

Через превратности все,  
через все испытанья стремимся...\*

*Вергилий. Энеида*

# THE INTELLIGENT INVESTOR

THE DEFINITIVE BOOK ON VALUE INVESTING

BENJAMIN GRAHAM

Updated with New Commentary by Jason Zweig

HARPER

NEW YORK • LONDON • TORONTO • SYDNEY

# РАЗУМНЫЙ ИНВЕСТОР

ПОЛНОЕ РУКОВОДСТВО  
ПО СТОИМОСТНОМУ ИНВЕСТИРОВАНИЮ

*Перевод с английского*

БЕНДЖАМИН ГРЭМ

Дополнения и комментарии Джейсона Цвейга

2014

УДК 330.322  
ББК 65.263.12  
Г91

*Издано при содействии  
Международного Финансового Холдинга  
«FIBO Group, Ltd.»*

Научный редактор В. Башкирова

**Грэм Б.**

Г91 Разумный инвестор: Полное руководство по стоимостному инвестированию / Бенджамин Грэм ; Пер. с англ., 2014. — 568 с.

ISBN 978-5-9614-1874-3

Мировой бестселлер, выдержавший множество переизданий по всему миру, книга Бенджамина Грэма (1894–1976) является уникальным пособием по выстраиванию инвестиционной политики. Автор, всемирно известный экономист и авторитетный профессиональный инвестор, главное внимание уделяет не анализу ценных бумаг, а принципам инвестирования, предлагая действовать разумно и осторожно независимо от поведения фондового рынка. Бенджамин Грэм показывает, как много возможностей открывается перед инвестором, ведущим себя, как расчетливый бизнесмен. Разработанные автором подходы к инвестированию — такие как стоимостное инвестирование по оборотным активам, предпринимательское и защищенное стоимостное инвестирование — это бесценные инструменты, безотказно действующие даже в условиях самого капризного рынка.

Бенджамин Грэм, которого признают своим учителем ведущие мировые инвесторы, вооружает читателей знаниями о том, что в действительности происходит с различными типами облигаций и акций при колебаниях рынка, давая поистине бесценные советы, как максимально удачно инвестировать свои средства в ценные бумаги.

УДК 330.322  
ББК 65.263.12

ISBN 978-5-9614-1874-3 (рус.)  
ISBN 978-0-06-055566-5 (англ.)

# ОГЛАВЛЕНИЕ

Джейсон Цвейг <b>СЛОВА БЛАГОДАРНОСТИ</b> .....	9
Уоррен Баффетт <b>ПРЕДИСЛОВИЕ К ЧЕТВЕРТОМУ ИЗДАНИЮ</b> .....	10
Бенджамин Грэм (1896–1976) .....	11
Джейсон Цвейг <b>НЕСКОЛЬКО СЛОВ О БЕНДЖАМИНЕ ГРЭМЕ</b> .....	13
Предисловие .....	17
<b>О чем эта книга?</b> .....	17
<b>КОММЕНТАРИИ К ПРЕДИСЛОВИЮ</b> .....	26
Глава 1 <b>Инвестиции и спекуляции: выбор разумного инвестора</b> .....	32
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 1</b> .....	48
Глава 2 <b>Инвестор и инфляция</b> .....	60
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 2</b> .....	70
Глава 3 <b>Сто лет фондовому рынку: пейзаж начала 1972 г.</b> .....	76
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 3</b> .....	89
Глава 4 <b>Основы портфельной политики пассивного инвестора</b> .....	97
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 4</b> .....	110
Глава 5 <b>Пассивный инвестор и акции</b> .....	121
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 5</b> .....	132

---

Глава 6	
<b>Портфельная политика активного инвестора:     чего не следует делать</b> . . . . .	141
КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 6 . . . . .	152
Глава 7	
<b>Портфельная политика активного инвестора:     что делать?</b> . . . . .	161
КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 7 . . . . .	182
Глава 8	
<b>Инвестор и колебания рынка</b> . . . . .	190
КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 8 . . . . .	213
Глава 9	
<b>Инвестор и инвестиционные фонды</b> . . . . .	226
КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 9 . . . . .	241
Глава 10	
<b>Инвестор и его консультанты</b> . . . . .	256
КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 10 . . . . .	270
Глава 11	
<b>Анализ ценных бумаг     непрофессионального инвестора:     общие представления</b> . . . . .	278
КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 11 . . . . .	299
Глава 12	
<b>Что следует учитывать     при анализе показателя прибыли на акцию</b> . . . . .	307
КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 12 . . . . .	319
Глава 13	
<b>Анализ ценных бумаг на практике:     сравнение четырех компаний</b> . . . . .	326
КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 13 . . . . .	335
Глава 14	
<b>Выбор акций пассивным инвестором</b> . . . . .	342
КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 14 . . . . .	360
Глава 15	
<b>Выбор акций активным инвестором</b> . . . . .	369
КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 15 . . . . .	388

---

Глава 16	
<b>Конвертируемые ценные бумаги и варранты</b> . . . . .	395
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 16</b> . . . . .	410
Глава 17	
<b>Четыре крайне поучительных примера</b> . . . . .	414
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 17</b> . . . . .	430
Глава 18	
<b>Сравнительный анализ восьми пар компаний</b> . . . . .	437
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 18</b> . . . . .	461
Глава 19	
<b>Акционеры и руководство компаний:</b>	
<b>дивидендная политика</b> . . . . .	474
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 19</b> . . . . .	483
Глава 20	
<b>«Запас надежности» —</b>	
<b>основа инвестиционной деятельности.</b> . . . . .	496
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 20</b> . . . . .	508
Послесловие. . . . .	514
<b>КОММЕНТАРИИ К ПОСЛЕСЛОВИЮ.</b> . . . . .	516
Приложения. . . . .	518
Примечания. . . . .	558



# ДЖЕЙСОН ЦВЕЙГ

## СЛОВА БЛАГОДАРНОСТИ

Выражаю сердечную признательность всем, кто помог подготовить новое издание книги Бенджамина Грэма. Это Эдвин Тэн (HarperCollings), поддержка и неиссякаемая энергия которого помогли реализовать проект. Это сотрудники журнала *Money* — Роберт Сафьян, Дэнис Мартин и Эрик Джелман, которые активно, терпеливо и бескорыстно помогали мне. Это мой замечательный литературный агент Джон Райт и неутомимая Тара Кальварски из *Money*. Это Теодор Аронсон, Кевин Джонсон, Марта Орtiz и другие сотрудники инвестиционно-консалтинговой фирмы Aronson + Johnson + Oritz, которые высказали ряд ценных замечаний и предложений. Я также благодарен президенту корпорации Peter L. Bernstein Питеру Бернстайну, Уильяму Бернстайну (Efficient Frontier Advisors), Джону Боглу (основателю Vanguard Group), Чарльзу Эллису (одному из основателей Greenwich Associates) и Лоуренсу Сигелу (директору по изучению инвестиционной политики Fond Foundation). Я глубоко признателен Уоррену Баффетту и Нине Манк, а также неутомимым работникам Time Inc. Business Information Research Center; исполнительному директору FridsonVision LLC Мартину Фридсону; президенту Center for Financial Research & Analysis Говарду Шилиту; редактору и издателю *Inside Information* Роберту Вересу; Дэниелу Фуссу (Loomis Sayles & Co), Барри Нельсону (Advent Capital Management); работникам Музея финансовой истории США; Брайану Мэттесу и Гусу Сотеру (Vanguard Group); Джеймсу Сейделу (RIA Thomson); Самилье Артамуре и Сину Маклафлину (Lipper); Алексу Ауэрбаху (Ibbotson Associates); Анетте Дарсон (Morningstar); Джейсону Брэму (Федеральный резервный банк Нью-Йорка) и одному управляющему инвестиционным фондом, пожелавшему остаться неизвестным.

Но больше всего я благодарен своей жене и дочерям, которые так долго страдали от того, что я работаю днем и ночью. Без их любви и терпения мне бы ничего не удалось сделать.

# УОРРЕН БАФФЕТТ

## ПРЕДИСЛОВИЕ

### К ЧЕТВЕРТОМУ ИЗДАНИЮ

**В** начале 1950 г., когда мне было 19 лет, я прочел первое издание этой книги и решил, что это лучшее из всего, что когда-либо было написано об инвестициях. С тех пор мое мнение не изменилось.

Чтобы всю жизнь успешно заниматься инвестициями, не нужны ни сверхвысокий IQ, ни изощренные бизнес-стратегии, ни инсайдерская информация. Нужно лишь умение принимать решения на основе здравого смысла и способность контролировать эмоции, не позволяя им приводить к разрушительным последствиям. В этой книге подробно и доступно описан правильный подход к инвестированию, основанный на эмоциональной дисциплине.

Если вы будете вести дела, придерживаясь принципов, предложенных Грэмом, и следовать полезным советам, которые он дает в главах 8 и 20 (что не так просто, как может показаться), результаты не заставят себя ждать. Сможете ли вы добиться выдающихся успехов? Это будет зависеть от ваших усилий и интеллекта, а также от колебаний и прихотей рынка ценных бумаг, с которыми инвестор сталкивается всю жизнь. Чем более нелогично ведет себя рынок, тем лучше для разумного инвестора. Следуйте советам Грэма, и вы выиграете от причуд фондового рынка, а не превратитесь в одну из них.

Для меня Бенджамин Грэм — не просто автор этой книги и учитель. Он повлиял на мою жизнь почти так же сильно, как мой отец. Вскоре после его смерти в 1976 г. я написал о нем несколько слов в *Financial Analysts Journal*. Я думаю, что, прочитав эту книгу, вы сами сможете оценить отмеченные мной достоинства Грэма.

# БЕНДЖАМИН ГРЭМ

## (1896–1976)

Когда Бенджамину Грэму было около 80 лет, он сказал одному из своих друзей, что хотел бы каждый день делать какую-нибудь глупость, создавать что-то новое и проявлять великодушие.

Эта оригинальная формулировка жизненной цели свидетельствует об удивительной способности выразить свои мысли просто и скромно, в весьма деликатной форме, не морализируя и не впадая в менторский тон.

Те, кто читал Грэма, прекрасно понимают, насколько новаторскими были его идеи. Нечасто ученикам и последователям не удается превзойти учителя и автора новой теории. Но сегодня, спустя 40 лет после выхода книги, благодаря которой такая беспорядочная и запутанная область деятельности, как инвестирование, получила логическое обоснование и системное объяснение, вряд ли какой-либо аналитик рынка ценных бумаг может сравниться с Грэмом. В области, где любые представления устаревают буквально через несколько месяцев, принципы Бенджамина Грэма остаются незыблемыми. Более того, во времена финансовых потрясений, сметающих другие, более шаткие логические конструкции, ценность этих принципов лишь растет и становится еще более очевидной. Советы Грэма всегда помогают тем, кто им следует, и позволяют даже не слишком способным инвесторам обгонять своих более одаренных собратьев, которые часто ошибаются, потому что следуют указаниям модных и популярных экспертов.

Как ни странно, авторитет Грэма как инвестора вовсе не был результатом целенаправленной концентрации умственных усилий на решении какой-то одной задачи. Грэм не был узким профессионалом. Скорее, он был мыслителем в широком смысле, а его теория стала своего рода «побочным продуктом» мощного интеллекта — интеллекта, которым ни обладал ни один из моих знакомых. Он помнил буквально все, был одержим жадной жаждой новых знаний и умел использовать их для решения проблем, на первый взгляд относящихся совсем к другим областям. О чем бы он ни рассуждал, следить за полетом его мысли было настоящим наслаждением.

У Грэма было еще одно качество, выделяющее его из общей массы. Я говорю о великодушии. Для меня он был учителем, работодателем и другом. С кем бы ни приходилось иметь дело — с учениками, подчиненными, друзьями, — он всегда держался абсолютно открыто, свободно делился своими мыслями, не жалея для людей ни времени, ни сил. Хотите в чем-то разобраться? Идите к Бену. Нужна поддержка или совет? Бен обязательно поможет.

Уолтер Липпман<sup>1</sup> с восхищением говорил о людях, которые сажают деревья, в тени которых будут отдыхать другие люди. Бен Грэм был именно таким человеком.

*Financial Analysts Journal*,  
ноябрь–декабрь 1976 г.

---

<sup>1</sup> Уолтер Липпман (1889–1974) — американский писатель и журналист, автор книги «Общественное мнение» (Public Opinion). Впервые ввел в обращение понятие «стереотип». — Прим. ред.

# ДЖЕЙСОН ЦВЕЙГ

## НЕСКОЛЬКО СЛОВ О БЕНДЖАМИНЕ ГРЭМЕ

**К**то такой Бенджамин Грэм и почему мы должны прислушиваться к его советам?

Это был не только один из лучших инвесторов, когда-либо живших на планете, но и величайший мыслитель, посвятивший себя изучению практических аспектов инвестиционной деятельности. До Грэма инвесторы были кем-то вроде членов особой гильдии, этакое средневековое тайное общества, и в основном полагались на суеверия, озарения и тайные ритуалы. Книга Грэма «Анализ ценных бумаг» стала учебником, превратившим отсталых ремесленников в современных профессионалов<sup>1</sup>.

