигации и прочие наши инвестиционные возможности.

Как-то сложновато все выглядит, верно? Ну, так оно сложновато и есть. Но не невозможно. Люди, которые выполняют такого рода анализ, существуют. Собственно говоря, именно так я и мои партнеры используем принципы, лежащие в основе волшебной формулы, чтобы решить, во что мы будем вкладывать наши деньги. Однако, если вы такого анализа проделать не можете, тогда (сейчас будет главный момент этой главы) не связывайтесь лучше с самостоятельным выбором индивидуальных акций для инвестиций!

Вот именно. Забудьте о нем!

Но погодите секунду. Ведь волшебная формула справляется с делом очень неплохо, а она использует всего лишь прошлогодние доходы. Оценок она никаких не делает, думать тоже не думает. Как же получается, что волшебная формула акции выбирает, а вам я говорю, чтобы вы о выборе индивидуальных акций и думать забыли?

Что ж, ответ таков: волшебная формула тоже индивидуальных акций не выбирает. Она выбирает сразу многие.

Если просмотреть цельный портфель акций, выяснится, что прошлогодние доходы часто оказываются хорошим показателем того, как будут выглядеть будущие. Разумеется, для отдельных компаний это может быть и не так. Однако в среднем прошлогодние доходы часто позволяют дать оценку дальнейшего развития нормальных доходов.

Именно поэтому, если мы используем волшебную формулу, нам необходимо иметь акции 20-30 разных компаний сразу. В случае волшебной формулы нам требуется среднее (то есть средняя прибыль от портфеля акций, выбранных волшебной формулой). Поскольку средние результаты использования волшебной формулы будут давать, как можно надеяться, очень хорошую прибыль на инвестиции, владение множеством выбранных ею разных акций сможет гарантировать, что вы будете держаться близко к этому среднему.

Надеюсь, я уже убедил 99 процентов из вас, что лучше всего — просто держаться за волшебную формулу. Однако, если среди вас все же остались те, кто надеется разработать стратегию, которая позволит одержать победу, самостоятельно подбирая индивидуальные акции, им стоит подумать еще кое о чем. Даже профессиональные аналитики-исследователи и финансовые менеджеры находят составление точных прогнозов относительно доходов индивидуальных компаний делом затруднительным. А составление точных прогнозов для 20 или 30 компаний представляется этим профессионалам еще более трудным. Трудно будет и вам.

Поэтому я предлагаю следующее. Если вы, несмотря на все мои предостережения, все еще испытываете потребность покупать индивидуальные акции, даже не пытайтесь делать большое число прогнозов. Ограничьтесь в ваших инвестициях небольшим числом «хороших» компаний, акции которых доступны по выгодным ценам. Для тех немногих инвесторов, которые способны оценивать нормальный доход на несколько лет вперед и определять ценность того или иного бизнеса, владение акциями небольшого числа компаний, купленными по

выгодным ценам, — самое верное дело. Общее практическое правило таково: если вы действительно сильны по части исследований и обладаете хорошим пониманием компаний, акции которых покупаете, акции пяти-восьми компаний из разных индустрии должны составлять 80 процентов всего вашего портфеля ценных бумаг¹.

А как быть, если оценивать бизнес и делать прогнозы вы не умеете? Может, есть какой-то еще способ толково играть в игру подбора акций? Оно, конечно, болтаться со спичками по динамитной фабрике — дело неразумное, ну так и что с того? Некоторым как раз взрывы больше всего и нравятся. Ладно, слушайте. Существует альтернативная стратегия, и тоже вполне осмысленная. Хотя и для ее применения волшебная формула вам все же понадобится, никуда вы от нее не денетесь (по крайней мере, в этой книге).

Вот она. Разве нельзя — вместо того, чтобы вслепую выбирать акции, которые увлекли ваше воображение, или вслепую же принимать выбор волшебной формулы — соединить одно с другим? Начните с волшебной формулы, составьте список компаний с наилучшими рангами. Потом выберите из него — каким угодно способом — те, что вам больше всего нравятся. Только выбирать надо исключительно из 50 или 100 лучших компаний, отобранных волшебной формулой². Но только, используя этот метод, вы все же должны будете

¹ Вы не уверены, что это имеет смысл? Загляните в текст в конце главы.

² Не волнуйтесь! Как с легкостью составлять список компаний с наилучшими рангами, мы с вами еще узнаем.

составить портфель из акций 10—30 разных компаний (ближе к 10 могут расположиться те, кто и вправду кое-что смыслит в оценивании бизнеса, а ближе к 30 — те, кто отбирает акции как бог на душу положит). И все дела.

А теперь подведем итоги.

КРАТКОЕ РЕЗЮМЕ

1. Большинству людей лучше не связываться с самостоятельным выбором индивидуальных акций для инвестиций!
2. Перечитайте пункт 1.
3. Но если уж вы без этого никак и если вы действительно умеете предсказывать нормализованные доходы на несколько лет вперед, используйте ваши оценки для предсказания доходности и прибыли на вложенный капитал. А потом, основываясь на полученных результатах, примените принципы волшебной формулы для поиска хороших компаний с выгодными ценами.
4. Если вы действительно понимаете бизнес, частью которого владеете, и в высшей степени уверены в своих оценках нормализованного дохода, владение купленными по выгодным ценам акциями пяти-восьми компаний из различных индустрии может быть надежной и эффективной инвестиционной стратегией.
5. *Большинству людей лучше не связываться с самостоятельным выбором индивидуальных акций для инвестиций.!(Я этого раньше нигде не говорил?)*

Каким это образом владение акциями пяти-восьми компаний может быть безопасной стратегией? Представьте себе это таким образом¹. Вы — преуспевающий провинциальный бизнесмен и только что продали свой бизнес за 1 миллион долларов. Вы хотите разумно вложить эти деньги, чтобы в течение многих лет надежно получать хорошую прибыль. У вас имеется возможность реинвестировать вырученные вами при продаже вашего бизнеса деньги, купив некие доли других разновидностей бизнеса, существующих в вашем городе. Примерно в 30 таких разновидностях вы кое-что понимаете, а план ваш таков: вложить деньги в компании, которые вы хорошо понимаете, у которых хорошее будущее и которые продают свои акции по разумным ценам.

Вы отбираете несколько компаний — тех, относительно которых считаете себя способным делать предсказания, и оцениваете их нормальные доходы на несколько лет вперед. Вам нужны те компании, которые, по вашему мнению, смогут продолжать вести свой бизнес в течение многих лет, и компании, которые обладают способностью наращивать свои доходы во времени. Затем вы, основываясь на своих оценках, рассчитываете для каждой из них доходность и прибыль на вложенный капитал. Цель ваша состоит, разумеется, в том, чтобы найти хороший бизнес, акции которого продаются по выгодным ценам. А затем, основываясь на своем анализе, вы выбираете пять лучших компаний и вкладываете в каждую по 200 тысяч долларов.

Такое поведение кажется вам рискованным? Оно было бы рискованным, если бы вы и понятия не имели о том, как читать декларации о доходах или оценивать

¹ Я позаимствовал аналогию у одного из величайших инвесторов мира.

отдельный бизнес. Хорошо, а если вы все это умеете, достаточно ли будет купить доли участия всего в пяти лучших видах бизнеса? Может, правильнее все-таки взять восемь? Думаю, большинство людей, в особенности те, кто относится к акциям как к долгосрочному владению долей реального бизнеса, сочли бы распределение 1 миллиона долларов по пяти-восьми компаниям разных индустрии поступком благоразумным.

По крайней мере, такой точки зрения придерживаюсь я применительно к *моему* инвестиционному портфелю. Чем большее доверие я питаю к каждой из выбранных мной компаний, тем меньшее их число должно быть представлено в моем портфеле, чтобы я чувствовал себя уверенно. Впрочем, большинство инвесторов исповедуют совсем иные взгляды и на акции, и на построение портфеля акций.

Как-то так получается, что, когда права владения разделяются на доли, на акции, цены на которые скачут вместе с настроениями Мистера Рынка, и обычные люди, и профессионалы начинают задумываться о риске и измерять его самыми удивительными способами. А когда в ход идут краткосрочное мышление и сверхсложная статистика, владение акциями многих компаний, о которых вы почти ничего не знаете, начинает представляться более безопасным, чем владение акциями пяти-восьми, у которых и бизнес хорош, и будущее предсказуемо, и цены выгодны. Короче говоря, для тех немногих людей, у которых имеются способности, знания и время, чтобы прогнозировать нормализованные доходы и оценивать отдельные акции, владение меньшим их спектром может и в самом деле оказывается более прибыльным, более безопасным... и более занятым!

Глава 12

Вам что-нибудь известно о зубной фее? Нет? А вот мне и моим детям известно. Это такая фея, которая приходит ночью к спящему ребенку, забирает у него только что выпавший зуб, а взамен оставляет немножко денег.

Так вот, что-то такое в ней, безусловно, есть. Мне никогда не хватало сил объяснить моим детям, что происходит на самом деле. Может быть, мне просто хотелось, чтобы они как можно дольше держались за свое детство, может быть, я хотел, чтобы они так и оставались невинными существами. Как бы там ни было, при самых интенсивных их допросах насчет того, где я был, когда под подушками у них таинственным образом появлялись эти самые деньги, я держался, как скала.

