

СТРАТЕГИЯ И ТАКТИКА ИНДИВИДУАЛЬНОГО ИНВЕСТОРА

ОТ АВТОРА
БЕСТСЕЛЛЕРА
«ПЕРЕИГРАТЬ
УОЛЛ-СТРИТ»

 альпина
ПАБЛИШЕР

бизнес

МЕТОД ПИТЕРА ЛИНЧА

ПРОДАНО БОЛЕЕ
МИЛЛИОНА
ЭКЗЕМПЛЯРОВ
ВО ВСЕМ МИРЕ

Питер Линч
Метод Питера Линча:
Стратегия и тактика
индивидуального инвестора
Серия «Альпина.
Бестселлер (Инвестиции)»

Текст предоставлен правообладателем

http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=42132666

Метод Питера Линча: стратегия и тактика индивидуального инвестора / Питер Линч при участии Джона Ротчайлда; Пер. с англ. – 3-е изд.: Альпина Паблишер; Москва; 2019 ISBN 978-5-9614-2379-2

Аннотация

Эта книга принадлежит перу одного из самых успешных финансовых менеджеров в мире. Питер Линч не предлагает волшебных формул и рецептов из серии «как стать миллионером». Его идея проста: несложные приемы оценки позволяют даже начинающему инвестору стать экспертом и принимать решения не хуже профессионалов с Уолл-стрит. Сначала он предлагает читателю оценить себя как потенциального инвестора. Затем переходит к вопросам поиска перспективных инвестиционных возможностей. Читатель узнает, к чему

стремиться, чего избегать, как интерпретировать финансовые показатели. Разъяснения предельно просты и понятны, как все в этой книге, написанной с удивительным для подобной литературы остроумием. Наконец, автор переходит к конкретным аспектам инвестирования, в частности отвечает на вопрос, когда покупать и когда продавать.

Книга «Метод Питера Линча: стратегия и тактика индивидуального инвестора» предназначена для индивидуальных инвесторов и широкого круга читателей, интересующихся вопросами инвестирования в акции.

- Как выбрать, во что инвестировать ваши деньги?
- Как интерпретировать финансовые показатели?
- Как простым способом оценить стоимость акций компании?
- Как выбрать правильный момент для покупки акций и когда лучше их продать?

Содержание

Предисловие к изданию на рубеже тысячелетий	7
Пролог: заметки из Ирландии	42
Введение: преимущества «глупых» денег	48
Часть I	71
1	72
2	87
3	109
Конец ознакомительного фрагмента.	112

Питер Линч при участии Джона Ротчайлда Метод Питера Линча: стратегия и тактика индивидуального инвестора

Переводчик *В. Ионов*

Технический редактор *Н. Лисицына*

Корректор *Е. Аксёнова*

Компьютерная верстка *А. Абрамов*

Дизайн обложки *DesignDepot*

© Peter Lynch, 1989, 2000

Впервые издано Simon & Schuster, Inc.

© Издание на русском языке, перевод, оформление. ООО

«Альпина Паблишер», 2019

Все права защищены. Данная электронная книга предназначена исключительно для частного использования в личных (некоммерческих) целях. Электронная книга, ее части, фрагменты и элементы, включая текст, изображения и иное, не подлежат копированию и любому другому использованию без разрешения правообладателя. В частности, за-

прещено такое использование, в результате которого электронная книга, ее часть, фрагмент или элемент станут доступными ограниченному или неопределенному кругу лиц, в том числе посредством сети интернет, независимо от того, будет предоставляться доступ за плату или безвозмездно.

Копирование, воспроизведение и иное использование электронной книги, ее частей, фрагментов и элементов, выходящее за пределы частного использования в личных (некоммерческих) целях, без согласия правообладателя является незаконным и влечет уголовную, административную и гражданскую ответственность.

*** * ***

Предисловие к изданию на рубеже тысячелетий

Эта книга была задумана как базовое руководство для индивидуального инвестора. Кто знал, что она выдержит тридцать изданий, а число проданных экземпляров перевалит за миллион? Я уверен, что и сейчас, через одиннадцать лет после ее появления, принципы, которые помогали мне добиться хороших результатов во взаимном фонде Fidelity Magellan Fund, не утратили своего значения.

С момента появления этой книги на полках книжных магазинов в 1989 г. утекло много воды. В мае 1990 г. я покинул фонд Magellan, и злые языки утверждают, что это был гениальный ход. Меня не раз «поздравляли» с удачным выбором момента – накануне резкого падения рынка, который рос долгое время. В тот момент казалось, что правы пессимисты. Над крупнейшими банками страны нависла угроза банкротства, некоторые из них и в самом деле рухнули. В начале осени начал назревать вооруженный конфликт с Ираком. Рынок акций переживал один из серьезнейших спадов в своей истории. Но столкновение с Ираком закончилось победой, банковская система выстояла, а фондовый рынок стал восстанавливаться.

Да что там восстанавливаться! Индекс Dow Jones вырос

в четыре раза по сравнению с октябрём 1990 г., с 2400 до 11 000 – лучшее десятилетие XX в. для фондового рынка. Почти 50 % американских домохозяйств имеют акции корпораций или паи взаимных фондов против 32 % в 1989 г. В целом же рынок создал новую стоимость в размере 25 трлн долл., которая бросается в глаза в каждом большом и малом городе. Если так будет продолжаться и дальше, того и гляди, кто-нибудь напишет книгу «Мой сосед – миллиардер»¹.

Свыше 4 трлн долл. этой новой стоимости вложено во взаимные фонды, что заметно больше 275 млрд 1989 г. С моей точки зрения, я ведь сам управлял одним из таких фондов, это нормально. Но с другой стороны, такой показатель означает, что множество индивидуальных инвесторов-любителей, самостоятельно покупающих акции, добивалось очень скромных результатов. В противном случае на самом лучшем из всех бычьих рынков они бы не переметнулись в таких масштабах во взаимные фонды. Вполне возможно, что эта книга укажет индивидуальным инвесторам, действующим наугад, более верный путь.

После ухода из фонда Magellan я тоже стал индивидуальным инвестором. В плане благотворительности занимаюсь сбором средств на стипендии городским детям из бедных кварталов, которые позволяют им учиться в католических школах Бостона. Кроме того, я не прекращаю сотрудниче-

¹ В США широко известна книга Томаса Стэнли и Уильяма Данко «Мой сосед – миллионер» (The Millionaire Next Door). – *Прим. ред.*

ства с Fidelity в качестве члена правления и консультанта/инструктора молодых фондовых аналитиков. У меня теперь намного больше свободного времени, и я чаще бываю с семьей дома и езжу за границу.

Обо мне достаточно. Давайте вернемся к моему любимому предмету – акциям. После поворота рынка в бычью сторону в августе 1982 г. мы стали свидетелями самого значительного в истории США подъема цен на акции – индекс Dow Jones вырос в 15 раз. На языке Линча это называется «пятнадцатикратник». Я не раз находил пятнадцатикратники среди успешных компаний, но пятнадцатикратный рост рынка в целом – нечто уникальное. Сравните: с 1929 г., если за точку отсчета взять его пик, по 1982 г. Dow Jones вырос лишь в четыре раза – с 248 до 1046 пунктов. Это за полстолетия! В последнее время цены на акции растут тем быстрее, чем выше они поднимаются. На удвоение индекса Dow Jones с 2500 до 5000 пунктов потребовалось 8 лет и четыре месяца, а с 5000 до 10 000 пунктов – три с половиной года. В течение пяти лет, с 1995 по 1999 г., у нас был беспрецедентный период, когда доходность акций составляла 20 % в год и более. Впервые доходность акций держалась на уровне 20 % более двух лет подряд.

Этот величайший подъем фондового рынка вознаградил оптимистов и разрушил скепсис пессимистов. Такого нельзя было даже представить себе на фоне спада в начале 1970-х гг., когда я встал у руля фонда Magellan. Тогда, на мини-

муме рынка, деморализованным инвесторам оставалось утешаться тем, что медвежьи настроения не вечны. Тому, кто имел терпение и не сбросил свои акции и паи взаимных фондов, пришлось ждать пятнадцать лет, прежде чем Dow Jones и другие индексы вышли на уровень середины 1960-х гг. Сегодня стоит напомнить о том, что и бычий рынок не вечен, а терпение нужно всегда, в каком бы направлении рынок ни двигался.

Самым значимым событием для фондового рынка того периода была, пожалуй, реорганизация компании AT&T в 1984 г. Самое значимое событие сегодняшнего дня – Интернет. Я к нему пока что не приобщился: меня всегда отличала технофобия. Мой опыт говорит, что для успеха в инвестиционной сфере вовсе не обязательно следовать моде. Большинство известных мне выдающихся инвесторов (взять хотя бы Уоррена Баффетта) – технофобы. Как и я, они не покупают того, в чем не могут разобраться. Я понимаю, что и как происходит в Dunkin' Donuts и Chrysler, и именно поэтому они в моем инвестиционном портфеле. Я понимаю, как действуют банки, ссудно-сберегательные учреждения и их ближайший родственник Fannie Mae. Но с Сетью у меня все иначе: я никогда не увлекался путешествиями по ней или сетевым общением. Да что там говорить, без посторонней помощи (например, жены или детей) я и войти бы в Сеть не смог.

Как-то раз на День благодарения в 1997 г. в Нью-Йорке я разговорился за коктейлем с одним знакомым, который

хорошо ориентировался во всемирной паутине. Стоило мне упомянуть о том, что моей жене Кэролин нравятся детективные романы Дороти Сейерс, как тот подошел к стоявшему рядом компьютеру и, щелкнув пару раз мышью, вывел на экран полный список книг Сейерс, отзывы читателей и рейтинг по пятибалльной шкале (на литературных веб-сайтах авторов оценивают так же, как и менеджеров инвестиционных фондов). Я купил для Кэролин четыре романа Сейерс, выбрал подарочную упаковку, ввел домашний адрес и вычеркнул один из пунктов списка подарков, которые мне предстояло купить к празднику. Так я познакомился с интернет-магазином [Amazon.com](https://www.amazon.com).

Из этой книги вы узнаете, что я не раз находил мои лучшие акции при посещении ресторанов и магазинов. В некоторых случаях я обнаруживал их раньше, чем другие профессиональные охотники за акциями. Так как компания Amazon существовала в киберпространстве, а не в пригородном торговом центре, то я проигнорировал ее. Не могу сказать, что Amazon слишком сложна для понимания, – ее деятельность была мне ясна так же, как и работа химчистки. Кроме того, в 1997 г. цена на ее акции, с учетом перспектив, была разумной, и с финансированием у нее был полный порядок. Но мне не хватило гибкости, чтобы увидеть перспективу в таком новом обличье. Если бы я дал себе труд собрать информацию для анализа, то увидел бы, что у электронной торговли огромный рынок и что компания Amazon в состоя-

нии захватить его. Увы, этого не случилось. Между тем только в 1998 г. цена акций компании Amazon выросла в 10 раз («десятикратник», выражаясь на языке Линча).

Amazon стоит в ряду как минимум пятисот интернет-компаний, взлет курса акций которых поистине удивителен. В среде хай-тека и доткомов десятикратный рост акций после первоначального публичного размещения не является чем-то необычным. На это им нужно меньше времени, чем Стивену Кингу на создание очередного триллера. Инвестиции в них не требуют большого терпения. До появления Интернета компаниям нужно было расти и расти, чтобы достичь капитализации в миллиарды долларов. Теперь же их стоимость достигает миллиардов еще до того, как они начинают получать прибыль, а иногда даже выручку от реализации продуктов или услуг. Г-н Рынок (нечто, обозначающее акции в целом) не ждет, пока новый веб-сайт докажет свою жизнеспособность подобно тому, как это делали, например, компании Wal-Mart и Home Depot, если говорить о последнем поколении.

