

## ГЛАВА 2. РАЦИОНАЛЬНОЕ ИЗОБИЛИЕ

*Бизнес превосходит ожидания рынка*

Притча о семье Готроксов, рассказанная в главе 1, иллюстрирует основной принцип инвестирования, сформулированный Уорреном Баффетом: «Большинство инвесторов в целом могут заработать не больше, чем в совокупности зарабатывает их бизнес». Рассказывая о Berkshire Hathaway, открытой акционерной инвестиционной компании, которой он управляет 40 лет, Баффет говорит: «Когда цена на акции некоторое время держится на необычайно высоком или низком уровне, ограниченное число акционеров — покупатели или продавцы — получают единовременные выгоды за счет тех, с кем они совершают сделку. Но со временем совокупный доход, полученный акционерами Berkshire, обязательно должен прийти в соответствие с доходами компании».

«Со временем совокупный доход, полученный акционерами, обязательно должен прийти в соответствие с доходами компании».

Как часто инвесторы упускают из виду этот принцип! И это не смотря на то, что история, если только мы удосужимся изучить ее, явственно указывает на связь между доходами, полученными *бизнесом* в долгосрочном периоде (годовой дивидендной доходностью и доходом от роста стоимости акций), и совокупным доходом *фондового рынка* США. Задумайтесь об этом на минуту. Видите ли вы, что это всего лишь здравый смысл?

Вам нужны доказательства? Взгляните на рис. 1. Средняя совокупная годовая доходность акций в XX веке составила 9,6%. Это практически равно доходности инвестированного капитала на уровне 9,5%, из которых 4,5% приходится на дивидендный доход, а 5% — на прирост стоимости акций. Ничтожно малую разницу в 0,1% дает то, что я называю спекулятивным доходом. Его рассматривают либо как статистическую погрешность, либо как свидетельство долгосрочного повышательного тренда в оценках стоимости акций (готовности игроков платить за каждый доллар прибыли в конце периода больше, чем в начале).

За счет начисления сложных процентов за 106 лет накапливается поистине ошеломляющий доход. Каждый доллар, инвестированный в 1900 году (при доходности инвестированного капитала в 9,5%), к концу 2005 года превращается в 15 062 доллара\*. Как это ни

---

\* Сделаем важное уточнение: если мы рассчитаем доход на каждый доллар (с учетом сложных процентов) не по номинальной доходности в 9,5%, а по реальной (с учетом инфляции) — в 6,5%, то показатель увеличится до более скромных 793 долларов. Тем не менее за указанный период реальная величина вашего «состояния» в любом случае возрастает почти в 800 раз!

печально, мало кому из нас удастся прожить 106 лет. Однако с учетом преемственности поколений (как, например, в хорошо известной нам семье Готтроксов) сложные проценты могут сотворить чудо и сделать вашу игру на рынке беспроигрышной.

Как показано на рис. 1, с течением времени доходность инвестиций подвержена взлетам и падениям. Наиболее существенным был спад во времена Великой депрессии в начале 1930-х годов. Но если посмотреть на динамику в целом, то становится очевидно, что доходность неуклонно повышается, а кратковременные спады едва заметны.

**Рис. 1. Доходность инвестированного капитала и доходность фондового рынка: рост в расчете на один доллар за период с 1900 по 2005 год**



\* Влияние изменения коэффициента P/E.

Доходность фондового рынка иногда может резко возрасти и превзойти фундаментальные показатели бизнеса (как было в конце 1920-х, начале 1970-х и конце 1990-х годов) или, напротив, может заметно снизиться (как в середине 1940-х, конце 1970-х и в 2003 году).

Однако все это длится недолго — словно повинувшись силе магнита, доходность всегда возвращается к средним уровням.

Концентрируясь на краткосрочных колебаниях рынка, мы упускаем из виду общую картину. Мы игнорируем тот факт, что отклонение доходности инвестиций от долгосрочных нормальных показателей крайне редко вызвано *экономикой* инвестирования — приростом стоимости акций и дивидендных доходов. Подлинная причина таких краткосрочных изменений связана с *эмоциональным аспектом*.

