

Часть I

ГОТОВИМСЯ К ИНВЕСТИРОВАНИЮ

Прежде чем задумываться о покупке акций, необходимо четко уяснить, насколько вы верите в корпоративную Америку, нужны ли вам вложения в акции, на какой результат вы рассчитываете, на какой срок собираетесь вкладывать деньги и как будете реагировать на неожиданные значительные падения цен. Лучше заранее сформулировать свои цели и прояснить установки (действительно ли я считаю, что акции более рискованны, чем облигации?). Нерешительный и недостаточно уверенный в себе человек — потенциальная жертва рынка, он теряет надежду и благоразумие в самый неподходящий момент и продает акции себе в убыток. Личная подготовка, помимо знаний и умения анализировать информацию, — вот, что отличает успешного инвестора от хронического неудачника. В конечном счете не фондовый рынок и не компании определяют судьбу инвестора, а он сам.

Рождение инвестора

Врожденного умения правильно выбирать акции для инвестирования не бывает. Хотя желающих списать свои промахи на некие наследственные изъяны хватает и многие верят в существование прирожденных инвесторов, мой собственный пример опровергает это. Над моей колыбелью не было бегущей строки с котировками, и я не пробовал на зуб страницы с биржевыми сводками, демонстрируя талант подобно Пеле, который, наверное, в этом возрасте уже бил по мячу. Насколько мне известно, мой отец стоял на ступеньках роддома в ожидании моего появления на свет и не бегал ежеминутно, чтобы справиться о курсе акций General Motors, а моя мать не донимала принимающих роды вопросами о дивидендах АТТ.

В день моего рождения, 19 января 1944 г., Dow Jones упал и снижался всю неделю, пока я находился в роддоме. Тогда я не мог знать, что это было первое проявление Закона Линча, который гласит: успехи Линча негативно сказываются на состоянии рынка. (Последний раз это подтвердилось летом 1987 г.: после заключения договора на издание этой книги, которую я расцениваю как профессиональное достижение, рынок потерял 1000 пунктов за два месяца. Мне следует дважды подумать, прежде чем продать права на создание фильма.)

Большинство моих родственников не доверяли фондовому рынку, и на то имелись веские причины. Моя мать была самой младшей из семи детей в семье, так что мои тети и дяди были уже взрослыми людьми к началу Великой депрессии и не понаслышке знали о биржевом крахе 1929 г. В нашей семье никто даже не заикался об акциях.

Единственным, кто однажды связался с акциями, был мой дед Джин Гриффин, вложивший деньги в Cities Service. Как крайне консервативный

инвестор он выбрал Cities Service в уверенности, что компания занимается водоснабжением. Когда же во время поездки в Нью-Йорк выяснилось, что это нефтяная компания, он немедленно продал акции. С тех пор акции Cities Service выросли в цене в пятьдесят раз.

Недоверие к акциям преобладало в Америке на протяжении 1950-х и 1960-х гг., хотя рынок за это время вырос в три раза, а затем еще удвоился. Именно те годы моего детства, а вовсе не минувшие 1980-е были величайшим в истории периодом роста акций, но мои дядья говорили о них так, словно речь шла о грязных закулисных играх. «Никогда не связывайся с рынком, — предупреждали они. — Это слишком рискованно. Ты потеряешь все».

С позиций сегодняшнего дня я понимаю, что на фондовом рынке 1950-х гг. риск потерять все деньги был гораздо ниже, чем до этого периода или после него. А еще я понимаю, что поведение рынков предсказать трудно и что мелкие инвесторы имеют обыкновение впадать в пессимизм или оптимизм именно в тот момент, когда этого делать не следует: практика вложения средств в растущие акции и ухода с рынка, когда акции дешевеют, обречена на провал.

Мой отец, предприимчивый человек и бывший преподаватель математики, стал самым молодым старшим аудитором фирмы John Hancock. Когда мне было семь лет, у него обнаружилась опухоль мозга, и через три года он умер. После его кончины моей матери пришлось поступить на работу в компанию Ludlow Manufacturing, которую позднее поглотила Тусо Labs. Желая хоть как-то помочь ей, я решил найти работу с неполной занятостью. В 11 лет мне удалось стать кадди — мальчиком, который носит мячи и клюшки для игроков в гольф. Это произошло 7 июля 1955 г., в день, когда Dow Jones упал с 467 до 460 пунктов.

Для одиннадцатилетнего подростка, который уже открыл для себя гольф, подносить игрокам мячи и клюшки было пределом мечтаний. Мне платили за то, что я ходил по полю для гольфа. За полдня я получал больше, чем мальчишки на доставке газет за семь дней работы. Что могло быть лучше?

Еще в школе я начал осознавать не столь явные, но важные преимущества работы в гольф-клубе, особенно в таком эксклюзивном заведении, как Brae Burn в пригороде Бостона. Моими клиентами были президенты и директора крупных корпораций: Gillette, Polaroid и, самое главное, Fidelity. Помогая Джорджу Салливану отыскать мяч, я помогал себе в поиске места работы. Я был не единственным кадди, которые поняли, что кратчайший путь в совет директоров проходит через раздевалки клубов вроде Brae Burn.

Если вы хотите приобщиться к секретам фондового рынка, то лучшим местом для этого после гольф-клуба может быть только торговый зал крупной биржи. После каждого удачного удара члены клуба начинают с особым пылом расписывать свои успехи в инвестировании. Бывало, что за один раунд я пять раз подсказывал, как лучше ударить, а взамен получал пять рассказов о рыночной тактике и стратегии.

Хотя мне нечего было инвестировать, рассказы о чужих успехах заставили меня усомниться в правильности позиции моей семьи, которая считала фондовый рынок местом, где деньги только теряют. Как оказалось, многие из моих клиентов, наоборот, зарабатывают на фондовом рынке, и их удачи порой благоприятно отражались на состоянии моего кармана.

Кадди быстро начинает делить игроков на касты. На вершине — полубоги (редкое явление: отличный игрок в гольф, замечательный человек, щедрые чаевые), далее — средненькие игроки и средненькие чаевые, а на самом дне неприкасаемые — бездарные игроки с отвратительным характером и жалкими чаевыми. Чаще всего мне доставались средненькие игроки, но если бы пришлось выбирать между плохой игрой со щедрыми чаевыми и удачной игрой с мизерными чаевыми, я отдал бы предпочтение первому. Работа в качестве кадди укрепила мое убеждение в том, что иметь деньги полезно.

Я работал в гольф-клубе все время, пока учился в школе и Бостонском колледже, оплатить который помогла стипендия Фрэнсиса Уимета для кадди. В колледже, за исключением обязательных курсов, я избегал естественных наук, математики и бухучета — всего того, что является нормальной подготовкой к бизнесу. Меня больше привлекали гуманитарные дисциплины, и наряду с общей историей, психологией и политическими науками я изучал также метафизику, гносеологию, логику, религию и философию древних греков.

Оценивая тот период с позиций сегодняшнего дня, могу сказать, что изучение истории и философии было гораздо лучшей подготовкой к работе на фондовом рынке, чем, скажем, изучение статистики. Инвестирование в акции — искусство, а не наука, и те, кого приучили переводить все на жесткий язык цифр, оказываются в невыгодном положении. Если бы все поддавалось количественной оценке, то можно было бы арендовать ближайший суперкомпьютер Cray и сделать состояние. Но этого не происходит. Всю математическую премудрость, которая нужна на фондовом рынке (Chrysler получил 1 млрд долл., занял 500 млн долл. и т. д.), вы постигаете в четвертом классе средней школы.

Логика — вот тот предмет, который в наибольшей степени помогал мне в выборе акций, хотя бы потому, что научил меня видеть своеобразную алогичность Уолл-стрит. Вообще-то, на Уолл-стрит мыслят точно так же, как мыслили греки. Древние греки могли сидеть днями напролет и дискутировать о том, сколько зубов у лошади. Они полагали, что могут найти правильный ответ не сходя с места, без подсчета количества зубов у реальной лошади. Многие инвесторы сидят и размышляют, пойдут акции компании вверх или нет, как будто ответ приносит финансовая муза, а не исследование состояния дел в компании.

Когда-то люди, постоянно слышавшие петушиный крик на рассвете, думали, что это петух заставляет солнце всходить. Сейчас это звучит глупо, но на Уолл-стрит эксперты каждый день путают причину и следствие, выискивая объяснения роста рынка: юбки стали короче, суперкубок достался

определенной спортивной команде, японцы чем-то недовольны, тренд изменил направление, на выборах предположительно одержат победу республиканцы, курсы акций занижены и т. д. Когда я слышу это, то вспоминаю о петухе.

В 1963 г. на втором курсе колледжа я первый раз купил акции — Flying Tiger Airlines — по 7 долл. Работа в качестве кадди и стипендия помогали мне оплачивать учебу в колледже, а то, что я жил дома, позволяло экономить на других расходах. Вскоре я смог поменять свою машину, купленную за 85 долл., на другую, стоившую 150 долл. Долгое время я не мог воспользоваться рекомендациями, которые слышал на поле для гольфа, но теперь стал достаточно богатым, чтобы инвестировать!

Акции компании Flying Tiger были выбраны не случайно. Они являлись результатом скрупулезного анализа, базировавшегося на ошибочном предположении. Готовясь по одной из дисциплин, я прочитал статью, где говорилось о многообещающей перспективе воздушных грузоперевозок, а также о Flying Tiger. Вот почему я купил эти акции. Они выросли, но совсем по другой причине. Это произошло потому, что мы ввязались в войну во Вьетнаме и Flying Tiger сделала состояние на переброске войск и грузов в район Тихого океана и обратно.

Не прошло и двух лет, как цена на акции Flying Tiger выросла до 32¾ долл., и у меня появился первый пятикратник. Понемногу я продал их, чтобы оплатить свое последипломное образование. В школе бизнеса Уортона я учился частично на «стипендию», обеспеченную акциями Flying Tiger.

Если считать, что первые акции имеют для вашего финансового будущего такое же значение, как первая любовь для личной жизни, то мне невероятно повезло с Flying Tiger. Они убедили меня в существовании многократников и укрепили во мнении, что там, откуда появился этот, есть и другие.

На последнем курсе колледжа с подачи г-на Салливана, президента компании Fidelity — незадачливого игрока в гольф и отличного парня, не скупившегося на чаевые, я обратился в эту компанию с просьбой принять меня на временную работу в летний период. Компания Fidelity ассоциировалась с Нью-йоркским яхт-клубом, гольф-клубом Augusta National, Карнеги-холлом и скачками Kentucky Derby. Среди инвестиционных компаний она занимала такое же место, как Джордж Клуни среди актеров. Как в средние века монахи мечтали попасть в Вестминстерское аббатство, так и все, посвятившие себя бухгалтерскому учету, мечтали о работе именно в этой компании. На три летних вакансии было подано сто заявлений.