В условиях ажиотажа вокруг акций интернет-компаний на фундаментальные показатели стали смотреть как на старую рухлядь. (Слово «рухлядь» само по себе старомодно, и то, что я его употребляю, говорит о моей старомодности.) Появления символов.com в названии компаний и захватывающей концепции интернет-бизнеса вполне хватило, чтобы убедить сегодняшних оптимистов выложить авансом десятилетнюю

стоимость роста и успеха. Ну а тот, кто не успел к началу, покупает акции по растущим ценам, основанным на футуристических «фундаментальных показателях», которые становятся тем лучше, чем выше курс акций.

Судя по продажам автомобилей Maserati в Кремниевой долине, доткомы очень хорошо вознаграждают предпринимателей, которые делают их публичными, а также первых покупателей акций, вовремя фиксирующих прибыль. Однако я хотел бы предостеречь тех, кто покупает акции после их взлета. Есть ли смысл инвестировать в акции доткомов при ценах, которые уже отражают потенциал многолетнего быстрого роста прибыли? Эту прибыль только предстоит получить, и она вовсе не гарантирована. По тому, как я ставлю этот вопрос, понятно, что мой ответ отрицателен. Цена на акции таких компаний нередко подскакивает вдвое, втрое и даже вчетверо в первый же день биржевых торгов. Однако вам не выиграть много, если ваш брокер не сумеет зарезервировать существенный пакет акций по первоначальной цене, но это маловероятно, поскольку акции интернет-компаний более популярны, чем билеты на финал первенства Национальной лиги по футболу. Не исключено, что вы вообще ничего не получите – цены акций некоторых доткомов достигают пика в течение первых торговых сессий и выше уже не поднимаются.

Если вы считаете себя обойденным на празднике доткомов, подумайте о том, что мало кто из их инвесторов вы-

играл по полной. При оценке роста курса акций некорректно брать за точку отсчета первоначальную цену, которая для большинства инвесторов недоступна. Ну а те, кому все же удастся получить акции по этой цене, обычно не могут похвастаться размером пакета.

Несмотря на царящую вокруг атмосферу мгновенного обогащения, я придерживаюсь старомодного подхода к инвестированию. Я покупаю акции, цены которых следуют за старыми добрыми фундаментальными показателями: успешная компания выходит на новый рынок, ее прибыли растут, а за ними растут и акции. Или же компания, испытывающая трудности, изменяет ситуацию к лучшему. Типичному крупному победителю в инвестиционном портфеле Линча (а я тоже иногда покупаю неудачные акции!) требуется от трех до десяти лет, чтобы проявить себя.

Отсутствие прибыли у доткомов чаще всего не позволяет использовать стандартный коэффициент «цена/прибыль» (P/E). Другими словами, для определения важнейшего коэффициента P/E попросту нет E. В отсутствие P/E инвесторы фокусируют внимание на том, что публикуется везде: на курсе акций! На мой взгляд, курс акций – наименее полезный из всех показателей, которые можно отслеживать, но именно его обычно публикуют. В 1989 г., когда была написана эта книга, бегущую строку с курсами акций демонстрировал лишь канал финансовых новостей Financial News Network. Сегодня ее можно увидеть на целом ряде те-

леканалов наряду с индексами Dow Jones, S&P 500 и т. п. на экранных врезках. Любители кочевать с канала на канал волей-неволей оказываются в курсе того, на каком уровне закрылся рынок. На популярных интернет-порталах можно создать персональный инвестиционный портфель и одним щелчком мышки получать последние данные по входящим в него акциям. Информацию о курсах акций сообщают по бесплатному телефонному каналу, рассылают на пейджеры, передают через систему голосовой почты.

С моей точки зрения, этот поток информации о ценах вводит в заблуждение. Если акции моей интернет-компании продаются по 30 долл., а вашей – по 10 долл., то люди, сосредоточенные на цене, могут решить, что моя компания лучше. Это опасное заблуждение. Цена, которую г-н Рынок дает за акции сегодня или на следующей неделе, ничего не говорит о перспективах компании через два или три года. Если у вас есть возможность отслеживать лишь один показатель деятельности компании, отслеживайте прибыль, конечно, если она у этой компании есть. Я твердо убежден, что раньше или позже именно прибыль компании будет определять результат ваших вложений в акции. Цены на акции сегодняшние, завтрашние или следующей недели только отвлекают внимание.

Интернет – далеко не первая инновация, изменившая мир. Железная дорога, телефон, автомобиль, самолет и телевидение вполне могут претендовать на титул революци-

онных изобретений, преобразивших жизнь людей (или как минимум жизнь четверти населения земного шара) с наиболее высоким уровнем благосостояния. Эти изобретения и связанные с ними отрасли дали жизнь массе новых компаний, лишь единицы из которых выжили и стали доминирующими. То же, скорее всего, произойдет и с Интернетом. Пара-другая крупных компаний захватит территорию, так же как McDonald's сделал это в области гамбургеров, а Schlumberger – в области услуг для нефтегазовой отрасли. Акционеры таких компаний-триумфаторов будут процветать, а акционеры остальных компаний – отстающих, некогда успешных, не сумевших реализовать потенциал – потеряют свои деньги. Остается лишь надеяться, что вам удастся отыскать победителей, которые войдут в эксклюзивный клуб компаний, зарабатывающих миллиард долларов в год.

Хотя типичный дотком пока не приносит прибыли, вы можете сделать элементарный анализ, который покажет, какой она должна быть, чтобы оправдать сегодняшнюю цену на акции. Возьмем гипотетическую компанию под названием DotCom.com. Прежде всего определим ее рыночную капитализацию путем умножения количества акций в обращении (скажем, 100 миллионов) на текущий курс (скажем, 100 долл. за акцию). Сто миллионов, умноженные на 100 долл., дают 10 млрд долл. Это и есть рыночная капитализация компании DotCom.com.

Вкладывая деньги в какую-либо компанию, вы рассчиты-

ваете на рост ее рыночной капитализации. Она растет только в том случае, если инвесторы покупают акции по более высоким ценам. Чтобы акции DotCom.com стали десятикратником, рыночная капитализация должна увеличиться в десять раз, с 10 до 100 млрд долл. После определения целевого уровня рыночной капитализации, нужно найти ответ на вопрос: «Какая прибыль соответствует рыночной стоимости компании в 100 млрд долл.?» Примерную оценку можно получить, исходя из характерного для быстрорастущих компаний коэффициента P/E, который в условиях сегодняшнего стремительно растущего рынка равен, скажем, 40.

Здесь я позволю себе отступление. В главе 10, где речь идет о том, что акции замечательных компаний превращаются в рискованные инвестиции, когда за них переплачивают, я привожу в качестве иллюстрации компанию McDonald's. В 1972 г. цена ее акций необоснованно взлетела, превысив прибыль на акцию в 50 раз. Поскольку у компании «не было возможности оправдать ожидания», ее акции упали с 75 до 25 долл. и стали отличными кандидатами для приобретения по «более реалистичной» цене, превышавшей прибыль на акцию всего в 13 раз.

Я также упоминаю акции созданной Россом Перо компании Electronic Data Systems (EDS), цена на которые была раздута настолько, что коэффициент P/E достиг 500. При таком коэффициенте «нужно не меньше пяти столетий, чтобы вернуть инвестированные деньги, если размер прибыли EDS

останется неизменным». Благодаря Интернету коэффициент P/E, равный 500, больше никого не шокирует, а P/E на уровне 50 или 40, как в нашем примере с DotCom.com, и подавно.

Итак, для превращения в предприятие с капитализацией в 100 млрд долл. компания DotCom.com должна зарабатывать 2,5 млрд долл. в год. В 1999 г. лишь 33 американских компании заработали больше 2,5 млрд долл., так что DotCom.com придется войти в эксклюзивный клуб таких крупных победителей, как Microsoft. Иными словами, наша компания должна совершить подвиг.

Я хотел бы завершить эту краткую беседу об Интернете на позитивной ноте. Есть три способа инвестировать в эту модную сферу без риска купить пустышку, украшенную несбыточными надеждами и умопомрачительной капитализацией. Первый – это обновленная версия старой стратегии под названием «кирки и лопаты». Во время золотой лихорадки большинство золотоискателей потеряли деньги, но те, кто продавал им кирки, лопаты, палатки и синие джинсы (Levi Strauss), получили хорошую прибыль. Сегодня следует искать традиционные компании, которые косвенно получают выгоду от интернет-трафика (очевидным примером являются услуги по пакетной передаче данных). Или же можно инвестировать в акции производителей коммутационных устройств и всяких технических штучек, которые используются для обеспечения интернет-трафика.

Второй способ – инвестирование в так называемых «сво-

бодных игроков Интернета». Это традиционные компании со встроенным интернет-бизнесом, которые получают реальную прибыль и имеют разумный курс акций. Я не собираюсь их перечислять – вы вполне можете отыскать их самостоятельно, однако несколько слов о перспективных свободных игроках Интернета скажу. Типичным примером является компания, оцениваемая сегодняшним рынком примерно в 800 млн долл., а ее еще не вполне самостоятельный интернет-бизнес оценивается в 1 млрд долл., причем до того, как тот докажет свою состоятельность. Если интернет-бизнес оправдает ожидания, инвестиции в компанию могут принести большую прибыль – этот бизнес может быть преобразован в дочернюю компанию со своими собственными акциями. Если же этого не случится, то компания с ее основной деятельностью защитит инвесторов от потерь.

Третий способ – вложения в традиционные компании, которые получают выгоду от использования Интернета, выражающуюся в сокращении затрат и упрощении операций, т. е. в повышении эффективности, а значит, и прибыльности. Лет тридцать назад в супермаркетах стали использовать сканеры для считывания штрихкода. Это сократило уровень краж, улучшило контроль за товарными запасами и стало огромным благом для торговых сетей.

В будущем Интернет и обслуживающие его сферы бизнеса, несомненно, продемонстрируют примеры успеха, но на данный момент все, что мы имеем, – это большие ожида-

ния и неэффективное ценообразование. Компании, оцениваемые сегодня в 500 млн долл., вполне могут стать триумфаторами, а компании, оцениваемые в 10 млрд долл., возможно, не будут стоить ничего. По мере того как ожидания превращаются в реальность, победители будут становиться все более заметными. У инвесторов, которые первыми увидят их, будет достаточно времени, чтобы использовать свое преимущество.

Вернемся к компании Microsoft, стократнику, который я просмотрел. Так же как Cisco и Intel, эта очень сильная компания, работающая в сфере высоких технологий, показывала прибыли почти с самого начала. Акции Microsoft при первоначальном публичном предложении в 1986 г. стоили 15 центов. Спустя три года они торговались по цене, не превышающей 1 долл., а затем поднялись в 80 раз. (Поскольку акции неоднократно дробились, первоначальный выпуск фактически никогда не продавался по цене 15 центов. Пояснение.) Даже если вы руководствовались «принципом штата Миссури», т. е. выжидали, пока Microsoft не продемонстрирует реальный успех с Windows 95, то все равно могли заработать в семь раз больше денег, чем вложили. Не заметить Microsoft было сложно даже непрограммистам. За исключением семейства Apple на все новые компьютеры устанавливалась операционная система Microsoft Windows. Компьютеры Apple теряли свою привлекательность. Чем шире использовалась среда Windows, тем больше программистов писали

программы для Windows, а не для Apple. Компанию Apple загнали в угол, где она продавала свои «ящики», довольствуясь 7–10 % рынка.