Измерить данный аспект можно при помощи коэффициента  $P/E^*$ , показывающего, сколько инвесторы готовы заплатить за каждый доллар прибыли. С укреплением или ослаблением доверия инвесторов соответственно растет или снижается  $P/E^{**}$ . Когда на рынке жадность правит бал, коэффициенты держатся на высоких отметках, когда преобладают надежды на тот или иной исход, мы видим средние уровни  $P/E$ . Когда же воцаряется страх, коэффициенты опускаются до очень низких значений. Таким образом, краткосрочные колебания при стабильно повысительном долгосрочном тренде обусловлены прежде всего эмоциональным настроением инвесторов.

«Опасно... использовать применительно к будущему индуктивные умозаключения, основанные на прошлом опыте».

---

\* Коэффициент  $P/E$  (price to earnings) показывает отношение цены к доходу. Рыночная цена акции, деленная на доходы по акциям компании в расчете на одну акцию за определенный период. Используется для оценки потенциала доходности бумаги, сравнения ценных бумаг и иных целей. *Прим. ред.*

\*\* Здесь я допускаю некоторое упрощение, поскольку влияние на  $P/E$  может оказывать и изменение процентных ставок.

Как показано на рис. 1, цены на акции эмитентов зачастую не соответствуют оценкам стоимости той или иной компании, однако *в долгосрочном периоде все становится на свои места*. Хотя инвесторы нередко считают минувшее прологом будущего, прошлые доходности фондового рынка (заметная часть которых нередко приходится на спекулятивную составляющую) представляют собой крайне ненадежные ориентиры будущей динамики. Чтобы понять, почему исторические уровни доходностей не позволяют предсказывать будущее, достаточно привести слова великого британского экономиста Джона Мейнарда Кейнса, написанные более 70 лет назад: «Опасно... использовать применительно к будущему индуктивные умозаключения, основанные на прошлом опыте, если невозможно четко определить причины, по которым прошлый опыт был именно таким».

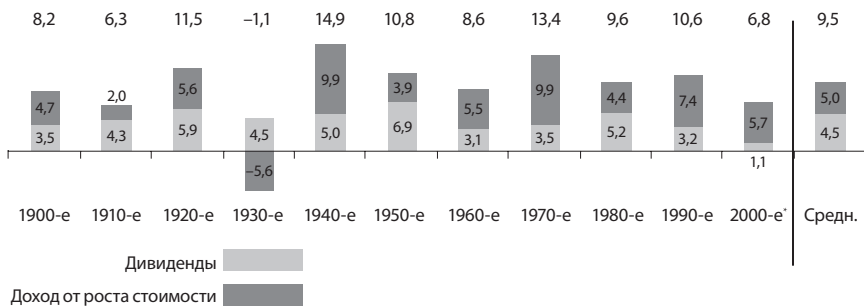
Если же мы будем в силах понять причины прошлого, то сможем сделать обоснованные прогнозы на будущее. Кейнс помог нам решить эту задачу. Он пришел к выводу, что долгосрочный прогноз курса акций представляет собой сочетание *предприимчивости* (в прогнозировании дохода, который может быть получен на протяжении всего срока жизни актива) и *гипотезы/спекуляции* (при попытке предугадать психологию рынка). Как хорошо мне знакомы эти слова, ведь 55 лет назад я использовал их в своей дипломной работе в Принстонском университете, посвященной деятельности взаимных фондов (выбор темы, кстати, оказался пророческим для дальнейшей карьеры вашего покорного слуги). Называлась моя работа «Экономическая роль инвестиционной компании» (The Economic Role of the Investment Company).

Двойственная природа доходности фондового рынка особо заметна, если посмотреть на ее изменения за десятилетние периоды. Используя идеи Кейнса, я подразделяю доходность фондового рынка на две категории. Во-первых, это *доходность инвестиций*

(предприимчивость), изначально состоящая из дивидендного дохода и прироста стоимости акций (по сути своей, это так называемая внутренняя стоимость). Во-вторых, *спекулятивный доход*, который обусловлен воздействием изменений Р/Е на курс акций.