Fidelity так успешно продавала Америке паи взаимных фондов, что даже моя мать ежемесячно вкладывала в фонд Fidelity Capital по 100 долл. Этот фонд, возглавляемый Джерри Цаем, был одним из двух самых известных динамично развивавшихся фондов той знаменитой своей стремительностью эпохи. Вторым был Fidelity Trend, которым управлял Эдвард Джонсон III, также известный как Нед. Нед Джонсон был сыном основателя компании, легендарного Эдварда Джонсона II, прозванного Г-ном Джонсоном.

Fidelity Trend Неда Джонсона и Fidelity Capital Джерри Цая в период с 1958 по 1965 г. демонстрировали доходность намного выше, чем у конкурентов, и служили источником зависти для всей отрасли. Имея возможность учиться у таких людей и пользоваться их поддержкой, я начал понимать, что имел в виду Исаак Ньютон, когда сказал: «Если я видел дальше... то только потому, что стоял на плечах гигантов».

Задолго до успеха Неда его отец Г-н Джонсон изменил представление Америки об инвестировании в акции. По мнению Г-на Джонсона, в акции инвестируют не для того, чтобы сохранить капитал, а для того, чтобы заработать. Полученную прибыль снова инвестируют в акции и зарабатывают еще больше. «Акции, которые вы покупаете, все равно что жены, которым хранят верность», — говорил широко цитируемый Г-н Джонсон. Женский журнал *Ms.* точно не присудил бы ему никакой награды!

Я был в восторге от того, что меня приняли на работу в Fidelity и разместили в старом офисе Джерри Цая, который к тому времени перешел в Manhattan Fund в Нью-Йорке. В полном соответствии с Законом Линча начало моей работы в первую неделю мая 1966 г. ознаменовалось тем, что Dow Jones, находившийся в то время на уровне 925 пунктов, начал падать и опустился ниже 800 пунктов к сентябрю, когда я вернулся к учебе.

СЛУЧАЙНОЕ КОЛЕБАНИЕ И MAINE SUGAR

Летним стажерам, не имевшим, как и я, опыта в корпоративных финансах или бухгалтерии, поручали собирать информацию о компаниях и писать отчеты наравне со штатными аналитиками. Весь этот пугающий бизнес вдруг потерял свою таинственность — даже чистые гуманитарии могли анализировать акции. Мне поручили целлюлозно-бумажную и издательскую отрасль, и в мои обязанности входило посещение и обследование таких компаний, как *Sorg Paper* и *International Textbook*, по всей стране. Поскольку авиакомпания в то время бастовали, я путешествовал на автобусе. К концу лета из всех компаний лучше всего я знал *Greyhound*, крупнейшего оператора автобусных перевозок.

После Fidelity я вернулся к учебе на втором курсе школы бизнеса Уортона с более скептическим отношением к теории фондового рынка. Мне казалось, что почти все, чему учат в Уортоне и что теоретически должно было содействовать успеху в инвестиционном бизнесе, могло привести лишь к неудаче. Я изучал статистику, теорию вероятностей и количественный анализ. Количественный анализ говорил мне, что увиденное в Fidelity не могло существовать в принципе.

Кроме того, я никак не мог соединить гипотезу эффективности рынка (утверждающую, что на фондовом рынке все «известно» и что цены всегда

«рациональны») с гипотезой случайности колебаний (гласящей, что движение цен на рынке иррационально и абсолютно непредсказуемо). К тому времени мне довелось наблюдать достаточно необъяснимых колебаний цен, чтобы усомниться в той части теории, где речь шла о рациональности, а успехи выдающихся менеджеров Fidelity трудно было назвать непредсказуемыми.

Было также очевидно, что профессорам школы бизнеса Уортона, которые верили в количественный анализ и случайные колебания, было далеко по успешности до моих новых коллег из Fidelity, так что, выбирая между теорией и практикой, я отдал свой голос практикам. Очень сложно поддерживать популярную теорию об иррациональности рынка, когда знаешь кого-то, кто не только получил двадцатикратную прибыль на акциях Kentucky Fried Chicken, но и заранее объяснил, почему цена поднимется. Мое отвращение к витающим в облаках теоретикам и предсказателям сохраняется и по сей день.

Некоторые дисциплины в школе бизнеса Уортона все же заслуживали внимания, но даже если бы все они оказались бесполезными, учиться там стоило хотя бы потому, что в университетском городке я встретил Кэролин. (Мы поженились, когда я служил в армии, 11 мая 1968 г., в субботу. Рынок в тот день не работал, и у нас был медовый месяц продолжительностью в долгий уик-энд, в течение которого индекс Dow Jones потерял 13,93 пункта. Тогда я не придавал этому значения, подобная закономерность привлекла мое внимание позже.)

По окончании второго года обучения в школе бизнеса Уортона меня призвали в армию, что было частью программы подготовки офицеров запаса ROTC. С 1967 по 1969 г. в звании лейтенанта артиллерии я служил сначала в Техасе, а потом в Корее — весьма удачное назначение с учетом имевшейся на тот момент альтернативы. Лейтенанты-артиллеристы обычно оказывались во Вьетнаме. Единственный минус службы в Корее я видел в оторванности от биржи: фондового рынка в Сеуле не было. К тому времени мне уже не хватало Уолл-стрит.

Во время редких отпусков я наверстывал упущенное, покупая популярные акции, которые рекомендовали мне друзья и коллеги. Сами они предпочитали высоко котирующиеся акции, которые росли в цене, мне же рекомендовали консервативные выпуски, цены на которые стабильно снижались. Вообще-то я заработал кое-какие деньги на Ranger Oil, но больше потерял на Maine Sugar, которая казалась беспроектным вариантом, но тем не менее лопнула.

Представители Maine Sugar ездили по фермам и уговаривали фермеров штата Мэн, привыкших выращивать картофель, сажать сахарную свеклу в межсезонье. Это обещало чрезвычайно хорошую прибыль для Maine Sugar, не говоря уже о фермерах. Сахарная свекла, которая в севообороте отлично сочеталась с картофелем, не только позволяла фермерам заработать дополнительные деньги, но и улучшала почву. Компания Maine Sugar брала на себя оплату расходов на посевную, и все, что от фермеров требовалось, — это привезти урожай на огромный сахарорафинадный завод, построенный Maine Sugar.

Загвоздкой оказались фермеры штата Мэн с их предельной осторожностью. Вместо того чтобы засеять сахарной свеклой сотни акров, они в первый год опробовали новшество на четверти площадей, затем, когда все получилось, увеличили площади в два раза, и к тому времени, когда дело дошло до всех площадей, завод закрылся из-за нехватки сырья, а Maine Sugar обанкротилась. Цена акции упала до шести центов, на которые можно было купить шесть шариков жевательной резинки в автомате Lions Club.

После фиаско с Maine Sugar я дал себе зарок не покупать акций компаний, которые зависят от фермеров штата Мэн.

Я вернулся из Кореи в 1969 г. и пошел работать в Fidelity, но теперь уже как штатный сотрудник и аналитик по ценным бумагам. Фондовый рынок отреагировал на это падением (специалистам по Закону Линча — взять на заметку!). Стоило мне в июне 1974 г. получить повышение и пересест из кресла помощника в кресло директора аналитического отдела, как Dow Jones рухнул и за три месяца потерял 250 пунктов. В мае 1977 г. я принял на себя руководство фондом Fidelity Magellan. Рынок, который находился в тот момент на уровне 899 пунктов, незамедлительно стал скользить вниз и через пять месяцев опустился до отметки 801 пункт.

Стоимость активов фонда Fidelity Magellan составляла 20 млн долл. В портфеле фонда были акции всего 40 компаний, а Нед Джонсон, глава Fidelity, рекомендовал сократить его еще больше — до 25. Я его вежливо выслушал и... довел число акций до 60. Через полгода их было уже 100, а немного спустя 150. Я делал это вовсе не из-за духа противоречия. Так получилось потому, что когда я видел выгодную сделку, то просто не мог устоять, а в те дни выгодные сделки были повсюду.

Отличавшийся широтой взглядов Нед Джонсон наблюдал за мной, но не вмешивался, лишь подбадривал. Наши подходы не совпадали, но это не мешало ему принимать мои, по крайней мере, пока они давали хорошие результаты.

Мой портфель продолжал расти, и наступил момент, когда одних только ссудо-сберегательных организаций в нем насчитывалось полторы сотни. Вместо того чтобы ограничиться парочкой, я покупал их подряд (разумеется, после того, как их отнесли к разряду перспективных). Мне было мало вложений в одну сеть магазинов. Купив акции Southland, материнской компании 7-Eleven, я не мог удержаться от покупки Circle K, National Convenience, Shop and Go, Hop-In Foods, Fairmont Foods, Sunshine Junior и т. д. и т. п. Покупка акций сотен компаний шла вразрез с представлениями Неда Джонсона о том, как нужно управлять фондом, но я продолжал работать.

Довольно скоро меня прозвали фондовым Уиллом Роджерсом¹, намекая на то, что нет таких акций, которые бы мне не нравились. В Barron's любят подобные шуточки — вы можете назвать хотя бы одну компанию, акций

¹ Американский актер и юморист, которому приписывают изречение: «Я ни разу не встречал человека, который бы мне не понравился». — Прим. ред.

которой нет у Линча? Так как в настоящее время их у меня 1400, думаю, они в чем-то правы. Однако не сомневайтесь, я могу назвать немало акций, с которыми не стоило бы связываться.

Между тем активы Fidelity Magellan выросли до 9 млрд долл., что сделало фонд сравнимым по величине с половиной валового национального продукта Греции. Если говорить о доходности инвестиций, то Fidelity Magellan на протяжении одиннадцати лет значительно опережал Грецию, хотя Греция демонстрировала завидные результаты целых 2500 лет до этого.

Что касается Уилла Роджерса, то он дал, пожалуй, один из лучших советов инвесторам: «Не спекулируйте на акциях. Возьмите все свои сбережения, вложите их в хорошие акции и держите, пока они не вырастут в цене, а затем продайте. А если они не растут, то и не покупайте».

Парадоксы Уолл-стрит

К числу общеизвестных несовместимых словосочетаний — «армейская сообразительность», «учащийся преподаватель», «оглушительная тишина» — я бы отнес и «профессиональное инвестирование». Индивидуальному инвестору-любителю полезно взглянуть этот штамп под критическим углом. Вам откроется многое — по меньшей мере вы узнаете, кто скрывается под этим званием. На фондовом рынке именно они будут вашими соперниками, ведь институциональные инвесторы контролируют до 70% акций крупных компаний. Но это и хорошо. Профессиональным инвесторам приходится иметь дело с массой ограничений — культурных, социальных и правовых. Просто удивительно, как моей собственной организации удастся добиваться успеха.