Между тем производители компьютеров с программным обеспечением Microsoft (Dell, Hewlett-Packard, Compaq, IBM и т. д.) вели неистовые ценовые войны. Эти бесконечные схватки оказали негативное влияние на прибыли компаний-производителей, но не коснулись Microsoft. Компания Билла Гейтса не занималась производством компьютеров. Она продавала «топливо», на котором работали компьютеры.

Другой компанией с выдающимися результатами является Cisco. С момента первоначального публичного предложения в 1990 г. акции компании выросли в цене в 480 раз. Я проглядел этого победителя по причине своего консерватизма, но многие должны были обратить на него внимание. Компании разных отраслей пользовались услугами Cisco по созданию корпоративных сетей. Затем колледжи стали приглашать Cisco для компьютеризации общежитий. Студенты, преподаватели и навещавшие студентов родители вполне могли заметить эту компанию. Наверняка кто-то из них, вернувшись домой, навел справки и купил ее акции.

Я привожу компании Microsoft и Cisco в качестве современных примеров для более наглядного раскрытия основной темы книги. Инвестор-непрофессионал может найти завтрашних победителей, приглядываясь к тому, что проис-

ходит на его рабочем месте, в торговых центрах, автосалонах, ресторанах, везде, где есть что-то многообещающее. Пока я не закончил говорить на эту тему, хочу дать пояснение.

Баскетболист Чарльз Баркли, известный бросками с бедра, однажды заметил, что его неправильно процитировали в автобиографии. Я не утверждаю, что меня неправильно процитировали в этой книге, однако одну мою мысль неправильно поняли.

Питер Линч никогда не рекомендовал покупать акции вашего любимого магазина только потому, что вам нравится там делать покупки. Не следует также покупать акции компании-производителя, потому что она выпускает ваш любимый продукт, или акции ресторана, потому что вам нравятся его блюда. Если вам понравился магазин, продукт или ресторан, это хороший повод заинтересоваться компанией и добавить ее в список для изучения и анализа, но этого мало для покупки акций! Никогда не вкладывайте деньги в компанию до тех пор, пока вы не собрали информации о ее перспективах, финансовом положении, конкурентной позиции, планах расширения и т. п.

Если у вас есть акции компании розничной торговли, то в анализ следует включать еще один ключевой фактор – близость компании к завершению этапа расширения, т. е. к тому, что я по аналогии с бейсболом называю «последняя подача». Когда компании Radio Shack и Toys «R» Us действовали на 10 % территории страны, у них были совсем дру-

гие перспективы, чем сейчас, при охвате 90 % территории. Необходимо понять, что является источником будущего роста и когда этот рост замедлится.

* * *

Я по-прежнему убежден в том, что рядовой инвестор-любитель имеет преимущество перед средним профессиональным управляющим инвестиционным фондом. В 1989 г. профи быстрее получали информацию, но сейчас информационного разрыва уже не существует. Десятилетие назад инвесторы-любители могли получить информацию о компании тремя способами: от самой компании, из обзоров Value Line и Standard & Poor's или из отчетов аналитиков брокерских фирм, в которых у инвесторов-любителей открыты счета. Зачастую эти отчеты рассылались по почте из центрального офиса и доходили до адресата лишь через несколько дней.

Сегодня аналитические отчеты можно найти в Интернете. Новости, касающиеся ваших любимых компаний, автоматически приходят на ваш электронный адрес. Вы можете узнать, как ведут себя инсайдеры, покупают они или продают акции, повышают или понижают рейтинг ценных бумаг брокерские дома. Можно задать необходимые параметры и видеть на экране акции с заданными характеристиками. Можно получить данные по всевозможным взаимным фондам, сравнить их результаты, найти названия десяти круп-

нейших компаний в их инвестиционных портфелях. Можно кликнуть заголовок Briefing Books в онлайн-версии газеты *The Wall Street Journal* или *Barron's* и получить краткое описание практически любой публичной компании. Оттуда можно перейти в раздел Zack's и получить сводку рейтингов от всех аналитиков, отслеживающих акции конкретных компаний.

Благодаря Интернету стоимость услуг по покупке и продаже акций для мелких инвесторов упала так же, как она упала для институциональных инвесторов в 1975 г. Онлайн-торговля ценными бумагами заставила традиционные брокерские фирмы снизить размер комиссии и поддержала тенденцию, наметившуюся два десятилетия назад с появлением дисконтных брокеров.

Вам, наверное, интересно, что произошло с моими инвестиционными предпочтениями после того, как я покинул Magellan. Вместо отслеживания тысяч компаний теперь я занимаюсь от силы полусотней. (Я по-прежнему вхожу в состав инвестиционных комитетов различных фондов и благотворительных групп, но там за отбор акций для инвестирования отвечают наемные портфельные менеджеры.) Инвесторы, падкие на новинки, могут сказать, что инвестиционный портфель семьи Линчей достоин демонстрации в Антикварном обществе Новой Англии. В него входят акции ссудно-сберегательных организаций, купленные мною по дешевке в те времена, когда они были недооценены. Эти акции по-

казали отличные результаты, и я все еще держу кое-какие из них. (При продаже долгосрочных акций-победителей вы попадаете в медвежьи объятия Службы внутренних доходов США, которая взимает 20 %-ный налог на доход.) У меня также есть акции ряда растущих компаний, которые я держу с 1980-х гг., а некоторые – с 1970-х. Эти компании по-прежнему процветают, тем не менее цены на их акции остаются разумными. Помимо этого у меня есть целый букет акций компаний-неудачниц, которые торгуются сейчас значительно дешевле, чем когда я их покупал. Я не расстаюсь с ними вовсе не из-за упрямства или ностальгии. Я держу их потому, что у этих компаний финансы в порядке и до сих пор есть перспективы.

Неудачники напоминают мне о важном моменте: совсем не обязательно зарабатывать деньги на каждой компании, которую вы выбираете. По моему опыту, если в десятке есть шесть победителей, портфель дает вполне удовлетворительный результат. Почему? Размер убытков ограничен суммой, которую вы вложили в акции (ниже нуля цена не опустится), в то время как прибыль не имеет ограничителей. Вложив 1000 долл. в акции компании-неудачницы, вы в худшем случае потеряете эту тысячу. Вложив 1000 долл. в акции победителя, за несколько лет можно заработать 10 000, 15 000, 20 000 долл., а то и больше. Все, что нужно для инвестиционного успеха на протяжении всей вашей жизни, – это несколько крупных победителей, плюсы от владения которыми ком-

пенсируют все минусы неработающих акций.

Позвольте привести последние данные об акциях двух компаний, которых нет в моем инвестиционном портфеле, но о которых я пишу в этой книге: Bethlehem Steel и General Electric. Их пример очень показателен. Цена акций компании Bethlehem, стареющей голубой фишки, падает с 1960 г. Оказывается, известная традиционная компания может принести инвесторам такое же разочарование, как и рискованное начинающее предприятие. Компания Bethlehem, бывшая некогда символом американской мощи, продолжает разочаровывать. Ее акции, которые в 1958 г. шли по 60 долл., к 1989 г. упали до 17 долл., оставив в убытке и лояльных акционеров, и спекулянтов, которые думали, что совершили выгодную сделку. После 1989 г. курс акций продолжил снижение и стал выражаться однозначными числами, наглядно продемонстрировав, что дешевые акции могут стать еще дешевле. Возможно, Bethlehem Steel еще поднимется, но это, скорее, область пожеланий, а не инвестиций.

В одной из телепередач я рекомендовал акции General Electric (акции которой с тех пор уже стали десятикратником), но в книге я говорю о том, что, учитывая размер GE (рыночная стоимость 39 млрд долл., годовая прибыль 3 млрд долл.), компании сложно обеспечить быстрый прирост прибыли. Однако акции этой компании выросли больше, чем я предполагал. Несмотря ни на что, под мудрым руководством Джека Уэлча прибыль этой корпоративной громады стала

быстро расти. Уэлч, объявивший недавно о выходе в отставку, расшевелил многочисленные подразделения компании, вывел их на рекордные результаты, а избыточные денежные средства использовал для приобретения новых предприятий и выкупа акций. Триумф GE в 1990-х гг. показывает, как важно проявлять терпение в отношении компаний.

Выкуп компаниями собственных акций приводит к еще одному важному изменению на рынке: дивиденды становятся редким явлением. Я рассматриваю значение этого фактора в главе 13, однако похоже, что этот старый метод вознаграждения акционеров ждет та же судьба, что и черноногого хорька, занесенного в Красную книгу. Негативная сторона исчезновения дивидендов состоит в том, что с ними исчезают рассылаемые по почте чеки, которые приносят инвесторам регулярный доход и служат стимулом держать акции в периоды, когда нет прироста капитала. Тем не менее в 1999 г. дивидендный доход от акций 500 компаний, входящих в индекс S&P 500, достиг исторического минимума со времен Второй мировой войны и составил около 1 %.

Да, процентные ставки сегодня ниже, чем в 1989 г., так что понижения доходности облигаций и дивидендного дохода следовало ожидать. При росте цен на акции дивидендный доход, естественно, уменьшается. (Если на акцию стоимостью 50 долл. выплачивается дивиденд в размере 5 долл., то дивидендный доход составляет 10 %. Когда цена акции достигает 100 долл., то дивидендный доход падает до 5 %.)

Между тем компании не повышают размеры дивидендов в той мере, в какой они делали это раньше.

«Необычно то, – говорилось в газете *The New York Times* (7 октября 1999 г.), – что экономика в целом находится в столь хорошей форме, а компании все с большим нежеланием идут на повышение дивидендов». Еще совсем недавно регулярное повышение дивидендов зрелой и жизнеспособной компанией считалось признаком процветания. Снижение уровня дивидендов или неспособность увеличить их сигнализировали о проблемах. В последнее время жизнеспособные компании предпочитают не платить дивиденды, а использовать средства для выкупа собственных акций по примеру GE. Сокращение количества акций в обращении увеличивает размер прибыли на акцию, от чего в конечном итоге выигрывают акционеры, хотя для реализации выгоды они должны продать свои акции.

Если кто-то и несет ответственность за исчезновение дивидендов, то это американское правительство, которое облагает налогами сначала корпоративную прибыль, затем – корпоративные дивиденды в связи с образованием так называемого нереализованного дохода. Чтобы помочь своим акционерам избежать двойного налогообложения, компании отказались от выплаты дивидендов в пользу стратегии выкупа собственных акций и, как следствие, роста цен на акции. При продаже акций акционеры должны уплатить более высокий налог на прирост капитала, однако налог на долгосрочный

прирост капитала в два раза ниже обычного подоходного налога.

Выступая на тему о долгосрочных выгодах в течение одиннадцати лет, я обычно прошу поднять руки тех, кто является долгосрочным инвестором в акции. Результат всегда один: долгосрочными инвесторами считают себя все, включая присутствующих внутридневных трейдеров, которые на пару часов отвлеклись от своей работы. Долгосрочное инвестирование стало настолько популярным, что легче признать себя наркоманом, чем краткосрочным инвестором.