Автор книги «Разумный инвестор» впервые рассказал индивидуальным инвесторам об эмоциональных аспектах инвестиционной деятельности и аналитических инструментах, имеющих ключевое значение для достижения финансового успеха. Этот труд до сих пор остается лучшим пособием по инвестиционной деятельности для широкого круга читателей. Это была первая книга, которую я прочел, когда в 1987 г. начал работать в журнале *Forbes* в качестве репортера. Меня поразило утверждение Грэма, что рано или поздно бычий рынок обязательно обвалится. В октябре того же года американский фондовый рынок пережил самое сильное однодневное падение за всю свою историю, и я убедился в правоте Грэма. (Сегодня, после безумного роста фондового рынка в конце 1990-х гг. и коллапса в начале 2000 г., книга «Разумный инвестор» кажется поистине пророческой.)

Грэм шел к своей теории трудным путем. Не один десяток лет он потратил, на собственном опыте постигая историю и психологию фондового рынка, нередко испытывая всю горечь финансовых потерь.

---

<sup>1</sup> Книга «Анализ ценных бумаг» (Security Analysis), написанная в соавторстве с Дэвидом Доддом, была издана в 1934 г.

Бенджамин Грэм (Гроссбаум)<sup>2</sup> родился 9 мая 1894 г. в Лондоне. Его отец торговал китайским фарфором — статуэтками и разной другой утварью. Когда Бену исполнился год, семья переехала в Нью-Йорк. Поначалу жили неплохо — хорошая квартира на Пятой авеню, горничная, кухарка и гувернантка-француженка. Но в 1903 г. отец Бена умер, торговля китайским фарфором пришла в упадок, и семья познала нужду. Мать Бена открыла в своем доме пансион, затем стала спекулировать на бирже на заемные деньги и во время биржевого краха 1907 г. разорилась. До конца своих дней Бен не мог забыть унижения, которое испытал в банке, куда он пришел, чтобы обналичить чек матери. Кассир спросил у администратора: «Можем мы дать Дороти Гроссбаум хотя бы пять долларов?»

К счастью, Грэм получил стипендию Колумбийского университета, где в полной мере проявились его способности. Он окончил его в 1914 г., будучи вторым на курсе. Ему предложили работу сразу три кафедры (английского языка, философии и математики). В то время ему было всего 20 лет.

Грэм мог остаться при университете, но его не привлекала академическая стезя. Он решил попытать силы на Уолл-стрит и пошел работать простым клерком в фирму, специализирующуюся на операциях с облигациями. Вскоре Бен получил должность аналитика, потом стал партнером, а затем создал и собственную инвестиционную компанию.

Бум и последовавший за ним крах доткомов нисколько не удивили бы Грэма. Он пережил нечто подобное еще в апреле 1919 г. Тогда он получил 250% прибыли в первый день торгов по акциям компании Savold Tire, относящейся к автомобильной отрасли, которая в тот период была на подъеме. В октябре компанию обвинили в мошенничестве, и ее акции обесценились.

Грэм стал выдающимся специалистом по анализу ценных бумаг. Он исследовал их буквально под микроскопом, можно сказать, на молекулярном уровне. В 1925 г., копаясь в невразумительных отчетах нефтетранспортных компаний в Комиссии по торговле между штатами, Бен обнаружил, что компания Northern Pipe Line, акции которой продавались по \$65, значительную часть акционерного капитала держала в первоклассных облигациях (\$80 на акцию). Он купил акции компании, добился от ее руководства увеличения дивидендов, а через три года продал ценные бумаги по \$110.

Несмотря на колоссальные потери во время Великой депрессии 1929–1932 гг., когда он лишился 70% капитала, Грэму удалось выжить и впоследствии преуспеть, извлекая выгоду даже из обрушения бычьих рынков. О результатах инвестиционной деятельности Грэма на первоначальном этапе почти ничего не известно, но с 1936 по 1956 г. (т. е. непосредственно

---

<sup>2</sup> Семейство Гроссбаум изменило фамилию на Грэм во время Первой мировой войны, когда немецкая фамилия вызывала подозрения.

до ухода в отставку) среднегодовая прибыль инвестиционной компании Graham-Newman Corp.<sup>3</sup> достигала 14,7% при средней доходности фондового рынка 12,2%. В то время это был один из лучших показателей за всю историю Уолл-стрит.

Как же Грэму удавалось добиваться таких результатов? Блестящий интеллект в сочетании со здравым смыслом и огромным опытом позволили ему сформулировать основополагающие принципы разумного инвестирования, которые работали на протяжении всей его жизни и не устарели до сегодняшнего дня. Вот эти принципы.

- Акция — это не просто тикер или некая виртуальная реальность, а документ, подтверждающий право ее владельца на долю собственности в определенном бизнесе, имеющем реальную стоимость, не зависящую от стоимости акций.
- Фондовый рынок ведет себя как маятник: он постоянно раскачивается из стороны в сторону — от необоснованного оптимизма (при этом акции переоцениваются) до неоправданного пессимизма (при этом акции недооцениваются). Разумный инвестор — это реалист, который продает акции оптимистам и покупает у пессимистов.
- Будущая цена инвестиции зависит от ее сегодняшней цены. Чем выше цена, которую вы платите сегодня, тем ниже будет ваш доход в будущем.
- Как бы осторожны вы ни были, существует риск, который не может просчитать ни один инвестор, — возможность ошибки. Этот риск можно минимизировать, только имея, по выражению Грэма, «запас надежности», т. е. никогда не переплачивая, какой бы привлекательной ни казались инвестиция.
- Секрет вашего финансового успеха — внутри вас. Лишь критически относясь к фондовому рынку, не принимая на веру «истины» Уолл-стрит и занимаясь инвестированием с олимпийским спокойствием, можно постоянно извлекать выгоду даже на медвежьих рынках. Воспитав в себе дисциплинированность и мужество, вы сможете противостоять необъяснимым перепадам рыночных настроений, никому не позволяя влиять на ваши инвестиционные решения. В конечном счете не так важно, как ведут себя ваши инвестиции. Важно, как ведете себя вы.

---

<sup>3</sup> Graham-Newman Corp. — открытый инвестиционный фонд (см. главу 9), которым Грэм управлял совместно с другим не менее успешным инвестором — Джеромом Ньюманом. На протяжении большей части своего существования фонд был закрытым. Я глубоко благодарен Уолтеру Шлоссу, который предоставил мне данные, необходимые для оценки результатов деятельности фонда. Когда в эпилоге Грэм пишет о 20%-ной среднегодовой прибыли, он, видимо, не учитывает комиссионные.

Цель нового, переработанного издания книги «Разумный инвестор» — показать, как идеи Грэма работают в современных условиях. Авторский текст оставлен без изменений, все пояснения даются в сносках<sup>4</sup>. За каждой главой следуют комментарии, в которых на примерах из недавнего прошлого наглядно показано, насколько и сегодня актуальны и полезны для инвесторов принципы Грэма.

Я завидую тем, кто будет читать эту книгу впервые. Сколько нового они узнают, какое удовольствие получат! Я завидую и тем, кто будет читать книгу в третий или четвертый раз. Как и любая классика, эта книга меняет наше мировоззрение и, меняя нас, меняется сама. Чем больше ее читают, тем лучше она становится. Имея такого наставника, как Грэм, вы непременно станете разумным инвестором.

---

<sup>4</sup> Текст печатается по четвертому изданию, переработанному Грэмом в 1971–1972 гг. и впервые опубликованному в 1973 г.

# ПРЕДИСЛОВИЕ

## О ЧЕМ ЭТА КНИГА?

Цель этой книги — помочь непрофессиональным инвесторам разобраться в тонкостях разработки и реализации инвестиционной политики. В ней сравнительно мало говорится о методах анализа рынка ценных бумаг. Главное внимание уделяется принципам инвестирования и поведению инвестора. Вместе с тем мы приведем несколько кратких примеров парного сравнения акций ряда компаний, соседствующих в котировальном списке Нью-Йоркской фондовой биржи. Это поможет понять, на что в первую очередь должен обращать внимание инвестор при выборе объектов инвестиций, в том числе акций и облигаций<sup>1</sup>.

В книге содержится множество исторических примеров динамики финансовых рынков, в том числе из весьма отдаленного прошлого. Для разумного вложения средств в ценные бумаги необходимо прежде всего знать, как ведут себя в тех или иных ситуациях различные виды облигаций и акций. Для Уолл-стрит как нельзя лучше подходит известное предостережение Джорджа Сантаяны: «Те, кто не помнит прошлого, обречены пережить его вновь».

Эта книга написана не для спекулянтов, а для инвесторов, и ее главная задача состоит в том, чтобы показать принципиальные различия (о которых часто забывают) между первыми и вторыми. Эта книга не о том, «как стать миллионером за три дня». Она не о том, как без труда разбогатеть при помощи Уолл-стрит или какого-либо другого бизнеса. Наверное, стоит привести один весьма поучительный во многих отношениях пример из финансовой истории. В нелегком 1929 г. Джон Раскоб<sup>2</sup>, которого хорошо

---

<sup>1</sup> Если не указано иное, здесь и далее в книге речь идет об обыкновенных акциях. — *Прим. ред.*

<sup>2</sup> Джон Раскоб (1879–1950) был финансовым директором химического гиганта DuPont и компании General Motors. Кроме того, возглавлял Демократическую партию и был одним из ярых сторонников строительства Empire State Building. По расчетам Джереми Сигела, через 20 лет капитал вырос бы примерно до \$9000, несмотря на то что инфляция съела бы при этом большую часть прибыли. Более подробно с точкой зрения Раскоба на долгосрочное инвестирование в акции можно ознакомиться в работе

знала и вся страна, и Уолл-стрит, опубликовал в *Ladies' Home Journal* статью «Каждый должен быть богатым» (Everybody Ought to Be Rich), в которой он всячески превозносил преимущества капитализма. Его главная мысль состояла в том, что, выделяя на инвестирование в надежные инструменты фондового рынка всего \$15 в месяц и направляя на приобретение новых ценных бумаг доходы, получаемые от этих инвестиций, за 20 лет, вложив в общей сложности \$3600, можно заработать \$80 000. Если бы финансовый магнат из General Motors был прав, путь к богатству действительно был бы очень прост. Но был ли он прав? По самым грубым подсчетам, вкладывая деньги в акции 30 компаний, входящих в расчет промышленного индекса Доу–Джонса, с 1929 по 1948 г., на начало 1949 г. инвестор имел бы около \$8500, т. е. значительно меньше обещанных Раскобом \$80 000. Эти расчеты говорят о том, что никогда не следует доверять оптимистичным прогнозам и обещаниям. Однако следует заметить, что в итоге 20-летних операций с акциями накопленная прибыль составила бы более 8%. И это при том, что на начало расчетного периода индекс Доу–Джонса находился на уровне 300 пунктов, а на конец 1948 г. упал до 177 пунктов. Данный пример может служить весомым аргументом в пользу эффективности регулярного (ежемесячного) приобретения надежных акций на определенную сумму независимо от ситуации на рынке. Этот метод известен как метод усредненных равномерных инвестиций.

Эта книга, как уже было сказано выше, адресована не спекулянтам и не трейдерам. Как правило, при выборе момента для купли-продажи ценных бумаг они используют графики и другие методы технического анализа. Принцип, лежащий в основе практически всех методов такого анализа, заключается в том, что нужно *покупать*, когда цена акции или фондовый рынок в целом растет, и *продавать*, когда цены падают. Этот принцип прямо противоположен принципам любого другого бизнеса, и вряд ли он способен обеспечить устойчивый успех на Уолл-стрит. И наш собственный опыт работы на рынке, и исследования, которые велись на протяжении 50 лет, говорят о том, что еще ни один из смертных, следуя за рынком, не получал прибыль постоянно или хотя бы в течение сколько-нибудь длительного периода. Мы убеждены в том, что такой подход столь же ошибочен, сколь и популярен. Разумеется, никто не обязан считать наше мнение истиной в конечной инстанции, но позже мы проиллюстрируем вышесказанное, кратко остановившись на обсуждении знаменитой теории Доу<sup>3</sup>.

---

Уильяма Бернштейна, размещенной в Интернете ([www.efficientfrontier.com/ef/197/raskob.htm](http://www.efficientfrontier.com/ef/197/raskob.htm)).

<sup>3</sup> См. главы 1 и 8. Более подробно с теорией Доу можно ознакомиться в Интернете (<http://viking.som.yale.edu/will/dow/dowpage.html>).