Конечно, далеко не всегда слова «профессионал» и «инвестор» несовместимы. Существуют и выдающиеся менеджеры фондов, и менеджеры-новаторы, и менеджеры с оригинальным подходом, инвестирующие свои средства туда, куда считают нужным. Например, Джон Темплтон — блистательный мастер своего дела, первым покоровший глобальный рынок и сделавший на нем состояние. Экономический кризис, потрясший США в 1972–1974 гг., не коснулся его клиентов по той простой причине, что он загодя вложил средства фонда в акции канадских и японских компаний. Помимо этого Темплтон одним из первых обратил внимание на японский аналог Dow Jones — индекс Nikkei — и не прогадал. С 1966 по 1988 г. — в отличие от Dow Jones, удвоившегося за это время, — Nikkei увеличился в семнадцать раз.

Другим не менее гениальным, свободомыслящим менеджером был покойный Макс Гейне, основатель инвестиционного фонда Mutual Shares. Его ученик Майкл Прайс с блеском продолжил традицию приобретения за полцены акций недооцененных компаний и выжидания момента, когда их можно будет продать

за полную стоимость. Непревзойденным мастером по инвестированию средств в малопопулярные акции остается Джон Нэфф. Заметно преуспел в этом деле и Кен Хибнер из компании Loomis-Sayles.

Впечатляет успех операций с акциями мелких компаний еще одного инвестора — Питера Дерутта, выпускника Гарвардской школы права. Торговля акциями стала его страстью. Именно он открыл для меня компанию Toys «R» Us. Секрет его успеха в том, что он не заканчивал школ бизнеса. Вы только представьте, от какого объема вредных познаний ему не пришлось избавляться.

Джордж Сорос и Джимми Роджерс стали миллионерами, совершая операции, доступные лишь посвященным, — короткая продажа золота, покупка опционов пут, хеджирование австралийских облигаций. Что касается Уоррена Баффетта, самого выдающегося инвестора, то мы с ним выискиваем одни и те же финансовые возможности. Правда, покупает он, в отличие от меня, всю компанию целиком.

Однако все, кого можно включить в список незаурядных инвесторов, — лишь исключения из сонма серых, бездарных, нерасторопных, подбострастных и застенчивых менеджеров инвестиционных фондов, а также разного толка приспособленцев, консерваторов и подражателей, затесавшихся в их ряды.

Людей, занятых в нашем бизнесе, отличает определенный склад ума. Мы все читаем одни и те же газеты и журналы, прислушиваемся к советам одних и тех же экономистов. Мы, по сути, — однородное сообщество. В нем нет праздных людей. Вряд ли какой из менеджеров взаимных фондов был когда-то отчислен из средней школы за неуспеваемость. Сомневаюсь, что среди них есть бывшие серферы или водители грузовиков.

В наших рядах не так много молодежи. Согласно одной популярной теории — было время, ею увлекалась моя жена — гениальные изобретения и идеи рождаются в умах людей моложе тридцати лет. Но в жизни все иначе. Мне, например, уже сорок пять, но я неплохо руковожу Fidelity Magellan. Смело заявляю, что успехи в инвестировании не имеют никакого отношения к молодости. Более того, инвестор средних лет, за плечами которого солидный опыт рыночных сделок, обладает бесспорным преимуществом перед неискушенным юнцом.

Учитывая, что среди менеджеров инвестиционных фондов преобладают лица среднего возраста, вероятность появления в их рядах гениев с краев возрастного спектра практически отсутствует.

ЗАПАЗДЫВАНИЕ УОЛЛ–СТРИТ

Достоинства каждой из найденных мною многообещающих акций настолько очевидны, что 99 из 100 профессионалов, будь они свободны в выборе, обязательно добавили бы их в свои портфели. Однако по определенным причинам, о которых я сейчас расскажу, этого не происходит. Между ними и десятикратниками слишком много барьеров.

При существующей системе акция не считается реально привлекательной до тех пор, пока ряд крупных организаций не признает ее, а авторитетные аналитики с Уолл-стрит, ведущих мониторинг отраслей и компаний, не включают в список рекомендуемых ценных бумаг. Остается только удивляться, как развивается торговля в условиях, когда масса людей не в состоянии сделать и шага без санкции со стороны.

Рассмотрим суть того, что я называю *запаздыванием Уолл-стрит*, на примере компании The Limited. В 1969 г., когда эта компания стала публичной, на нее не обратили внимания ни крупные организации, ни известные финансовые аналитики. Гарантом размещения акций выступила небольшая фирма Vercoe & Co., расположенная в г. Колумбус, штат Огайо, — там же, где и главный офис The Limited. Менеджер по продажам из Vercoe & Co. Питер Халлидей был одноклассником председателя совета директоров The Limited Лесли Векснера. По мнению Халлидея, компания не пользовалась вниманием Уолл-стрит лишь потому, что на тот момент Колумбус официально не претендовал на звание корпоративной Мекки.

Целых два года компанией интересовался всего один аналитик — Сьюзи Холмс из банка White Weld. В 1974 г. появился второй аналитик из First Boston: Мэгги Джиллиам случайно наткнулась на магазин компании во время снежной бури, из-за которой в аэропорту Чикаго отменили ее рейс. Чутье инвестора не подвело Мэгги.

Летом 1975 г. акции The Limited впервые приобрел институциональный инвестор — фонд T. Rowe Price New Horizons. К тому времени компания располагала торговой сетью из ста магазинов, разбросанных по всей стране. Тысячи наблюдательных покупателей вполне могли обратить внимание на успехи компании и провести собственный анализ ее деятельности. Однако к 1979 г. акционерами The Limited были всего два институциональных инвестора, на долю которых приходилось всего 0,6% находящихся в обращении акций. Основными держателями акций оставались сотрудники и руководители компании. Как мы увидим далее, нередко это хороший признак.

К 1981 г. торговая сеть бурно растущей компании расширилась до четырехсот магазинов, а ее акциями занимались всего шесть аналитиков. С тех пор, как компанию заметила Мэгги Джиллиам, прошло семь лет. К 1983 г. акции поднялись до 9 долл., а стоимость долгосрочных вложений, сделанных в 1979 г., когда акции после дробления продавались по 50 центов, увеличилась в 18 раз.

В 1984 г. стоимость акций упала почти в два раза — до 5 долл., однако положение компании было хорошим, и инвесторы получили еще один шанс сделать выгодное вложение. (Как будет показано ниже, если компания имеет положительные фундаментальные показатели, то разумнее всего воздержаться от продажи акций, а еще лучше — докупить новые.) Лишь к 1985 г., когда стоимость акций взлетела до 15 долл., созрели и аналитики. Да что там созрели, они наперегонки стали включать акции The Limited в списки с рекомендацией «покупать». Агрессивная скупка акций институциональными ин-

весторами привела к скачку курса до $52\frac{7}{8}$ долл. Фундаментальные показатели компании уже не оправдывали такую стоимость. К тому моменту за акциями следило более тридцати аналитиков, точнее 37, и многие из них поспешили лишь к падению акций The Limited.

Среди компаний, оказывающих населению ритуальные услуги, у меня есть фаворит — Service Corporation International (SCI). Публичной эта компания стала в 1969 г. Первые десять лет на нее не обращал внимания ни один аналитик! Чтобы попасть в поле зрения Уолл-стрит, потребовались огромные усилия. Вначале SCI привлекла внимание инвестиционной компании Underwood, Neuhaus & Co, затем — в 1982 г. — крупной брокерской фирмы Shearson. К тому времени акции компании превратились в пятикратник.

Купив акции SCI в 1983 г. по 12 долл. и продав их в 1987 г. на пике по $30\frac{3}{8}$ долл., вы могли удвоить состояние. Но еще заманчивее было бы вложить в акции в 1978 г. и сыграть в сорокакратник.

Все эти годы компания демонстрировала отличные фундаментальные показатели. Но тысячи людей знали ее не поэтому, а по той простой причине, что им время от времени приходилось присутствовать на похоронах. Профессионалы же с Уолл-стрит проглядели SCI, поскольку компании по оказанию ритуальных услуг не подпадают ни под одну стандартную классификацию отраслей. Этот бизнес нельзя отнести ни к сфере услуг по организации досуга, ни к сфере производства товаров длительного пользования.

На протяжении 1970-х гг., когда компания Subaru стремительно развивалась, ею интересовались всего три-четыре аналитика. В период с 1977 по 1986 г. компания Dunkin' Donuts стала двадцатипятикратником. Тем не менее сегодня за ее акциями следят только две крупные фирмы, а еще пять лет назад не было ни одной. Чтобы привлечь внимание всего нескольких региональных брокерских фирм вроде Adams, Harkness, and Hill из Бостона, Dunkin' Donuts потребовался заметный рыночный успех. Вам же, чтобы заинтересоваться компанией, нужно лишь отведать ее знаменитых пончиков.

В 1981 г. акции Per Boys (о них я не раз упомяну в этой книге) не стоили и доллара. Лишь в 1985 г., когда они поднялись до $9\frac{1}{2}$ долл., компания попала в поле зрения трех аналитиков. Только когда стоимость акций компании Stop & Shop возросла с 5 до 50 долл., в полку ее аналитиков прибыло — к одному прибавились еще трое.

Примеры можно приводить до бесконечности, но, как мне кажется, уже понятно, к чему я клоню. Акции IBM, например, отслеживают 56 брокерских аналитиков, а акции Exxon — 44.

ПРОВЕРИЛИ ЧЕТВЕРО

Тот, кто полагает, что среднестатистический профессионал с Уолл-стрит занят поисками оснований, по которым *стоит* покупать перспективные акции, плохо знает Уолл-стрит. Менеджер инвестиционного фонда, как правило,

ищет причины, по которым *не стоит* покупать эти акции. Они могут служить оправданием, если отвергнутые акции вдруг вырастут в цене. Типичные оправдания выглядят так: «слишком маленькая компания», «компания еще не успела зарекомендовать себя», «компания не относится к растущей отрасли экономики», «неопытное руководство», «персонал компании входит в профсоюз» и «они не выдержат конкуренции». Последний аргумент звучал в конкретных случаях вот как: «Stop & Shop ни за что не пробиться, ее съест 7-Eleven», «Pic “N” Save не устоять перед Sears», «агентство Rent-A-Car бесстрашно против Hertz and Avis». Подобные заявления, будь они основаны на тщательных рыночных исследованиях, не лишены рационального зерна. Беда в том, что к ним прибегают для придания веса скоропалительным суждениям и огульным запретам.

Когда на карту поставлено выживание, не каждый профессионал отважится купить никому не известную La Quinta. Из двух вариантов — возможность крупного выигрыша на акциях безвестной компании и гарантированное отсутствие больших потерь на акциях признанной всеми компании — нормальный менеджер взаимного фонда, пенсионного фонда или корпоративного портфеля предпочитает второй. Успех — это чудесно, но важнее — сохранить лицо в случае провала. Профессионалы с Уолл-стрит живут по неписаному правилу: «Потеря места вам не грозит, если вы теряете деньги клиента на акциях IBM».