Хотя, конечно, пару раз меня едва-едва не застукали на месте преступления. Однако все это сходило мне с рук — во всяком случае, так я думал, пока один из моих малышей не вернулся домой из школы (он тогда учился в первом классе) с кое-какими новыми сведениями. Как подумаешь, о чем они там разговаривают на школьном дворе, оторопь берет. Оказалось, что друг моего сына, совершенно ничего не знавший про все годы, которые я держался, как скала, взял да и проболтался. Пока я старался, как мог, придумать свое разочарование, мой маленький Шерлок Холмс объявил: «А я знаю, кто такая зубная фея!» И пока я лихорадочно пытался сообразить, как мне выпутаться из этой истории, он добавил: «Это мама Билли Гордона!»

Эту дезинформацию мне удалось скомпрометировать, объяснив, в какой материально-технический и финансовый

кошмар обратилась бы для матушки Билли Гордона необходимость каждую ночь мотаться по всему миру, собирая выпавшие зубы и соря деньгами. И на мое счастье — то ли по причине отсутствия у всех них исследовательских инстинктов, то ли потому, что с годами все они научились мне потакать — самый близкий и понимающий член семьи пришел мне на помощь и помог закрыть дискуссию.

Однако на этот счет существует секрет, который я готов открыть вам, не задумываясь. Что касается моей семьи, то, в какие бы рассказы мои дети ни верили, я готов смириться с любыми. Когда дело доходит до фондовой биржи, у всей этой истории есть только одна версия, которую они, по моему убеждению, должны заучить наизусть. Версия эта груба и несправедлива, но ведь каждому из нас приходится рано или поздно становиться взрослым человеком. И теперь пришло время сообщить эту истинную версию и вам. Вот она: если говорить об Уолл-стрит, там никакой зубной феи нет и не было!

Именно-именно. На Уолл-стрит деньги под вашей подушкой никаким волшебным образом не появятся. И одеялом вас там никто накрывать не будет, и заботиться о вас тоже, и доброго совета там спросить не у кого. После того, как вы покинете свой дом, с его теплом и уютом, вам придется смириться с простым фактом: *полагаться приходится только на себя самого.*

А чтобы понять, почему это совершенно необходимо, нам придется совершить небольшую прогулку по Уолл-стрит. Однако перед тем, как ее начать, давайте сделаем несколько предположений. Во-первых, у вас имеются кое-какие деньги, которые вы хотели бы вложить на долгий срок. («Долгий срок» означает в данном случае, что эти деньги не понадобятся вам для покрытия обычных

ваших расходов по крайней мере в ближайшие три-пять лет, а то и дольше¹.) Во-вторых, вам, может быть, и желательно заработать на ваших инвестициях как можно больше, однако идти на неразумный риск вы не хотите. И наконец, вам сказали, что фондовая биржа предлагает наилучшие возможности для получения наивысших прибылей на инвестиции (что, в общем-то, верно), вот туда вы наибольшую часть ваших денег и хотите снести. Так, хорошо, с чего же нам теперь начать?

Ну-с, как правило, первая остановка на нашем пути — это контора нашего дружелюбного соседа, *биржевого маклера*. Это такой профессионально занимающийся инвестициями человек, работа которого состоит в том, чтобы водить вас за ручку и помогать вам вкладывать ваши деньги. Ваш биржевой маклер поможет вам сделать выбор между индивидуальными акциями, облигациями, инвестиционными фондами и разными прочими разновидностями инвестиций. Если денег у вас достаточно, он (это может быть и она) даже поговорит с вами по телефону, пытаясь понять, чего вы хотите, и забросает вас предложениями и рекомендациями.

Правда, тут имеется одно обстоятельство. Если *ваш* биржевой маклер похож на подавляющее их большинство, то он (или она) никакого понятия о том, как вам помочь, не имеет! Большинство из них зарабатывают тем, что *продают* вам акции, облигации или еще какие-нибудь инвестици-

¹ Поскольку Мистер Рынок способен на все, деньги, которые могут потребоваться вам в следующие несколько лет на необходимые расходы, лучше держать в банке. В противном случае вы можете столкнуться с необходимостью продать ваши акции Мистеру Рынку в самое неподходящее для вас время (к примеру, когда вам понадобится покрыть какие-то расходы, а страшно подавленный Мистер Рынок предложит вам за ваши акции совсем уж низкие цены).

онные продукты. Помогая зарабатывать *вам*, эти люди ничего не получают. Разумеется, для них важно, чтобы вы преуспели, чтобы вообще все у всех было хорошо — это в их интересах, к тому же эти профессионалы всем желают добра, — однако самое для них главное состоит все же в одном — что-нибудь вам *продать*. Их научили следовать правилам, понимать кое-какие финансовые термины и давать объяснения относительно некоторых инвестиционных продуктов. Однако насчет того, чтобы заработать для вас деньги на фондовой бирже или еще где-нибудь, — забудьте!

Вы можете также поместить ваши деньги в *инвестиционный фонд открытого типа*, он же — *взаимный фонд*. Для мелкого инвестора это решение прекрасное. Взаимный фонд — это такой инвестиционный фонд, которым управляет профессиональный финансовый менеджер. Как правило, он подбирает разнообразную группу акций или облигаций, которые обычно гарантируются ценными бумагами — таковых бывает от 30 до 200. Очень эффективный способ разбросать небольшой капитал по обширной группе самых разных инвестиций.

Однако проблемы имеются и тут. Как уже говорилось, основательно разобраться в деятельности множества различных компаний и их инвестициях в ценные бумаги — дело очень сложное. И следовательно, владение десятками а то и сотнями самых разных позиций далеко не часто приводит к результатам выше среднего. Ну и, разумеется, существует еще такая мелочь, как оплата услуг. Компании, которые управляют взаимными фондами, должны же что то за свои услуги получать. Простая арифметика показывает, что средняя прибыль минус оплата равняется прибыли ниже среднего. И потому неудивительно, что после вычета оплаты и прочих расходов подавляющее большинство

взаимных фондов дают результаты, которые выше среднерыночных показателей чаще всего не поднимаются.

Ну, это-то ладно. Просто нужно поискать взаимные фонды, менеджеры которых показывают результаты выше среднего. Сказать, дает менеджер такие результаты или не дает, достаточно легко — нужно просто приглядеться к послужному списку его взаимного фонда. Единственная проблема такой стратегии состоит в том, что — опять-таки в среднем — между хорошим послужным инвестиционным списком фонда и его будущими прибылями никакой взаимосвязи *нет*. Даже компаниям, вся работа которых состоит в том, чтобы оценивать взаимные фонды, редко удастся определить, какой из них хорошо поведет себя в будущем.

Причин для этого существует много, и всем им противопоставить что-либо трудно. Компании, которые управляют взаимными фондами, получают оплату, зависящую от того, сколько денег в какой фонд вложено. Как правило, фонд с достойным послужным списком денег со временем получает больше. И как правило, экономические интересы фонда говорят ему, что деньги эти нужно принимать. А когда фонд разрастается, его менеджеру становится трудно и дальше использовать ту самую стратегию, которая привела этот фонд к успеху и хорошим прибылям. Ценные идеи у него все еще остаются, однако теперь их приходится размазывать тонким слоем по разросшейся куче денег. Если часть успеха объяснялась инвестициями в мелкие компании, при больших деньгах осуществлять такие инвестиции становится уже невозможно. К тому же даже у талантливых менеджеров выпадают периоды, когда инвестиции их становятся неудачными (точь-в-точь как с волшебной формулой). И наоборот, менеджерам похуже выпадают периоды удачи. Иди-ка пойми, даже рассматривая несколько лет подряд,

что там, собственно, произошло — то, другое или третье. Я могу продолжать в этом духе и дальше, однако факты остаются фактами. Хороший послушной список инвестиций не помогает прогнозировать будущие прибыли, а выбор хорошего менеджера немногим проще, чем выбор привлекательных индивидуальных акций. И опять-таки, если вы умеете выбирать привлекательные акции, то вам, скорее всего, никакой менеджер и не требуется!

Ну хорошо, вместо всего этого вы можете отдать ваши деньги *хеджевому фонду*¹. Это такие эксклюзивные частные инвестиционные фонды, которые обычно обслуживают только очень богатых инвесторов. К сожалению, если у вас нет хотя бы 500 тысяч долларов или около того, с вами там, скорее всего, и разговаривать не станут. Согласно закону, большинство хеджевых фондов имеют право обслуживать только тех инвесторов, которые могут позволить себе терять большие деньги. Но даже если вы вправе претендовать на такую сомнительную честь, не очень понятно, стоит ли вам ею пользоваться.

Хеджевые фонды обладают большей гибкостью, чем большинство взаимных фондов². Их менеджеры могут использовать капитал фонда и заемные средства для покупки большого количества самых разных ценных бумаг. Вообще говоря, они имеют возможность делать ставки на то, какие акции, ценные бумаги или даже среднерыночные показатели пойдут вверх или вниз. Большинство взаимных

¹ На сегодняшний день в России хеджевых фондов не существует (нет необходимой законодательной базы, не развит этот сектор финансовых услуг). Это перспектива ближайших десятилетий. — *Примеч. науч. ред.*

² Практически полный их аналог — отечественные паевые инвестиционные фонды (ПИФы). — *Примеч. науч. ред.*

фондов ограничены в возможности делать деньги — это возможно, лишь когда приобретенные ими ценные бумаги растут в цене. Способность хеджевых фондов делать ставки и на удорожание, и на удешевление ценных бумаг, используя для этого заемные средства, считается преимуществом, которым они обладают перед большинством взаимных фондов. Может, оно и так. Другое дело, что большинство хеджирующих фондов берут большую оплату за свои услуги — по меньшей мере 1 процент от средств, которыми они управляют, *плюс* 20 процентов любых прибылей. В последние несколько лет таких фондов образовалось немало — надо полагать, как раз потому, что они получают огромную оплату. И у большинства из них нет никаких шансов ее оправдать. Такого же количества хороших менеджеров просто-напросто не существует, и потому шансы отыскать одного из них у вас самые тощие.