Информация о фондовом рынке перешла из категории труднодоступной (в 1970-х и начале 1980-х гг.) в категорию легкодоступной (в конце 1980-х), а затем и такой, от которой невозможно спрятаться. За финансовой погодой следят столь же пристально, как и за погодой на улице: пики, падения, минимумы, нестабильность и бесконечные спекуляции о том, что будет дальше и что с этим делать. Людям рекомендуют исходить из долгосрочной перспективы, но поток комментариев по поводу малейших изменений конъюнктуры заставляет их нервничать и концентрировать внимание на краткосрочной перспективе. На это трудно не отреагировать. Будь у инвесторов способ избавиться от новостной одержимости и проверять цены на акции примерно раз в полгода, подобно тому, как проверяют масло в автомобиле, они могли бы спать более спокойно.

На свете нет более убежденного приверженца долгосроч-

ного инвестирования, чем я, но мне прекрасно известно, что легче учить, чем следовать учению. Тем не менее наше поколение инвесторов верило в эту стратегию и придерживалось ее, несмотря на все изменения, о которых я говорил. Судя по количеству заявок на погашение инвестиционных паев в фонде Fidelity Magellan, где я работал, клиенты были настроены исключительно благодушно. Лишь небольшая часть клиентов изъяла свои средства в период медвежьего рынка 1990 г., связанного с действиями Саддама Хусейна.

Активность внутридневных трейдеров и некоторых профессиональных менеджеров хедж-фондов привела к тому, что акции теперь переходят из рук в руки с невероятной быстротой. В 1989 г. торговая сессия на нью-йоркской бирже, во время которой осуществлялись сделки с 300 млн акций, считалась безумной. Сегодня такая торговля квалифицируется как вялая, а сделки с 800 млн акций рассматриваются как средний уровень. Только ли внутридневные трейдеры стали причиной встряски г-на Рынка? Имеет ли к этому отношение активизация торговли фондовыми индексами? Какой бы ни была причина (лично я считаю внутридневных трейдеров главным фактором), частые торговые операции сделали фондовый рынок более волатильным. Десятилетие назад изменение цен на акции в течение торговой сессии более чем на 1 % было редкостью. В настоящее время это случается несколько раз в месяц.

Кстати, шансы на то, что внутридневная торговля даст вам

возможность зарабатывать на жизнь, примерно такие же, как и шансы зарабатывать на скачках, блек-джеке или видеопокере. В действительности я считаю внутридневную торговлю чем-то вроде домашнего казино. Его недостаток – возня с бумагами. При 20 сделках в день вы получите 5000 сделок в год, каждую из которых необходимо задокументировать, разнести по счетам и внести в налоговую декларацию. Так что внутридневная торговля – это домашнее казино, обеспечивающее работой массу бухгалтеров.

Тот, кому нужно узнать, как вели себя акции в тот или иной день, интересуется индексом Dow Jones при закрытии торговой сессии. Для меня интереснее информация о том, акции скольких компаний выросли, а скольких упали. Значения показателя «рост-падение» дают более реалистичную картину. Они очень точно отражали действительность в условиях недавнего исключительного состояния рынка, когда акции лишь некоторых компаний активно росли, а акции большинства компаний ползли вниз. Те инвесторы, которые покупают акции «недооцененных» мелких или средних компаний, были наказаны за свою расчетливость. Люди удивляются: «Почему индекс S&P 500 вырос на 20 %, а мои акции упали в цене?» А дело в том, что акции нескольких крупных компаний, входящих в индекс, тянут вверх усредненные показатели.

Так, в 1998 г. S&P 500 вырос на 28 %, но более глубокий анализ показывает, что 50 самых крупных компаний индек-

са поднялись на 40 %, в то время как остальные 450 компаний едва сдвинулись с места. На рынке NASDAQ, являющемся домом родным для интернет-компаний и их окружения, с десятков крупнейших игроков стали победителями, а все прочие оказались неудачниками. История повторилась в 1999 г., когда группа победителей исказила средние показатели и затенила многочисленных неудачников. Акции более 1500 компаний, торгуемые на Нью-Йоркской фондовой бирже, тогда подешевели. Такое разделение на две неравные группы беспрецедентно. Кстати, мы привыкли считать, что в индексе S&P 500 доминируют компании-гиганты, а рынок NASDAQ – прибежище мелкой рыбешки. Так вот, к концу 1990-х гг. гиганты NASDAQ (Intel, Cisco и горстка других компаний) имели большее влияние на индекс, чем гиганты S&P 500.

Одной из отраслей, изобилующих небольшими компаниями, является биотехнология. Я всегда испытывал антипатию к хай-теку и как-то раз в шутку нарисовал такой портрет типичной биотехнологической компании: 100 млн долл. от выпуска акций, 100 обладателей степени доктора философии, 99 микроскопов и нулевой доход. Однако последние события заставляют меня замолвить слово за биотехнологическую отрасль. Нет, я вовсе не хочу сказать, что непрофессиональные инвесторы должны срочно переключиться на акции биотехнологических компаний, но биотехнология может сыграть в новом веке такую же роль, какую в прошлом

веке сыграла электроника. Сегодня уже немало компаний в этой сфере имеют выручку, около трех десятков показывают прибыль и еще полсотни готовы выйти на этот уровень. Компания Amgen стала настоящей голубой фишкой в биотехнологии с прибылью более 1 млрд долл. Какой-нибудь из многочисленных биотехнологических взаимных фондов вполне может стать хорошим долгосрочным вложением части ваших средств.

Обозреватели фондового рынка заполонили эфир и страницы журналов сравнениями сегодняшней ситуации с тем, что было раньше: «Это во многом похоже на 1962 г.», «Это напоминает мне 1981 г.» или «Мы снова на пороге 1929 г.». В последнее время стало преобладать сравнение с началом 1970-х гг., когда акции мелких компаний подешевели, а акции более крупных (особенно 50 наиболее популярных акций) продолжали расти. Затем в период медвежьего рынка 1972–1974 гг. цена этих 50 акций упала на 50–80 %! Такое падение опровергло теорию о том, что на большие компании медвежий рынок не оказывает влияния.

Если бы у вас были акции из числа этих 50 и вы держали их в течение 25 лет (допустим, вы жили на необитаемом острове без радио, телевизоров и газет, которые рекомендовали избавиться от этих акций навсегда), то результат оказался бы неплохим. Хотя на это ушло порядка 30 лет, упомянутые 50 акций не только восстановились, но и выросли. К середине 1990-х гг. портфель из них догнал и превзошел по суммар-

ной доходности индексы Dow Jones и S&P 500. Даже если вы приобрели эти акции по заоблачным ценам 1972 г., ваш выбор все равно был оправдан.

Итак, у нас есть акции 50 крупнейших компаний, цены на которые, по словам скептиков, «слишком высоки, чтобы по ним покупать». Упадут ли нынешние 50 в той же мере, что и те, которые в пожарном порядке сбрасывались в 1973–1974 гг., – кто знает? История учит нас, что коррекции на рынке (снижение цен на 10 % и более) происходят раз в пару лет и что медвежьи рынки (понижение цен на 20 % и более) бывают раз в шесть лет. Серьезные медвежьи рынки (снижение цен на 30 % и более) наблюдались пять раз после экстраординарных событий 1929–1932 гг. Глупо думать, что медвежьих рынков больше не будет, а потому не стоит покупать акции и паи взаимных фондов на деньги, которые понадобятся в ближайшие 12 месяцев для оплаты обучения, свадебного банкета или чего-нибудь еще. Вряд ли кого обрадует перспектива продажи акций в условиях падающего рынка для того, чтобы набрать нужную сумму. Если вы долгосрочный инвестор, время на вашей стороне.

Даже на бычьем рынке время от времени случаются обвалы. Когда я работал над этой книгой, цены на акции только что выправились после обвала 1987 г. Самый серьезный рыночный спад за 50 лет совпал с моим отпуском в Ирландии, куда я поехал поиграть в гольф. Мне потребовалось съездить туда еще раз 9 или 10 (мы купили дом в Ирландии), прежде

чем я убедился, что мое появление на ирландской земле не вызывает очередной волны паники. Не очень комфортно я чувствовал себя и при посещении Израиля, Индонезии и Индии. Меня всегда нервировали поездки в страны, названия которых начинаются на «И». Но я все же дважды побывал в Израиле, дважды в Индии и один раз в Индонезии, и ничего не случилось.

Пока что 1987 г. не повторялся, но медвежий рынок наблюдался в 1990 г., когда я оставил должность управляющего фондом Fidelity Magellan Fund. Хотя спад 1987 г. напугал многих (35 %-ное падение цен на акции за два дня вполне может это сделать), с моей точки зрения, ситуация 1990 г. была хуже. Почему? В 1987 г. экономика шла на подъем, наши банки были платежеспособны, так что фундаментальные показатели были позитивными. В 1990 г. страна скатилась в рецессию, крупнейшие банки подошли к последней черте и мы готовились к войне с Ираком. Но вскоре война закончилась победой, рецессия была преодолена, банки пришли в себя, а фондовый рынок начал величайшее восхождение в современной истории. Ближе к нашим дням мы были свидетелями 10 %-ного снижения основных фондовых индексов весной 1996 г., летом 1997 г. и 1998 г. и осенью 1999 г. Август 1998 г. был отмечен понижением индекса S&P 500 на 14,5 % и стал вторым наихудшим месяцем со времен Второй мировой войны. Спустя девять месяцев фондовый рынок вновь оживился, а S&P 500 вырос более чем на 50 %.

Зачем я все это перечисляю? Было бы замечательно избегать спадов, вовремя сбрасывая акции, но никто еще не научился предсказывать их. Более того, избавившись от акций и увернувшись от спада, можно пропустить следующий подъем. Вот яркая иллюстрация. Если бы вы вложили 100 000 долл. в акции 1 июля 1994 г. и держали их в течение пяти лет, то ваши 100 000 превратились бы в 341 722 долл. Но стоит сбросить акции хотя бы на 30 дней в течение этого периода – 30 дней наибольшего роста курсов – и ваши 100 000 долл. превращаются в разочаровывающие 153 792 долл. Постоянное присутствие на рынке повышает доход более чем в два раза.

Как сказал однажды один очень успешный инвестор: «Медвежий аргумент всегда звучит умнее». Вы можете найти убедительные причины для продажи акций в каждой утренней газете или в каждом выпуске вечерних новостей. Когда книга «Метод Питера Линча» стала бестселлером, в бестселлер превратилась и книга Рави Батра «Великая депрессия 1990 г.». Некролог этому бычьему рынку писали бесчисленное число раз со времени его начала в 1982 г. Среди вероятных причин указывались такие, как слабость экономики Японии, дефицит в торговле США с Китаем и другими странами мира, крах рынка облигаций в 1994 г., крах развивающихся рынков в 1997 г., глобальное потепление, озоновые дыры, дефляция, война в Персидском заливе, потребительский долг и проблема 2000 г. В первый день нового

года оказалось, что проблема 2000 г. была самым раздутым страхом со времени выхода на экраны последнего фильма о Годзилле.

«Акции переоценены» — этот объединяющий всех медведей лозунг мы слышим уже несколько лет. По мнению одних, акции были слишком дорогими в 1989 г., когда индекс Dow Jones составлял 2600. По мнению других, цены выглядели непомерными в 1992 г., когда Dow Jones превышал 3000. Целый хор скептиков появился в 1995 г., когда Dow Jones перевалил за 4000. Рано или поздно мы столкнемся с очередным серьезным медвежьим рынком, но даже при резком сбрасывании 40 % всех акций цены останутся намного выше уровня, при котором всякого рода знатоки призывают инвесторов распродавать акции из своих инвестиционных портфелей. Как я уже не раз говорил, «нельзя отрицать такое явление, как переоцененный рынок, но волноваться по этому поводу совершенно не стоит».