Если IBM падает, а вы держите ее акции, то клиенты и начальники сетуют: «Что там, черт возьми, творится с IBM?» Если же вы теряете на акциях какой-нибудь La Quinta Motor Inns, то к ответу призывают вас: «О чем ты думал, когда покупал их?» Вот почему акции La Quinta Motor Inns, отслеживаемые двумя аналитиками и продаваемые по 3 долл., не интересуют портфельных менеджеров, для которых важнее собственная безопасность. Не интересуют их и акции компании Wal-Mart по 4 долл., пока ее неприметный магазинчик существует лишь в каком-то городишке Арканзаса. Они начнут покупать только тогда, когда магазины Wal-Mart откроются во всех густонаселенных районах Америки, когда за компанией будут следить полсотни аналитиков, а председатель правления Wal-Mart появится на страницах журнала *People* в образе эксцентричного миллиардера, который ездит на работу на грузовике. К тому времени котировки акций вырастут до 40 долл.

В наихудшей форме подобная осторожность проявляется в пенсионных департаментах банков и в страховых компаниях, которые покупают и продают акции в соответствии с заранее утвержденными списками. Девять из десяти менеджеров пенсионных фондов придерживаются таких списков, чтобы не допустить «разброса доходности». Как показывает следующий пример, разброс доходности грозит им большими неприятностями.

Смит и Джонс, президенты двух компаний, встречаются на поле для гольфа. Их пенсионными счетами управляет National Bank, расположенный в Ривер-Сити. Перед игрой у них заходит разговор на волнующую обоих тему пенси-

онных счетов, и неожиданно выясняется, что за прошлый год пенсионные накопления у Смита выросли на 40%, а у Джонса — на 28%. Казалось бы, этому можно только порадоваться. Но Джонс вне себя от ярости. В понедельник утром он звонит в банк и требует объяснений, почему доходность его вложений оказалась ниже, чем у Смита, ведь оба счета управляются одним и тем же пенсионным отделом. «Если такое повторится еще раз, — негодует Джонс, — мы откажемся от ваших услуг».

Такого досадного недоразумения не случилось бы, если бы менеджеры пенсионного отдела для всех счетов подбирали акции из одного и того же списка. Тогда результаты и Смита, и Джонса были бы одинаковыми или достаточно близкими, чтобы не вызвать недовольство с чьей-либо стороны. Такие результаты, почти по определению, весьма посредственны, но некоторые предпочитают посредственность, лишь бы все было одинаковым.

Нормально, когда список, скажем из тридцати перспективных акций, составляется независимым аналитиком или менеджером фонда, который вполне может сформировать динамичный портфель. Однако на практике каждая акция списка должна быть одобрена всеми тридцатью руководителями. Среди выдающихся литературных и музыкальных произведений нет такого, которое было создано коллективными усилиями, не бывает и выдающихся инвестиционных портфелей, составленных сообща.

Все это напоминает мне героев рассказа Воннегута. В нем талантливые мастера, чтобы не обидеть своих бездарных коллег, преднамеренно чинят себе неудобства — отличные танцоры танцуют с грузом, даровитые художники рисуют со связанными пальцами и т. д.

Мне также вспоминается листок с надписью «Проверили четверо», что вкладывают в карман новой рубашки. По такому же принципу происходит отбор акций в списке. Руководители, принимающие решение, едва ли знают акции, которые они утверждают. Они не посещают компаний и не занимаются изучением новых продуктов. Они всего лишь подписываются под тем, что им предложено. Я представляю эту картину всякий раз, когда покупаю рубашки.

Портфельные менеджеры и менеджеры инвестиционных фондов очень ответственно подходят к подбору акций для своих портфелей. В этом нет ничего удивительного. От их услуг могут отказаться так же легко, как от услуг дискотечных танцоров или тренеров футбольных команд. Тренеры по крайней мере могут отдыхать в межсезонье. Менеджерам фондов нельзя расслабляться никогда, ведь их игра идет круглый год. Отчеты менеджеров о прибылях и убытках анализируются ежеквартально клиентами и начальниками, которые ждут результатов.

Мне как инвестору, работающему с широкой публикой, приходится легче, нежели менеджеру, подбирающему акции для своих коллег-профессионалов. Пайщики Fidelity Magellan — это в основном мелкие инвесторы. У них есть полное право продать свои паи в любой момент, но они не анализируют мой портфель и не пытаются контролировать мои действия. Именно

с этим столкнулся г-н Бун Доггл из банка Blind Trust, управляющего пенсионными счетами компании White Bread, Inc.

Бун Доггл хорошо разбирается в акциях. Он семь лет работает в этом банке, и на его счету немало блестящих инвестиционных решений. Он настолько самостоятелен в своей работе, что не нуждается в сторонней помощи. Сэм Флинт, вице-президент White Bread, Inc., считает, что тоже хорошо разбирается в акциях. Раз в квартал он критически анализирует портфель акций, отобранных Буном Догглом для его компании. В промежутках Догглу приходится по два раза на дню отвечать на его телефонные расспросы. Это превращается в пытку, Догглу становится дурно при одном только упоминании о Флинте и его компании. На разговоры о том, как надо выбирать акции, уходит столько времени, что работать просто некогда.

В целом менеджеры инвестиционных фондов тратят треть рабочего времени на объяснение своих действий — сначала непосредственному начальству, а потом клиентам вроде Флинта из White Bread. Существует даже негласное правило: чем крупнее клиент, тем больше времени на разговоры с ним должен отводить портфельный менеджер. И оно соблюдается во всех случаях, за редкими исключениями для таких клиентов, как Ford Motor, Eastman Kodak и Eaton.

Допустим, Флинт, анализирующий последние результаты Доггла по пенсионному фонду, видит акции компании Херох в портфеле. В текущий момент они торгуются по 52 долл. Флинт пробегает колонку затрат и обнаруживает, что они куплены по 32 долл. «Потрясающе! — радостно восклицает он. — Лучшего и желать нельзя».

Флинт смотрит дальше и видит акции компании Sears. Их текущая цена $34\frac{7}{8}$ долл., а цена покупки — 25 долл. «Превосходно», — говорит он. К счастью для Доггла, цены покупки приведены без указания даты. Флинт даже не подозревает, что акции Херох и Sears приобретены еще в 1967 г., когда в моде были брюки клеш. Ему и невдомек, что, если принять во внимание срок их пребывания в портфеле, рентабельность капитала будет ниже, чем в фонде денежного рынка.

Вот Флинт наталкивается на Seven Oaks International. Кстати, акции этой компании уже давно входят в число моих фаворитов. Вы когда-нибудь задумывались над тем, что происходит с купонами на скидку — 15 центов на кетчуп Heinz, 25 центов на моющие средства Windex и т. д. — после того как вы их вырезаете из газеты и сдаете в кассу супермаркета? В супермаркете их пакуют и отправляют в Мехико на завод Seven Oaks. Там их сортируют, учитывают и оплачивают — точь-в-точь, как чеки в федеральных резервных банках. Эта монотонная и скучная работа приносит Seven Oaks большие деньги, а их акционеры не остаются в накладе. Акции компаний именно такого типа — неприметных, незатейливых, но высокодоходных — я отдаю предпочтение.

Флинт впервые слышит об этой компании. Он судит о ней только по отчету — акции куплены фондом по 10 долл., а продаются по 6 долл. «Это еще

что такое? — возмущается Флинт. — Падение в цене на 40%!» На обоснование присутствия этих акций Доггл тратит уйму времени. После двух-трех подобных случаев он зарекается покупать акции малоизвестных компаний и клянется хранить верность компаниям типа Херох и Sears. А от Seven Oaks, думает Доггл, надо избавиться при первой же возможности и навсегда вычеркнуть ее имя из списка.

Полагаясь на «коллективное мнение» и убеждая себя, что выбирать акции вместе с толпой безопаснее, он забывает о житейской мудрости, которую сформулировал то ли Эсхил, то ли Гете, то ли телевизионный инопланетянин Альф:

В таких делах третий лишний.

Несмотря на то, что с фундаментальными показателям Seven Oaks не случилось ничего ужасного (я в этом не сомневаюсь, поскольку сам акционер этой компании), и на то, что компания может стать десятикратником, ее акции будут проданы. Все дело в том, что их не жалует сам Флинт. А в портфеле останутся как раз те акции, которые следовало бы продать. В нашем бизнесе практику беспорядочных продаж убыточных в текущий момент акций окрестили «уничтожение свидетельств».

Опытные портфельные менеджеры справляются с «уничтожением свидетельств» настолько быстро и умело, что, похоже, эта практика уже стала частью механизма самосохранения. Если так, то у будущих поколений она может превратиться в безусловный рефлекс. Страусы с рождения знают, как прятать голову в песок.

Если Бун Доггл не успеет вовремя «схоронить» акции, его уволят, и шанс попрактиковаться в уничтожении свидетельств получит его преемник, которому передадут инвестиционный портфель. Каждый новичок стремится рекомендовать себя с положительной стороны, а это означает — держать Херох и избавиться от Seven Oaks.

Пока мои коллеги не закричали хором «Фол!», позволю себе еще раз похвалить профессионалов, представляющих исключения. Портфельные менеджеры многих банков за пределами Нью-Йорка блестяще справляются с подбором акций на протяжении длительного времени. Многие компании, особенно средние по величине, достигли высот в управлении пенсионными счетами. По стране в целом в страховых, пенсионных и трастовых фондах работают десятки выдающихся инвесторов.

УСТРИЧНЫЕ РОКФЕЛЛЕРЫ

Менеджеры инвестиционных фондов, которые все же хотят купить достойные акции вопреки всем ограничениям социально-политического характера, наталкиваются на множество требований и правил. В одних банках трастовые департаменты не разрешают покупать акции компаний, где присутствуют

профсоюзы. В других существует запрет на вложения в нерастущие отрасли экономики или в определенные отраслевые группы — электроэнергетические, нефтяные и сталелитейные компании. Порой дело доходит даже до того, что менеджерам фондов не разрешается покупать акции компаний, названия которых начинаются с буквы «р», или предписывается приобретать акции только в те месяцы, в названии которых есть буква «р». Такое правило позаимствовано не иначе как у тех, кто знает, когда лучше есть устрицы.

Правила игры устанавливают все же не банки и не взаимные фонды, а Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission — SEC). Например, по решению SEC взаимные фонды вроде Fidelity не имеют права держать более 10% акций отдельно взятой компании и вкладывать более 5% своих активов в акции одной компании.