Книга «Разумный инвестор» вышла в свет в 1949 г. С тех пор она переиздавалась примерно каждые пять лет. В новом переработанном издании, которое вы держите в руках, рассмотрены некоторые изменения на рынке, произошедшие после выхода в свет последнего издания 1965 г., а именно:

1. Беспрецедентный рост процентных ставок по первоклассным облигациям.
2. Падение примерно на 35% акций ведущих компаний, которое завершилось в мае 1970 г. Это был самый большой в процентном измерении спад примерно за 30 лет. (Огромное количество менее надежных акций подешевели еще больше.)
3. Постоянный, даже несмотря на спад деловой активности в целом в 1970 г., рост цен производителей и потребительских цен.
4. Быстрое развитие компаний-конгломератов, франшиз и других нововведений в сфере бизнеса и финансов (в том числе появление хитроумных схем с использованием не зарегистрированных на бирже акций [1]; широкое распространение опционов на биржевые варранты; использование названий компаний, вводящих в заблуждение инвесторов; работа через зарубежные банки и т.д.)<sup>4</sup>.
5. Банкротство крупнейшей в стране железнодорожной компании, чрезмерный рост кратко- и долгосрочной задолженности многих ранее устойчивых компаний и возникновение проблем с платежеспособностью некоторых компаний Уолл-стрит<sup>5</sup>.
6. Чрезмерное увлечение руководителей инвестиционных фондов, в том числе трастов, управляемых банками, высокими финансовыми показателями. Результаты этого увлечения внушают тревогу.

Далее мы рассмотрим эти тенденции подробно. В связи с некоторыми из них придется обновить выводы, представленные в предыдущем издании,

---

<sup>4</sup> Открытые инвестиционные фонды покупали у частных лиц не зарегистрированные на бирже акции, а затем продавали их инвесторам по более высокой цене (см. примечания Грэма в конце книги). В середине 1960-х гг. эта схема позволяла предприимчивым фондам отчитываться в необоснованно высокой прибыли. В 1969 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США приняла жесткие меры, направленные на защиту инвесторов от подобных злоупотреблений. Опционы на биржевые варранты рассматриваются в главе 16.

<sup>5</sup> 21 июня 1970 г. корпорация Penn Central Transportation, в то время самая крупная железнодорожная компания США, была вынуждена инициировать процедуру банкротства. Это стало потрясением для инвесторов, которые не ожидали разорения гиганта (см. главу 17). Компании с чрезмерной задолженностью — Ling-Temco-Vought и National General Corp. (см. главы 17 и 18). Проблемы с платежеспособностью на Уолл-стрит возникли в период с 1968 по 1971 г., когда внезапно обанкротилось несколько брокерских контор.

и несколько сместить акценты. основополагающие принципы разумного инвестирования остаются неизменными, но их практическое применение требует корректив с учетом серьезных изменений финансовых механизмов и инвестиционного климата.

Наши убеждения прошли проверку на прочность при подготовке настоящего издания, первая версия которого была завершена в январе 1971 г. В то время индекс Доу–Джонса значительно вырос: с 632 пунктов в 1970 г. до 951 пункта в 1971-м. Одновременно рос и оптимизм на рынке. Когда в ноябре 1971 г. была завершена работа над последним вариантом текста, фондовый рынок находился в ожидании нового спада и индекс Доу–Джонса упал до 797 пунктов. Росло и беспокойство участников рынка. Однако мы не позволили этим событиям поколебать наши взгляды на разумную инвестиционную политику, которые в основном оставались неизменными со времени выхода в свет первого издания книги в 1949 г.

Сжатие фондового рынка в 1969–1970 гг. должно было развеять иллюзию, сложившуюся за последние два десятилетия. Она состояла в том, что акции крупнейших компаний можно покупать в любое время и по любой цене, не только гарантированно получая в итоге прибыль, но и будучи уверенным, что любые текущие убытки будут быстро компенсированы за счет очередного скачка цен на фондовом рынке. Это было слишком хорошо для того, чтобы быть правдой. Фондовый рынок вновь вернулся в нормальное состояние. И спекулянты, и инвесторы вновь должны были готовиться к серьезным и, возможно, продолжительным падениям и взлетам.

Что касается акций компаний второго и третьего эшелонов, особенно недавно обращающихся на фондовом рынке, то потери их владельцев в результате недавнего обвала рынка были катастрофическими. Вообще-то такое уже случалось — нечто подобное произошло в 1961–1962 гг., но на этот раз портфели некоторых инвестиционных фондов включали большое количество спекулятивных и явно переоцененных акций второго и третьего эшелонов. Очевидно, не только новички на фондовом рынке забывают о том, что необоснованный энтузиазм хорош в любом другом месте, но только не на Уолл-стрит, где он неизбежно ведет к катастрофе.

Важная проблема, которую нам предстояло решить, была связана с колоссальным ростом процентных ставок по первоклассным облигациям. С конца 1967 г. доходность по ним более чем вдвое превышала дивидендную доходность по акциям. В начале 1972 г. доходность по первоклассным облигациям достигала 7,19%, а по акциям промышленных компаний — всего 2,76%. (На конец 1964 г. эти показатели составляли соответственно 4,40% и 2,92%.) Трудно представить, что, когда эта книга впервые вышла в свет в 1949 г., ситуация была прямо противоположной: доходность по облигациям составляла всего 2,66%, а по акциям — 6,82% [2]. В предыду-

этих изданиях мы настоятельно советовали консервативным инвесторам включать в инвестиционный портфель как минимум 25% акций, а в целом рекомендовали делить капитал поровну между этими двумя видами ценных бумаг. Сегодня возникает вопрос: если доходность по облигациям выше доходности по акциям, значит ли это, что инвестиционный портфель следует формировать только из облигаций — по крайней мере до тех пор, пока соотношение показателей доходности по этим двум видам ценных бумаг не выровняется (а мы предполагаем, что так оно и будет)? Несомненно, для ответа на этот вопрос важно принимать во внимание растущую инфляцию. Этой проблеме посвящена отдельная глава<sup>6</sup>.

Далее мы рассматривали основные различия между двумя категориями инвесторов, которым адресована эта книга, — пассивными и активными. Пассивный инвестор прежде всего стремится избежать серьезных ошибок и потерь. Кроме того, он хочет быть избавлен от трудностей и волнений, связанных с необходимостью постоянно принимать решения. Главное отличие активного инвестора заключается в том, что свое время и силы он тратит на выбор самых надежных и привлекательных ценных бумаг. На протяжении десятилетий активный инвестор мог быть уверен, что его дополнительные усилия и навыки будут вознаграждаться более высокой средней прибылью, чем прибыль пассивного инвестора. Сегодня в этом приходится сомневаться. Но через год или в более отдаленной перспективе все может измениться. Поэтому мы будем рассматривать как возможности активного инвестирования, существовавшие в прошлом, так и те, которые могут открыться в будущем.

Долгое время превалировала точка зрения, согласно которой успех инвестора зависит в первую очередь от выбора самых перспективных отраслей экономики и многообещающих компаний этих отраслей. Например, дальновидные инвесторы (или их дальновидные консультанты) давно оценили перспективность компьютерной индустрии в целом и акций International Business Machines (IBM) в частности, а также других быстро развивающихся отраслей и компаний. Но сделать это было не так просто, как кажется сегодня. Чтобы пояснить нашу точку зрения, приведем фрагмент текста, который был включен в издание 1949 г.

К числу таких инвесторов можно отнести, например, покупателей акций авиакомпаний, считающих эти акции даже более перспективными, чем показывает текущий рыночный тренд. Наша книга будет полезна этим инве-

---

<sup>6</sup> См. главу 2. На начало 2003 г. доходность по 10-летним казначейским обязательствам составляла примерно 3,8%, по акциям (в соответствии с промышленным индексом Доу-Джонса) — 1,9%. (Интересно, что эти показатели практически не отличаются от показателей 1964 г., которые приводит Грэм.) Доходность по первоклассным облигациям неуклонно снижалась с 1981 г.

сторам не столько потому, что мы предложим им какой-то особый метод работы на рынке, сколько потому, что мы постараемся предостеречь их от опасностей, таящихся в избирательном подходе к инвестициям<sup>7</sup>.

Покупка акций авиакомпаний действительно таила в себе немало опасностей. Да, нетрудно было предвидеть, что объем авиаперевозок будет расти, что и делало акции авиакомпаний столь привлекательными для инвестиционных фондов. И действительно, прибыль вначале росла (темпы роста были даже выше, чем в компьютерной индустрии), но со временем из-за технологических проблем и избыточных производственных мощностей она начала снижаться до опасных значений. В 1970 г., несмотря на высокие объемы авиаперевозок, потери акционеров авиакомпаний составили \$200 млн. (Авиакомпании несли убытки также в 1945 и 1961 гг.) В 1969–1970 гг. ситуация повторилась: акции этих компаний упали ниже, чем фондовый рынок в целом. Время показало, что даже самые квалифицированные и высокооплачиваемые эксперты взаимных инвестиционных фондов ошибались относительно ближайшего будущего отрасли.

С другой стороны, инвестиционные фонды, хотя и вкладывали значительные средства в акции IBM (и получали при этом немалую прибыль), в силу высоких цен акций и невозможности уверенно предсказать будущие темпы роста отрасли предпочитали держать в акциях этой блестящей компании не более 3% активов. Поэтому этот прекрасный выбор не оказал сколько-нибудь значительного влияния на их итоговые финансовые показатели. Более того, вложения во многие (если не все) другие компьютерные компании оказались убыточными. Данные примеры позволяют предостеречь читателей, напомнив им о двух вещах.

1. Явные перспективы роста бизнеса не гарантируют инвесторам прибыль.
2. Эксперты не могут предложить надежных методов выбора акций самых перспективных компаний самых перспективных отраслей.

Будучи управляющим инвестиционным фондом, автор книги не придерживался описанного выше подхода и поэтому не мог предложить читателям соответствующих рекомендаций.

---

<sup>7</sup> В конце 1940-х — начале 1950-х гг. акции авиакомпаний пользовались таким же ажиотажным спросом, как спустя полвека акции доткомов. Среди самых «горячих» открытых инвестиционных фондов того времени были Aeronautical Securities и Missiles-Rockets-Jets & Automation Fund. Как и компании, акциями которых они владели, эти фонды разорились. Сегодня общеизвестно, что коэффициент «прибыль/убытки» за всю историю авиакомпаний был отрицательным. Вывод Грэма состоит не в том, что нельзя покупать акции авиакомпаний, а в том, что никогда не следует руководствоваться всеобщей уверенностью в том, что акции компаний той или иной отрасли в будущем принесут больше прибыли, чем акции компаний других отраслей.

О чем же мы собираемся рассказать на страницах этой книги? Главная наша цель — предостеречь читателя от серьезных ошибок, которые он может совершить в процессе инвестирования, и помочь ему разработать оптимальную инвестиционную политику. Значительное внимание будет уделено психологии инвесторов: ведь главная проблема инвестора, можно сказать, его злейший враг — это он сам. Как писал Шекспир, «не в звездах, нет, а в нас самих ищи причину...»<sup>8</sup>. Это со всей очевидностью проявилось в последние десятилетия, когда консервативные инвесторы были вынуждены приобретать акции, помимо своей воли поддаваясь эмоциям и соблазнам фондового рынка. Мы надеемся, что наши аргументы и примеры помогут читателям занять правильную ментальную и эмоциональную позицию при принятии инвестиционных решений. Мы убеждены, что простым людям, характер которых позволяет им заниматься разумным инвестированием, удастся получать и накапливать больше денег, чем тем, кому недостает соответствующих черт характера, даже если последние хорошо разбираются в финансах, бухгалтерском учете и ценных бумагах.

Кроме того, мы надеемся привить читателям чувство меры и вкус к расчетам. О 99 акциях из 100 можно сказать, что при такой-то цене они достаточно дешевы для того, чтобы их покупать, а при такой-то — достаточно дороги для того, чтобы их продавать. Важнейшее правило инвестора — всегда учитывать, сколько он платит и что получает за свои деньги. В статье, опубликованной в одном из дамских журналов много лет назад, мы советовали читателям покупать акции не так, как покупают дорогие духи, а так, как покупают овощи. Самые крупные потери за последние два года (как и многие потери в прошлом) стали следствием того, что, покупая акции, инвестор забыл задать вопрос: «Сколько?»

В июне 1970 г. на вопрос «Сколько?» можно было ответить волшебной цифрой — 9,40% (доходность по новым выпускам первоклассных облигаций компаний коммунального сектора). Этот показатель сегодня упал до 7,3%, но он все еще может служить ответом на наш вопрос. Существуют и другие варианты ответов, которые следует тщательно анализировать. И все же, повторяем, и мы, и наши читатели должны заранее быть готовы к таким ситуациям, как, например, в 1973–1977 гг.