И потому очень многие просто предпочитают вкладывать средства в *индексные* или *стабилизационные фонды (ETF)* — индексные фонды, которые торгуют акциями, примерно как фондовая биржа. Индексный фонд — это взаимный фонд, который просто пытается *равняться* на общерыночные прибыли, а оплату за это берет намного меньшую. Такие фонды выбирают индекс ценных бумаг (скажем, S&P-500 — список 500 самых дорогих ценных бумаг, или индекс Russel 2000 — список 2000 акций, несколько более дешевых) и стараются купить все акции, которые в этом индексе значатся. Такая стратегия не помогает *побить* рынок, зато помогает получать прибыли, которые хотя бы близки к рыночным средним¹.

¹ Кроме того, если вы инвестируете средства, не используя свободные от налогообложения пенсионные счета, или уплата

Поскольку после вычета вознаграждений и прочих затрат большинство прочих инвестиционных альтернатив приносят вам прибыли, много меньшие, чем индексные фонды. Многие из тех, кто тщательно изучил все эти вопросы, решают, что держаться за средние прибыли — это правильный выбор. Фактически за последние 80 лет средние прибыли, получаемые на фондовой бирже составляли более 10 процентов в год, и это весьма удовлетворительно.

Ну хорошо, а если вам хочется получать прибыли больше средних? Что ж, скажу вам чистую правду: В совершаемой нами небольшой прогулке не существуем остановок, на которых мы смогли бы получить ответы на этот вопрос. И основную причину этого я вам уже назвал. никаких зубных фей на Уолл-стрит нет и не было. ВЫ можете, конечно, положить ваши деньги под *профессиональную* подушку, но, скорее всего, проснувшись, результаты обнаружите довольно жалкие.

Я, разумеется, знаю, о чем вы собираетесь меня спросить. А может, нам пойти еще где-нибудь прогуляться? *Еще что-нибудь сделать? Еще к кому-нибудь обратиться?*

Ну, вряд ли вы удивитесь, если я скажу, что за 25 лет работы в инвестиционном бизнесе я слышал эти вопросы множество раз. Время от времени мне удавалось порекомендовать особенно хорошего менеджера взаимного фонда или совсем уж исключительного менеджера хедже-

налогов вас вообще не волнует, эта стратегия сводит к минимуму налоги, которые вам приходится уплачивать, поскольку индексные фонды, как правило, не пускают свои запасы ценных бумаг и продажу, пока те или иные из них не исключаются из индексного списка. А такие бумаги, как правило, составляют в любом году меньше 10 процентов.

вого фонда. И в каждом случае эти фонды разрастались в дальнейшем до размеров, во много раз превосходящих начальные, а инвестиционные возможности их практически исчезали — и все это за довольно короткое время. Я пытался также помогать людям, указывая им время от времени хорошие акции. Однако время от времени мои советы перестают являться очень надежными или доступными всем и каждому инвестиционными стратегиями.

Так что обычно я, услышав такие вопросы, теряюсь. Если вы не хотите особенно много работать и не возражаете против средних результатов, индексные фонды — это очень неплохой выбор. Однако если вы обладаете способностью анализировать бизнес и готовы работать помногу, возможно, вам имеет прямой смысл заняться подбором индивидуальных акций. Единственная проблема состоит в том, что большинству людей недостает ни способностей, ни времени на то, чтобы анализировать индивидуальные компании. Как уже говорилось в предыдущей главе, если вы не умеете оценивать бизнес и прогнозировать нормализованные доходы на несколько лет вперед, самое лучшее для вас — не связываться с инвестированием средств в индивидуальные акции.

Так что остается одно. Сколь бы невероятным это вам ни казалось, если вы действительно хотите побить рынок, выбор у вас, в сущности, единственный. Наверное, после всего мною сказанного, озвучивать его не обязательно. Скажем так: он рифмуется с... ага, со словами *«фолиебная формула»*.

Именно так. Как я уже обещал, если вы проделаете простые шаги, о которых пойдет речь в конце этой книги, то сможете использовать волшебную формулу для того, чтобы одолеть рынок. Вам удастся получать на ваши инве-

стиции необычайные долгосрочные прибыли, причем без особого риска. Проходя шаг за шагом, вы будете точно знать, куда идти и что там делать. Вам и работать-то особенно не придется — так, пару минут в месяц.

Впрочем, гораздо труднее добиться понимания того, почему волшебная формула вообще имеет смысл. И совсем нелегко — продолжать верить в то, что она все еще имеет смысл, даже когда ваши знакомые, эксперты, программы новостей и сам Мистер Рынок твердят, что это вовсе не так. И наконец, самое трудное — просто начать, хотя эту задачу я попытался вам по возможности облегчить.

Так что — удачи. Я действительно верю, что если вы будете следовать урокам, преподанным в этой книге, то добьетесь — в том, что касается инвестиций, — больших успехов. Что и делает особенно важной следующую главу. В конце концов, если мои расчеты верны, у вас все равно останется еще одна большая проблема. Я говорю серьезно, очень серьезно. Проблема в следующем: что вы, собственно, станете делать с такой уймой денег?

КРАТКОЕ РЕЗЮМЕ

1. На Уолл-стрит *зубные феи не водятся!*
2. Со словами «*волшебная формула*» вроде бы ничего не рифмуется.
3. Совершенно необходимые вам пошаговые инструкции использования волшебной формулы для того, чтобы побить рынок, приводятся сразу после главы 13.

Глава 13

Так что вы будете делать, если у вас объявится уйма денег? Разумеется, вы позаботитесь о родных и близких, обеспечите собственную старость и будущее тех, кого любите, отложите кое-что на приобретение всяких там предметов роскоши. А что вы будете делать дальше?

В самом деле, ведь может настать день, когда вам придется ответить на этот вопрос. Я не собираюсь утомлять вас изложением кучи статистических данных. Не собираюсь рассказывать, какие большие деньги вы сможете заработать с помощью волшебной формулы. Я даже не собираюсь обсуждать с вами идею *сложных процентов* — когда вы вкладываете во что-нибудь относительно малые деньги, получаете со временем разумную прибыль, снова вкладываете все полученное и так далее, и так далее... В итоге денег у вас оказывается преизрядно. Ничего этого я делать не собираюсь.

Хотя в общем-то зря. При новых правилах размещения больших денег на обеспечиваемых налоговыми льготами пенсионных счетах обсудить эту тему *было бы* очень неплохо. Как выясняется, начав сейчас и разместив на IRA¹ максимально допустимую сумму всего на несколько следующих лет, вы можете обратить относительно малые деньги в гораздо большие. Ясно, что при тех прибылях, которые давала в прошлом волшебная формула, вы можете

¹ Это либо IRA — Individual Retirement Account — индивидуальный пенсионный счет, либо Roth IRA — индивидуальный пенсионный счет с индивидуальными условиями обслуживания.

в итоге и вправду оказаться с уймой денег на руках. Но, к сожалению, мы эту тему обсуждать не собираемся.

И этого нам следует только стыдиться. Если вы вложите всего лишь 28 тысяч долларов на следующие шесть лет (максимум 4 тысячи долларов в 2006-м и 2007-м, а потом, начиная с 2008-го, по 5 тысяч долларов каждые четыре года¹), то через 20 лет на вашем пенсионном счете будет лежать уже 325 тысяч долларов, а через 30 — 1 миллион 300 тысяч. Это при условии, что вы сможете достичь ежегодной пятнадцатипроцентной прибыли на ваши инвестиции. Конечно, послужной список волшебной формулы позволяет рассчитывать на нечто большее чем 15 процентов, однако прогнозировать высокую ежегодную прибыль на много лет вперед было бы делом безответственным. Хотя, правда, 20 процентов годовых обратили бы начальные 28 тысяч долларов² в 752 тысячи за 20 лет и в 4 миллиона 300 тысяч за 30. А при астрономической ставке в 25 процентов годовых (хотя эта прибыль все-таки ниже, чем была в прошлом у одного из наших портфелей с небольшим запасом отобранных волшебной формулой акций) ваши 28 тысяч долларов обратятся за 20 лет в 1 миллион 600 тысяч, а за 30 — в 13 миллионов 400 тысяч долларов³. Однако кто же считает? Да и цифры

¹ После этого вы можете никаких вкладов больше не делать.

² Размещая на IRA максимально допустимые 4 тысячи долларов первые два года, а потом еще по 5 тысяч в последующие четыре, вы за шесть лет как раз 28 тысяч долларов туда и положите.