Подобные ограничения направлены на благо самого же фонда — они защищают его от неоправданной концентрации ресурсов (о чем я подробнее расскажу далее), а также не допускают поглощения компаний на манер Карла Айкана (подробности ниже). В итоге крупные фонды не могут выйти за пределы первой сотни в списке из десятка тысяч публичных компаний.

Допустим, вы управляете пенсионным фондом с активами в 1 млрд долл. Во избежание разброса доходности вы пользуетесь списком из 40 акций, одобренных по методу «Проверили четверо». Так как в каждую компанию разрешено вкладывать не более 5% активов, то можно приобрести 20 пакетов акций стоимостью по 50 млн долл. Ваш предел — 40 пакетов акций по 25 млн долл.

Теперь задача — найти такие компании, где на сумму 25 млн долл. вы приобретете не более 10% выпущенных акций. Такой подход отсекает множество возможностей, в частности небольшие быстрорастущие компании, которые как раз и становятся десятикратниками. Иными словами, вы просто не можете купить акции Seven Oaks International или Dunkin' Donuts.

Деятельность некоторых фондов ограничена правилом рыночной капитализации: они не могут покупать акции компаний, капитализация которых меньше, скажем, 100 млн долл. (Капитализация компании определяется путем умножения числа акций в обращении на их текущую цену.) Компания, 20 млн акций которой торгуются по цене 1,75 долл., с рыночной капитализацией в 35 млн долл. недоступна для фонда. Однако стоит акциям этой компании вырасти до 5,25 долл., а капитализации — до 105 млн долл., как она сразу же попадает в поле зрения фонда. Парадоксально, но крупные фонды вправе покупать акции небольших компаний лишь после того, как цены на их акции потеряют привлекательность.

В итоге пенсионные портфели замыкаются на демонстрирующих 10%-ный рост скучных завсегдаемых списка Fortune 500, от которых не стоит ждать приятных сюрпризов. Они фактически обречены на покупку IBM, Xerox и Chrysler. К тому же, если акции Chrysler упали, их не купят, пока они полностью не восстановятся. Даже такая уважаемая и компетентная фирма по управлению капиталом, как Scudder, Stevens and Clark, перестала интересо-

ваться ими незадолго до того, как они достигли минимума ($3\frac{1}{2}$ долл.), и вернула их в свой список лишь после подъема цены до 30 долл.

Неудивительно, что многие менеджеры пенсионных фондов не дотягивают до среднерыночной доходности. Доверяя управление инвестициями банку, вы, чаще всего, можете рассчитывать только на посредственный результат.

Совсем другое дело — взаимные фонды. Мне, например, не приходится покупать акции по утвержденному списку, и у меня над душой не стоят назойливые Флинты. Нет, я не хочу сказать, что руководство и прочие контролеры не следят за моими успехами, не задают трудных вопросов и не анализируют периодически мои результаты. Просто никто не говорит мне, что я должен держать Xerox или избегать Seven Oaks.

Самый большой недостаток такого фонда — размер. Чем крупнее взаимный фонд, тем труднее ему превзойти конкурентов. Ожидать, что 9-миллиардный фонд обойдет 800-миллионный фонд, все равно что ждать от Ларри Берда с увесистой гирей на поясе блестящего баскетбола. Крупным фонды, как и всему крупному в природе, присущ один недостаток — с увеличением размера им требуется все больше энергии, чтобы сдвинуться с места.

Fidelity Magellan, однако, даже с 9 млрд долл. продолжает побеждать в конкурентной борьбе. Каждый год то один, то другой прорицатель предсказывает наш провал, но этого не происходит. С июня 1985 г. фонд Magellan, уже тогда крупнейший в стране, обходит 98% всех взаимных фондов.

Этим я обязан Seven Oaks, Chrysler, Taco Bells, Pep Boys и другим найденным мною быстрорастущим, вышедшим из кризиса и малопопулярным компаниям. Я покупаю именно те акции, которых традиционные фонды старательно избегают. *Иными словами, я продолжаю мыслить как индивидуальный инвестор-любитель.*

САМ СЕБЕ ХОЗЯИН

Вам совершенно не обязательно походить на институциональных инвесторов. Тот, кто копирует их подходы, неизбежно получает их результаты, которые далеко не всегда хороши. Ни к чему вам и вырабатывать некий любительский стиль — вы и так инвестор-непрофессионал. Если вы серфер, водитель грузового автомобиля, школьник-недоучка или эксцентричный пенсионер, то у вас уже есть конкурентное преимущество. Вас ждут десятикратники, недоступные профессионалам с Уолл-стрит.

Над вами нет Флинтов, готовых раскритиковать квартальные или полугодовые результаты и замучить расспросами о том, почему вместо IBM куплено агентство Rent-A-Car. Объясняться вам придется только с женой да, пожалуй, с фондовым брокером. Но брокер будет благосклонно относиться к любым странностям и уж точно не уволит вас за покупку Seven Oaks, пока вы платите комиссионные. Что до жены (т. е. лица, ничего не смыслящего

в серьезных инвестициях), то разве она еще не продемонстрировала свою терпимость к вашим инвестиционным неудачам?

(Если все же ваша спутница приходит в ужас от результатов инвестирования, всегда можно припрятать отчеты, которые ежемесячно приходят по почте. Это не следует воспринимать как рекомендацию, я просто показываю, что у индивидуального инвестора есть возможности, о которых менеджер взаимного фонда и помыслить не может.)

Вам не нужно бесконечно оправдываться перед коллегой за свой выбор. Никто не запрещает вам покупать акции, которые стоят меньше 6 долл., акции компаний, название которых начинается с «р» или в которых действует профсоюз. Вас не будут допекать ворчанием: «Впервые слышу о компании Wal-Mart» или «Дурацкое название Dunkin' Donuts, Джон Рокфеллер не стал бы вкладывать в какие-то пончики». Вас не упрекнут, если, продав акции по 11 долл., вы выкупите их по 19 долл., что может быть вполне разумным. Профессионалам такой ход недоступен, иначе их просто отлучат от терминалов системы Quotron.

Никто не заставляет вас приобретать 1400 разных акций или распределять капитал между 100 акциями. Вы можете держать одну, четыре или десять акций. Если нет компаний с хорошими фундаментальными показателями, вы вправе отложить покупку акций до наступления более благоприятных условий. Менеджеры взаимных фондов лишены этой возможности. Они не могут продать акции полностью, а если пытаются, то все одновременно, а потому никогда не получают приличных цен.

Главное, вы можете открыть перспективные инвестиционные возможности рядом со своим домом или на работе за месяцы и годы до того, как о них узнают аналитики и менеджеры взаимных фондов.

Вместе с тем не исключено, что вы не созданы для игры на фондовом рынке. Эта проблема нуждается в серьезном обдумывании, поскольку фондовый рынок требует убежденности и безжалостен к тем, кто лишен уверенности.

Инвестиции или игра?

Джентльмены предпочитают облигации.

Эндрю Меллон

После крупных биржевых крахов вроде октябрьского 1987 г. некоторые инвесторы переключают внимание на облигации. С вопросом, что лучше: акции или облигации — стоит разобраться заранее и в спокойной обстановке. Иначе решать его придется в самый неподходящий момент, когда фондовый рынок падает и все бросаются покупать депозитные сертификаты. Именно так и случилось недавно.

Инвестиции в долговые инструменты — облигации, денежные рынки и депозитные сертификаты — это вложения, приносящие процентный доход. Получение процента, особенно сложного, само по себе неплохо. Судите сами. В 1626 г. индейцы отдали свою землю — остров Манхэттен — группе иммигрантов в обмен на побрякушки ценой 24 долл. За этот поступок индейцев высмеивают уже четвертое столетие. Между тем из этой сделки они могли бы извлечь больше выгоды, чем те, кому достался целый остров.

За эти годы 24 долл., вложенные под 8% (допустим, что индейцы все же обменяли безделушки на наличные деньги), с учетом сложного процента превратились бы почти в 30 трлн долл. По данным Службы внутренних доходов, недвижимость муниципального округа Манхэттен оценивается всего в 28,1 млрд долл. Однако это оценочная стоимость. Понятно, что на открытом рынке она может вырасти вдвое. Выходит, цена Манхэттена 56,2 млрд долл. Но и в этом случае индейцы выиграли бы более 29 трлн долл.

Конечно, индейцы вряд ли могли получить 8% в те времена. Тогда заемщики платили намного меньше. Допустим, индейцам удалось вложить деньги под 6%, тогда сегодня они имели бы 34,7 млрд долл. — и это без расходов по ремонту зданий и стрижке газонов в Центральном парке. Вот к какому

результату приводит разница всего в 2% при начислении сложных процентов на протяжении более трех столетий.

Каким бы фантастическим ни казался результат, он говорит об одном: инвестиции в долговые инструменты — неплохое дело.

Облигации стали особенно популярными в последние двадцать лет. Заметьте, именно двадцать, а не пятьдесят. До этого процентная ставка не превышала 4%. В последние же десять лет процентная ставка по долгосрочным обязательствам взлетела до 16%, а потом снизилась до 8%. Те, кто купил 20-летние облигации казначейства США в 1980 г., обнаружили, что их номинальная стоимость почти удвоилась, а они и сейчас получают 16% с первоначального вложения. Сегодня 20-летние казначейские облигации ощутимо переигрывают фондовый рынок, несмотря на то, что тот находится на подъеме. Мало того, для получения такого результата не нужны услуги ни аналитиков, ни брокеров.

Долгосрочные казначейские облигации наиболее надежны с точки зрения процентных платежей. Они не подлежат досрочному выкупу, а если и выкупаются, то не раньше чем за пять лет до установленного срока погашения. Инвесторы нередко обнаруживают, что многие корпоративные и муниципальные облигации могут погашаться намного раньше срока. Иными словами, заемщики вправе выкупить их в любой удобный для себя момент. держатели облигаций оказываются в том же положении, что и собственники, у которых конфискуют имущество с выплатой компенсации. Как только процентные ставки начинают снижаться, вселяя в инвестора надежду на выигрыш, сделка расторгается, и инвестору возвращают первоначальные вложения. Если же процентные ставки изменяются не в пользу инвестора, то избавиться от облигаций без потерь не удастся.

Почти все корпоративные облигации выпускаются с правом досрочного погашения. Поэтому лучше покупать казначейские бумаги, если вы хотите выиграть от падения процентных ставок.

ЛИБЕРАЛИЗАЦИЯ СФЕРЫ СБЕРЕЖЕНИЙ

Традиционно облигации имели высокую номинальную стоимость и были недоступными для мелких инвесторов, у которых оставалось две возможности выйти на долговой рынок: открыть сберегательный счет или купить малоинтересные сберегательные облигации США. С появлением облигационных фондов инвестиции в облигации стали доступны не только магнатам, а фонды денежного рынка позволили миллионам владельцев сберегательных счетов вырваться из банковского плена раз и навсегда. Брюсу Бенту и Гарри Брауну, которые придумали счета денежного рынка и положили начало исходу вкладчиков из ссудо-сберегательных организаций, следует поставить памятник. В 1971 г. они открыли первый в истории фонд денежного рынка The Reserve Fund.