Часто говорят, что бычий рынок должен снижать уровень беспокойности, однако поводов для беспокойства меньше не становится. В последнее время мы постоянно тревожились по поводу самых безумных страшилок: Третьей мировой войны, биологического Армагеддона, ядерного оружия у государств-изгоев, таяния полярных льдов, столкновения Земли с метеоритом и т. д. Между тем на наших глазах произошел целый ряд выгодных нам событий: падение коммунистических режимов, профицит федерального бюджета и

бюджетов штатов, создание 17 млн новых рабочих мест в 1990-х гг., что с лихвой компенсировало широко освещаемые в прессе сокращения, проводимые крупными компаниями. Конечно, увольнения болезненно ударили по тем, кого они коснулись, но миллионы высвободившихся работников перешли на интересную и продуктивную работу в быстро растущие малые предприятия.

Этот удивительный по своему размаху процесс создания рабочих мест не получил должного освещения. Америка демонстрирует самый низкий уровень безработицы за последние полвека, в то время как в Европе от безработицы страдают широкие слои населения. Крупные европейские компании тоже ступили на путь сокращений, но в Европе не хватает мелкого бизнеса, который может поглотить избыток рабочей силы. Там более высокий уровень сбережений, чем у нашего населения, граждане более образованны, и, тем не менее, уровень безработицы в два раза превышает американский. А вот еще один удивительный факт: в конце 1999 г. в Европе работу имели меньше людей, чем в конце предыдущего десятилетия.

Основная мысль проста и не теряет своего значения. Акции – это не лотерейные билеты. За каждой акцией стоит компания. Компании работают лучше или хуже. Если компания работает хуже, чем раньше, то цена на ее акции падает. Если компания работает лучше, цена на акцию растет. Если вы держите акции хороших компаний, прибыль которых

продолжает увеличиваться, вам обеспечен успех. Со времен Второй мировой войны корпоративные прибыли выросли в 55 раз, а фондовый рынок поднялся в 60 раз. Даже четыре локальных войны, девять рецессий, восемь президентов и один импичмент ничего не изменили.

В таблице приведены названия 20 компаний, входивших в список 100 компаний-победителей американского фондового рынка в 1990-х гг. В левой колонке показан рейтинг компаний по совокупному годовому доходу на вложенный доллар. Многие высокотехнологичные компании (вроде Helix, Photronics, Siliconix и Theragenics) я опустил, потому что хотел показать только те инвестиционные возможности, которые может заметить, оценить и использовать среднестатистический инвестор. Самой успешной из компаний-победителей стала Dell Computer. Кто не слышал о Dell? Каждый мог обратить внимание на быстро растущий объем продаж Dell и популярность ее продуктов. Тот, кто купил акции достаточно рано, получил в награду 889-кратный рост их курса: 10 000 долл., вложенные в Dell на заре ее становления, превратились в состояние, равное 8,9 млн долл. Со всем необязательно разбираться в компьютерах, чтобы увидеть перспективы Dell, Microsoft или Intel (каждый новый компьютер выпускался с наклейкой Intel inside). Не нужно быть и инженером-генетиком, чтобы заметить Amgen, которая превратилась из исследовательской лаборатории в производителя двух самых продаваемых лекарственных препара-

ратов.

Schwab? Успех этой компании трудно было пропустить. Home Depot? Она все время сохраняла высокие темпы роста и на протяжении двух десятилетий не покидала список 100 наиболее успешных компаний. Harley-Davidson? Все эти юристы, доктора и стоматологи, которые по выходным дням превращались в байкеров, были настоящим подарком для Harley. Lowe's? Та же история, что и с Home Depot. Кто мог представить, что одна и та же приземленная отрасль породит две огромные компании. Paychex? Малые предприятия со всей страны избавлялись от головной боли, поручая расчет заработной платы компании Paychex. Моя жена Кэролин привлекала Paychex к работе с нашим семейным фондом, но я не среагировал и не купил акции этой компании.

Несколько самых прибыльных компаний десятилетия (как это было и раньше) пришли из старомодного розничного бизнеса. The Gap, Best Buy, Staples, Dollar General – это все мегапобедители с грамотным руководством, что в первую очередь ощутили миллионы покупателей. Два небольших банка, входящих в список, лишний раз доказывают, что большие победители могут быть в любой отрасли, даже в скучном и медленно растущем банковском бизнесе. Мой совет на следующее десятилетие таков: ищите компании, цена на акции которых завтра возрастет многократно. Шансы найти такую компанию довольно высоки.

Питер Линч

ДВАДЦАТЬ АМЕРИКАНСКИХ КОМПАНИЙ-ПОБЕДИТЕЛЕЙ В 1990-х гг.

Рейтинг по совокупной доходности акций	Биржевой символ	Название компании	Вид бизнеса	10 000 долларов, вложенные в акции в конце 1989 г., принесли к концу 1999 г. доход, долл.
1	DELL	Dell Computer	Компьютеры	8,9 млн
6	CCU	Clear Channel Comm.	Радиостанции	8,1 млн
9	BBY	Best Buy	Розничная торговля	995 000
10	MSFT	Microsoft	Технологии	960 000
13	SCH	Charles Schwab	Дисконтный брокер	827 000
14	NBTY	NBTY	Витамины, пищевые добавки	782 000
20	WCOM	MCI Worldcom	Коммуникации	694 000
21	AMGN	Amgen	Биотехнологии	576 000
30	PPD	Prepaid Legal Services	Адвокатские услуги	416 000
33	INTC	Intel	Компьютерные чипы	372 000
34	HD	Home Depot	Строительные материалы и инструменты для дома	370 000
40	PAYX	Paychex	Услуги по расчету заработной платы	340 000
46	DG	Dollar General	Дисконтная розничная торговля	270 000
49	HDI	Harley-Davidson	Мотоциклы	251 000
52	GPS	Gap	Розничная торговля одеждой	232 000
69	SPLS	Staples	Канцелярские товары и принадлежности для офисов	186 000
75	WBPR	Westernbank/Puerto Rico	Банковская деятельность	170 000
77	MDT	Medtronic	Медицинское оборудование	168 000
82	ZION	Zion's Bancorp	Банковская деятельность	161 000
87	LOW	Lowe's Companies	Строительные материалы и инструменты для дома	152 000

* В список не включены компании, которые были приобретены другими компаниями.

Источник: Ned Davis Research.

Пролог: заметки из Ирландии

В наше время невозможно говорить о фондовом рынке, не коснувшись событий 16–20 октября 1987 г. Для меня это была одна из самых необычных недель в жизни. Лишь год спустя, немного отстранившись, я начал выделять в беспрецедентной шумихе подлинно ценные моменты, значение которых не уменьшается с течением времени. То, о чем не следует забывать, мне вспоминается так.

● В пятницу 16 октября мы с Кэролин, моей женой, отлично провели время, разъезжая на автомобиле по дорогам графства Корк, Ирландия. Я редко беру отпуск, а уж путешествие для меня экстраординарное событие.

● Мне даже не попался на глаза офис какой-нибудь публичной компании, в который можно заглянуть. Обычно я готов сделать крюк в 100 миль, лишь бы получить из первых рук информацию об объемах продаж, уровне запасов и прибыли, но в этот раз казалось, что в радиусе 250 миль не существует ни отчетов S&P, ни бухгалтерских балансов.

● Мы отправились в замок Бларни с его легендарным камнем, дарующим красноречие тому, кто его поцелует. Этот камень вмурован в парапет на головокружительной высоте. Чтобы добраться до него, нужно лечь на спину и, прогнувшись назад над зияющим проемом, ухватиться за металлические поручни. Целование камня красноречия, как и

обещают, производит неизгладимое впечатление, особенно то, что удалось выбраться живым.

● Мы приходили в себя после камня красноречия целый уик-энд – играли в гольф в субботу в Уотервилле и в воскресенье в Дуксе, прокатились на машине по красивейшему круизному маршруту «Кольцо Керри».

● В понедельник 19 октября передо мной стояла трудная задача, требовавшая предельной сосредоточенности и выдержки, – 18 лунок поля для гольфа Killeen в Килларни, одной из самых сложных площадок мира.

● Погрузив клюшки для гольфа в машину, мы с Кэролин отправились на полуостров Дингл на одноименный морской курорт, где поселились в гостинице Sceilig Hotel. Наверно, я очень устал и до конца дня не выходил из номера.

● В тот вечер мы ужинали с друзьями, Элизабет и Питером Каллери, в знаменитом ресторане Doyle's, где подают морепродукты. На следующий день, 20-го числа, мы улетели домой.

НЕПРИЯТНЫЕ МЕЛОЧИ

Конечно, были и мелкие неприятности. Оглядываясь назад, понимаешь, что они вряд ли заслуживают упоминания. В воспоминаниях должна оставаться Сикстинская капелла, а не мозоли, натертые во время экскурсии по Ватикану. Но раз уж я взялся за детальное изложение, скажу и том, что

беспокоило меня в то время.

● В четверг, когда мы отправились в Ирландию по окончании рабочего дня, Dow Jones упал на 48 пунктов, а в пятницу, когда мы прибыли на место, еще на 108,36 пункта. Это заставило меня усомниться в правильности выбора момента для отпуска.

● Я думал об индексе Dow Jones, а не о камне красноречия даже в тот момент, когда целовал его. На протяжении уик-энда между раундами игры в гольф я искал телефоны, связывался со своим офисом и договаривался о том, какие акции продавать, а какие покупать, если падение рынка продолжится.

● В понедельник, когда я играл в гольф в клубе Killeen в Килларни, Dow Jones упал еще на 508 пунктов.

Благодаря разнице во времени игра закончилась за несколько часов до того, как на Уолл-стрит прозвенел звонок, открывающий торги, иначе я бы играл в тот день еще хуже. Ощущение приближающегося конца света не покидало меня с пятницы. Пожалуй, именно поэтому я играл хуже обычного, хотя у меня и в нормальных условиях это получается ужасно, и даже забыл результат игры. В память зато врезался другой результат – то, что за одну торговую сессию миллион пайщиков фонда Magellan Fund потерял 18 % стоимости своих активов, или 2 млрд долл.

Я был настолько поглощен этой неприятностью, что не видел ничего вокруг по пути в Дингл. С таким же успехом я

мог ехать по Сорок Второй улице или Бродвею.

Я вовсе не проспал до конца дня в гостинице, как могло показаться. Нет, я разговаривал по телефону с главным офисом и решал, какие из 1500 акций портфеля моего фонда нужно продать, чтобы денег хватило для погашения необычно большого количества изымаемых паев. Запас наличности был вполне достаточен для работы в обычных условиях, но мал для ситуации, сложившейся в понедельник 19 октября. Был момент, когда казалось, что мы на пороге чего-то ужасного – светопреставления, глубочайшей депрессии или как минимум краха Уолл-стрит.

Мы с коллегами продавали все, что только можно. Прежде всего акции некоторых британских компаний на лондонском рынке. В понедельник утром уровень цен в Лондоне был выше, чем в США, благодаря небывалому урагану, из-за которого лондонская биржа не работала в пятницу и избежала серьезного падения цен. Затем – акции американских компаний в Нью-Йорке, в основном в начале торговой сессии, когда Dow Jones лишился только 150 из 508 пунктов, потерянных в тот день.

После ужина в ресторане Doyle's, если бы меня спросили, я не смог бы сказать, что нам подавали. Когда ваш взаимный фонд теряет сумму, равную ВВП небольшого островного государства, вам не до разницы во вкусах трески и креветки.

Домой мы вернулись 20-го, потому что произошедшее настоятельно требовало моего присутствия в офисе. Я увидел

именно то, к чему себя и готовил. Честно говоря, все это меня сильно расстроило.