³ Приятно отметить, что, если вы на шести годах, как мы сделали в этом примере, не остановитесь, а так и будете вносить на IRA по 5 тысяч долларов еще 24 года, то по истечении 30 лет у вас на счете будет лежать 16 миллионов 500 тысяч долларов, — а не 13 миллионов 400 тысяч, которые принесли бы вам шестилетние вклады. И если

получаются такие, что мне, слава Богу, хватило ума о них не заикаться.

Но одно я вам все-таки должен сказать. Если вы пока еще учитесь в средних (да даже и в старших) классах школы и если к вам подойдет некто — я хочу сказать, *кто угодно*, как бы ни был красив его самокат и как бы сам он ни расхваливал свой товар, — и предложит вам купить у него за 25 центов пластинку жевательной резинки, то вот вам мой совет, всего из трех слов: *не делайте этого!*

Я говорю так не потому, что, сделав это, вы можете в любой момент оказаться стоящим в углу с приклеенным к носу комком жвачки. Если вы поймете, каким образом правильно вложенный четвертак способен к тому времени, когда вы доживете до средних лет¹, обратиться в 200 долларов, вам, быть может, и не захочется выбрасывать столь солидные деньги только ради того, чтобы получить какую-то там жвачку! Вообще существует куча вещей, на которые можно *не* тратить деньги. Вместо того, чтобы транжирить, начните лучше думать о том, на чем их *можно сэкономить* и куда вложить. Вот что я хотел вам сказать.

К сожалению, одного я не могу пообещать, а именно, что использование волшебной формулы для ваших

уж мы решили поговорить о сложных процентах, то относительно малый выигрыш, который дают нам эти двадцатичетырехлетние взносы, показывает, насколько важно — для того, чтобы в полной мере воспользоваться преимуществами сложных процентов, — начать по возможности раньше.

¹ 25 центов, вложенные с 25 процентами годовой прибыли, за 30 лет дадут вам больше 200 долларов. Но я, разумеется, не говорю, что вы и вправду сможете получить такие проценты (как вы уже знаете, я ничего такого никогда не говорю).

инвестиций будет гарантировать результаты, схожие с великолепными результатами прошлого. Я этого просто не знаю¹. Зато могу сказать следующее: я уверен, что, используя волшебную формулу и руководствуясь в ваших будущих инвестициях принципами, на которых она основана, вы все равно получите лучшую из ваших инвестиционных альтернатив. И я не сомневаюсь, что если вы будете придерживаться стратегии волшебной формулы и в хорошие времена, и в плохие, то со временем превзойдете среднерыночные показатели. Короче говоря, даже если волшебная формула будет известна всем, результаты у вас так и останутся не просто «вполне удовлетворительными», но, при наличии небольшой удачи, превосходными.

И давайте договоримся еще вот о чем. Если вы решитесь использовать волшебную формулу и если она поможет вам заработать такие деньги, что вы возблагодарите свою счастливую судьбу, подумайте о следующем. На самом-то деле тратить все свое время и силы на инвестиции и фондовую биржу — занятие не самое продуктивное. Как правило, покупая и продавая акции открытых акционерных компаний², вы просто покупаете их у другого акционера

¹ Впрочем, поскольку за исследованные нами 17 лет среднерыночный показатель составлял примерно 12 процентов годовых (включая дивиденды), а по моим предположениям, в будущем этот показатель составит что-то около 6—10 процентов, вы можете начать корректировать ваши надежды и ожидания, связанные с абсолютными будущими результатами использования волшебной формулы, уменьшив на три или четыре процента те результаты, что приведены в этом исследовании. Но, повторяю еще раз, точно я ничего не знаю.

² Это компании, которые предоставляют свою финансовую информацию правительству и чьи акции могут продавать и покупать все желающие.

или продаете другому. Иными словами, компания, которая эти акции выпустила, в вашей деятельности не участвует. Она ничего с нее не имеет.

Многие скажут на это, что вся деятельность по покупке и продаже акций тем не менее довольно полезна. Эти люди станут утверждать, что покупка и продажа акций создает их активно действующий рынок. Теоретически, если компании понадобятся дополнительные деньги, она может начать продавать на этом рынке дополнительные акции. А выручку пускать на оплату счетов, строительство новых заводов или расширение своего бизнеса. Все это верно. Опять-таки, если Джейсон решит расширить имеющуюся у него сеть магазинов по продаже жвачки с 10 до 300, он сможет, конечно, продать людям некоторое количество акций своего нового бизнеса и без всякого рынка. Но поскольку покупателям акций «Жвачечных лавок Джейсона» известно, что существует рынок, на котором они смогут потом перепродать купленные ими акции, это облегчит Джейсону сбор денег, необходимых для расширения бизнеса. Люди, которые считают, что торговля акциями обладает значительной ценностью, правы и в этом тоже.

Тут все дело в том, что сам я к их числу не принадлежу. Да, очень хорошо, что у нас имеется рынок. И даже очень важно. Просто больше 95 процентов процесса купли-продажи, который совершается на нем каждый день, необходимым, скорее всего, не является. Рынок прекрасно обошелся бы и без него. И он наверняка прекрасно обойдется без *вашего* в нем участия.

На самом-то деле в первый день каждого семестра я говорю всем моим студентам, что собираюсь обучить их навыкам и умениям, имеющим лишь ограниченную

ценность. И не потому, что по окончании учебы у них не появится потенциала, позволяющего зарабатывать большие деньги. А просто потому, что они могли бы, вероятно, потратить свое время с большей пользой и найти другое применение своим интеллектуальным способностям. И вследствие этого я всегда прошу их найти какой-нибудь способ отблагодарить общество за то, чему оно их научит¹.

Вот и в вашем случае я тоже надеюсь, что моя книга и приведенные в ней пошаговые инструкции помогут вам достичь всех ваших инвестиционных целей. Я очень в это верю. И надеюсь также, что в число этих целей будет входить использование части нажитого вами состояния для улучшения тех сфер нашей жизни, к которым вы равнодушны и которые для вас важны.

Удачи вам.

Помимо заботы о близких и дорогих вам людях, существует, конечно, множество достойных дел, на которые вы можете потратить ваши деньги. Поддержка медицинских исследований, помощь бедным, достижение социальной справедливости — вообще поддержка любого начинания или движения, в которые вы верите, — все это прекрасные виды благотворительности. Но поскольку вся эта книга посвящена тому, как вкладывать ваши деньги и получать при этом высокую прибыль, мне хотелось бы, чтобы вы рассмотрели еще одну мою мысль.

Предприниматели, ученые, техники, высококвалифицированные рабочие — словом, люди, которые по-

¹ Некоторые соображения на этот счет приведены в конце главы.

могут нашей экономике расти и процветать, — все они вскормлены нашей системой образования. Прогресс экономики со временем отражается и на эффективности работы рынка. Однако же более чем ясно, что мы все еще тратим попусту значительную часть нашего будущего потенциала. Почти в каждом крупном городе Соединенных Штатов только половина детей, поступающих в бесплатную школу, оканчивает ее. Задумайтесь над этим. Разумеется, для такой бессмысленной траты сил и человеческих ресурсов существует множество причин, однако проблемы, что бы они собой ни представляли, явно относятся к каждому из годов обучения в школе. Многие из учеников, добирающихся до выпускного класса, успевают отсидеть в предыдущих по четыре-пять лишних лет.

Так что же нам с этим *следует* делать? Очевидно, обучение детей должно быть нашим высшим приоритетом, и трата денег на то, чтобы привить им навыки и знания, которые обратят их в дееспособных членов общества, — это очень достойное вложение средств. Подумайте, какую прибыль на вложенный капитал оно дает! И столь же очевидно, что обучение это сопряжено с отрицательными издержками, плохо сделанной работой. Результат ее — рост преступности, распространение наркотиков и увеличение числа людей, живущих на государственное пособие, и это лишь некоторые из них. И как же мы пытаемся эту проблему решить?

В капиталистической системе решение выглядит просто. Если мы хотим улучшить какой-то бизнес, что-нибудь вроде сети магазинов «Просто брокколи», нам следует первым делом попробовать кое-что в нем изме-

нить. Например, уволить плохих менеджеров и подыскать хороших, нанять лучших продавцов, провести рекламную кампанию, однако, в конечном счете, если результаты не улучшатся, мы просто закроем эти магазины. При капиталистической системе компании, которые не приносят разумной прибыли на вложенный капитал, в конце концов вылетают из бизнеса. И это очень здравое решение. Вместо того чтобы без конца выбрасывать деньги на инвестиции, которые дают плохую прибыль, деньги эти при капитализме систематически перенаправляются в другие виды бизнеса, способные продуктивно использовать новый капитал. Именно поэтому наша экономика и продолжает расти и процветать.

И как же нам в таком случае улучшить систему бесплатных школ? Во-первых, можно попробовать кое-что в них изменить. Уволить плохих учителей и начать платить больше хорошим, прогнать плохих школьных директоров, а уж напоследок и просто закрыть плохие школы. Деньги, которые тратились на них, можно перенаправить в те (бесплатные или платные) школы, которые приносят более высокую «прибыль на потраченный капитал». К сожалению, что касается городских школ, эти проблемы существуют уже больше 40 лет и столько же времени продолжают «улучшения»!

Разница тут вот какая. В капиталистической системе, если улучшения не помогают, бизнес закрывается. А с бесплатными школами это случается редко. Почти невозможно ни уволить плохих учителей, ни начать платить больше хорошим, ни закрыть плохую школу. Короче говоря, здесь нет наказания за плохую работу,

нет стимулов для хорошей, а дурное ведение бизнеса никакими дурными последствиями не грозит.