Мы также намерены предложить читателям всеобъемлющую программу инвестирования в акции. Частично она адресована обоим видам инвесторов, частично — лишь активным. Может показаться странным, что одно из главных требований, которое должны соблюдать читатели, заключается в том, что им следует ограничиваться акциями, цена которых лишь незна-

---

<sup>8</sup> У. Шекспир «Юлий Цезарь» (перевод П. Козлова). — *Прим. ред.*

чительно превышает стоимость реальных активов компании<sup>9</sup>. Мы даем этот «немодный» совет по причинам как практическим, так и психологическим. Опыт показывает, что, хотя акции многих перспективных компаний стоят в несколько раз дороже чистых активов этих компаний, инвесторы, покупая эти акции, попадают в серьезную зависимость от колебаний фондового рынка. И наоборот, инвесторы, покупающие акции, скажем, компаний коммунального сектора по стоимости их чистых активов, независимо от поведения фондового рынка остаются совладельцами стабильного растущего бизнеса, долю в котором они приобрели по разумной цене. В конечном итоге такая консервативная политика приносит больше прибыли, чем увлекательная, но опасная охота за акциями блестящих компаний, манящих инвестора предвкушением высоких темпов роста.

Искусство инвестирования имеет одну особенность, на которую не всегда обращают должное внимание. Непрофессиональный инвестор, обладая минимальными способностями и прикладывая минимальные усилия, может добиться если не блестящих, то стабильных результатов. Однако для достижения более высоких показателей потребуются колоссальные затраты умственной и физической энергии. Полумерами тут не обойтись — если для того, чтобы результаты реализации инвестиционной программы были чуть выше средних, вы попытаетесь получить лишь немного новых знаний и лишь чуть-чуть усовершенствовать свои навыки, может оказаться, что вы сделали только хуже.

Поскольку любой, кто просто покупает на рынке акции надежных компаний, способен получать такую же прибыль, как в среднем по рынку, может показаться, что «побить рынок» и получить прибыль выше средней не так уж трудно. Но удивительно, как много неглупых людей, пытающихся сделать это, терпят поражение. Даже большинству инвестиционных фондов, где работают квалифицированные и опытные специалисты, редко удается получать прибыль, равную среднерыночной. В связи с этим возникает вопрос о достоверности прогнозов, которые дают брокеры. Анализ показывает, что эти прогнозы не более надежны, чем гадание на кофейной гуще.

При работе над книгой мы старались не забывать об этой главной ошибке инвесторов. Мы сделали акцент на преимуществах простой портфельной политики, т. е. формирования диверсифицированного портфеля за счет первоклассных облигаций и акций крупнейших компаний. Такую инве-

---

<sup>9</sup> Реальные активы компаний включают материальные (здания и сооружения, оборудование, материальные запасы) и финансовые активы (наличные средства, краткосрочные инвестиции и дебиторская задолженность). Реальные активы не включают такие нематериальные ценности, как торговые марки, авторские права, патенты, франшизы и деловая репутация компании. О стоимости материальных активов см. сноску 11 в главе 8.

стиционную политику при минимальной помощи экспертов способен реализовать любой инвестор. Погоня за ценными бумагами за рамками этой надежной и безопасной политики чревата серьезными проблемами, в первую очередь эмоциональными. Прежде чем приступить к формированию портфеля, любитель приключений должен обрести уверенность в себе и своих консультантах. В первую очередь он должен уяснить, достаточно ли хорошо последние видят разницу между инвестициями и спекуляциями, а также между рыночной ценой и фундаментальной стоимостью.

Разумный подход к инвестированию, твердо опирающийся на принцип «запаса надежности», может обеспечить неплохую прибыль. Если же, не довольствуясь гарантированной прибылью, которую приносит пассивная политика, инвестор решит активно торговать на фондовом рынке, пусть он прежде всего заглянет внутрь себя.

В заключение сделаем небольшой экскурс в прошлое. Когда автор этой книги в июне 1914 г. юношей начал работать на Уолл-стрит, ни один человек не знал, что готовят нам следующие 50 лет. (На фондовом рынке никто и не подозревал о том, что через два месяца начнется Первая мировая война и закроется Нью-Йоркская фондовая биржа.) Сейчас, в 1972 г., мы, американцы, считаем себя самой богатой и влиятельной нацией в мире, но нам приходится сталкиваться с множеством проблем, и мы ощущаем неуверенность в завтрашнем дне и испытываем страх перед будущим. Но результаты анализа американского опыта в области инвестирования, накопленного за последние 57 лет, обнадеживают. Несмотря на небывалые трудности и потрясения, утверждение, что разумные принципы инвестирования обычно обеспечивают стабильную прибыль, остается верным. Мы должны действовать исходя из того, что это утверждение останется в силе и в будущем.

*Примечание.* В этой книге не рассматриваются общие принципы финансирования, накопления и инвестирования. Речь идет только о той части денежных средств, которые люди готовы вложить в рыночные ценные бумаги — облигации и акции. Соответственно, речь не идет о таких важных вещах, как сберегательные счета, срочные банковские депозиты, счета ссудосберегательных ассоциаций, полисы страхования жизни, рентные облигации, закладные на недвижимость и прямые инвестиции. Кроме того, читатель должен иметь в виду, что, когда в тексте встречается слово «сейчас» или «сегодня», речь идет о конце 1971-го или начале 1972 г.

## КОММЕНТАРИИ К ПРЕДИСЛОВИЮ

Если ты выстроил воздушные замки, твой труд  
не пропал даром; именно там им и место.  
Тебе остается подвести под них фундамент.

*Генри Дэвид Торо.  
Уолден, или Жизнь в лесу*

**О**братите внимание на предупреждение, сделанное Грэмом в самом начале книги: она не раскроет секрета победы над рынком. Впрочем, этого не сделает ни одна честная книга.

Но книга Грэма научит вас трем важным вещам. Вы узнаете о том, как:

- свести к минимуму риск необратимых убытков;
- максимизировать шансы на получение устойчивой прибыли;
- уберечься от соблазна пуститься во все тяжкие, что неизбежно ведет к катастрофе и не позволяет большинству инвесторов реализовать свой потенциал.

Вспомним конец 1990-х гг. Тогда, во времена бума на фондовом рынке, цены акций технологических компаний ежедневно удваивались, а сама мысль о том, что, покупая их, можно потерять все деньги, казалось абсурдной. Но в конце 2002 г. стоимость акций многих доткомов и телекоммуникационных компаний упала на 95%. При таких убытках только для того, чтобы вернуть свои деньги, необходимо, чтобы доходность достигала 1900%<sup>10</sup>. Безрассудный риск может загнать инвестора в глубокую яму, из которой ему уже не выбраться. Вот почему Грэм постоянно подчеркивает, как важно избегать убытков. Он пишет об этом не только в главах 6, 14 и 20, но и практически во всех остальных.

И все же, как бы осторожны вы ни были, ваши инвестиции время от времени будут падать в цене. Поскольку избежать риска не может никто, Грэм покажет, как им управлять — и держать свои страхи под контролем.

---

<sup>10</sup> Но часто ли удается купить акции по \$30 и продать их по \$600?

## ВЫ — РАЗУМНЫЙ ИНВЕСТОР?

А теперь давайте ответим на ключевой вопрос: какой смысл вкладывает Грэм в понятие «разумный инвестор»? Давая дефиницию этого понятия в первом издании книги, он четко разъясняет, что в его понимании разумное поведение не имеет отношения к величине IQ. Разумный инвестор — это инвестор терпеливый, дисциплинированный и всегда готовый учиться. Кроме того, это инвестор, способный контролировать свои эмоции и думать о будущем. Грэм считает, что такая «разумность» — свойство скорее характера, чем интеллекта<sup>11</sup>.

Факты говорят о том, что высокий IQ и диплом о высшем образовании еще не делают инвестора разумным. В 1998 г. хедж-фонд Long-Term Capital Management (LTCM), которым управляла целая армия математиков, компьютерщиков и даже два нобелевских лауреата в области экономики, в течение нескольких недель потерял более \$2 млрд, поставив на то, что рынок облигаций вернется к «нормальному» состоянию. Но рынок продолжал вести себя все более «ненормально», и в итоге фонд задолжал столько денег, что его крах едва не обрушил мировую финансовую систему<sup>12</sup>.

А теперь немного истории. Весна 1720 г. Сэр Исаак Ньютон — один из акционеров «Компании Южных морей». Акции этой компании раскупаются как горячие пирожки. Понимая, что ситуация на фондовом рынке выходит из-под контроля, великий ученый сказал, что можно рассчитать ход небесных светил, но не ход мысли безумцев. Ньютон избавился от своих акций, получив 100%-ную прибыль (7000 фунтов стерлингов). Но уже через месяц, поддавшись всеобщему энтузиазму, приобрел эти акции по более высокой цене — и потерял 20 000 фунтов (на сегодня это более \$3 млн). До конца своей жизни Ньютон запрещал произносить в своем присутствии даже название злополучной компании<sup>13</sup>.

Сэр Исаак Ньютон был одним из самых умных людей, которые когда-либо рождались на планете. Большинство из нас считает их разумными. Но, с точки зрения Грэма, Ньютона вряд ли можно было назвать разумным инвестором. Попав под чужое влияние, он поступил как последний дурак.

Короче говоря, инвесторы терпят убытки не потому, что они глупы. Просто, подобно сэру Исааку Ньютону, они не всегда могут справиться со своими эмоциями, а без этого успешное инвестирование невозможно. В главе 8 Грэм

<sup>11</sup> Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (Harper & Row, 1949), с. 4.

<sup>12</sup> Хедж-фонд — как правило, частный инвестиционный фонд, занимающийся агрессивным инвестированием в интересах состоятельных клиентов. Для получения более подробной информации см.: Roger Lowenstein, *When Genius Failed* (Random House, 2000).

<sup>13</sup> John Carswell, *The South Sea Bubble* (Cresset Press, London, 1960), с. 131, 199. См. также [www.harvard-magazine.com/issues/mj99/damnd.html](http://www.harvard-magazine.com/issues/mj99/damnd.html).

показывает, как воспитать разум, обуздать эмоции и научиться не поддаваться иррациональному влиянию фондового рынка. Прочитав эту главу, вы поймете, что разумность инвестора — свойство не интеллекта, а характера.

## ХРОНИКА ФИНАНСОВЫХ КАТАСТРОФ

А теперь перечислим важнейшие события на финансовом рынке за последние годы.

1. Самый большой крах фондового рынка со времен Великой депрессии. С марта 2000 по октябрь 2002 г. стоимость акций американских компаний упала на 50,2% (\$7,4 трлн).
2. Катастрофическое падение цен акций самых «горячих» компаний 1990-х: AOL, Cisco, JDS Uniphase, Lucent и Qualcomm — плюс разорение сотен интернет-компаний.
3. Обвинение руководителей нескольких крупнейших корпораций США, включая Enron, Tyco и Xerox, в грандиозных финансовых махинациях.
4. Банкротства таких известных и уважаемых компаний, как Conesco, Global Crossing и WorldCom.
5. Заявления о том, что аудиторские фирмы фальсифицируют бухгалтерскую отчетность и даже уничтожают записи, чтобы помочь клиентам ввести в заблуждение инвесторов.
6. Обвинения в адрес высших руководителей ведущих компаний в перекачивании сотен миллионов долларов на личные счета.
7. Признание того факта, что финансовые аналитики с Уолл-стрит, публично высоко оценивающие акции тех или иных компаний, в частных беседах называют их бросовыми.
8. Предупреждения экспертов о том, что фондовый рынок, который даже после чудовищного спада считается переоцененным, будет продолжать падать.
9. Непрерывающееся падение процентных ставок, лишаящее инвесторов практически любых привлекательных финансовых инструментов кроме акций.
10. Опасения инвесторов, связанные с непредсказуемыми последствиями глобального терроризма и войны на Ближнем Востоке.

Инвесторы, следовавшие принципам Грэма, смогли не пострадать (и не пострадали) от всего этого. Как писал Грэм, «необоснованный энтузиазм хорош в любом другом месте, но только не на Уолл-стрит, где он неизбежно ведет к катастрофе». Увлечшись акциями доткомов, акциями перспективных компаний быстро развивающихся отраслей и акциями вообще,

многие инвесторы ведут себя столь же безрассудно, как сэр Исаак Ньютон. Их мнение начинает зависеть от мнений других инвесторов. Они игнорируют предупреждение Грэма о том, что самые серьезные потери всегда происходят из-за того, что «инвестор забыл задать вопрос: “Сколько?”» И, что самое обидное, теряя самообладание именно тогда, когда оно более всего необходимо, эти люди подтверждают правоту Грэма, который считал, что «главная проблема инвестора, можно сказать, его злейший враг — это он сам».

## ДЕЛО — ВЕРНЯК?

Многие из тех, кто позволил себе увлечься акциями высокотехнологичных компаний и доткомов, верили навязчивой рекламе, твердившей, что эти отрасли будут расти из года в год, а может быть, и вечно. Приведем лишь некоторые факты, красноречиво говорящие о царившей тогда атмосфере.

- В середине 1999 г., получив 117,3%-ную прибыль всего за первые пять месяцев года, Александр Ченг, управляющий портфелем инвестиционного фонда Monument Internet Fund, спрогнозировал, что его фонд будет получать 50% прибыли в год на протяжении следующих трех или пяти лет и в среднем 35% прибыли «на протяжении следующих 20 лет»<sup>14</sup>.
- После колоссального роста стоимости Amerindo Technology Fund на 248,9% в 1999 г. управляющий портфелем этого фонда Альберто Вилар высмеивал всех, кто сомневался, что Интернет — это вечный двигатель фондового рынка. «Тот, кто не работает в этом секторе, плетется в хвосте событий. Он тащится в телеге на старой кляче, а я мчусь в шикарном Porsche. Вам не нужен десятикратный рост? Значит, нам не по дороге»<sup>15</sup>.