Начнем с доходности инвестиций. На рис. 2 показана среднегодовая доходность инвестирования в акции по десятилетиям с 1900 года. Обратите внимание на значительный вклад дивидендного дохода в совокупный доход за каждые 10 лет. В рассматриваемом периоде он всегда имел положительное значение (в среднем был 4,5% и только раз выходил за пределы диапазона от 3 до 7%). Затем посмотрите на вклад в доходность инвестированного капитала со стороны доходов от роста стоимости акций. Показатель имел положительное значение в течение всех десятилетий (кроме 1930-х годов во времена Великой депрессии) и обычно составлял от 4 до 7% (в среднем 5% в год). Особо отметим стабильность совокупной доходности инвестиций. Отрицательное значение она принимала лишь однажды (опять же в 1930-е годы), а в основном находилась в диапазоне от 8 до 13% при среднем значении 9,5%.

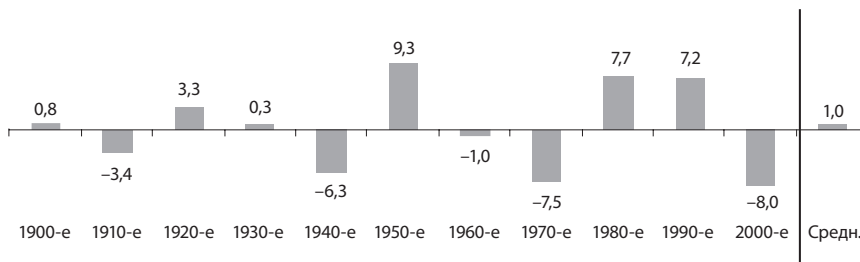
**Рис. 2. Доходность инвестиций по десятилетиям, % в год**



\* Включая период с 2000 по 2005 год.

Теперь взглянем на ситуацию со спекулятивным доходом. По сравнению с относительно стабильным ростом дивидендов и стоимости акций в рассматриваемом периоде спекулятивный доход испытывал серьезные колебания в зависимости от изменений Р/Е (рис. 3). Рост коэффициента на 100% (с 10 до 20) за 10 лет соответствует годовой спекулятивной доходности в 7,2%. Любопытно, что во всех без исключения случаях десятилетие, в котором спекулятивная доходность была отрицательной, сменялось десятилетием, когда она принимала положительное значение. Так появились следующие «пары»: тихие 1910-е и оживленные 1920-е, экономные 1940-е и переживавшие бум 1950-е, унылые 1970-е и преисполненные надежд 1980-е. Все это говорит о ярко выраженной тенденции постоянного возвращения (реверсии) рынка к своим средним уровням\*. Затем в 1980-е и 1990-е годы наблюдается беспрецедентная картина — два десятилетия подряд спекулятивная доходность держится на чрезвычайно высоких отметках.

**Рис. 3. Спекулятивный доход по десятилетиям, % в год**



Пример. В 1980-е годы Р/Е вырос с 7,3 до 15,2, то есть его рост составил 110%, в среднем 7,7% в год.

\* Англ. reversion to the mean можно рассматривать как стремление доходностей акций с течением времени возвращаться к своей долгосрочной норме — моменты экстремально высоких доходностей сменяются периодами, когда они оказываются ниже среднего, и наоборот. *Прим. ред.*

К концу 1999 года P/E достиг беспрецедентных высот, добравшись до отметки 32 и создав тем самым предпосылки для разворота тренда, что и произошло в результате последовавшего обвала курса акций на фондовом рынке. Сейчас при продолжающемся росте доходов коэффициент P/E равен 18 (по сравнению с показателем на начало XX века на уровне 15). В результате средний вклад спекулятивной доходности в годовую доходность инвестиций в долгосрочном периоде не превышает 0,1%.

Объединив эти два источника доходности акций, получаем совокупную доходность фондового рынка (рис. 4). Несмотря на крайнюю нестабильность спекулятивной составляющей на протяжении большинства десятилетий, в долгосрочном периоде она почти не оказывает влияния на общий результат. Таким образом, среднегодовая совокупная доходность акций в 9,6% практически целиком и полностью приходится на *доходность инвестиций* (предприимчивость), а на *спекулятивный доход* остается лишь 0,1%. Вывод из всего сказанного очевиден: в долгосрочной перспективе доходы по акциям в наибольшей степени определяются доходностью инвестиционной деятельности корпораций. При этом изменения настроений инвесторов, отражающиеся в спекулятивной доходности, особой роли не играют. Долгосрочная доходность акций определяется экономикой, тогда как эмоции, вызывающие временные колебания, постепенно сходят на нет.