УРОКИ ОКТЯБРЯ

Я всегда считал, что инвесторы не должны обращать внимания на взлеты и падения рынка. К счастью, большинство из них именно так и поступили. Лишь 3 % держателей счетов в Fidelity Magellan поддались панике и перебрали свои средства в фонды денежного рынка в течение той недели. Паническая продажа всегда дешевая продажа.

Даже если события 19 октября и заставили вас понервничать, не стоило продавать акции тут же и даже на следующий день. Можно было постепенно сокращать портфель акций и выйти из переделки с лучшими результатами, чем у тех, кто поддался панике, хотя бы потому, что, начиная с декабря, рынок стабильно рос. К июню 1988 г. он отыграл 400 пунктов и таким образом компенсировал более 23 % потерь от спада.

К многочисленным урокам, которые преподавал нам октябрь, я могу добавить еще три: 1) не позволяйте неприятностям уничтожить хороший инвестиционный портфель; 2) не позволяйте неприятностям испортить хороший отпуск; 3) никогда не уезжайте за границу, если у вас недостаточно денег.

Деталей, о которых я могу говорить без конца, хватило бы

на несколько глав, но, думаю, не стоит тратить ваше время понапрасну. Я предпочитаю писать о более полезных вещах, в частности о том, как отыскать самые лучшие компании. Не важно, насколько падает рынок – на 508 пунктов или на 108, в конечном итоге побеждают именно лучшие компании, а вот средненькие терпят неудачу.

И все-таки если я вспомню, что именно нам подавали в тот день в ресторане Doyle's, то обязательно сообщу вам.

Введение: преимущества «глупых» денег

С одной стороны, я, профессиональный инвестор, обещаю читателю поделиться с ним секретами своего успеха. Но с другой стороны, главная идея моей книги звучит так: «Хватит слушать профессионалов!» Двадцать лет работы в этом бизнесе убедили меня в том, что самый обычный человек, который использует свои умственные способности лишь на 3 %, может подбирать акции для своего инвестиционного портфеля не хуже среднего эксперта с Уолл-стрит.

Вряд ли вы ждете, чтобы пластический хирург решил за вас, нужна ли вам подтяжка лица, сантехник – нужен ли вам бак для горячей воды, а парикмахер – нужно ли вам подровнять челку. Мы же говорим не о таких специальных областях, как хирургия, сантехника или парикмахерское дело, а об инвестировании, где «умные» деньги не настолько умны, а «глупые» не настолько глупы, как принято думать. «Глупые» деньги ведут себя глупо лишь тогда, когда они прислушиваются к советам «умных».

На самом деле инвестор-любитель имеет целый ряд преимуществ, которые, если их использовать, позволяют превзойти экспертов и даже рынок в целом. Более того, когда вы сами подбираете акции, вам просто необходимо превзойти

экспертов. Иначе зачем все затевать?

Нет, я не собираюсь советовать вам продать все паи во взаимных фондах. Случись такое в массовом порядке, я остался бы без работы. Кроме того, ничего плохого во взаимных фондах нет, особенно в тех, что приносят инвестору доход. Без ложной скромности скажу, что миллионы инвесторов-любителей щедро вознаграждены за вложения в Fidelity Magellan. Именно поэтому мне предложили написать эту книгу. Взаимные фонды – замечательное изобретение для людей, у которых нет ни времени, ни желания экспериментировать на фондовом рынке, а также для людей со скромными средствами, которые стремятся к диверсификации вложений.

Если вы решили заняться инвестициями на свой страх и риск, вам придется все делать самостоятельно. Иными словами, вы не должны обращать внимания на «списки хитов», рекомендации брокерских фирм и предложения под заголовком «Не упустите свой шанс» из ваших любимых информационных бюллетеней. Вы не должны также обращать внимания на то, что покупает Питер Линч или любой другой авторитет.

Существует как минимум три причины, по которым не следует обращать внимания на Питера Линча. Во-первых, он может ошибаться! (Длинный список убыточных акций из моего инвестиционного портфеля постоянно напоминает мне о том, что так называемые «умные» деньги, инвестиру-

емые профессионалами, предельно глупы примерно в 40 % случаев.) Во-вторых, даже если он и прав, вам никогда не узнать, когда его мнение изменилось и он продал эти акции. И в-третьих, у вас есть источники информации получше, которые всегда рядом с вами. А лучше они тем, что вы можете постоянно следить за ними, так же как и я слежу за своими.

Если вы будете чуть внимательнее к окружающему, то сможете обнаружить чрезвычайно прибыльные акции прямо на своем рабочем месте или в соседнем торговом центре, причем задолго до того, как их разглядит Уолл-стрит. Невозможно представить себе американского потребителя, пользующегося кредитными картами, который хотя бы десяток раз не проводил фундаментальный анализ компаний, а если вы имеете отношение к соответствующей отрасли, то совсем хорошо. Именно так вы сможете отыскать акции, стоимость которых возрастет в десять раз и более. С высоты своего положения в Fidelity я не раз и не два наблюдал это.

ЭТИ ЗАМЕЧАТЕЛЬНЫЕ ДЕСЯТИКРАТНИКИ

На жаргоне Уолл-стрит десятикратником называются акции, на которых вы заработали в десять раз больше денег, чем вложили. Я подозреваю, что этот технический термин был заимствован из бейсбола, но там случается только четырехкратник, или хоум-ран. В моем бизнесе четырехкратник – это хорошо, но десятикратник является финансовым

эквивалентом двух хоум-ранов и одного дубля. Если у вас когда-либо был десятикратник на фондовом рынке, вы знаете, какое приятное волнение это вызывает.

Страсть к зарабатыванию в десять раз больше, чем я вложил, проявилась у меня в самом начале инвестиционной карьеры. Первые акции, которые я купил, – акции компании Flying Tiger Airlines – оказались многократником, благодаря которому я смог закончить аспирантуру. В последние десять лет появление пятикратников, десятикратников и, изредка, двадцатикратников не раз помогало моему фонду обойти конкурентов, а в моем инвестиционном портфеле акции 1400 компаний. В небольшом портфеле даже один из таких передовиков может превратить безнадежное дело в прибыльное. Эффект просто удивителен.

Более всего он потрясает в условиях слабых фондовых рынков. Десятикратники встречаются и на слабых рынках! Вернемся в 1980 г., когда до заката великого бычьего рынка оставалось два года. Представьте себе, что 22 декабря 1980 г. вы вложили 10 000 долл. в акции указанных ниже десяти компаний и держали их до 4 октября 1983 г. Это стратегия А. Стратегия В отличается от нее лишь одним, а именно тем, что вы добавляете в портфель акции одиннадцатой компании, Stop & Shop, которые оказываются десятикратником.

Стратегия А превращает ваши 10 000 долл. в 13 040 долл., т. е. обеспечивает заурядную суммарную доходность на уровне 30,4 % практически за трехлетний период (доход-

ность индекса S&P 500 за тот же период составила 40,6 %). Не исключено, что, посмотрев на это, вы скажете: «И почему я не обратился к профессионалам?» Но стоит добавить в портфель акции компании Stop & Shop, и ваши 10 000 долл. превращаются в 21 060 долл., обеспечивая суммарную доходность на уровне 110,6 % и возможность похвастаться на Уолл-стрит.

Стратегия А			
	Цена покупки, долл.	Цена продажи, долл.	Изменение, %
Bethlehem Steel	25 ¹ / ₈	23 ¹ / ₈	-8,0
Coca-Cola	32 ³ / ₄	52 ¹ / ₂	+60,3
General Motors	46 ⁷ / ₈	74 ³ / ₈	+58,7
W. R. Grace	53 ⁷ / ₈	48 ³ / ₄	-9,5
Kellogg	18 ³ / ₈	29 ⁷ / ₈	+62,6
Mfrs. Hanover	33	39 ¹ / ₈	+18,5
Merck	80	98 ¹ / ₈	+22,7
Owens Corning	26 ⁷ / ₈	35 ³ / ₄	+33,0
Phelps Dodge	39 ⁵ / ₈	24 ¹ / ₄	-38,8
Schlumberger (с учетом дробления акций)	81 ⁷ / ₈	51 ³ / ₄	-36,8
			+162,7
Стратегия В — все то же самое плюс:			
Stop & Shop	6	60	+900,0

Более того, если бы вы продолжали покупать акции Stop & Shop по мере улучшения перспектив компании, ваш совокупный доход мог бы еще удвоиться.

Для того чтобы обеспечить такие впечатляющие резуль-

таты, нужно было всего-то добавить одного крупного победителя к десяти рядовым компаниям. Чем точнее вы угадаете его, тем сильнее вы можете ошибаться в отношении всех остальных и все же одержать победу как инвестор.

ЯБЛОКИ И ПОНЧИКИ

Может сложиться впечатление, что десятикратники встречаются только среди дешевых акций непонятных компаний вроде Braino Biofeedback или Cosmic R and D, т. е. среди акций, которых разумные инвесторы избегают. На самом деле десятикратников немало среди известных компаний. В их числе Dunkin' Donuts, Wal-Mart, Toys «R» Us, Stop & Shop и Subaru. Их продуктами вы восхищаетесь и пользуетесь, взять хотя бы автомобили Subaru. Кто бы мог подумать, что покупка вместе с автомобилем еще и акций компании могла сделать вас миллионером?

И тем не менее это так. Есть, правда, несколько условий. Во-первых, вы должны были купить акции в момент наиболее низких цен на них, составлявших в 1977 г. 2 долл. Во-вторых, вы должны были продать их в 1986 г. по самой высокой цене, которая составляла 312 долл. без учета дробления акций из расчета 8 к 1². Это 156-кратник и финансовый

² На протяжении всей книги нам придется сталкиваться с осложняющим моментом – дроблением акций из расчета два к одному, три к одному и т. д. Если вы вкладываете 1000 долл. в 100 акций компании X по цене 10 долл. за акцию и

эквивалент 39 хоум-ранов, так что если бы вы вложили 6410 долл. (ну конечно, это стоимость автомобиля!) в акции, то, продав их, получили бы ровно 1 млн долл. Этого вполне хватит не только на особняк, но и на пару автомобилей Jaguar в гараже.

Вряд ли можно сделать миллион, вложив в акции Dunkin' Donuts столько же, сколько вы истратили на пончики, – ну сколько пончиков может съесть человек? Но если взять сумму, которую вы истратили, покупая по два десятка пончиков в неделю на протяжении всего 1982 г. (270 долл.), и вложить ее в акции, то спустя четыре года они стоили бы 1539 долл. (шестикратник). Инвестиции в акции Dunkin' Donuts в размере 10 000 долл. через четыре года принесли бы 47 000 долл.

Купи вы в 1976 г. десяток пар джинсов за 180 долл. в ма-

происходит дробление из расчета два к одному, то вы становитесь обладателем 200 акций по 5 долл. каждая. Предположим, что через два года цена на акции поднялась до 10 долл. и ваши вложения удвоились. Но для того, кто не знает о дроблении, это выглядит так, словно вы ничего не заработали – акции, которые вы купили по 10 долл., по-прежнему стоят 10 долл. Что касается Subaru, то на самом деле акции компании никогда не продавались по цене 312 долл. Незадолго до достижения ценового максимума произошло дробление из расчета 8 к 1, так что в то время акции продавались по цене 39 долл. (312 долл./8). Чтобы обеспечить сопоставимость, все цены до дробления акций необходимо разделить на 8. В частности, минимум 1977 г., равный 2 долл., с учетом дробления акций составляет 25 центов (2 долл./8 = 0,25 долл.), хотя реально акции никогда не продавались по 25 центов. Компании обычно стараются не допускать излишнего повышения цен на свои акции в абсолютном выражении. Это одна из причин, по которым производят дробление акций.