<sup>14</sup> Constance Loizos, “O&A: Alex Cheug,” *InvestmentNews*, 17 мая 1999 г., с. 38. Самый высокий уровень среднегодовой доходности за всю историю взаимных инвестиционных фондов составлял 25,8% в год. Это показатель компании Fidelity Magellan, которой руководил легендарный Питер Линч. Рекордный показатель был зафиксирован на 31 декабря 1994 г. При такой доходности, вложив \$10 000, Линч за 20 лет заработал бы \$982 000. Ченг уверял, что, вложив те же \$10 000 в его инвестиционный фонд, за те же 20 лет можно получить более \$4 млн. Вместо того чтобы посмеяться над оптимистичными прогнозами Ченга, инвесторы наперегонки понесли ему свои деньги, за год вложив в инвестиционный фонд более \$100 млн. Однако \$10 000, вложенные в Monument Internet Fund в мае 1999 г., к концу 2002 г. превратились примерно в \$2000. (Фонда под упомянутым названием более не существует. Сегодня он называется Orbitex Emerging Technology Fund.)

<sup>15</sup> Lisa Reilly Cullen, “The Triple Digit Club,” *Money*, декабрь 1999 г., с. 170. Вложенные в конце 1999 г. в инвестиционный фонд Вилара \$10 000 в конце 2002 г. преврати-

- В феврале 2000 г. управляющий хедж-фондом Джеймс Крамер заявил, что акции интернет-компаний — «единственные акции, которые сегодня стоит покупать». Только «победители нового мира», как он назвал эти акции, растут в цене независимо от ситуации на рынке. Крамер даже критиковал Грэма: «Вы должны выбросить из головы все таблицы, формулы и учебники, которыми пользовались до наступления эпохи Интернета... Если бы мы следовали советам Грэма и Додда, у нашего фонда не было бы ни гроша»<sup>16</sup>.

Все эти так называемые эксперты игнорировали здравое предупреждение Грэма: «Явные перспективы роста бизнеса не гарантируют инвесторам прибыль». Предвидеть, какая отрасль будет расти быстрее других, не так уж важно, если большинство других инвесторов тоже это предвидят. К тому времени, как практически каждый инвестор решит, что та или иная отрасль явно является лучшей и именно в нее следует инвестировать, стоимость акций компаний будет настолько взвинчена, что будущей прибыли ничего не останется, кроме как падать.

Сейчас уже никто не кричит о том, что высокотехнологичные отрасли — самые перспективные. Но надо хорошенько запомнить: те, кто сегодня уверяет, что здравоохранение, или энергетика, или недвижимость, или золото — это «верняк», в конце концов с большой долей вероятности окажутся в той же ситуации, что и инвесторы высокотехнологичных компаний.

## НЕТ ХУДА БЕЗ ДОБРА

Если в 1990-е гг. никакая, даже заоблачная цена акций не казалось слишком высокой, то в 2003 г. мы докатились до того, что никакая цена уже не казалась слишком низкой. Как и следовало ожидать, маятник качнулся в другую сторону. Грэм всегда знал, что именно так колеблется рынок: от необоснованного оптимизма до неоправданного пессимизма, и наоборот. В 2002 г. инвесторы вывели из взаимных фондов, инвестирующих в акции, \$27 млрд. Исследование, проведенное Securities Industry Association, показало, что каждый десятый инвестор потерял на инвестициях в акции как минимум 25%. Те, кто активно покупал акции в конце 1990-х гг., когда цены росли

---

лись бы в \$1195. Это один из самых ярких примеров катастрофических потерь за всю историю существования взаимных инвестиционных фондов.

<sup>16</sup> См. [www.thestreet.com/funds/smarter/891820.html](http://www.thestreet.com/funds/smarter/891820.html). Любимые акции Крамера обманули его ожидания. К концу 2002 г. каждая десятая компания обанкротилась, и \$10 000, вложенные поровну в акции, предлагаемые Крамером, сжались до \$597,44 (-94%). Возможно, Крамер имел в виду, что эти «победители нового мира» победят не в нашем, а в лучшем мире?

(т. е. когда акции дорожали), продавали акции, когда цены начинали падать (т. е. когда акции дешевели).

В главе 8 Грэм убедительно показал, что поступать следует с точностью до наоборот. Разумный инвестор понимает, что рост цен делает акции не менее, а более рискованными и, напротив, падение цены делает их менее, а не более рискованными. Разумный инвестор опасается бычьего рынка, потому что покупка акций на нем — дорогое удовольствие. И соответственно, если у вас есть свободные средства, следует выходить на медвежий рынок, потому что на нем продаются дешевые акции<sup>17</sup>.

Итак, не отчаивайтесь: падение бычьего рынка — это не так уж плохо, как принято считать. Благодаря падению цен на акции наступили более безопасные (и лучшие) времена для накопления богатства. Приступайте к чтению книги: позвольте Грэму рассказать, как это делается.

---

<sup>17</sup> Единственное исключение из этого правила касается очень пожилых инвесторов, которые могут не дожидаться конца медвежьего рынка. Но даже пожилому инвестору не стоит продавать свои акции просто потому, что они начали падать в цене. Такой подход не только превращает бумажные убытки в реальные, но и лишает наследников инвестора потенциальной возможности получить его дешевые акции, за которые придется платить меньше налогов.

## ГЛАВА 1

# *Инвестиции и спекуляции: выбор разумного инвестора*

**В** этом разделе мы коснемся важнейших вопросов, которые будут более подробно рассмотрены далее. Здесь мы представим основные принципы оптимальной портфельной политики непрофессиональных индивидуальных инвесторов.

### **Инвестиции и спекуляции**

Какой смысл мы вкладываем в понятие «инвестор»? На страницах книги этот термин будет использоваться как антоним понятию «спекулянт». Мы попытались сформулировать различия между этими понятиями еще в 1934 г. в книге «Анализ фондового рынка» (*Security Analysis*): «Инвестиции — это операции, цель которых — тщательно анализируя ситуацию, сохранить вложенные средства и получить приемлемую прибыль. Операции, которые не отвечают этим требованиям, — это спекуляции» [1].

Данному подходу мы неукоснительно следовали все последующие 38 лет. Однако с течением времени термин «инвестор» стали понимать несколько иначе. После падения фондового рынка в 1929–1932 гг. по сути *все* акции стали считать инструментами финансовых спекуляций. (Ведущие финансовые аналитики решительно заявляли, что для инвестирования можно использовать только облигации [2]). Поэтому пришлось защищать наш подход от обвинений в том, что мы трактуем понятие «инвестиции» слишком широко.

Сегодня можно говорить о другой крайности. Следует предостеречь читателей: не следует называть инвесторами всех без исключения участников фондового рынка. В предыдущем издании книги мы приводили заголовок статьи с обложки авторитетного финансового журнала *Security Analysis* (июнь 1962 г.):

## МЕЛКИЕ ИНВЕСТОРЫ ИГРАЮТ НА ПОНИЖЕНИЕ: БУМ КОРОТКИХ ПРОДАЖ НЕПОЛНЫХ ЛОТОВ

В октябре 1970 г. в этом же журнале критиковались так называемые «безрассудные инвесторы» — участники фондового рынка, которые приобретали акции, ожидая их роста.

Все это указывает на путаницу в трактовке терминов «инвестиции» и «спекуляции», существующую на протяжении многих лет. Вспомним предложенное в начале главы определение инвестиций и посмотрим, соответствуют ли ему действия непрофессиональных индивидуальных инвесторов, которые продают несколько акций, даже не принадлежащих им, с нетерпением ожидая, что через некоторое время они смогут купить их по более низкой цене. (Нелишне заметить, что в 1962 г., когда была напечатана упомянутая выше статья, рынок уже пережил значительный спад и даже был готов к подъему. Это был самый неблагоприятный момент для коротких продаж.) Вообще говоря, понятие «безрассудный инвестор» можно было бы считать забавным оксюмороном, таким как, например, словосочетание «расточительный скряга», если бы путаница в терминах не была столь опасной.

В прессе в обоих случаях был использован термин «инвестор», потому что на жаргоне Уолл-стрит каждый, кто покупает или продает ценные бумаги, считается таковым, независимо от того, что именно он покупает, с какой целью, по какой цене и на какие средства — собственные или заемные. Между тем результаты опроса общественного мнения, проведенного в 1948 г. и посвященного отношению населения к акциям, показали, что более 90% опрошенных были настроены против покупки последних [3]. Почти половина респондентов указала на то, что это «небезопасно или рискованно». Другая половина считала, что они «недостаточно информированы»<sup>1</sup>. Парадоксально, но факт: покупка всех видов акций считалась весьма рискованной спекулятивной операцией, хотя в то время, накануне рекордного роста,

---

<sup>1</sup> Опрос, о котором пишет Грэм, проводился Университетом штата Мичиган по заказу Федеральной резервной системы. Его результаты были опубликованы в *Federal Reserve Bulletin* в июле 1948 г. Участникам опроса был задан вопрос: «Предположим, у вас есть сбережения. Вы можете положить их на счет в банке или вложить в ценные бумаги. Как, по вашему мнению, следует поступить сегодня: положить деньги на счет в банке, купить на них облигации, инвестировать в недвижимость или вложить их в обыкновенные акции?» Только 4% опрошенных ответили, что обыкновенные акции приносят «удовлетворительный доход»; 26% посчитали такие вложения «небезопасными» или «рискованными». С 1949 по 1958 г. среднегодовые показатели доходности фондового рынка были одними из самых высоких за всю историю (18,7%). В конце 2002 г. журнал *Business Week* провел аналогичный опрос. Только 24% инвесторов изъявили желание увеличить вложения в паи взаимных инвестиционных фондов или собственные портфели акций. Тремя годами ранее такое желание высказывали 47% опрошенных.

они продавались на самых выгодных условиях. С другой стороны, именно благодаря тому обстоятельству, что акции выросли до уровня, который, как показывал опыт, был опасным, любые вложения в акции стали считаться инвестициями, а все, кто покупал акции, — инвесторами.

Забывать о том, что «инвестиции» и «спекуляции» — не одно и то же, ни в коем случае нельзя, и тот факт, что об этом забыли, — тревожный симптом. Мы всегда считали, что финансовые институты должны постоянно напоминать индивидуальным инвесторам о разнице между этими понятиями, иначе в один прекрасный день против фондовых бирж могут быть выдвинуты обвинения в том, что они не донесли соответствующую информацию до инвесторов, в результате чего те понесли огромные спекулятивные потери. Еще один парадокс: многие трудности, с которыми в последнее время сталкивались брокерские конторы, были связаны с тем, что их активы в значительной степени состояли из спекулятивных акций. Мы надеемся, что читатели получат достаточно четкое представление о рисках при операциях с акциями, которые (и это важно понимать), неотделимы от возможности получать прибыль. Разумный инвестор обязан помнить не только о возможностях, но и о рисках.

Сказанное свидетельствует о том, что сегодня уже невозможно следовать «чистой» инвестиционной политике, нацеленной на вложение средств в надежные инструменты финансового рынка и обеспечивающей каждому игроку возможность дожидаться удачного момента для их покупки, не опасаясь понести убытки из-за падения котировок или сведя их к минимуму. Инвестор должен понимать, что в большинстве случаев в операциях с акциями присутствует *спекулятивная составляющая*. Его задача — по возможности уменьшить ее. При этом он должен быть (и в финансовом отношении, и психологически) готов к тому, что ему не обязательно удастся сделать это (в кратко- или долгосрочной перспективе).

Скажем несколько слов о биржевых спекуляциях как таковых (не путать с спекулятивной составляющей операций с надежными акциями, о которой мы писали выше). Сами по себе спекулятивные сделки ни противозаконны, ни аморальны, да и нажиться на них удастся лишь немногим. Более того, иногда спекуляции бывают даже полезны, поскольку при проведении операций с акциями инвестор может как выиграть, так и проиграть, и каждый, кто совершает такие сделки, должен учитывать, что риск — их неотъемлемая составляющая<sup>2</sup>. Не только инвестиции, но и спекуляции могут быть раз-

<sup>2</sup> В ряде случаев спекулятивные сделки бывают полезны. Во-первых, благодаря им новые, никому не известные компании (такие как Amazon.com или, ранее, Edison Electric Light Co.) могут собрать необходимые для роста финансовые ресурсы. Возможность быстро получить огромную прибыль — хороший стимул для продвижения инноваций. Во-вторых, при каждой новой сделке риск не исчезает, но переходит от продавца

умными. Неразумными последние являются в случаях, если: 1) инвестор думает, что осуществляет инвестиции, а на самом деле занимается спекуляциями; 2) инвестор совершает крупную сделку, не имея соответствующих знаний и опыта, и 3) инвестор проводит рискованную спекулятивную операцию, требующую более значительных вложений, чем он может себе позволить потерять в случае неудачи.