Их идею подхватил и развил мой шеф Нед Джонсон, который ввел практику выписывания чеков. До этого фонды денежного рынка были наиболее привлекательными для небольших компаний, которые использовали их для кратковременного размещения недельной заработной платы персонала. Возможность выписывать чеки сделала фонд денежного рынка универсальным, поскольку он стал выполнять функции как сберегательных, так и чековых счетов.

Одно дело отказаться от акций в пользу сберегательного счета с его вечной 5%-ной ставкой, и совсем другое — в пользу денежного рынка, который предлагает лучшие краткосрочные ставки и доходность которого повышается с ростом действующих процентных ставок.

Если вы держали средства на денежном рынке после 1978 г., то в этом нет ничего зазорного. Вас не коснулись два серьезных падения фондового рынка. Ваша доходность за это время не опускалась ниже 6%. Вы не потеряли ни цента из основной суммы. В 1981 г., когда краткосрочные процентные ставки подскочили до 17%, а фондовый рынок потерял 5%, ваш относительный выигрыш составил 22%.

Во время умопомрачительного взлета фондового рынка в период с 29 сентября 1986 г. по 25 августа 1987 г., когда Dow Jones поднялся с 1775 до 2722 пунктов, вы (представим, что у вас никогда не было акций) наверняка проклинали себя за упущенную возможность. На какое-то время вы даже перестали говорить друзьям, что держите все свои средства на денежном рынке. Легче было признаться в магазинной краже, чем в таком позоре.

Но после биржевого краха, когда Dow Jones вернулся к уровню 1738 пунктов, вы реабилитировались. Ведь вас совершенно не затронуло потрясение 19 октября. На фоне резкого падения цен акций денежный рынок обогнал по доходности фондовый рынок: 6,12% против 5,25% (S&P 500).

ВОССТАНОВЛЕНИЕ ФОНДОВОГО РЫНКА

Однако через пару месяцев фондовый рынок восстановился, и акции вновь обошли по доходности и фонды денежного рынка, и долгосрочные облигации. Так всегда бывает в долгосрочной перспективе. Исторически вложения в акции, безусловно, выгоднее вложений в долговые инструменты. С 1927 г. обыкновенные акции имели среднюю доходность 9,8% в год, в то время как корпоративные облигации — 5%, правительственные облигации — 4,4%, а казначейские векселя — 3,4%.

С учетом долгосрочного уровня инфляции, рассчитанной по индексу потребительских цен и равной 3% в год, реальная доходность обыкновенных акций составляет 6,8% в год. Реальная доходность казначейских векселей, которые считаются самым консервативным и рациональным инструментом вложения денег, равна нулю. И это действительно так.

Разница в доходности обыкновенных акций (9,8%) и корпоративных облигаций (5%) может показаться незначительной. Но это не так. Вот вам финансовая сказка. Представим, что в 1927 г. некий современный Рип ван Винкль впал в летаргический сон на 60 лет, успев вложить в облигации 20 тыс. долл. под 5%. К моменту пробуждения ему причиталось бы 373 584 долл. Этих денег с лихвой хватило бы на покупку приличной квартиры, автомобиля марки Volvo и услуги парикмахера. Но если бы он вложил средства в акции с годовой доходностью 9,8%, его выигрыш составил бы 5 459 720 долл. (Поскольку Рип спал, кризисы 1929 и 1987 гг. не могли спугнуть его с рынка.)

Если бы у вас была возможность вложить в 1927 г. по 1000 долл. в перечисленные ниже инструменты, то через 60 лет сложные проценты при отсутствии налогообложения принесли бы вам:

Казначейские векселя	7 400 долл.
Правительственные облигации	13 200 долл.
Корпоративные облигации	17 600 долл.
Обыкновенные акции	272 000 долл.

Несмотря ни на какие экономические кризисы, депрессии и спады, войны, перестановки в правительстве и изменения длины юбок, акции приносят в пятнадцать раз больше, чем корпоративные облигации, и в тридцать раз больше, чем казначейские векселя!

Этому есть логическое объяснение. Покупая акции, инвестор становится партнером компании. Он участвует в ее развитии и процветании. Покупая облигации, инвестор превращается в мелкого кредитора. Все, на что он может рассчитывать, — это возврат основной суммы плюс проценты.

Представьте себе человека, который многие годы держит облигации McDonald's. Все, что его связывает с компанией, — выплаты по долговым обязательствам. А ведь это лишь малая часть того, чего стоит компания. Оно и понятно. Держатели облигаций просто получают обратно свои деньги, так же, как и владельцы банковских депозитных сертификатов. Акционеры же становятся богаче, они ведь совладельцы компании. Облигации никогда не приносят десятикратных прибылей. Ну разве что инвестор специализируется на дефолтных облигациях.

РИСКИ

«А как же риски? — спросите вы, особенно ввиду последнего обвала цен акций. — Разве акции не рискованнее облигаций?» Конечно, вложения в акции рискованное дело. Нигде не написано, что по акциям вам что-то должны. Я не раз убеждался на собственном опыте, что это так.

Рискованными могут быть даже голубые фишки, которые кажутся самыми надежными. Акции компании RCA считались выгодным и безопасным объектом вложения, пригодным даже для вдов и сирот. Однако в 1986 г. она была приобретена компанией GE по 66,50 долл. за акцию, т. е. почти по цене 1967 г., которая всего на 74% превышала максимум 1929 г. (38,25 долл. с учетом дробления). Иными словами, за 57 лет владения акциями солидной, всемирно известной и успешной компании прирост капитала составил менее 1% в год. А компания Bethlehem Steel торгуется по цене намного ниже максимума 1958 г., составлявшего 60 долл.

Взгляните на список компаний, составлявших индекс Dow Jones в 1896 г. Кто-нибудь из вас слышал об American Cotton Oil, Distilling and Cattle Feeding, Laclede Gas и U.S. Leather Preferred? Акции этих некогда известных компаний давно канули в Лету.

В списке 1916 г. мы видим Baldwin Locomotive, которая продержалась до 1924 г. В 1926 г. в список входили известные тогда компании Paramount Famous Lasky и Remington Typewriter. В 1927 г. место последней заняла United Drug. В 1928 г. список расширился с 20 до 30 компаний, появились такие компании, как Nash Motors, Postum, Wright Aeronautical и Victor Talking Machine. Две последние выбыли в 1929 г. Victor Talking Machine была поглощена RCA, к чему это привело, вы уже знаете. В 1950 г. появляется Corn Products Refining, а в 1959 г. ее место занимает Swift & Co.

Выходит, большие состояния недолговечны и нет никакой гарантии, что крупная компания не превратится в маленькую. Словом, беспроигрышных голубых фишек не бывает.

Покупка правильно выбранных акций по высоким ценам в неудачный момент чревата большими убытками. Взять, к примеру, падение рынка в 1972–1974 гг., когда целый ряд надежных акций значительно потерял в стоимости. Так, Bristol-Myers понизились с 9 до 4 долл., Teledyne — с 11 до 3 долл., McDonald's — с 15 до 4 долл. А ведь это компании с хорошей репутацией, не какие-то однодневки. Покупка неправильно выбранных акций ведет к еще большим убыткам. Временами кажется, что теоретическая 9,8%-ная доходность акций на практике недостижима. В 1966 г. промышленный индекс Dow Jones достиг максимума в 995,15 пункта, который продержался вплоть до 1972 г. В свою очередь, максимум 1972–1973 гг. был превзойден лишь в 1982 г.

Однако и облигации, за исключением, пожалуй, совсем уж краткосрочных бумаг и некоторых облигационных фондов, не лишены риска. При росте процентных ставок у инвестора остаются две не очень радостные перспективы — низкая доходность или продажа облигации со значительной скидкой. Если вы не располагаете к риску, то фонд денежного рынка или банк — самое подходящее для вас место. Иначе риска не избежать.

Считается, что муниципальные облигации надежны не меньше чем деньги в сейфе. Однако и по ним случаются дефолты. (Самый громкий дефолт связан с муниципальной системой энергоснабжения штата Вашингтон и ее

злополучными облигациями Whoops.) Конечно, облигации погашаются в 99,9% случаев. Но есть и другие причины убытков, помимо дефолта. Попробуйте держать 30-летнюю облигацию с 6%-ным купоном в период галопирующей инфляции, и вы увидите, что станет с ее стоимостью.

Многие вкладывают средства в фонды, которые покупают облигации Правительственной национальной ипотечной ассоциации (Ginnie Mae). Они не подозревают, насколько волатильными стали рынки облигаций, и верят рекламе, которая обещает «100%-ную гарантию правительства». Выплата процентов им и вправду гарантирована. Но никто не гарантирует защиту стоимости паев в облигационном фонде от роста процентных ставок и падения рынка облигаций. Деловые журналы пестрят примерами того, что происходит с этими фондами, когда процентная ставка увеличивается на полпроцента. В наши дни неустойчивость фондов облигаций ничуть не меньше, чем неустойчивость фондов акций. Волатильность процентных ставок, которая позволяет удачливым игрокам делать большие деньги на облигациях, превращает вложения в облигации больше похожими на игру.

АКЦИИ И СТАД-ПОКЕР

По правде говоря, полностью разделить инвестирование и игру невозможно. Китайской стены или границы между надежными и сомнительными объектами инвестирования попросту не существует. Обыкновенные акции стали рассматриваться в качестве «разумных инвестиций» лишь в конце 1920-х гг. До этого их отвергали как сомнительные инструменты — и не без основания. В те годы переоцененный рынок делал покупку акций в значительной мере игрой.

В течение двадцати лет после краха Уолл-стрит, ознаменовавшего начало Великой депрессии, фондовый рынок воспринимался большинством лишь как место азартной игры. Скептическое отношение к нему развеялось только к 1960-м гг., когда акции вновь обрели статус инвестиций. Но и тогда в условиях переоцененного рынка акции в большинстве своем были очень рискованными. Исторически отношение к акциям менялось регулярно и, как правило, невпопад: их то причисляли к объектам инвестирования, то отвергали как рискованную игру. ***Инвестиции в акции обычно считают целесообразными именно тогда, когда этого делать не стоит.***

Долгое время акции крупных компаний считались объектом инвестиций, а акции мелких компаний — спекуляций. В последние годы акции мелких компаний переместились в категорию инвестиционную, а в спекулятивную попали фьючерсы и опционы.