газине компании The Gap, они бы к сегодняшнему дню уже износились, а 10 акций компании Gap, приобретенных за те же 180 долл. (цена первоначального предложения составляла 18 долл. за акцию), стоили бы 4672,50 долл. на пике рыночных цен 1987 г. Инвестиции в акции The Gap в размере 10 000 долл. принесли бы 250 000 долл.

Если бы в течение 1973 г. во время деловых поездок вы 31 раз останавливались на ночлег в мотелях компании La Quinta Motor Inns (11,98 долл. за ночь) и вложили бы суммарную стоимость проживания (371,38 долл.) в акции La Quinta (23,21 акции), то десять лет спустя ваши акции стоили бы 4363,08 долл. Инвестиции в акции La Quinta в размере 10 000 долл. принесли бы 107 500 долл.

Если бы в 1969 г. вам пришлось оплачивать ритуальные услуги, предоставленные одним из многочисленных бюро компании Service Corporation International (980 долл.) и такую же сумму вы вложили бы в акции этой компании, то в 1987 г. ваши 70 акций стоили бы 14 352,19 долл. Инвестиции в SCI в размере 10 000 долл. принесли бы 137 000 долл.

Если бы тогда, в 1982 г., в течение недели вы купили за 2000 долл. один из первых компьютеров компании Apple, чтобы ваши дети могли лучше учиться и поступить в колледж, и вложили еще 2000 долл. в акции Apple, то к 1987 г. ваши вложения принесли бы 11 950 долл. Этого вполне достаточно, чтобы заплатить за год учебы в колледже.

СИЛА ОБЩЕИЗВЕСТНОГО

Для получения такой впечатляющей доходности акции необходимо покупать и продавать лишь в определенные моменты. Но даже если вам не удастся поймать ценовой максимум или минимум, то при вложении средств в любую из упомянутых выше компаний ваш результат все равно будет лучше, чем при инвестировании в таинственные предприятия, бизнес которых никто из нас не понимает.

Известна история одного пожарника из Новой Англии. Еще в 1950-х гг. ему бросилось в глаза, что местный завод компании Tambrands (впоследствии компания изменила название на Tampax) быстро расширяется. Компания не может расти так быстро, если ее дела идут плохо, рассудил он, и вложил в акции Tambrands 2000 долл. На этом он, однако, не остановился и вкладывал еще по 2000 долл. ежегодно на протяжении следующих пяти лет. К 1972 г. пожарник стал миллионером, а ведь у него не было ничего похожего на акции компаний вроде Subaru.

Не знаю, обращался ли наш удачливый инвестор за советом к какому-либо брокеру или эксперту, но уверен, многие сказали бы, что его теория никуда не годится и что лучше для него держаться голубых фишек, т. е. акций, которые покупают институциональные инвесторы, или акций популярных в то время компаний сферы электроники. К счастью, по-

пожарник сам принимал решения.

Может показаться, что лучшие инвестиционные идеи рождаются благодаря информации, которая циркулирует в высоких кругах и попадает к экспертам через терминалы системы Quotron. Однако лично я почерпнул немало идей из того же источника, что и тот пожарник. В течение года я встречаюсь с представителями сотен компаний и участвую во множестве совещаний с генеральными директорами, финансовыми аналитиками и коллегами из сектора взаимных фондов, но на крупных победителей натыкаюсь в ситуациях, не связанных с моей работой. Думаю, вы не хуже меня можете делать это.

Взять хотя бы компанию Тасо Bell. На меня произвело впечатление их блюдо под названием «буррито» (лепешка с завернутой в нее начинкой), которое я отведал во время поездки в Калифорнию. Или компанию La Quinta Motor Inns – о ней мне рассказали в конкурирующей системе гостиниц Holiday Inn. Или Volvo – члены моей семьи и мои друзья ездят на автомобилях этой марки. Или Apple Computers – у моих детей был такой компьютер дома, а потом системный администратор купил несколько «макинтошей» для нашего офиса. Или Service Corporation International – во время поездки в Техас их нашел аналитик Fidelity, специализирующийся на компаниях из сектора электроники (он совершенно не имел отношения к похоронным бюро, так что это была не его область). Или Dunkin' Donuts – мне понравился их ко-

фе. Или вот недавний пример с обновленной компанией Pier 1 Imports, которую порекомендовала моя жена. Кэролин для меня – один из лучших источников идей. Это она открыла L'eggs.

L'eggs – прекрасный пример силы общеизвестного. Эта марка оказалась одной из наиболее успешных в 1970-е гг. В самом начале этого десятилетия, еще до вступления в должность управляющего фондом Fidelity Magellan, я работал там в качестве аналитика по ценным бумагам. Я занимался текстильной отраслью: ездил по стране, посещал фабрики, оценивал их прибыльность, определял коэффициент Р/Е и вникал в тонкости технологии. Однако полученные мною знания не шли ни в какое сравнение по ценности с открытиями Кэролин. Это не мои исследования навели меня на L'eggs, это она обнаружила продукт во время очередного похода в продовольственный магазин.

Именно там рядом с кассой стоял стеллаж с новым товаром – женскими колготками в яркой пластиковой упаковке в форме яйца. Компания Hanes проводила пробную продажу L'eggs в ряде районов страны, в том числе в пригороде Бостона. Представители Hanes опросили сотни женщин на выходе из супермаркетов и обнаружили, что многие из них купили колготки. При этом мало кто мог вспомнить название бренда. Менеджеры компании Hanes пришли в восторг – если продукт становится бестселлером без связи с брендом, то можно представить себе, как он будет продаваться после

раскрутки бренда.

Чтобы оценить качество L'eggs, вовсе не обязательно быть аналитиком по текстильной промышленности. Все, что Кэролин нужно было сделать, – это купить пару колготок и попробовать их. Новинка отличалась повышенной плотностью, что уменьшало вероятность спуска петель по сравнению с обычными колготками. Кроме того, они очень хорошо сидели, но главным было удобство. Колготки L'eggs продавались так же, как жевательная резинка или лезвия для бриты, за ними не нужно было специально ехать в универмаг.

До этого компания Hanes продавала колготки со своим традиционным брендом в универмагах и специализированных магазинах. Однако выяснилось, что женщины посещают универмаг в среднем раз в шесть недель, а в продовольственный магазин они ходят два раза в неделю. Таким образом, шансы покупки L'eggs повышаются в 12 раз. Идея продавать колготки в продовольственных магазинах оказалась невероятно результативной. И неудивительно, если подсчитать, сколько женщин с пластиковыми яйцами среди покупок подходят к кассе. А о том, что будет после проведения рекламной кампании, можно только догадываться.

Сколько женщин, купивших колготки, сотрудников магазинов, видевших, как покупают колготки, и мужей, видевших жен с новыми колготками, знали об успехе L'eggs? Миллионы. Спустя два-три года после запуска продукта можно было зайти в любой супермаркет и понять, что это – бестсел-

лер. Оставалось сделать всего один шаг: выяснить, что производит L'eggs компания Hanes и что акции Hanes котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже.

После того как Кэролин обратила мое внимание на Hanes, я, по обыкновению, собрал о ней информацию. Все оказалось лучше, чем можно было ожидать, так что я с уверенностью того пожарника, который инвестировал в Tambrands, порекомендовал акции Hanes портфельным менеджерам Fidelity. Hanes вышла в шестикратники еще до того, как ее купила Consolidated Foods. Сейчас эта компания называется Sara Lee. L'eggs все еще приносят компании Sara Lee большие доходы, в последние десять лет объемы их продаж постоянно росли. Уверен, если бы Hanes не купили, ее акции стали бы пятидесятикратником.

Вся прелесть ситуации с L'eggs в том, что вам не нужно было знать о них с самого начала. Вы могли купить акции Hanes в первый год, на второй или даже на третий год после превращения L'eggs в национальный бренд, и все равно как минимум утроить вложенные деньги. Но многие этого не сделали, в частности мужа. Мужа (обычно именуемые «уполномоченные инвесторы»), по всей видимости, были слишком заняты покупкой акций компаний, связанных с использованием солнечной энергии или со спутниковыми тарелками, и теряли на них последние деньги.

Представьте себе моего друга Гарри Хаундстуса (фамилию я изменил, чтобы не обидеть бедолагу). Вообще-то, в

каждом из нас есть немного от Хаундстуса. Так вот, этот уполномоченный инвестор (наверное, в каждой семье есть такой) в очередной раз утром штудировал газету *The Wall Street Journal* и информационный бюллетень по фондовому рынку, годовая подписка на который обходится в 250 долл. Он выискивает новую захватывающую возможность для инвестиций, что-нибудь эдакое с ограниченным риском, но с большим потенциалом роста. И в *Journal*, и в бюллетене он видит благоприятный отзыв о компании Winchester Disk Drives, стремительно развивающейся небольшой фирме с многообещающим будущим.

Хаундстус не может отличить дисковод от тарелочек для стендовой стрельбы, но он звонит своему брокеру и узнает, что Merrill Lynch включил акции компании Winchester в список с рекомендацией «активно покупать».

Это не может быть простым совпадением, думает Хаундстус. Он быстро убеждает себя, что вложить заработанные потом и кровью 3000 долл. в акции Winchester – очень хорошая идея. В конце концов, он же провел исследование!

Генриетта, жена Хаундстуса, известная также как «лицо, ничего не смыслящее в серьезных инвестициях» (распределение ролей может быть прямо противоположным, но обычно оно не меняется), только что вернулась из торгового центра, где она обнаружила замечательный новый магазин женской одежды под названием The Limited. В магазине полно покупателей. Ей просто не терпится рассказать мужу о том,

как приветливы там продавцы и как у них все потрясающе дешево. «Я купила Дженнифер полный гардероб на осень, – радостно восклицает она. – И всего-то за 275 долл.».

«275 долларов? – ворчит уполномоченный инвестор. – Пока ты там тратила деньги, я сидел дома и думал о том, как их заработать. И, представь себе, нашел решение – Winchester Disk Drives. Беспроигрышный вариант! Мы вложим в них 3000 долл.»

«Надеюсь, ты понимаешь, что делаешь, – говорит лицо, ничего не смыслящее в серьезных инвестициях. – Помнишь Navalight Photo Cell? Тот «беспроигрышный вариант» упал с 7 до 3,5 долл. Мы потеряли полторы тысячи».

«Да-а, но то был Navalight. А это Winchester. В *Wall Street Journal* сказано, что производство дисководов – одна из самых быстрорастущих отраслей десятилетия. Стоит ли упускать шанс?»

Продолжение нетрудно представить. У Winchester Disk Drives неудачный квартал, в отрасли появляются новые конкуренты, и цена акций падает с 10 долл. до 5. Поскольку уполномоченный инвестор не понимает происходящих процессов, он спешит продать акции и радуется, что потерял лишь 1500 долл. (чуть больше, чем стоимость пяти гардеробов Дженнифер).

Между тем без ведома Хаундстуса цена на акции компании The Limited, магазин которой произвел на Генриетту такое впечатление, выросла с 50 центов (с учетом дробления

акций) в декабре 1979 г. до 9 долл. в 1983 г., что сделало их двадцатикратником. Даже если бы Хаундстус купил их по 9 долл. (и не сбросил при кратковременном падении курса до 5 долл.), то получил бы сумму, более чем в пять раз превышающую ту, что вложил, после взлета цены до $52 \frac{7}{8}$ долл. Это был настоящий стократник, так что если бы Хаундстус вложил в свое время 10 000 долл., то заработал бы более миллиона.