На наш консервативный взгляд, непрофессиональный инвестор, осуществляющий маргинальные операции<sup>3</sup> (т.е. покупающий акции на заемные средства), должен отдавать себе отчет в том, что фактически он занимается спекуляциями, а его брокеры обязаны напоминать ему об этом. Спекуляциями занимаются и те, кто приобретает так называемые «горячие» выпуски акций или проводит аналогичные операции. Спекуляции всегда соблазнительны, это увлекательная игра, и люди погружаются в нее с головой. Если вы хотите попытаться счастья на этом поприще, выделите для этого какую-то часть сбережений (чем меньше, тем лучше) и положите эти деньги на особый счет. Никогда не пополняйте денежные средства на этом счете только потому, что рынок растет, а значит, растет и ваша прибыль. (В период роста следует, наоборот, подумать о снятии денежных средств со «спекулятивного» счета.) Всегда используйте разные счета для ведения спекулятивных и инвестиционных операций, да и вообще не путайте эти понятия.

## Что делать пассивному инвестору?

Мы уже писали, что инвестор, занимающий пассивную, оборонительную позицию, нацелен прежде всего на то, чтобы сохранить свои вложения и избежать трудностей, связанных с управлением инвестициями. Как следует поступать такому инвестору и на что он может рассчитывать в «средних нормальных рыночных условиях» (если такие условия вообще существуют)? Для ответа на этот вопрос вспомним, что мы писали в предыдущем издании, проанализируем произошедшие с тех пор важнейшие изменения и новые факторы, влияющие на ожидаемый доход инвестора, и посмотрим, что

---

к покупателю или наоборот, что также иногда бывает полезно. Покупатель рискует в случае падения курса акций, продавец — в случае их роста после продажи.

<sup>3</sup> Маргинальные счета используются для покупки акций на заемные средства, предоставляемые инвесторам брокерами. При росте акций растет и брокерская комиссия, а при их падении инвестор рискует разориться. Обеспечением по займу служит стоимость бумаг в инвестиционном портфеле. Поэтому, если их стоимость упадет ниже величины займа, вам придется внести на счет дополнительные средства. Для получения более подробной информации о маргинальных счетах см.: [www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm](http://www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm) и [http://www.nyse.com/404r.html?source=http://www.nyse.com/pdfs/2001\\_factbook\\_09.pdf](http://www.nyse.com/404r.html?source=http://www.nyse.com/pdfs/2001_factbook_09.pdf).

следует делать инвестору и на что он может рассчитывать в современных условиях (на начало 1972 г.).

### *1. Что мы писали шесть лет назад*

Мы рекомендовали инвестору диверсифицировать инвестиции, включая в портфель первоклассные облигации и акции ведущих компаний таким образом, чтобы доля каждого вида активов составляла от 25 до 75%, в случае необходимости меняясь в ту или иную сторону. Мы писали, что проще всего распределить инвестиции между акциями и облигациями в соотношении 50:50 и изменять его в зависимости от колебаний рынка в пределах, скажем, 5%. В качестве альтернативы такой инвестиционной политике мы предлагали снижать долю акций до 25%, «если инвестор считает, что курс акций опасно высок», и, наоборот, увеличивать ее до 75%, «если инвестор полагает, что падение цен на акции повышает их привлекательность».

В 1965 г. дивидендная доходность облагаемых налогом первоклассных облигаций достигала 4,5%, а не облагаемых налогом надежных облигаций — 3,25%. Дивидендная доходность обыкновенных акций ведущих компаний (при индексе Доу-Джонса на уровне 892 пунктов) составляла всего около 3,2%. Данные показатели наряду с другими рыночными факторами требовали от инвесторов соблюдения осторожности. Мы исходили из того, что в условиях «нормального рынка» дивидендная доходность обыкновенных акций может колебаться от 3,5 до 4,5%. Кроме того, примерно на такую же величину параллельно должна расти фундаментальная стоимость (как и «нормальная» рыночная цена) котируемых на бирже акций. Таким образом, совокупный доход по акциям (дивидендный доход плюс рост стоимости) равнялся бы примерно 7,5% годовых. При соотношении акций и облигаций в портфеле инвестора 50:50 прибыль последнего до налогообложения составила бы около 6%. Наконец, мы писали, что включение в портфель акций наряду с облигациями защищает инвестора от инфляции и падения покупательной способности.

Следует заметить, что приведенные выше расчеты основывались на ожидании значительно более низких темпов роста фондового рынка, чем те, которые он продемонстрировал в 1949–1964 гг. Темпы роста стоимости акций, зарегистрированных на бирже, в среднем превышали 10%, и почти все участники рынка были уверены в том, что подобный рост гарантирован и в будущем. Лишь немногие готовы были всерьез рассматривать возможность того, что из-за высоких темпов роста курс акций оказался завышенным, а потому «прекрасные показатели в период после 1949 г. приведут не к высоким, а, наоборот, к низким показателям в будущем» [4].

## 2. Что случилось после 1964 г.

Главным событием последующего периода стал беспрецедентный рост доходности по первоклассным облигациям после значительного ее падения в 1970 г. Доходность по надежным корпоративным облигациям сегодня составляет не менее 7,5% (в 1964 г. — 4,5%). Кроме того, дивидендная доходность акций, входящих в расчет индекса Доу–Джонса, во время спада на рынке в 1969–1970 гг. также значительно возросла, но, как мы уже писали, она не превышает 3,5% (при значении индекса Доу–Джонса 900 пунктов) (на конец 1964 г. она составляла 3,2%). На протяжении этого периода повышение доходности привело к самому значительному (на 38%) снижению рыночной стоимости среднесрочных (например, 20-летних) облигаций.

Такая динамика достаточно парадоксальна. В 1964 г. мы подробно обсуждали возможность того, что, будучи сильно завышенными, цены акций могут в любой момент резко упасть. Но мы не писали о том, что нечто подобное может случиться и с котировками облигаций, имеющих высокий рейтинг (насколько нам известно, в то время никто об этом и не помышлял). Мы предупреждали, что «цены на долгосрочные облигации могут значительно варьироваться вследствие изменения процентных ставок». В свете произошедших событий можно предположить, что на это предупреждение, как и на иллюстрировавший его пример, почти не обратили внимания. Так, если допустить, что в портфеле инвестора были акции, входящие в расчет индекса Доу–Джонса, то (с учетом его значения в конце 1964 г. на уровне 874 пунктов) в конце 1971 г. этот инвестор мог получить небольшую прибыль. Даже при самом низком значении индекса Доу–Джонса в 1970 г. (631 пункта) убытки инвестора были бы меньше, чем если бы в его портфеле находились надежные долгосрочные облигации. С другой стороны, если бы инвестор ограничил свои вложения только государственными сберегательными и краткосрочными корпоративными облигациями или просто положил деньги на сберегательный счет в банке, он не потерял бы от снижения рыночной стоимости инвестиций на протяжении этого периода и получил бы более высокий доход, чем если бы держал надежные акции. Таким образом, оказалось, что в 1964 г. покупка эквивалентов наличности фактически была более удачным выбором, чем приобретение акций, хотя из-за инфляции вложения в акции теоретически должны были быть более выгодными. Падение рыночной стоимости надежных долгосрочных облигаций произошло в результате изменений на денежном рынке, которые, как правило, не оказывают значительного влияния на инвестиционную политику индивидуальных инвесторов.

Это лишь один из множества примеров, свидетельствующих о невозможности предугадать рыночную стоимость ценных бумаг<sup>4</sup>. Обычно стоимость облигаций колеблется не так сильно, как стоимость акций, поэтому инвесторы обычно приобретают надежные облигации с любыми сроками погашения, не особенно беспокоясь об изменении их рыночной стоимости. Правда, было несколько исключений из этого правила, в том числе после 1964 г. Более подробно динамика рыночных цен облигаций будет рассмотрена в следующей главе.

### *3. Что делали и чего ожидали инвесторы в конце 1971 — начале 1972 г.*

В конце 1971 г. облагаемый налогом доход инвестора по надежным среднесрочным корпоративным облигациям мог составить 8%, по надежным муниципальным облигациям и облигациям штатов — 5,7%. В краткосрочной перспективе инвестор мог рассчитывать на 6%-ную доходность по государственным 5-летним облигациям США. В последнем случае покупателю незачем было беспокоиться о возможных убытках от снижения рыночной стоимости инвестиций, так как он мог быть уверен в погашении облигаций по полной стоимости (включая выплату 6%-ного дохода по ним) в конце сравнительно короткого периода держания. Акции, входящие в расчет индекса Доу–Джонса, при его значении на уровне 900 пунктов в 1971 г. могли принести только 3,5% дохода.

Теперь представим себе, что сегодня, как и в прошлом, главным вопросом при разработке инвестиционной политики является вопрос о соотношении в инвестиционном портфеле высококачественных облигаций (эквивалентов наличности) и акций ведущих компаний, близких к тем, которые входят в расчет индекса Доу–Джонса. Какого курса должен придерживаться инвестор в современных условиях, если мы не можем прогнозировать на ближайшее будущее ни значительный рост фондового рынка, ни его падение? Во-первых, обратим внимание на то, что при отсутствии серьезных неблагоприятных изменений на рынке пассивный инвестор может рассчитывать на сложившийся уровень дивидендной доходности (3,5%) своих акций плюс доход от повышения их стоимости (примерно 4%). Как будет показано далее, эта оценка в значительной мере основана на объемах ежегодного

---

<sup>4</sup> Перечитайте еще раз данное утверждение Грэма и обратите внимание на то, что говорит этот величайший из экспертов по вопросам инвестирования: «невозможно предугадать рыночную стоимость ценных бумаг». Читая книгу дальше, обратите внимание на то, каким образом Грэм пытается убедить в этом инвесторов. Поскольку нельзя предсказать поведение финансовых рынков, стоит научиться контролировать свое поведение.

реинвестирования различными компаниями нераспределяемой прибыли. Таким образом, совокупный доход от владения акциями до вычета налогов в среднем будет составлять около 7,5% — немного меньше, чем процент по первоклассным облигациям<sup>5</sup>. После уплаты налогов средний доход по акциям будет составлять около 5,3% [5], т. е. примерно столько же, сколько приносили бы надежные не облагаемые налогом среднесрочные облигации.

Итак, сегодня перспективы доходности по акциям менее благоприятны, чем в начале 1964 г. (Этот вывод вытекает из того, что с 1964 г. доходность по облигациям возросла более значительно, чем доходность по акциям.) Следует также принять во внимание тот факт, что процентные платежи и суммы, выплачиваемые при погашении качественных облигаций, защищены значительно лучше и потому более надежны, чем дивиденды и доход от повышения стоимости акций. Соответственно, можно сделать вывод, что сейчас, в конце 1971 г., инвестиции в облигации более предпочтительны, чем инвестиции в акции. Если мы уверены в правильности этого вывода, можно посоветовать инвесторам вкладывать все средства в облигации и не покупать акции до тех пор, пока соотношение доходности по этим двум видам ценных бумаг не изменится в пользу акций.

Но, разумеется, абсолютной уверенности в том, что в сложившейся ситуации облигации принесут инвестору больше прибыли, чем акции, нет. Для этого, как известно, есть серьезная причина — фактор инфляции. В следующей главе мы наглядно это продемонстрируем. С одной стороны, наш немалый опыт работы на фондовом рынке в условиях инфляции XX в. говорит о том, что с учетом сложившегося соотношения уровней доходности облигаций и акций последние нельзя считать оптимальным выбором для инвестора. С другой стороны, всегда есть опасность роста инфляции (которую всегда учитывают лишь задним числом), неизбежно делающей обыкновенные акции более выгодным вложением, чем облигации с их фиксированной доходностью<sup>6</sup>. Кроме того, возможно, хотя и маловероятно,

<sup>5</sup> Сбываются ли прогнозы Грэма? На первый взгляд, да. С начала 1972 г. до конца 1981 г. среднегодовая доходность по акциям составляла 6,5%. (Грэм не указывал сроки прогноза, но можно предположить, что он имел в виду 10-летний период.) На протяжении этого периода весь доход по акциям съедала инфляция, которая достигала 8,6% в год. В этом разделе Грэм фактически рассматривает доходность по акциям с позиции так называемого уравнения Гордона, в соответствии с которым ожидаемая доходность складывается из текущей дивидендной доходности и ожидаемых темпов роста прибыли. С учетом того, что в начале 2003 г. показатели текущей дивидендной доходности и долгосрочных темпов роста прибыли были равны и составляли 2%, а инфляция была чуть выше 2%, совокупная годовая доходность по акциям, по грубым подсчетам, могла составить в среднем 6%.

<sup>6</sup> С 1997 г., когда на рынке появились защищенные от инфляции казначейские облигации (Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS), акции более не являются оптимальным выбором для инвесторов, которые не хотят, чтобы их вложения обесценились.