В результате деньги, которые тратятся на плохих учителей и плохие школы, почти никогда не перенаправляются на учителей или школы, которые могли бы, получив этот «капитал», дать на него более высокую «прибыль»! Так что, если мы хотим применить то, что узнали о капитализме, тогда любые решения — подразумевают ли они реформу системы бесплатных школ, создание школ благотворительных или использование ваучерных программ, — должны быть прежде всего решениями этих вопросов. Иначе мы так и будем до скончания времен мыкаться со школьной системой, мало чем отличающейся от магазина «Просто брокколи»!¹

¹ Если вам хочется получить побольше информации, вот интернетовские сайты, на которые вы можете заглянуть: successforal.net, allianceforschoolchoice.com, schoolachievement.org, democratsforeducationreform.org

Пошаговые инструкции

Картина в целом такова. Как вам известно, волшебная формула достигла в прошлом великолепных результатов. Стало быть, наша цель состоит в том, чтобы создать легко исполняемый план, который поможет нам эти результаты воспроизвести. Но прежде чем принимать какую-либо стратегию, нужно рассмотреть некоторые факты.

Во-первых, поскольку прибыли, о которых говорилось в этой книге, основаны на содержании портфеля из 30 отобранных волшебной формулой акций, нам следует позаботиться о том, чтобы наш собственный портфель содержал одновременно от 20 до 30 акций. Помните, волшебная формула работает *в среднем*, так что владение достаточно большим числом акций с присвоенными волшебной формулой высокими рангами позволит нам в течение долгого времени держаться вблизи этого *среднего*¹.

Во-вторых, в наших тестах каждая акция удерживалась в течение одного года. Хранение акции в течение одного года все еще остается хорошим методом подде-

¹ Понятно, что, если вы уже хорошо умеете анализировать бизнес, проводить собственные исследования и просто используете волшебную формулу как руководство по нахождению привлекательных индивидуальных акций, к вам это правило диверсификации не относится. С другой стороны, если вы работаете с индивидуальными акциями лишь небольшое время или не работаете вообще (подобно многим инвесторам), работа с 20-30 акциями волшебной формулы — это наверняка то, что вам требуется.

ржания свободного от налогообложения финансового счета. В случае счета, облагаемого налогом, нам придется внести некоторые коррективы. Индивидуальные акции, по которым мы показываем потери по сравнению с нашей начальной закупочной ценой, нужно будет продать за несколько дней *до* истечения однолетнего периода хранения. А вот те, что принесли нам доход, нужно будет продать через день-два *после* завершения годового периода. В этом случае все наши доходы получают преимущество низкой налоговой ставки, предназначенной для долгосрочных доходов от прироста капитала (ставка максимум в 15 процентов — в соответствии с федеральными правилами для акций, удерживаемых дольше одного года), а все наши потери будут трактоваться налоговым кодексом как краткосрочные (дающие вычет из других источников дохода, которые в противном случае облагались бы по налоговой ставке до 35 процентов). Со временем эти небольшие коррективы могут дать значительные добавления к нашим инвестиционным прибылям, получаемым после уплаты налогов.

И наконец, мы понимаем, что самое трудное — это начало. Возможно, нам не захочется покупать акции сразу 30 компаний. Чтобы воспроизвести результаты наших тестов, мы должны будем составить наш портфель в течение первого года инвестирования. Это означает, что мы будем каждые несколько месяцев добавлять в него по 5-7 акций, пока не наберем их 20 или 30. После этого, когда он достигнет метки годичного хранения, мы станем заменять в нем лишь по 5-7 акций, которые пролежали у нас один год. Если это не очень понятно, не волнуйтесь, уже очень скоро вы получите пошаговые инструкции.

А теперь, когда мы обо всем этом договорились, нам следует обсудить несколько простых способов, позволяющих найти акции, на которые указывает наша волшебная формула. Существует немалое число простых программных пакетов скрининга, которые позволяют разобраться во вселенной доступных акций. Это и программы, имеющиеся в Интернете, и просто программы, которые используют Интернет для получения модификаций. Некоторые из них можно получить бесплатно, другие обходятся в 99 долларов за месяц использования, а то и дороже. У каждой имеются достоинства и недостатки, связанные с простотой работы с ними, надежностью, гибкостью и обширностью источников данных. Большинство этих программ генерируют вполне разумные наборы акций, удовлетворяющие волшебной формуле — при соблюдении определенных условий, которые обсуждаются ниже.

Один из вариантов скрининга был создан специально для этой книги. Он называется magicformulainvesting.com. Сайт magicformulainvesting.com спроектирован таким образом, чтобы как можно точнее воспроизводить прибыли, полученные в нашем исследовании. В настоящее время обращаться к нему можно бесплатно. В приведенных ниже пошаговых инструкциях отбора акций как раз magicformulainvesting.com и используется.

В число других пакетов скрининга входят (хотя ими вся совокупность таких пакетов и не ограничивается) businessweek.com, aaii.com, moneycentral.msn.com, powerinvestor.com и smartmoney.com. Все они достаточно хороши и доступны либо бесплатно, либо по разумной цене, однако ни один из них не был создан специально для генерирования списка акций, который обеспечила бы

волшебная формула. Они будут давать вам лишь грубое приближение к тем результатам, которые получаются с помощью волшебной формулы. Это связано с различиями и в критериях, которые может определять сам пользователь, и с используемыми источниками данных. На каждом сайте имеются общие инструкции по скринингу.

ВАРИАНТ 1. MAGICFORMULAINVESTING.COM

ШАГ 1. Войдите на magicformulainvesting.com.

ШАГ 2. Следуйте инструкциям по выбору размеров компаний (например, компании с рыночной капитализацией свыше 50 миллионов долларов, свыше 200 миллионов долларов, свыше 1 миллиарда долларов и т. д.). Для большинства индивидуальных пользователей достаточным размером обладают компании с рыночной капитализацией свыше 50 миллионов долларов или свыше 100 миллионов долларов.

ШАГ 3.. Следуйте инструкциям по получению списка компаний с наивысшими присвоенными волшебной формулой рангами.

ШАГ 4. Купите акции от пяти до семи компаний с высшими рангами. Для начала потратьте только от 20 до 33 процентов денег, которые вы намереваетесь вложить в течение первого года (если капитал невелик, хорошей исходной точкой могут оказаться такие недорогие интернет-брокеры, как foliofn.com, buyandhold.com и scottrade.com).

ШАГ 5. Повторяйте шаг 4 каждые два-три месяца, пока не израсходуете все деньги, которые вы собирались инве-

стировать в ваш портфель волшебной формулы. Через девять-десять месяцев это даст вам портфель размером в 20—30 акций (например, по семь акций каждые три месяца, по пять-шесть каждые два).

ШАГ 6. Продавайте каждую акцию после того, как продержите ее один год. Если у вас облагаемый налогом финансовый счет, продавайте прибыльную акцию, продержав ее на несколько дней дольше одного года, а убыточную — за несколько дней до истечения одного года (об этом уже говорилось выше). Выручку от каждой продажи и дополнительные инвестиционные средства используйте для замены проданных акций равным числом новых избранниц волшебной формулы (шаг 4).

ШАГ 7. Продолжайте этот процесс в течение многих лет. *Помните, вам должно хватить терпения как минимум на три-пять лет, независимо от результатов. В противном случае вы, скорее всего, бросите это дело еще до того, как волшебная формула начнет работать!*

ШАГ 8. Можете прислать мне письмо с благодарностями.

ВАРИАНТ 2. ОБЩИЕ ИНСТРУКЦИИ ПО СКРИНИНГУ

Если вы используете не magicformulainvesting.com, а какие-то другие варианты скрининга, для получения наилучшего приближения к результатам волшебной формулы выполняйте следующие шаги.

ШАГ 1. Используйте в качестве критерия скрининга доходность активов (ROA). Установите в качестве минимума ROA 25 процентов. (Этот параметр заменит прибыль

на вложенный капитал, которая используется волшебной формулой.)

ШАГ 2. Из результирующей группы акций с высокими ROA выберите акции с самыми низкими отношениями цены к доходу (P/E). (Этот параметр заменит доходность, которая используется волшебной формулой.)

ШАГ 3.. Уберите из списка все акции коммунальных и финансовых компаний (то есть взаимных фондов, банков и страховых компаний).

ШАГ 4. Уберите из списка все иностранные компании. В большинстве случаев у них после названия акции стоит суффикс «ADR» (American Depositary Receipt — Американская депозитная расписка).

ШАГ 5. Если у акции очень низкий показатель P/E, скажем, пять или меньше, это может означать, что предыдущий год или использованные данные были чем-то необычны. Возможно, стоит убрать из списка и эти акции тоже. Возможно, стоит так же поступить с акциями тех компаний, чьи доходы были обнародованы всего лишь на прошлой неделе. (Это сведет к минимуму использование неверных или преждевременных данных.)

ШАГ 6. Получив окончательный список, проделайте шаги с 4-го по 8-й из инструкции для magicformulainvesting.com.