Меня всегда умиляет, когда люди характеризуют свои инвестиции как «консервативные спекуляции» или «здоровые спекуляции». Чаще всего это означает, что они хотят быть инвесторами, но опасаются, как бы это не оказалось игрой. Кстати, некоторые пары, которые не могут определиться

с серьезностью отношений, тоже прикрываются фразами вроде «мы просто встречаемся».

Прежде всего необходимо признать, что любые денежные операции сопряжены с риском. Тогда можно дифференцировать игру и инвестирование в зависимости не от вида деятельности (покупка акций или облигаций, ставки на скачках и пр.), а от мастерства, специализации и предприимчивости участника. Для матерого эксперта по гандикапу, у которого есть система, относительно надежным источником долгосрочного дохода будут ставки на лошадей. По надежности они ничем не уступят инвестициям во взаимный фонд или в акции General Electric. Другое дело — легкомысленный и импульсивный инвестор, который гоняется за горячими выпусками, беспорядочно продает и покупает. Для него «инвестирование» в акции будет не лучше, чем ставки на лошадь с самой пышной гривой или с наездником в малиновом камзоле.

Для легкомысленных и импульсивных игроков у меня лишь один совет: забудьте об Уолл-стрит и отправляйтесь в Хайалиа, Монте-Карло, Саратогу, Насо, Санта-Аниту или Баден-Баден. Проигравшись в приятной обстановке, вы по крайней мере можете сказать, что хорошо развлеклись. Когда теряешь на акциях, вид расхаживающего по офису брокера вряд ли может служить утешением.

И еще. Проиграв на скачках, можно просто швырнуть бесполезные билеты на пол и забыть о них. Прогорев же с акциями, опционами и т. п., каждую весну придется переживать немало тяжелых минут с налоговым бухгалтером.

Для меня инвестирование — это просто игра, в которой можно получить преимущество. Не важно перед кем — перед казино Атлантик-Сити, перед индексом S&P 500 или рынком облигаций. Собственно говоря, фондовый рынок напоминает мне игру в стад-покер.

Семикарточный стад-покер приносит стабильный долгосрочный доход тому, кто умеет обращаться с картами. Четыре карты сдаются в открытую. Игроку видны не только свои карты, но и большая часть карт противников. Когда сдана третья и четвертая карта, уже понятно, кто может выиграть, а кто проиграть. То же и на Уолл-стрит. Там достаточно открытой информации, если, конечно, знаешь, где ее искать.

Всего нескольких базовых вопросов позволяют понять, какие компании будут расти и процветать, какие — нет, а какие — совершенно непостижимы. Никто наверняка не знает, что будет. Каждое событие — скачкообразный рост прибыли, продажа убыточного филиала или выход на новый рынок — подобно сдаваемой карте. Пока карты сулят хорошие шансы на успех, вы остаетесь в игре.

Тот, кто регулярно играет в стад-покер, быстро понимает, что удача всегда на стороне одних и тех же счастливых. Они тщательно просчитывают свои шансы по мере того, как открываются карты. Это позволяет им максимизировать доход от вложений. Победители повышают ставки, когда везет, а когда нет — выходят из игры. Неудачники бьются до последнего, надеясь

на чудо, и остаются в глубоком проигрыше. А чудеса в стад-покере и на Уолл-стрит случаются достаточно часто, чтобы сделать игру привлекательной для неудачников.

Победители философски относятся к невезению. Бывает, что трех тузов бьет флеш-рояль. Они мирятся с этим и играют снова и снова в уверенности, что их система принесет результат со временем. Победители на фондовом рынке также мирятся с периодическими потерями, падениями цен и неожиданными. Отдельные неудачи не выбивают их из игры. Если на основании глубокого изучения компании H & R Block были куплены ее акции, а порядок налогообложения неожиданно изменился, подорвав основу бизнеса (маловероятный сценарий), то они принимают удар и ищут новые акции. Победители понимают, что фондовый рынок — это не чистая наука и не шахматы, где выигрышная позиция всегда ведет к победе. Если семь акций из десяти дают ожидаемый результат, я в восторге. Если шесть — я доволен. ***Шести удачных акций из десяти вполне достаточно, чтобы превзойти Уолл-стрит.***

Правильная игра с течением времени позволяет снизить риски фондового рынка, как, впрочем, и риски стад-покера. При неправильной игре (т. е. при покупке переоцененных акций) даже приобретение Bristol-Myers или Heinz может привести к большим убыткам. Последнее случается с теми, кто думает, что игра с голубыми фишками освобождает их от необходимости думать. Они рискуют лишиться половины своих вложений в мгновение ока и компенсировать потери лишь лет через восемь. В начале 1970-х гг. миллионы долларов, по недомыслию вложенные в переоцененные акции, оказались выброшенными на ветер. Означает ли это, что инвестиции в акции Bristol-Myers или McDonald's рискованны? Да, но только из-за подхода людей к инвестированию.

С другой стороны, сделанные после основательного анализа вложения в рискованные акции General Public Utilities, которой принадлежит АЭС Three Mile Island, где произошла авария, оказываются более выгодными, чем купленные в неудачный момент акции старой доброй компании Kellogg.

Как-то раз, желая обезопасить капитал тещи, миссис Чарльз Хофф, я посоветовал ей приобрести акции очень надежной компании Houston Industries. Она оказалась действительно «надежной» — за десять лет акции не изменились ни на цент. Решив «поиграть» на деньги мамы, я купил ей «рискованные» акции Consolidated Edison. Они выросли в цене шестикратно. На деле акции Con Ed были не такими уж и рискованными для тех, кто постоянно следил за фундаментальными показателями компании. Крупные победители выходят как раз из категории высокорискованных компаний. Между тем риск в большей мере связан с самими инвесторами, а не с категориями компаний.

Главное преимущество тех, кто принимает неопределенность при инвестировании в акции, — огромное вознаграждение за правильную оценку

возможностей. Это ясно видно из отчетов о доходности взаимных фондов, составленных службой Johnson Chart Service, г. Буффало, штат Нью-Йорк. В них просматривается интересная закономерность: чем рискованнее стратегия фонда, тем выше его результат. Если бы вы в 1963 г. вложили 10 000 долл. в средний облигационный фонд, то через 15 лет получили 31 338 долл. Те же 10 000 долл., вложенные в сбалансированный фонд (акции и облигации), превратились бы в 44 343 долл.; в фонд роста и дохода (только акции) — 53 157 долл.; в фонд агрессивного роста (только акции) — 76 556 долл.

Игра на фондовом рынке, безусловно, стоит свеч, пока инвестор знает, как нужно играть. Пока вы держите акции, все время открываются новые карты. Сегодня, когда я думаю об этом, инвестирование в акции кажется мне игрой не в семикарточный стад-покер, а в семидесятикарточный. А если у вас десять акций, это равносильно игре десятью семидесятикарточными комбинациями одновременно.

Зеркальный тест

«General Electric—хорошее вложение?» — совсем не тот вопрос, с которого я начинаю исследование акций. Даже если General Electric надежная компания, это не означает, что вам нужно покупать ее акции. Нет смысла и штудировать финансовые разделы газет до тех пор, пока вы не посмотрите на себя в зеркало. Прежде чем покупать какие-либо акции, вам следует ответить на три вопроса: 1) Есть ли у меня собственный дом? 2) Нужны ли мне деньги? 3) Есть ли у меня качества, необходимые для успеха при инвестировании в акции? Будут ли акции хорошим или плохим вложением, зависит в большей мере от ваших ответов на эти три вопроса, а не от информации из *The Wall Street Journal*.

1. Есть ли у меня собственный дом?

Как сказали бы на Уолл-стрит: «Дом! Что за вопрос?» Прежде чем вкладывать что-либо в акции, вам следует купить дом. Это очень хорошее вложение, доступное почти каждому. Конечно, есть и исключения, например дома, построенные над подземными пустотами, или дома на затопляемых территориях, но в 99 случаях из 100 дом — выгодное приобретение.

Часто ли вы слышите жалобы от друзей или знакомых: «Мой дом — такое неудачное вложение»? Уверен, что нет. Миллионы дилетантов очень удачно вложили средства в свои дома. Бывает, что семье нужно быстро переехать в другое место, и она продает дом с убытком, но редко кто умудряется потерять деньги при продаже домов несколько раз кряду, как это сплошь и рядом происходит с акциями. И уж совсем невероятен случай, когда кто-то, проснувшись в одно прекрасное утро, обнаруживает, что его

дом объявлен банкротом или прекратил свое существование. Об акциях такого сказать нельзя.

Люди, гениальные во всем, что касается их домов, превращаются в идиотов, когда дело доходит до акций, вовсе не случайно. Условия инвестирования в дом очень благоприятны для домовладельца. Банки позволяют вам вступить во владение при уплате всего 20% стоимости, а иногда и того меньше, иными словами, предоставляют значительный финансовый рычаг. (Правда, и акции можно купить в долг, за 50% от их стоимости, что на рынке называется покупкой на марже. Но каждый раз, когда цена на эти акции падает, вам придется вносить дополнительные средства. В случае с домом этого не происходит. Вам не придется вносить дополнительные средства при понижении рыночной стоимости, даже если дом находится в депрессивных нефтедобывающих штатах. Агенты по недвижимости не будут звонить вам по ночам, чтобы сообщить: «Завтра до 11 утра вы должны внести 20 000 долл., иначе придется продать две спальни». Держатели акций, купленных в долг, нередко вынуждены продавать их. Это — еще одно преимущество владения домом.)

Если при наличии финансового рычага вы получаете дом стоимостью 100 000 долл. за 20%, а стоимость жилья растет на 5% в год, то доходность ваших первоначальных вложений составит 25% в год. При этом процентные платежи по кредиту вычитаются из налогооблагаемой базы. Такая доходность на фондовом рынке сделала бы вас богаче Буна Пикенса.

В качестве бонуса вы получаете федеральный налоговый вычет в размере местного налога на недвижимость. Помимо этого дом — прекрасная защита от инфляции, отличное убежище для средств во время рецессии, да еще и крыша над головой. И, наконец, если вы продаете дом, то полученные средства можно вложить в более дорогое жилье и получить освобождение от уплаты подоходного налога.

Обычное развитие событий выглядит так: вы покупаете маленький домик (стартовый дом), затем дом средних размеров и, наконец, большой дом, который в определенный момент становится ненужным. После того как дети вырастут и уедут, вы продадите большой дом и переедете в более скромное жилище, получив при этом внушительный доход. Он не облагается налогом — один раз в жизни вы получаете льготу в отношении непредвиденного дохода от продажи дома. С акциями все иначе, доходы от операций с ними облагаются налогом всегда и по максимальным ставкам.

Вы можете в течение 40 лет покупать и продавать дома и при этом не платить налоги, а напоследок получить прелестную налоговую льготу. Даже если и придется что-то платить, то к тому моменту вы перейдете в более низкий налоговый разряд, и платежи будут не слишком большими.