что американский бизнес станет настолько прибыльным, что инфляция не будет расти. В этом случае стоимость акций на протяжении нескольких следующих лет значительно увеличится. Наконец, мы можем стать свидетелями очередного спекулятивного, не опирающегося на реальный рост экономики, значительного роста фондового рынка. Любая из этих и других (не рассмотренных нами) возможностей может заставить инвестора пожалеть о том, что он полностью вложил в облигации, несмотря на их более высокую доходность.

После того, как мы поставили эти вопросы, попробуем вновь сформулировать главный принцип пассивной инвестиционной политики: независимо от ситуации на рынке часть средств следует вкладывать в облигации, часть — в акции. Соотношение между этими двумя видами ценных бумаг в портфеле может составлять от 50:50 до 25:75 в зависимости от ситуации на рынке. Более подробно мы поговорим об этом в следующей главе.

Поскольку в данный момент совокупная доходность акций и облигаций примерно одинакова, соотношение между этими двумя видами ценных бумаг в портфеле инвестора (с учетом роста рыночной стоимости акций) существенно не повлияет на его ожидаемую доходность. Согласно вышеприведенным расчетам, совокупная доходность портфеля инвестора должна составлять около 7,8% до уплаты налогов или 5,5% после уплаты налогов. Эти показатели существенно выше средней прибыли, получаемой консервативными инвесторами на протяжении довольно продолжительного периода. Конечно, они ниже показателей доходности обыкновенных акций в течение 20 лет (с 1949 г.) — 14%. Но нельзя забывать о том, что с 1949 по 1969 г. индекс Доу–Джонса вырос более чем в пять раз, в то время как прибыль и дивиденды — всего вдвое. Однако столь впечатляющий рост рынка в значительной степени объяснялся не ростом фундаментальной стоимости компаний, а изменением предпочтений инвесторов и спекулянтов. Это явление называют «самораскруткой рынка» или бутстрэппингом.

Говоря об акциях в портфеле пассивного инвестора, мы имели в виду только акции 30 ведущих компаний, входящих в расчет индекса Доу–Джонса. Мы поступали так исключительно ради удобства, а не потому, что приобретать стоит только эти акции. Существует множество других компаний, акции которых по своим характеристикам не уступают или даже превосходят акции, на основании которых рассчитывается индекс Доу–Джонса. Это, например, компании коммунального сектора (по ним

---

В отличие от других долговых обязательств, при росте индекса потребительских цен казначейские облигации растут в цене, надежно защищая инвестора от инфляционных потерь. Акции не дают такой гарантии и при высоких уровнях инфляции являются относительно менее надежным инструментом хеджирования (см. главу 2).

также рассчитывается соответствующий отраслевой индекс Доу–Джонса)<sup>7</sup>. Но сейчас для нас важно, что итоговая доходность инвестиций пассивного инвестора не будет значительно изменяться в зависимости от того, какие именно надежные акции он включит в свой диверсифицированный портфель. Строго говоря, ни сам инвестор, ни его финансовые консультанты не могут с уверенностью предсказать, как она изменится в конечном счете. Вполне оправданно мнение, что искусство инвестора — это прежде всего умение выбирать акции с доходностью выше рыночной. По ряду причин мы полагаем, что пассивному индивидуальному инвестору едва ли под силу добиться более высоких результатов, чем в среднем по рынку<sup>8</sup>. (Наш скептицизм распространяется и на крупные инвестиционные фонды, управляемые экспертами.)

Рассмотрим это утверждение на примере, который на первый взгляд может полностью его опровергнуть. С декабря 1960 по декабрь 1970 г. значение индекса Доу–Джонса выросло с 616 до 839 пунктов, или на 36%. Но на протяжении того же периода индекс широкого рынка Standard & Poor's 500 возрос с 58,11 до 92,15 пункта, или на 58%. Казалось бы, следовало покупать акции, входящие в расчет S&P. Но кто в 1960 г. решился бы предсказать, что доходность акций множества самых разных компаний, по которым рассчитывается индекс широкого рынка, будет выше доходности акций «аристократов» — 30 гигантов, по которым рассчитывался индекс Доу–Джонса? Несомненно, это доказывает, что лишь немногие инвесторы способны предсказать изменения курса акций как в абсолютном, так и в относительном выражении.

Повторим еще раз (никогда нелишне напомнить об осторожности): инвестору не стоит надеяться на доходность более высокую, чем в среднем по рынку, и покупать для этого новые выпуски облигаций и «горячие» акции, обещающие быструю прибыль<sup>9</sup>. Данное утверждение справедливо и в долгосрочной перспективе. В качестве объекта инвестиций пассивный инвестор

---

<sup>7</sup> Помимо индекса Доу–Джонса, сегодня рассчитываются и другие фондовые индексы — Standard & Poor's 500 (S&P) и Wilshire 5000. Индекс S&P рассчитывается на основании цен акций 500 крупнейших компаний, на которые приходится 70% общей капитализации рынка акций США. Индекс Wilshire 5000 отражает динамику акций практически всех значимых американских компаний, которые торгуются на бирже (всего их примерно 6700). Но поскольку этот индекс относится прежде всего к крупнейшим компаниям, доходность акций, входящих в его расчет, примерно такая же, как и акций, входящих в расчет S&P 500. Некоторые малобюджетные взаимные фонды инвестиций предоставляют клиентам возможность формировать инвестиционный портфель из акций, входящих в расчет этих индексов, пропорционально их удельному весу в последних (см. главу 9).

<sup>8</sup> См. главы 13 и 14.

<sup>9</sup> Более подробно мы поговорим об этом в главе 9.

должен выбирать акции устойчивых в финансовом отношении компаний, на протяжении длительного периода демонстрирующих высокую прибыльность. (Список таких компаний может составить любой хороший финансовый аналитик.) Агрессивные инвесторы могут покупать обыкновенные акции других компаний, выбирая их, исходя из четко сформулированных критериев и на основе всестороннего анализа.

В заключение перечислим три взаимодополняющих принципа, которым должен следовать пассивный инвестор. Принцип первый: в качестве альтернативы самостоятельного формирования портфеля акций можно приобрести паи хорошо зарекомендовавшего себя инвестиционного фонда. Принцип второй: можно воспользоваться услугами общего доверительного фонда или фонда смешанных инвестиций, управляемого трастовой компанией или банком; такие фонды работают во многих штатах. Инвестор, располагающий значительными денежными средствами, может обратиться за помощью к уважаемой инвестиционной или консалтинговой компании, способной профессионально управлять инвестициями на стандартных условиях. Принцип третий: инвестор может прибегнуть к инвестиционной стратегии, основанной на методе усредненного равномерного инвестирования. В этом случае он будет регулярно (ежемесячно или ежеквартально) вкладывать в покупку акций одинаковые суммы. Соответственно на падающем рынке он будет покупать больше акций, а на растущем — меньше. В итоге, скорее всего, цена входящих в его портфель акций окажется вполне приемлемой. Строго говоря, этот метод представляет собой частный случай использования более широкого подхода — так называемого «инвестирования по формуле». Этот метод мы имели в виду, когда писали, что в зависимости от ситуации на рынке инвестор может менять долю акций в своем портфеле от 25 до 75%. Эти весьма полезные методы пассивного инвестирования будут рассмотрены в следующих главах<sup>10</sup>.

## Что делать активному инвестору?

Активные, предприимчивые инвесторы хотят (и надеются) получать более высокую по сравнению с осторожными вкладчиками прибыль. Но прежде всего им следует убедиться в том, что их действия не приведут к результатам, обратным ожидаемым. Сплошь и рядом случается, что энергичные, одаренные от природы и образованные инвесторы приходят на Уолл-стрит

<sup>10</sup> Хорошо зарекомендовавшие себя инвестиционные фонды будут более подробно рассмотрены в главе 9. О профессиональном управлении с помощью известных инвестиционно-консалтинговых компаний мы поговорим в главе 10. Принцип усредненного равномерного инвестирования будет описан в главе 5.

лишь для того, чтобы разориться, потому что их достоинства, используемые не по назначению, превращаются в недостатки. Поэтому важно, чтобы агрессивный инвестор прежде всего уяснил, какой образ действий ведет к успеху, а какой — наоборот.

В первую очередь рассмотрим несколько методов, с помощью которых инвесторы и спекулянты чаще всего пытаются добиться более высокой прибыли, чем в среднем по рынку.

1. *Следование за рынком.* Следуя за рынком, акции покупают, когда рынок растет, и продают, когда рынок падает. В качестве объекта инвестиций желательно выбирать акции, которые «ведут себя» лучше, чем фондовый рынок в целом. Лишь немногие профессионалы часто прибегают к коротким продажам, т. е. продают заемные (взятые в долг) акции. Цель — получить прибыль за счет падения цены, т. е. от продажи акций по высокой цене и последующей их покупки по более низкой. (См. приведенную выше цитату из *The Wall Street Journal*: случается, что даже мелкие инвесторы, несмотря на отсутствие профессионализма, искушают судьбу, занимаясь короткими продажами.)
2. *Выбор акций по текущим показателям.* Инвесторы приобретают акции, руководствуясь текущими показателями, т. е. выбирают акции компаний, которые в своих отчетах показывают или прогнозируют рост прибыли и другие положительные результаты.
3. *Выбор акций с прицелом на будущее.* Инвесторы выбирают акции компаний, продемонстрировавших высокие показатели прибыли компании в прошлом, и экстраполируют положительную динамику на будущее. Иногда инвесторы выбирают акции компаний ничем не примечательных, но перспективных. (Обычно это компании высокотехнологичных отраслей, таких как компьютерная индустрия, фармацевтика и электроника, разрабатывающие новые многообещающие технологии и продукты.)

Мы уже выказывали скептицизм в отношении шансов на успех инвесторов, использующих перечисленные методы. Первый из них вызывает сомнения как с теоретической, так и с практической точки зрения. Трейдинг вряд ли позволит «тщательно анализируя ситуацию, сохранить вложенные средства и получить приемлемую прибыль». Более подробно трейдинг будет рассмотрен в одной из следующих глав<sup>11</sup>.

В своем стремлении выбрать самые привлекательные акции (в качестве объекта кратко- или долгосрочных инвестиций) инвестор сталкивается с двумя трудностями. Во-первых, человеку свойственно ошибаться.

<sup>11</sup> См. главу 8.

Во-вторых, рынок ведет себя непредсказуемо. Люди часто ошибаются в прогнозах, но, даже если последние сбываются, текущая цена акций уже отражает ожидания инвестора. Что касается выбора акций по текущим показателям деятельности компаний, то эти показатели доступны всем участникам рынка. Ожидаемые показатели будущего года (в той степени, в какой их можно предсказать) учитываются всеми заинтересованными лицами. Таким образом, инвестор, который выбирает акции, исходя в основном из высоких финансовых показателей компании-эмитента в текущем году или с учетом прогноза, скорее всего обнаружит, что так же поступают и многие другие его собратья.

При выборе акций с прицелом на будущее возникают в основном схожие проблемы. Вероятность грубой ошибки в прогнозах, как было показано в предыдущем издании книги на примере авиакомпаний, безусловно, выше, чем в случае выбора акций по текущим показателям. Поскольку финансовые аналитики часто ошибаются в прогнозах, теоретически инвестор может выиграть, сделав, в отличие от брокеров, правильный прогноз. Но это только в теории. Многие ли инвесторы могут похвастаться проницательностью или даром предвидения, способными помочь им побить профессиональных аналитиков в любимой игре — прогнозировании доходности акций?

Теперь мы можем сформулировать следующий вывод, который, возможно, удивит читателя: реальные шансы на получение более высокой прибыли по сравнению со средней по рынку рынка в течение длительного времени может дать только особая стратегия. Эта стратегия должна быть (1) продуманной и эффективной и (2) непопулярной среди участников фондового рынка.

Существует ли такая стратегия для активного инвестора? Теоретически — да. Можно привести и веские практические аргументы в пользу положительного ответа на этот вопрос. Как известно, и фондовый рынок в целом, и курс отдельных акций могут сильно колебаться. При этом в каждый данный момент на рынке есть акции, котировки которых растут или падают. Кроме того, отдельные акции могут недооцениваться из-за отсутствия интереса или предубежденного отношения к ним. Можно пойти дальше и предположить, что многие из тех, кто занимается торговлей ценными бумагами, мягко говоря, слабо разбираются в этом деле. В книге содержится множество примеров (из прошлого опыта) расхождения между текущей ценой и фундаментальной стоимостью акций. Именно из-за этого и возникает иллюзия, что работа на Уолл-стрит — веселая игра, в которую может играть каждый, потешаясь над глупостью других участников рынка. Разумеется, на самом деле все не так просто. Покупка непопулярных и потому недооцененных акций в надежде на получение прибыли в результате их роста требует от инвестора выдержки и опыта. А для коротких продаж

популярных и потому переоцененных акций нужны не только мужество и выдержка, но и толстый кошелек<sup>12</sup>. Короткие продажи имеют право на существование и могут приносить неплохую прибыль, но требуют мастерства, которым нелегко овладеть.