Приложение

ВАЖНОЕ ЗАМЕЧАНИЕ

Читать это приложение не обязательно. Для успешного использования стратегии волшебной формулы вам необходимо понимать только две важных концепции. *Во-первых, имеет смысл покупать акции хороших компаний по выгодным ценам.* Именно это и делает в среднем волшебная формула. *Во-вторых, для того, чтобы понять, что выгодно, а что нет, Мистеру Рынку может потребоваться несколько лет.* Поэтому использование стратегии волшебной формулы может потребовать терпения. Все сведения, приведенные в данном разделе, представляют собой просто дополнительный комментарий к этим двум пунктам.

Приложение содержит фундаментальную информацию о волшебной формуле, предназначенную для тех, кто хорошо разбирается в финансовых декларациях. Она содержит также сравнение логики и результатов волшебной формулы с другими исследованиями и методами, которые продемонстрировали свою способность побеждать рынок.

ВОЛШЕБНАЯ ФОРМУЛА

Волшебная формула ранжирует компании, основываясь на двух факторах: *прибыли на вложенный капитал и доходности инвестиций в акции компании.* Измерять эти факторы можно различными способами. Мерила,

которые исследовались в этой книге, подробно описываются ниже¹.

1. ПРИБЫЛЬ НА КАПИТАЛ

$$\text{EBIT}^2 / (\text{чистый оборотный капитал} + \text{остаточная стоимость основного капитала}).$$

Для получения прибыли на капитал рассчитывалось отношение операционных доходов до обложения налогами (EBIT) к использованному *капиталу в форме материальных активов* (чистый оборотный капитал плюс остаточная стоимость основного капитала). Это отношение использовалось взамен привычного отношения *прибыли на собственный капитал* (ROE, отношение доходов к собственному капиталу) по нескольким причинам.

EBIT (или *доход до отчисления налогов и процентов*) использовался вместо декларируемых доходов, поскольку

¹ Для целей исследования цифры, связанные с доходами, основывались на самом последнем двенадцатимесячном периоде, элементы балансовой ведомости брались из самой последней балансовой ведомости, а в качестве рыночного использовался самый последний курс на момент закрытия биржи. Если мы не были уверены в своевременности и полноте сведений о предприятиях, финансовых компаниях и фирмах, то их акции не рассматривались. Для некоторых обязательств, не связанных с выплатой процентов, также вводились корректировки. Исследование было организовано таким образом, что в среднем за исследуемый период удерживалось 30 акций. Акции с ограниченной ликвидностью из рассмотрения исключались. Рыночная капитализация определялась на основе доллара 2003 года. И число компаний в каждом дециле, и каждая группа рыночной капитализации флуктуировали в зависимости от числа компаний в базе данных, которое менялось для каждого периода.

² EBIT — Earnings Before Interest and Tax — прибыль до выплаты процентов и налогов, маржинальная прибыль.

компании имеют в своей работе дело с разными уровнями долгов и разными налоговыми ставками. Использование операционных доходов до отчисления налогов и процентов, или EBIT, позволяло нам обзирать и сравнивать операционные доходы разных компаний без искажений, возникающих по причине различия в уровнях долгов и налоговых ставок. Это давало возможность сравнивать для каждой компании действительные доходы от операций (EBIT) с затратами активов, необходимыми для генерирования этих доходов (использованным капиталом в форме материальных активов)¹.

Сумма чистого оборотного капитала и остаточной стоимости основного капитала (или использованный капитал в форме материальных активов) применялась вместо полных активов (используемых при расчете ROA) или собственного капитала (используемого при расчете ROE). Идея здесь состояла в том, чтобы понять, какое количество капитала действительно необходимо для ведения компанией ее бизнеса. Чистый оборотный капитал использовался по той причине, что компании необходимо фондировать свои задолженности и материальные запасы (избыточная наличность, не нужная для ведения бизнеса, из этого расчета исключалась). Однако отпадала необходимость откладывать средства для оплаты кредитов, поскольку это по преимуществу беспроцентные займы (краткосрочные долги с начислением процентов из текущих обязательств

¹ Для целей исследования и в интересах простоты предполагалось, что расходы, связанные с обесцениванием и амортизацией (неденежные затраты, вычитаемые из доходов) примерно равны эксплуатационным расходам (денежным затратам, не вычитаемым из доходов). То есть в рамках сделанных предположений получаем, что EBITDA — эксплуатационные затраты / расходы = EBIT

в этом расчете не использовались). В добавление к оборотному капиталу компания должна также фондировать основные средства, необходимые для ведения бизнеса, такие как недвижимость, производственные предприятия, оборудование. Для получения оценки капитала в форме материальных активов эти оборотные средства с учетом чистой стоимости обесценивания добавлялись затем к уже подсчитанным затратам на оборотный капитал.

ПРИМЕЧАНИЕ

Нематериальные активы, в особенности «гудвилл», исключались из расчетов используемого материального капитала. «Гудвилл» обычно возникает в случае приобретения другой компании. Затраты на приобретение, превышающие стоимость приобретаемых материальных активов, как правило, списываются на счет «гудвилл». Для того чтобы иметь возможность вести бизнес в будущем, приобретающей компании обыкновенно приходится лишь заменить материальные активы, такие как производственное предприятие и оборудование. «Гудвилл» — это «исторические» затраты, которые не нужно постоянно возобновлять. Поэтому в большинстве случаев прибыль на один лишь материальный капитал (с исключением «гудвилл») более точно отображает дальнейшую прибыль на капитал. Таким образом, расчеты ROA и ROE, используемые многими аналитиками инвестиций, часто дают результаты, искаженные различием между *декларируемыми* собственным капиталом и активами и *материальными* собственным капиталом и активами, что добавляется к искажениям, порожденным различиями налоговых ставок и уровнями долгов.

2. ДОХОДНОСТЬ

EBIT / стоимость предприятия (СП).

Доходность измерялась расчетом отношения дохода до отчисления налогов и процентов (EBIT) к стоимости предприятия (рыночная стоимость собственного капитала¹ плюс чистый беспроцентный долг). Это отношение использовалось вместо более распространенного отношения P/E (Profit/Earnings— отношение цены к доходу) или отношения E/P (отношение дохода к цене) по нескольким причинам. Основная идея, стоящая за концепцией доходности, просто состоит в том, чтобы попробовать выяснить, как много зарабатывает бизнес в сравнении с его закупочной ценой.

Стоимость предприятия используется вместо простой цены собственного капитала (то есть полной рыночной капитализации, цены акций, умноженной на количество акций, выпущенных в обращение), поскольку при определении ценности предприятия берется в расчет и цена, уплачиваемая за долю в собственном капитале бизнеса, и финансирование долгов, которые компания использует для генерирования операционных доходов. Беря EBIT (показатель, представляющий реальные операционные доходы до вычета налогов и процентов), и сравнивая его со стоимостью предприятия, мы можем рассчитать доналоговую доходность и сравнить ее с полной закупочной ценой бизнеса (то есть доналоговые операционные доходы относительно цены собственного капитала плюс любые предполагаемые долги). Это позволяет нам на равных сопоставлять в отношении доходности

¹ Включая привилегированный собственный капитал.

компании с разными уровнями долга и разными налоговыми ставками.

К примеру, в случае офисного здания купленного за 1 миллион долларов, —800 тысяч долларов составила ссуда под недвижимость и 200 тысяч долларов — собственный капитал. Цена собственного капитала составляет 200 тысяч долларов, но стоимость предприятия — 1 миллион долларов. Если здание генерирует EBIT (доходы до уплаты процентов и налогов) размером в 100 тысяч долларов, тогда EBIT/СП, или доналоговая доходность, будет равна 10 процентам (100 тысяч разделить на 1 миллион). Однако учет долга может сильно исказить прибыль, полученную от покупки этих же активов, если будет рассматриваться только цена собственного капитала. Если предположить, что на 800 тысяч долларов ссуды под недвижимость начисляется шесть процентов, а корпоративная налоговая ставка составляет 40 процентов, то доналоговая доходность нашей закупки собственного капитала в 200 тысяч долларов составит 26 процентов¹. Поскольку уровни долга меня-

¹ 100 тысяч долларов EBIT с вычетом 48 тысяч долларов затрат на выплату процентов дадут 52 тысячи долларов доналогового дохода. E/P (отношение дохода к цене), или посленалоговая доходность, составит 15,6 процента (100 тысяч долларов EBIT минус 48 тысяч процентов минус 20 тысяч 800 долларов подоходного налога дает 31 тысячу 200 долларов посленалогового дохода; 31 тысячу 200 долларов делим на 200 тысяч долларов, получаем 15,6 процента). Эти 15,6 процента прибыли давали бы больше оснований для сравнений, если бы отношение EBIT/СП рассматривалось как посленалоговая доходность, составляющая шесть процентов (то есть показатель EBIT рассчитывался бы после выплаты всех налогов, и мы брали бы чистую операционную прибыль после уплаты налогов, разделенную на СП; важно отметить, что посленалоговой EBIT, разделенный на стоимость

ются, эта доналоговая доходность также будет меняться, при том что 1 миллион долларов, затраченных на здание, и генерируемые им 100 тысяч долларов ЕВІТ останутся неизменными. Иными словами на Р/Е и Е/Р сильно влияют изменения в уровне долга и налоговой ставки, тогда как ЕВІТ/СП такого влияния не испытывает.

Рассмотрим две компании — А и Б. Они практически одинаковы (одни и те же продажи, одни и те же операционные доходы), только у компании А долгов нет, а у компании Б есть — 50 долларов, взятые под 10 процентов. Вся эта информация относится к одной акции.