Старая поговорка Уолл-стрит «Никогда не вкладывай деньги в то, что нужно кормить или ремонтировать» применима к скаковым лошадям, но не к домам.

Есть и другие причины, по которым инвестиции в дома успешнее, чем в акции. Вряд ли вы броситесь избавляться от дома при виде заголовка «Цены

на жилье падают» в разделе о недвижимости воскресной газеты. Там не публикуют цены закрытия в пятницу с указанием вашего адреса. Нет такой информации и в бегущей строке в нижней части телевизионного экрана, а диктор не зачитывает списки домов, которые подешевели сильнее других: «Цена на дом по адресу Орчард Лейн, 100 упала сегодня на 10%. Соседи не могут назвать причины такого резкого снижения».

Инвестиции в дома, как и в акции, оказываются выгодными в долгосрочной перспективе. Человек занимает дом обычно не один год, насколько я помню, средний срок владения домом составляет семь лет. Для сравнения: 87% акций, котирующихся на Нью-Йоркской фондовой бирже, переходят из рук в руки каждый год. Дома внушают большую уверенность, чем акции. Для того, чтобы выехать из дома, нужен грузовик, а для того, чтобы избавиться от акций, — лишь один телефонный звонок.

И, наконец, вложения в дом удачны еще и потому, что вы знаете, как нужно подходить к выбору — от чердака до подвала и какие вопросы следует задавать. Умение выбирать дома передается из поколения в поколение. Когда вы росли, на ваших глазах родители выясняли, как работают коммунальные службы, где находятся школы, хорошо ли действует канализация, загрязнена ли местность и каковы налоги. Вам известны правила, например «Не покупай самый дорогой дом в квартале». Вы определяете, что прилегает к дому со стороны центра и со стороны окраины. Вы объезжаете округу и смотрите, что благоустраивается, что заброшено, скольким домам требуется ремонт. Затем, прежде чем предложить цену, вы нанимаете специалистов, которые определяют, не заражен ли дом термитами, не протекает ли крыша, нет ли гнили, не прохудились ли трубы, исправна ли электропроводка и нет ли трещин в фундаменте.

Неудивительно, что на рынке недвижимости люди делают деньги, а на фондовом рынке теряют их. На поиск дома у них уходят месяцы, а на выбор акций минуты. В действительности на поиск подходящей микроволновки тратится больше времени, чем на выбор хороших возможностей инвестирования.

2. Нужны ли мне деньги?

Итак, мы добрались до второго вопроса. Прежде чем покупать акции, стоит проанализировать семейный бюджет. Например, если через два-три года вам придется платить за обучение ребенка в колледже, то не покупайте на эти деньги акции. Допустим, вы вдова (в книгах по фондовым рынкам всегда фигурируют вдовы), и ваш сын Декстер, который сейчас учится в одном из старших классов средней школы, имеет шансы поступить в Гарвардский университет, но без стипендии. Поскольку вам не осилить оплату обучения, вы не можете устоять перед искушением увеличить свой капитал за счет вложений в надежные голубые фишки.

В данном случае даже покупка голубых фишек слишком рискованна. В отсутствие сюрпризов, если говорить о периоде в 10–20 лет, акции ведут

себя довольно предсказуемо. Сказать же, вырастут они или упадут через два-три года, можно разве что подбросив монетку. Цены на голубые фишки могут снизиться и не меняться три года, а то и пять лет. Если рынок «поскользнется на банановой кожуре», то Декстеру придется идти на вечернее отделение.

Возможно, вы уже в возрасте, и вам приходится жить на фиксированный доход, или молоды, но не хотите работать, а предпочитаете жить на фиксированный доход от родительского наследства. И в том, и в другом случае лучше держаться подальше от фондового рынка. Существуют сложные формулы для определения процентной доли активов, которую можно вложить в акции, но я знаю простой способ, который одинаково хорош и для Уолл-стрит, и для скачек. *Вкладывать можно только такую сумму, потеря которой не повлияет на вашу повседневную жизнь в обозримом будущем.*

3. Есть ли у меня качества, необходимые для успеха при инвестировании в акции?

Этот вопрос — самый важный из всех. На мой взгляд, список качеств должен включать в себя терпение, уверенность в себе, здравый смысл, устойчивость к отрицательным эмоциям, восприимчивость, беспристрастность, упорство, скромность, гибкость, готовность к самостоятельному исследованию, такую же готовность к признанию ошибок и способность не поддаваться общей панике. С точки зрения коэффициента интеллекта (IQ) лучшие инвесторы находятся в диапазоне чуть выше нижних 10% и чуть ниже верхних 3%. Настоящие гении слишком увлекаются теоретизированием, а реальное поведение акций, более простое, чем они представляют, никогда не оправдывает их ожиданий.

Важна также способность принимать решения в отсутствие полной информации. На Уолл-стрит ясности нет почти никогда, а если она и появляется, то слишком поздно, чтобы на ней делать деньги. Ученый ум, которому необходима полнота данных, сюда не впишется.

И, наконец, очень важно не поддаваться своим слабостям и не идти на поводу интуиции. Редкий инвестор втайне не тешит мыслью о своей способности предсказывать цены на акции или золото, предвидеть изменение процентных ставок, хотя ошибается снова и снова. Поразительнее всего, что наибольшая уверенность в скором росте акций или подъеме экономики появляется как раз перед тем, как происходит обратное. Это наглядно демонстрируют популярные инвестиционно-консультационные службы, которые имеют обыкновение поддаваться бычьему или медвежьему настроению в неподходящие моменты.

Согласно информации Investor's Intelligence, которая отслеживает настроения инвесторов, в конце 1972 г. накануне падения акций оптимизм был высок как никогда и только 15% консультантов проявляли пессимизм. В самом начале оживления фондового рынка в 1974 г. настроения инвесторов

были как никогда пессимистичными, а 65% консультантов высказывали опасения, что худшее еще впереди. Перед тем как рынок в 1977 г. пошел вниз, авторы новостных бюллетеней излучали оптимизм (только 10% из них разделяли медвежьи настроения). В 1982 г. перед началом великого бычьего рынка 55% консультантов были пессимистами, а непосредственно перед большим обвалом 19 октября 1987 г. 80% консультантов демонстрировали бычье настроение.

Проблема вовсе не в том, что инвесторы и их консультанты хронически бестолковы или невосприимчивы. Просто к моменту получения сигнала ситуация уже меняется. Когда позитивной финансовой информации становится достаточно для того, чтобы большинство инвесторов почувствовали уверенность в краткосрочных перспективах, экономика уже испытывает трудности.

Как еще объяснить тот факт, что большое количество инвесторов (в том числе генеральные директора компаний и искушенные бизнесмены) больше всего сторонились акций именно тогда, когда они показывали наилучшие результаты (т. е. с середины 1930-х до конца 1960-х гг.), и менее всего опасались акций именно в те периоды, когда они показывали наихудшие результаты (т. е. в начале 1970-х гг. и осенью 1987 г.). Если следовать этой логике, то успех книги Рави Батра «Великая депрессия 1990 г.» можно считать чуть ли не гарантией процветания нации.

Настроения инвесторов меняются удивительно быстро даже тогда, когда реальность остается неизменной. За одну-две недели до октябрьского краха те, кому довелось проехать через Атланту, Орlando или Чикаго, восхищались размахом нового строительства и отмечали в разговорах: «Да у них тут экономический бум!» А всего несколько дней спустя, уверен, они смотрели на те же здания и говорили: «Да-а, здесь точно есть проблемы. Интересно, кому они будут продавать эти квартиры и сдавать в аренду офисные помещения?»

Людам присущи качества, которые не позволяют им правильно прогнозировать рынок. Излишне доверчивый инвестор постоянно пребывает в одном из трех эмоциональных состояний: беспокойство, удовлетворенность, капитуляция. Когда рынок падает и экономика слабеет, его охватывает беспокойство, не позволяющее покупать акции хороших компаний по низким ценам. Затем после покупки акций уже по более высоким ценам, он испытывает удовлетворение, поскольку цены продолжают расти. Именно в этот момент следует побеспокоиться и проверить фундаментальные показатели компании, но он этого не делает. И, наконец, когда наступают трудные времена и цены падают ниже того, что было заплачено, инвестор капитулирует и продает все в приступе раздражения.

Некоторые воображают себя «долгосрочными инвесторами», но выдерживают лишь до очередного значительного падения цен (или образования крошечной прибыли). Тогда они быстро превращаются в краткосрочных инвесторов и продают акции с крупным убытком или случайной, очень маленькой прибылью. В таком нестабильном бизнесе очень легко впасть в панику.

За то время, что я управлял фондом Magellan, он восемь раз терял от 10 до 35% во время медвежьих периодов, а в 1987 г. он после роста на 40% в августе потерял 11% к декабрю. Тот год мы завершили с прибылью в 1%, и я едва сохранил репутацию человека, у которого нет ни одного года с убытком, — постучим по дереву. Недавно я прочел, что цена средней акции в течение года колеблется в пределах 50%. Если это правда, а в XX столетии, похоже, так оно и было, то акции, торгующиеся сейчас по 50 долл., в течение ближайших 12 месяцев могут вырасти до 60 долл. или упасть до 40 долл. Иными словами, максимум года (60 долл.) на 50% выше минимума (40 долл.). Если вы из тех, кто не может удержаться от покупки по 50 долл., покупает по 60 долл. («Видишь, я был прав, они все-таки растут»), а затем продает в отчаянии по 40 долл. («Да, я ошибся. Они упали»), то и целое собрание сочинений из серии «Полезные советы» вам не поможет.

Некоторые вообразили себя инвесторами, действующими вопреки общим настроениям рынка, в уверенности, что могут получить прибыль, двигаясь вперед, когда остальной мир движется назад. Однако сама идея этого пришла им в голову лишь после того, как она стала общепринятой. По-настоящему против рынка идет не тот инвестор, который занимает противоположную позицию в горячих акциях (т. е. осуществляет короткую продажу акций, которые все покупают). По-настоящему против рынка идет тот, кто выжидает, пока все успокоится, и покупает акции, к которым потерял интерес, которые вызывают зевоту на Уолл-стрит.

Когда говорит Э. Хаттон, предполагается, что его все слушают¹, но в этом и проблема. Всем следовало бы уснуть. Когда дело доходит до предсказаний поведения рынка, на первое место выходит не умение слушать, а умение засыпать. Хитрость не в умении доверять своей интуиции, а в умении не обращать на нее внимания. Не продавайте акции до тех пор, пока фундаментальные показатели компании не ухудшатся.

В противном случае ваша единственная надежда — формула финансово-го успеха Пола Гетти: «Рано вставайте, много работайте, богатеите».

¹ Здесь имеется в виду лозунг, которым завершался транслируемый одно время рекламный ролик: «Когда Э. Хаттон говорит, люди слушают». — *Прим. ред.*