Бывают и исключения из этого правила. Случалось, опытные игроки получали прибыль на уровне 20% и выше. Речь идет об арбитражных сделках с различными видами активов, выплатах при ликвидации компаний и некоторых хеджевых операциях. Типичный пример — операции с акциями компаний, которым предстоит слияние или поглощение. В этом случае можно прогнозировать значительный рост курса акций по сравнению с их ценой на дату объявления о слиянии или поглощении. Количество таких сделок за последние годы возросло, что принесло немалую прибыль опытным инвесторам. Но с ростом количества объявлений о слияниях и поглощениях возникло множество проблем, и теперь эти когда-то выгодные операции чреваты убытками. Возможно, снижение общего уровня их доходности стало также следствием высокой конкуренции<sup>13</sup>.

Падение доходности вышеописанных операций — следствие разрушительного процесса, который сродни закону убывающей доходности (проявления последнего не раз наблюдались в периоды переиздания данной книги). В 1949 г. мы представили результаты анализа колебаний фондового рынка за предшествующие 75 лет. На их основании, используя показатели прибыли и уровни текущих процентных ставок, мы вывели специальную формулу для определения оптимальных моментов для покупки акций, входящих в расчет индекса Доу–Джонса, по цене ниже фундаментальной и последующей их продажи по более высокой цене. Этот подход отвечал

---

<sup>12</sup> При коротких продажах инвестор ставит не на рост, а на падение акций. Короткие продажи осуществляются в три этапа. Сначала инвестор заимствует акции у их владельца, затем продает их и, наконец, по прошествии определенного времени покупает и возвращает владельцу. Если рыночная стоимость акций падает, инвестор может купить их по более низкой цене. Разница между ценой продажи заемных акций и ценой покупки акций, предназначенных для возврата (за вычетом дивидендов, процентов и платы за услуги брокерской компании), и составляет прибыль инвестора. Но если курс акций растет, инвестор может понести огромные убытки, что делает короткие продажи чрезвычайно опасными для большинства индивидуальных инвесторов.

<sup>13</sup> В конце 1980-х гг., когда возросло количество враждебных поглощений и покупок контрольного пакета акций на заемные средства, компании Уолл-стрит, чтобы выиграть от ошибок в ценообразовании при проведении таких сложных операций, начали создавать особые подразделения, занимающиеся арбитражем. Опыт оказался настолько удачным, что получил широкое распространение, в результате чего прибыль упала и эти подразделения закрылись. Хотя Грэм и пишет об арбитраже далее, данный вид биржевой торговли стал неприемлемым для большинства инвесторов, так как прибыль можно было получить только в рамках многомиллионных операций. Богатые индивидуальные и институциональные инвесторы могут работать с хедж-фондами, специализирующимися на арбитраже слияния и других видах событийного арбитража.

известной максиме Ротшильдов: «Покупай дешево и продавай дорого»<sup>14</sup>. Преимущество нашего подхода к операциям с акциями заключалось в том, что он прямо противоречил прочно укоренившемуся и разрушительному принципу Уолл-стрит, согласно которому акции следует покупать, когда они дорожают, и продавать, когда они дешевеют. Увы, после 1949 г. эта формула перестала работать. Еще одно подтверждение деструктивного процесса, о котором мы писали выше, — известная теория Доу, объясняющая движения фондового рынка. Применение этой теории на практике давало блестящие результаты в 1897–1933 гг., но после 1934 г. ее эффективность стала сомнительной.

Пример третьей и последней исключительной возможности, открывающейся перед инвестором, — из недавнего прошлого. Дело в том, что большая часть наших собственных операций на фондовом рынке была связана с приобретением недооцененных акций. Рыночная цена этих акций была ниже стоимости приходящихся на них долей чистых текущих активов (оборотного капитала) корпорации без учета непрофильных и других активов за вычетом всех обязательств. Очевидно, что такого рода акции торговались по цене намного ниже реальной стоимости акционерной компании как частного предприятия. Ни владельцу, ни кому-либо из акционеров никогда не пришлось бы в голову продавать свое имущество по такой смехотворной цене. Как ни странно, но обнаружить подобного рода аномалии было совсем не трудно. В 1957 г. был опубликован список, включающий около 200 таких акций, которые обращались на рынке. В итоге инвестиции в них (за редким исключением) оказались прибыльными, а доходность по ним превышала доходность по другим акциям. В следующем десятилетии такие акции практически исчезли с фондового рынка, а вместе с ними — и соответствующие возможности для искушенных активных инвесторов. Однако в 1970 г. падение рынка вновь привело к появлению множества недооцененных акций, продающихся по цене ниже стоимости долей приходящегося на них оборотного капитала. Несмотря на последовавший рост рынка, к концу года инвестор мог найти достаточное количество таких акций для формирования полноценного портфеля.

В современных условиях активный инвестор по-прежнему может добиться более высокой доходности, чем в целом по фондовому рынку. Среди множества обращающихся на фондовых биржах акций не так уж трудно выбрать такие, которые, используя логику и определенные правила, можно классифицировать как недооцененные рынком. Такой подход более эффек-

---

<sup>14</sup> Семья Ротшильдов во главе с Натаном Майером Ротшильдом в XIX в. занимала доминирующее положение на европейском финансовом рынке и рынке ценных бумаг. История этой семьи блестяще описана в книге Найла Фергюсона (Niall Ferguson, *The House of Rothschild: Money's Prophets, 1798-1848*, Viking, 1998).

тивен, чем ориентация на акции, входящие в расчет индекса Доу–Джонса, или сходный набор надежных акций из котировального списка. С нашей точки зрения, для инвестора, стремящегося получить более высокую прибыль (скажем, на 5% превышающую среднегодовую доходность рынка), такие акции — просто находка. Далее мы расскажем о некоторых методах поиска этих акций, которые может использовать активный инвестор.

# КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 1

Все человеческие несчастья имеют один корень:  
неумение спокойно оставаться у себя в комнате.

*Блез Паскаль*

**К**ак вы думаете, почему брокеры Нью-Йоркской фондовой биржи всегда радуются, услышав сигнал об окончании рабочего дня, — независимо от того, что происходило в этот день на рынке? Да потому, что, работая на вас, они зарабатывают деньги для своего кармана. Ведь они получают прибыль в любом случае, независимо от того, получаете ли ее вы. Занимаясь спекуляциями вместо инвестиций, вы снижаете свои шансы заработать состояние и способствуете обогащению брокеров.

Грэм предельно ясно сформулировал определение инвестиций: «Инвестиции — это операции, цель которых — тщательно анализируя ситуацию, сохранить вложенные средства и получить приемлемую прибыль. Операции, которые не отвечают этим требованиям, — это спекуляции»<sup>15</sup>. Обратите внимание, что это определение недвусмысленно указывает на три главных условия успеха:

- прежде чем покупать акции, инвестор должен тщательно проанализировать финансовые и другие показатели компании-эмитента, а также ситуацию в отрасли;
- он должен стараться сохранить свои вложения и не допустить серьезных убытков;
- он должен стремиться к получению не сверхвысокой, а «приемлемой» прибыли.

---

<sup>15</sup> Более того, Грэм конкретизирует понятия, используемые в этом определении. Тщательный анализ — это изучение ценных бумаг на основе принятых методов оценки их стоимости и надежности. Чтобы сохранить вложения, их нужно защитить в условиях как спокойного, так и волатильного рынка. Приемлемая (удовлетворительная) прибыль — это минимальная прибыль, которую инвестор согласен получать при условии, что он действует достаточно разумно. (*Security Analysis*, 1934 ed., с. 55–56.)

Инвестор рассчитывает стоимость акций, исходя из стоимости компании. Спекулянт покупает акции в расчете на их рост, вызванный тем, что кто-то будет готов заплатить за них более высокую цену. Как указывал Грэм, инвестор судит о рыночной цене акций с учетом оценки (на основе принятых методов) фундаментальной стоимости компании-эмитента, а спекулянты, наоборот, оценивают реальную стоимость компании, исходя из рыночной цены их акций<sup>16</sup>. Спекулянту как воздух нужны постоянно меняющиеся котировки, без них он просто не выживет. Для инвестора рыночная цена акций, которую Грэм называет «котировочной», не столь важна. Он рекомендует инвестировать только при условии, что, купив акции, инвестор будет спокоен, даже не получая ежедневную информацию об их рыночной цене<sup>17</sup>.

Спекуляции могут быть столь же увлекательным занятием, как игра в казино или на скачках (и даже прибыльным — если вам повезет). Но они — худший из всех способов заработать состояние. Дело в том, что на Уолл-стрит, как в игорных домах Лас-Вегаса и на ипподромах, в плюсе всегда остается заведение, а не игрок, пытающийся выиграть с помощью спекуляций.

Инвестиции, напротив, — азартная игра особого рода, которую в конечном счете нельзя проиграть — ведь инвестор играет только по правилам, позволяющим использовать все движения рынка в свою пользу. Инвесторы зарабатывают деньги для себя, спекулянты — для своих брокеров. Именно поэтому фондовая биржа постоянно ворчит на инвесторов и превозносит спекулянтов.

## ПРЕВЫШАТЬ СКОРОСТЬ ОПАСНО

Грэм предупреждает, что ни в коем случае нельзя путать спекуляции с инвестициями. В 1990-е гг. эта путаница привела к значительным потерям на фондовом рынке. Казалось, почти у всех его участников иссякло терпение, и США стали страной спекулянтов, населенной трейдерами, которые прыгали с одних акций на другие как кузнечики на летнем лугу.

Люди поверили, что если тот или иной метод инвестирования «работает», значит, он «правильный». Те, кому какое-то время удавалось получать прибыль выше средней по рынку (независимо от того, какими безрассудными и опасными способами это достигалось), хвастались своей «правотой». Но разумный инвестор не обязан доказывать свою правоту в краткосрочной перспективе. Казалось, методы, получившие массовое распространение

---

<sup>16</sup> *Security Analysis*, 1934 ed., с. 310.

<sup>17</sup> В одном из интервью Грэм дал такой совет: «Спросите себя: “Если бы акции такой-то компании не продавались на рынке, согласился бы я их купить?”» (*Forbes*, 1 января 1972 г., с. 90).

на фондовом рынке 1990-х гг., — внутриденная торговля (дейтрейдинг), отказ от диверсификации, перемещение средств в «горячие» инвестиционные фонды и использование различных «систем» выбора акций, — успешно работали. Но они не годились для долгосрочного инвестирования, так как не соответствовали ни одному из трех критериев Грэма, позволяющих отличить инвестиции от спекуляций.

Чтобы понять, почему текущая высокая доходность ничего не доказывает, представим себе, что расстояние между пунктами А и Б составляет 150 км. Двигаясь со скоростью 75 км в час, это расстояние можно преодолеть за два часа. Но на скорости 150 км в час для этого понадобится вдвое меньше времени. Допустим, я проеду это расстояние на автомобиле на огромной скорости и не попаду в аварию. Но буду ли я при этом «прав»? Должны ли вы следовать моему примеру, даже если я скажу, что мой метод «работает»? Опасные методы «побития рынка» — та же езда с превышением скорости: какое-то время, если вам повезет, все будет хорошо. Но вы рискуете рано или поздно попасть в аварию.

В 1973 г., когда Грэм работал над последним прижизненным переизданием своей книги, годовой коэффициент оборачиваемости ценных бумаг на Нью-Йоркской фондовой бирже составлял 20%. Это означает, что в среднем период держания акций их владельцем составлял пять лет. К 2002 г. коэффициент оборачиваемости вырос до 105%, т. е. период держания акций сократился до 11,4 месяца. В 1973 г. взаимный инвестиционный фонд средних размеров держал акции в среднем около трех лет, в 2002 г. этот показатель снизился до 10,9 месяца. Все это выглядело так, будто управляющие фондами почти год изучали купленные акции, а потом вдруг решали, что от них нужно как можно скорее избавиться и сбрасывали их, и так до бесконечности.

Даже самые известные управляющие компании иногда увлекаются спекуляциями. В начале 1995 г. Джеффри Виник, управляющий компанией Fidelity Magellan (в то время это был крупнейший в мире взаимный инвестиционный фонд) вложил в акции высокотехнологичных компаний 42,5% активов. Он говорил, что большинство вкладчиков доверяют фонду свои сбережения, потому что заглядывают на много лет вперед, и что, по его мнению, их цели совпадают с целями фонда, поскольку они (вкладчики), как и Виник, выбирают долгосрочный подход. Но спустя полгода Виник продал почти все акции, выручив за два месяца почти \$19 млрд. Долгосрочный период оказался не таким уж долгосрочным. А в 1999 г. дисконтное брокерское подразделение Fidelity Magellan уже призывало своих клиентов торговать ценными бумагами в любом месте и в любое время, используя для этого «наладонники», что вполне соответствовало новому слогану фирмы — «Не теряй ни секунды» («Every second counts»).