Если бы миссис Хаундстус вместе с теми 275 долл., вложенными в гардероб, вложила еще 275 долл. в акции, то даже ее крошечные инвестиции позволили бы оплатить обучение дочери в течение одного семестра.

Но наш уполномоченный инвестор, у которого было достаточно времени, чтобы купить акции The Limited после продажи акций Winchester, не обращал внимания на подсказку жены. К тому времени в стране было уже четыреста магазинов Limited, которые пользовались популярностью, но Хаундстус был слишком занят, чтобы это заметить. Он следил за тем, что Бун Пикенс делал со своей компанией Mesa Petroleum.

В какой-то момент ближе к концу 1987 г., возможно, непосредственно перед скачком в 508 пунктов, Хаундстус наконец обнаруживает, что The Limited включена в список акций, рекомендуемых к приобретению его брокерской компанией, три журнала дали о ней положительный отзыв, компания стала любимчиком крупных институциональных ин-

весторов, а результаты ее деятельности отслеживаются уже тридцатью аналитиками. До уполномоченного инвестора дошло, что это солидное, респектабельное приобретение.

«Интересно, – бормочет он в один прекрасный день, обращаясь к жене. – Помнишь тот магазин, что тебе понравился, The Limited? Оказывается, он принадлежит публичной компании. А это значит, мы можем купить их акции. Судя по специальному репортажу, который я только что видел по каналу PBS, это вполне приличные акции. Я слышал, что даже *Forbes* писал о них в передовице. Вряд ли "умные" деньги успели скупить все. Думаю, стоит потратить на них пару тысяч долларов из пенсионного фонда».

«А что, у нас еще есть пара тысяч долларов в пенсионном фонде?» – спрашивает скептически настроенная Генриетта.

«Конечно, есть, – рычит в ответ уполномоченный инвестор. – И скоро будет еще больше благодаря твоему любимому магазину».

«Но я перестала ходить в The Limited, – говорит Генриетта. – Цены там слишком высокие, и товаров уже нет особенных. Теперь то же самое есть и в других магазинах».

«Да какое это имеет значение! – вопит наш уполномоченный инвестор. – Я говорю не о походах в магазин, а об инвестициях».

Хаундстус покупает акции по цене 50 долл. почти на пике 1987 г. Вскоре цена начинает свое падение до уровня 16 долл., и на полпути к этому уровню он продает акции, снова

радуясь тому, что сумел ограничить убытки.

ЭТО ПУБЛИЧНАЯ КОМПАНИЯ?

Я упрекаю Хаундстуса в том, что он упустил The Limited, а сам тоже хорош, потому что также не купил эти акции, когда они росли в цене. А ведь моя жена видела те же толпы покупателей в торговом центре, что и его жена. Я купил акции The Limited, только когда компания стала популярной, а ее фундаментальные показатели стали ухудшаться, и все еще держу эти акции себе в убыток.

Я могу до бесконечности перечислять десятикратники, которые упустил, и в книге вы увидите еще немало печальных примеров. Когда дело доходит до игнорирования перспективных возможностей, то в этом я столь же искусен, как и любой другой. Однажды я стоял на самой замечательной игровой площадке века – на поле для гольфа Pebble Beach, и мне даже не пришло в голову спросить, публичная ли это компания. Меня слишком интересовали расстояния между метками для мяча и площадки для игры.

К счастью, вокруг достаточно десятикратников, так что мы, хотя и упустим большинство из них, все равно найдем свое. Для большого портфеля акций, такого, как мой, нужно найти несколько победителей, чтобы результат был ощутим. Для маленького портфеля, такого, как ваш, достаточно всего одного победителя.

Кроме того, инвестирование в знакомые компании, такие как L'eggs или Dunkin' Donuts, приятно тем, что, примеряя колготки или потягивая кофе, вы проводите такой же фундаментальный анализ, как и тот, за который платят аналитикам с Уолл-стрит. Посещать магазины и пробовать продукты – одна из важнейших частей работы аналитика.

Покупая на протяжении своей жизни автомобили и фотоаппараты, вы развиваете чутье в отношении того, что хорошо и что плохо, что хорошо продается, а что нет. Если вы узнаете о чем-то кроме автомобилей, то получаете знание, и главное, получаете его раньше Уолл-стрит. Зачем ждать, когда эксперт по ресторанам из Merrill Lynch начнет рекомендовать акции Dunkin' Donuts, когда вы уже видели восемь новых франчайзинговых кафе в вашем районе? Аналитик по ресторанам из Merrill Lynch не обратит внимания на Dunkin' Donuts (по причинам, которые я вскоре объясню) до тех пор, пока цена на акции не повысится в пять раз – с 2 долл. до 10, а вы можете заметить эти акции, когда цена их составляет 2 долл.

ЧУДЕСА С ГИГАГЕРЦЕМ

Инвесторы-любители почему-то не воспринимают поездки по городу на машине и поедание пончиков как начальный этап исследования акций. Такое впечатление, что люди чувствуют себя более уверенно, вкладывая деньги в то,

о чем они не имеют ни малейшего представления. Можно подумать, что на Уолл-стрит действует неписаное правило: «Если ты не понимаешь, что это такое, смело вкладывай в него сбережения всей своей жизни. Остерегайся предприятий, которые расположены за углом и которые на виду, ищи такую компанию, которая производит непостижимый продукт».

Мне тут на днях встретился один такой вариант. Если верить отчету, который кто-то оставил у меня на столе, это был фантастический шанс инвестировать в компанию, производящую «статическое ОЗУ (SRAM) объемом 1 мегабит, изготовленное по КМОП-технологии (комплементарный металло-оксидный полупроводник); биполярный компьютер с сокращенным набором команд с плавающей точкой, матричным процессором ввода/вывода данных, оптимизирующим компилятором, памятью со сдвоенным 16-байтным портом, операционной системой Unix, поликремниевым эмиттером с мегафлоповой производительностью по оценке пакета Whetstone, высокой пропускной способностью, шестью гигагерцами, коммуникационным протоколом с двойной металлизацией, асинхронной обратной совместимостью, архитектурой периферийной шины, памятью с четырехкратным чередованием и временем срабатывания 15 наносекунд».

Конечно, никто не запрещает инвестировать в гигагерцы и мегафлопы, но если вы не можете сказать, идет речь о скач-

ках или о чипе памяти, вам лучше держаться подальше от них, даже если ваш брокер будет звонить и рекомендовать акции этой компании как лучшую возможность десятилетия срубить немереные нанобаксы.

ПРОКЛЯТИЕ «КАПУСТНОЙ ГРЯДКИ»

Значит ли это, что я советую покупать акции любого нового заведения быстрого питания, любой компании, у которой есть ходовой продукт, или любой публичной компании, открывающей магазин в местном торговом центре? Если бы все было так просто, я бы не потерял деньги на инвестициях в магазин Bildner's, расположенный напротив моего офиса. Лучше бы мне ограничиться их бутербродами и не связываться с акциями, полсотни которых сегодня едва хватит, чтобы рассчитаться за порцию тунца с ржаным хлебом. Но об этом чуть ниже.

А Coleco? Хотя эта тряпичная «Кукла с капустной грядки» стала самой продаваемой игрушкой XX в., это не спасло заурядную компанию с плохим бухгалтерским балансом. Ее акции быстро росли около года, подстегиваемые сначала домашними видеоиграми, а затем ажиотажем вокруг «Капустной грядки», но потом все равно упали с максимума 1983 г., составлявшего 65 долл., до 1¾ долл. незадолго до 1988 г., когда компания подала заявление о реорганизации в соответствии с главой 11 Закона о банкротстве.

Найти многообещающую компанию – только первый шаг. Следующий шаг – исследование, которое помогает отличить Toys «R» Us от Coleco, Apple Computer от Televideo или же Piedmont Airlines от People Express. Жаль, что я в свое время не удосужился разобраться в том, что происходит с People Express. Не исключено, что мне бы и в голову не пришло купить их акции.

Несмотря на мои неудачи, в течение тех двенадцати лет, что я управлял фондом Fidelity Magellan, стоимость его портфеля выросла более чем в двадцать раз, в определенной мере благодаря ряду малоизвестных акций, найденных и проанализированных мною. Уверен, любой инвестор может с успехом использовать ту же тактику. Не так уж много нужно, чтобы превзойти «умные» деньги, которые, как я уже говорил, не всегда умны.

Книга разделена на три части. В первой части «Готовимся к инвестированию» (главы 1–5) говорится о том, как оценить свою готовность самостоятельно выбирать акции, как составить мнение о конкурентах (портфельных менеджерах, институциональных инвесторах и прочих экспертах с Уолл-стрит), как определить рискованность акций относительно облигаций, как оценить свои финансовые потребности и как разработать методику успешного выбора акций. Во второй части «Ищем победителей» (главы 6–15) говорится о том, как найти наиболее перспективные инвестиционные возможности, что должно быть в привлекательной компании

и чего в ней не должно быть, как пользоваться советами брокеров, годовой отчетностью и прочими информационными ресурсами, а также о том, что делать с многочисленными показателями (коэффициент Р/Е, балансовая стоимость, денежные потоки), которые часто используются при анализе акций. В третьей части «Долгосрочная перспектива» (главы 16–20) говорится о том, как формировать инвестиционный портфель, как контролировать состояние компаний, акции которых вы приобрели, когда покупать и когда продавать, о капризах опционов и фьючерсов, а также о некоторых общих соображениях относительно здоровья Уолл-стрит, американского бизнеса и фондового рынка – о том, с чем мне пришлось сталкиваться за двадцать лет инвестиционной деятельности.

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 филь-

ма.)

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 Tyco Labs. Желая хоть как-то помочь ей, я решил найти работу с неполной занятостью. В 11 лет мне удалось стать катти – 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 кад-

ди 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 гре-

ки. 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 случай-

но. 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 последиппломное 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. Сре-

ди 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. По-

лученную 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 бастовала, 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, ко-

гда 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, по-

купая 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 беспроигрышным 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 пересестись 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 Роджерсом³, 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 которой нет у Линча? Так как в настоящее время их у меня 1400, думаю,

³ Американский актер и юморист, которому приписывают изречение: «Я ни разу не встречал человека, который бы мне не понравился». – *Прим. ред.* Эти замечательные издания значат для меня то же, что и семейные фотоальбомы для многих людей. Если бы перед моими глазами промелькнула жизнь, я бы наверняка увидел график Flying Tiger, моего первого десятикратника; Apple Computer, открытых не без помощи семьи; Polaroid, напоминающий мне о новом фотоаппарате, с которым мы с женой отправились в свадебное путешествие. Тогда все было более примитивно, и чтобы получить изображение, приходилось ждать 60 секунд. Поскольку у нас не было часов, Кэролин, которая прослушала курс физиологии, отсчитывала время по ударам пульса.

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 покоривший 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 сред-

ства 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 выиски-

ваем 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 включат 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 Vergoe & 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 расши-

рилась 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 инвесторами 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 поспели 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, потребова-

лись 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 отведасть 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 конку-

ренции». 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 бессильно 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 пенсионных 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 списки. 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 Хегох 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.

нения. 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 зарекомендовать 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 при-

сутствуют 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 «Прове-

рили 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 завсегдатаях 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 интересоваться 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 недо-

статок – 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, которые 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 квартал-

ные 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 находит-

ся на подъеме. Мало того, для получения такого результата не нужны услуги ни аналитиков, ни брокеров.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.