Статьи	Компания А	Компания Б
Продажи	100 долларов	100 долларов
ЕВІТ	10	10
Расходы на выплату процентов	0	5
Доналоговый доход	10	5
Налоги (40%)	4	2
Чистый доход	6 долларов	3 доллара

Акция компании А стоит 60 долларов. Акция компании Б — 10 долларов. Какая из компаний дешевле?

Давайте посмотрим. Р/Е компании А составляет 10 (60 долларов разделить на 6). Р/Е компании Б составляет 3,33 (10 долларов разделить на 3). Е/Р, или доходность,

предприятия и дающий шесть процентов, предоставил бы нам отношение доходности, которое можно было бы использовать для сопоставления инвестиционных альтернатив с доходностью лишенных риска десятипроцентных правительственных облигаций, а не с десятипроцентным отношением **ЕВІТ/СП**.

равняется у компании А 10 процентам (6 разделить на 60), тогда как доходность компании Б составляет 30 процентов (3 разделить на 10). Так какая же компания дешевле? Ответ очевиден. Компания Б обладает Р/Е всего в 3,33 и доходностью в 30 процентов. Это выглядит намного дешевле, чем компания А с ее Р/Е, равным 10, и доходностью всего лишь в 10 процентов. Получается, что компания Б намного дешевле, так?

Не спешите. Давайте взглянем на отношение ЕВТ к СП обеих компаний. Они одинаковы! Так ли уж важно тому, кто соберется купить всю компанию, платить 10 долларов за акцию и получать вместе с ней 50 долларов долга или платить 60 долларов и не быть никому должным? Это ведь одно и то же. Вы все равно покупаете за 60 долларов ЕВТ в 10 долларов!¹

Статьи	Компания А	Компания Б
Стоимость предприятия (цена + долг)	$60 + 0 = 60$ долларов	$10 + 50 = 60$ долларов
ЕВТ	10	10

ПРОГУЛКА НАУГАД, КОТОРУЮ ЗАЧЕМ-ТО ИСПОРТИЛИ

Многие годы ученые спорили, существует ли какой-нибудь метод обнаружения продаваемых по выгодной цене акций или такая находка есть дело случая. Последнее

¹ К примеру, платите ли вы за здание 200 тысяч долларов при 800 тысячах долларов ссуды на недвижимость или сразу выкладываете 1 миллион долларов — для вас это одно и то же. Здание-то все равно будет стоить 1 миллион долларов!

представление, иногда именуемое теорией *прогулки наугад*, *ИЛИ* теорией *эффективного рынка*, основано на положении, согласно которому фондовая биржа с большой эффективностью собирает всю открытую информацию и устанавливает цены на акции. То есть рынок, организовав взаимодействие продавцов и покупателей, продлевает очень неплохую работу, продавая акции по «справедливой» цене. Эта теория в сочетании с неспособностью большинства профессиональных менеджеров превосходить в течение долгого времени среднерыночные показатели¹ естественным образом привела к движению в сторону *индексации* — экономичной стратегии, придуманной для сопоставления рыночных прибылей.

Разумеется, в течение многих лет предпринималась далеко не одна попытка выявить стратегии, которые *способны* справиться с рынком. Однако исследования эти нередко навлекали на себя критику, имевшую множество оснований.

Перечислим их.

1. Исследованию удалось справиться с рынком, поскольку данные, использовавшиеся для выбора акций, не были на самом-то деле доступны инвесторам, когда те производили отбор акций (так называемая систематическая ошибка предвидения).
2. Исследование содержало систематическую ошибку, поскольку использованная в нем база данных была «подчищена», из нее исключили компании, которые впоследствии обанкротились, и от этого результаты исследования стали оптимистичнее, чем им следо-

¹ Как до, так и после оплаты услуг менеджмента и его расходов.

вало быть (так называемая систематическая ошибка наследования).

3. В исследовании использовались слишком мелкие компании, акции которых не могли покупаться по ценам, указанным в базе данных, и ничем не обеспеченные компании, слишком мелкие, чтобы их акции покупались профессионалами.
4. После учета транзакционных издержек оказалось, что исследование не смогло дать показатели, хотя бы незначительно превышающие рыночные.
5. При проведении исследования отбирались акции, более «рискованные», чем средние рыночные, отчего и показатели они давали лучшие.
6. Стратегия выбора акций основывалась на тестировании задним числом множества других стратегий выбора акций, позволившем найти ту, что работала (так называемый сбор информации в заранее определенном формате).
7. В стратегии выбора акций, использовавшейся, чтобы справиться с рынком, применялись знания, набранные по прежним «превзошедшим рынок» исследованиям, а рассмотренным в исследовании приобретателям акций эти знания были еще не доступны.

По счастью, наше исследование волшебной формулы, судя по всему, *ни с одной* из этих проблем не сталкивалось. Мы использовали недавно появившуюся базу данных компании Standard & Poor's Compustat, называющуюся «Point in Time». Она содержит точную информацию, доступную пользователям Standard & Poor's Compustat по каждому из дней, протестированных за

исследованный период. Информация эта охватывает 17 лет — именно этот период мы и выбрали для исследования волшебной формулы. Использование только этой базы данных позволило гарантировать, что систематических ошибок предвидения и наследования мы не совершили.

Далее волшебная формула работала для акций с малой и большой капитализацией, дала результаты, намного превосходящие среднерыночные, и позволила получить эти прибыли с *риском, гораздо меньшим* общерыночного (как бы этот риск ни измерялся). Вследствие этого небольшой размер компаний, высокие транзакционные издержки и добавочный риск не дают разумных оснований для того, чтобы сомневаться в правильности результатов, полученных с помощью волшебной формулы. Что касается сбора информации в заранее определенном формате и использования научных исследований, недоступных во время отбора акций, то и они тоже места не имели. На самом-то деле два фактора, использованных для исследования волшебной формулы, были первыми из двух протестированных факторов. Попросту говоря, *высокая доходность* в сочетании с высокой прибылью на вложенный капитал были двумя факторами, которые мы считали наиболее важными, когда анализировали компании *еще до того*, как приступили к изучению волшебной формулы. В общем и целом волшебная формула, несмотря на ее очевидную простоту и обычные выдвигаемые против нее возражения, по-видимому, работает. Она работает даже в сравнении с куда более мудреными стратегиями, использованными в самых лучших по способности справляться с рынком исследованиях, завершенных к настоящему времени.

Впрочем, в определенном смысле успех стратегии волшебной формулы ничего удивительного в себе не содержит. Простые методы преодоления рынка известны уже довольно давно. Исследования, проводившиеся в течение многих лет, подтвердили, что при использовании продолжительных временных горизонтов *стоимостные ориентированные* стратегии действительно позволяют справляться с рынком. Как было показано, существуют несколько способов измерения, которые действительно работают. В их число входят (его не ограничивая) выбор акций с использованием отношения цены к реальной величине капитала, цены к доходам, цены к денежному потоку, цены к продажам и цены к дивидендам. Как и волшебная формула, эти простые стратегии срываются не всегда. Однако, если проводить измерения в долгие периоды времени — срываются. Но, хотя эти стратегии документировались в течение многих лет, большинству индивидуальных и профессиональных инвесторов на то, чтобы использовать их, терпения не хватало. По-видимому, длительные периоды неэффективной работы делали их реализацию затруднительной, а для некоторых профессионалов и практически неосуществимой.

Другая проблема, связанная с этими простыми методами, состоит в том, что, хотя работают они и хорошо, но гораздо лучше у них это получается скорее с акциями, обладающими малой или средней капитализацией, чем с теми, что обладают большой. Впрочем, это и не удивительно. Компании, которые слишком малы, чтобы их акции покупались профессионалами, или недостаточно велики, чтобы оправдать большие гонорары изучающих их аналитиков, как правило, игнорируются или оста-

ются непонятыми. И в результате они с большей вероятностью создают возможности для определения акций, которые продаются по выгодным ценам. Именно это и обнаружилось при исследовании волшебной формулы. Наилучшим образом она работала для акций, отличавшихся наименьшей капитализацией.

Однако эти хорошие результаты связать разумным образом именно с их малостью нельзя, поскольку акции с малой капитализацией не так уж сильно за исследованный период переигрывают акции с большой. Разделив наше пространство акций на децили по признаку рыночной капитализации, мы обнаружили, что за исследуемый семнадцатилетний период 10 процентов акций с наименьшей капитализацией давали прибыль в 12,1 процента, а 10 процентов акций с наибольшей капитализацией — 11,9 процентов. Ближайшие децили давали схожие результаты: малые — 12,2 процента, большие — 11,9.

Впрочем, вопрос о том, переигрывают ли акции с малой капитализацией акции с большой, в целом не так уж и важен. Представляется очевидным, что среди акций с малой капитализацией отыскать выгодные (как, собственно, и переоцененные) гораздо легче — и потому, что здесь обширнее выбор, и потому, что анализировались они, скорее всего, поверхностно, а в результате и цены на них указаны неверно. В определенном смысле отыскивать выгодные акции среди тех, что характеризуются малой капитализацией, простым методом, например, с помощью волшебной формулы, легче.

В чем волшебная формула расходится с прежними исследованиями способов одоления рынка — и простыми, и сложными, — так это в том, что и для акций компаний

с большей капитализацией (свыше 1 миллиарда долларов) результаты она дает невероятно надежные. Другим методам в этом плане везет гораздо меньше. К примеру, за период нашего исследования наиболее широко применяемый метод идентификации ценности акций и их способности к росту — использование отношения цены к величине капитала — не помог отличить победителей от проигравших. Получивший высший ранг дециль акций с низким показателем отношения цены к величине капитала (самые дешевые 10 процентов) превосходил получивший низший ранг дециль акций с высоким показателем отношения цены к величине капитала (самые дорогие 10 процентов) всего на 2 процента в год¹.

В сравнении с этими результатами стратегия волшебной формулы выгладит намного лучше. Получивший высший ранг дециль акций волшебной формулы (самые дешевые 10 процентов) за семнадцатилетний период исследований превзошел получивший низший ранг дециль акций (самые дорогие 10 процентов) на 14 процентов в год. Наилучший дециль дал 18,99 процента прибыли, наихудший — 4,66 процента, между тем как рыночное среднее для всех этих акций с капитализацией выше 1 миллиарда долларов составило 11,7 процента. Что, по правде сказать, и неудивительно. В то время как цена, низкая по отношению к исторической стоимости активов, может быть *показателем* дешевизны акций, *доход*, высокий по отношению

¹ То есть дециль с самым низким отношением цены к величине капитала дал 13,72 процента прибыли, а дециль с самым высоким — 11,51 процента. Рыночное среднее для этой группы составляло 11,64 процента.

к цене и исторической стоимости активов, представляет собой более прямую меру дешевизны и *должен* работать лучше.

Одно из наиболее значительных исследований недавнего времени, проведенное в Чикагском университете Джозефом Пиотроски¹, продвинуло анализ отношения цены к величине капитала еще на один шаг. Пиотроски заметил: хотя акции с низким отношением цены к величине капитала в среднем и превосходят рынок, несколько меньше половины акций, отобранных с помощью этой стратегии, до показателей рынка на самом деле не дотягивают. Используя простые и уже имевшиеся под рукой бухгалтерские метрические показатели, Пиотроски постарался улучшить результаты этой исходной стратегии. Он провел ранжирование высшего квинтиля акций с низким показателем отношения цены к величине капитала (то есть 20 процентов самых дешевых акций), используя девять различных мерок финансового здоровья, в том числе прибыльность, операционную эффективность и балансовую силу. Результаты исследования, охватывавшего 21 год, были весьма впечатляющи... за одним исключением.

На самом деле для акций компаний с большой капитализацией исследование не работало. Для трети акций, характеризующихся наибольшей рыночной капитализацией², акции, получившие по девятиточечной

¹ *Piotroski J. Value Investing: The Use of Historical Financial Statements to Separate Winners from Losers, Journal of Accounting Research, vol. 38, supplement, 2000.*

² Эквивалент исследования волшебной формулы для акций компаний с рыночной капитализацией, превышающей примерно 700 миллионов долларов.

шкале Пиотроски высшие ранги, *не смогли* значительно превзойти средние акции с низким отношением цены к величине капитала¹. Что, опять-таки, и не удивительно. Как уже говорилось, акции с ошибочно определенной ценой очень легко отыскиваются среди тех, которые характеризуются малой и средней рыночной капитализацией.

Впрочем, эта относительная неспособность методов одоления рынка работать с акциями, обладающими большой капитализацией, не уникальна. Даже самые мудреные стратегии этого рода, давая в общем случае превосходные результаты, в пространстве акций с большой капитализацией к относительно простой волшебной формуле и близко не подходят². К примеру, некоторые из лучших на сегодняшний день работ по сложной факторной модели были выполнены Робертом Хогеном и Надин Бэйкер³. Профессор Хоген, вдохновленный превосходными результатами, которые дала его революционная статья, создал даже консультационную фирму.

По существу, не ограничиваясь двумя факторами, которые применяются в стратегии волшебной формулы, Хоген разработал сложную модель, использующую

¹ При том, что получившие у Пиотроски самые низкие ранги акции компаний с большой капитализацией выглядят в сравнении с другими акциями с низким отношением цены к величине капитала довольно плохо, его система ранжирования отобрала за 21 год всего 34 акции низкого ранга.

² Или в пространстве акций с малой капитализацией.

³ *Haugen R., and Baker N.* Commonality in the Determination of Expected Stock Returns, *Journal of Financial Economics*, Summer 1996.

71 фактор и предположительно помогающую предсказать поведение акций в будущем. Эти факторы оценивания акций основаны на «риске, ликвидности, финансовой структуре, прибыльности, ценовой истории, аналитических оценках». Используя сложное взвешивание всех этих факторов, модель Хогена предсказывает будущие прибыли каждой акции. Оцененные моделью Хогена исторически «ожидаемые прибыли» акций, образующие пространство в 3000+ таковых, выставлены на интернетовском сайте. Они охватывают период с февраля 1994-го по ноябрь 2004 года. Мы решили протестировать модель Хогена и посмотреть, действительно ли она работала для акций с большой рыночной капитализацией (для тех, чья рыночная капитализация превышала в 2004-м 1 миллиард долларов).

Она работала. Результаты получились вполне впечатляющие. За этот десятилетний период рыночное среднее по прибыли составляло для протестированных акций 9,38 процента. Покупка акций высшего в модели Хогена ранга (дециль с лучшими рангами) давала прибыль в +22,89 процента. Покупка акций низшего ранга (дециль с худшими рангами) давала потери в 6,91 процента. То есть разброс между лучшими и худшими составлял почти 30 процентов! При этом предполагалось, что акции удерживаются в течение одного месяца, а по истечении каждого ранжируются заново. Результаты, разумеется, превосходные, однако у волшебной формулы они лучше!

За тот же десятилетний период акции высшего ранга (дециль с лучшими рангами), отобранные с помощью двухфакторной модели волшебной формулы, дали +24,25 процента прибыли. Акции низшего ранга (дециль

с худшими рангами), дали *потери* в 7,91 процента. Разброс составляет 32 процента! Хотя результаты, полученные с помощью волшебной формулы, отчасти лучше (и получаются гораздо легче), чем результаты модели Хогена, учитывающей 71 фактор, производительность обоих методов великолепна и вполне сравнима. Есть, правда, одно обстоятельство. В большинстве своем люди не вкладывают (и не будут вкладывать) деньги в покупку акций, которые они продержат всего один месяц. Помимо того, что это требует огромных затрат времени, транзакционных издержек и налоговых расходов, такая стратегия является, в сущности, *торговой*, а вовсе не практичной стратегией долгосрочного инвестирования. Но что произойдет, если мы изменим способ тестирования и продержим портфель акций не месяц, а год?¹

На самом деле, произойдет нечто интересное. Модель Хогена все еще будет работать хорошо: дециль с лучшими рангами даст прибыль в +12,55 процента (против 9,38 процента рыночной), а дециль с худшими рангами — прибыль в +6,92 процента. Разброс сократился до 5,63 процента. Если бы мы не видели только что месячных прибылей, это произвело бы на нас немалое впечатление. А как обстоит дело с волшебной формулой? Дециль с лучшими рангами дал прибыль в +18,43 процента, а дециль с худшими рангами — прибыль в +1,49 процента. Разброс между лучшими и худшими составил 17 процентов! Совсем неплохо, с какой стороны ни взгляни. Есть и еще кое-что инте-

¹ В течение десятилетнего периода портфели ценных бумаг закупались каждый месяц и удерживались один год, так что для каждой стратегии было протестировано 120 отдельных портфелей.

ресное. При использовании стратегии Хогена в течение 36 месяцев кряду (с ежегодным оборотом акций) худшая за эти 10 лет прибыль составила 43,1 процента. Для волшебной формулы худшая за тридцатishестимесечный период прибыль составила 14,3 процента. И при этом для волшебной формулы понадобилось и факторов на 69 меньше, и математических вычислений тоже меньше — намного!¹

Вот это я и хотел сказать. Волшебная формула, судя по всему, работает, и очень неплохо. Я думаю и надеюсь, что она будет хорошо работать и в будущем. Помните, Марк Твен сказал об игре в гольф: «Хорошая прогулка, которую зачем-то испортили»? Я надеюсь, что настанет день, когда и «прогулку наугад» сочтут, наконец, испорченной².

¹ Профессор Хоген не предлагает покупать 10 процентов акций с лучшими рангами, образуя из них отдельный портфель, или сохранять акции на протяжении года. Кроме того, потери прибыли за худшие 36 месяцев для теоретического портфеля, состоящего из «самых лучших 10 процентов» Хогена были подобны обще-рыночным потерям за тот же период. Приведенная нами статистика была получена единственно с целью сравнения с портфелем волшебной формулы, в котором использовались только акции, вошедшие в списки, составленные и моделью Хогена, и волшебной формулой — с рыночной капитализацией, превышающей 1 миллиард долларов.

² Хотя, если вдуматься, кого я пытаюсь обмануть? На самом-то деле я надеюсь, что она будет жить вечно!

Об авторе

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ является основателем и управляющим партнером компании Gotham Capital. Внештатный доцент бизнес-школы Колумбийского университета, бывший председатель правления Fortune 500, сооснователь ValueUnvestorClub.com и автор книги «Вы можете стать гением фондовой биржи». Гринблатт получил звания бакалавра наук и магистра управления бизнесом в Университете Уортон.