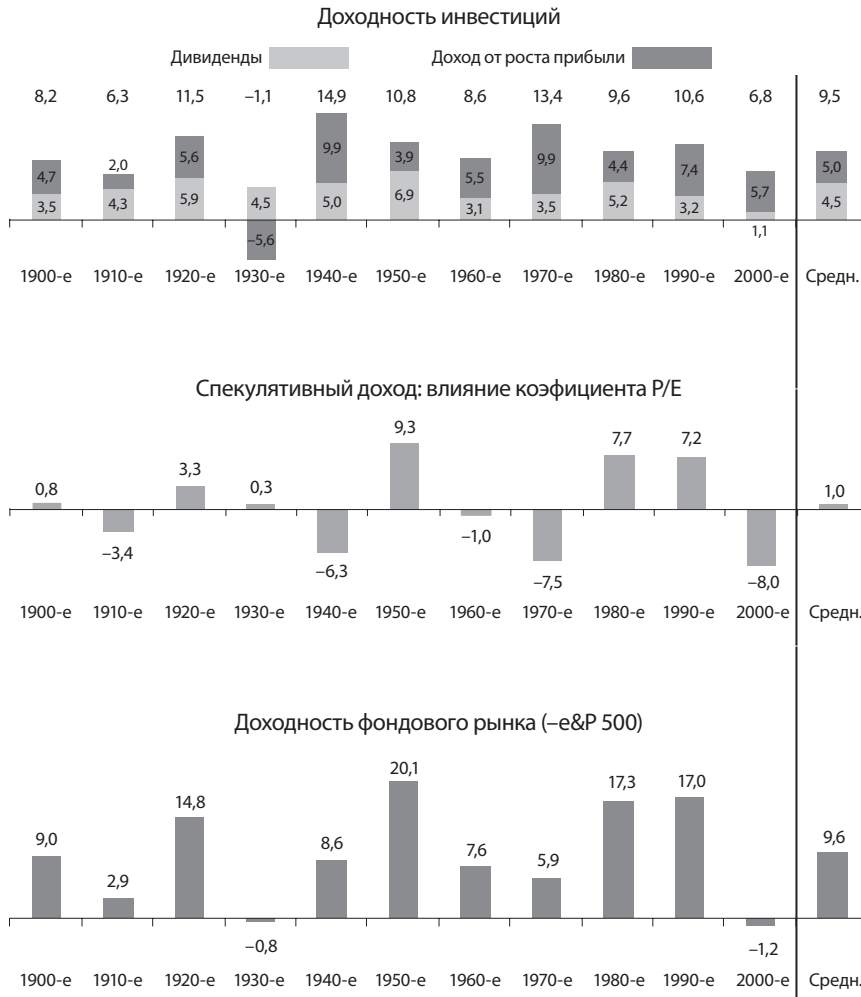
Предугадать изменения эмоционального настроения инвесторов нельзя, зато можно довольно точно предсказать поведение экономики инвестирования в долгосрочном периоде.

Даже проработав более 55 лет в бизнесе, я не имею ни малейшего представления о том, как предугадать изменения эмоционального



настроения инвесторов\*. Однако благодаря арифметике можно довольно точно спрогнозировать поведение экономики инвестирования в долгосрочном периоде. Вы спросите как? Да очень просто:

**Рис. 4. Совокупная доходность акций по десятилетиям, % в год**



\* В этом я не одинок. Лично я не знаю ни одного человека, у которого бы это получилось. Финансовые же исследования, проводившиеся на протяжении 70 лет, свидетельствуют о том, что это не удавалось никому.

нужно лишь рассчитать (на базе генерируемых компаниями дивидендов и прироста стоимости) доходность инвестиций, которая непременно затем перерастет в доходность фондового рынка. Иными словами, даже если текущий курс акций эмитента не отражает реальные оценки его бизнеса (так называемую внутреннюю стоимость компании), то в долгосрочном периоде все становится на свои места.

Последуйте примеру Роджера Мартина, декана Ротмановской школы менеджмента при Университете Торонто, и представьте себе инвестирование как две игры. Первая игра — это *«реальный рынок»*, где между собой конкурируют гигантские акционерные компании, где тратятся реальные деньги на производство и продажу реальных товаров и услуг и где корпорации (если они ведут разумную игру) получают реальную прибыль и выплачивают реальные дивиденды. Эта игра требует продуманной стратегии, целеустремленности, компетентности, инновационности и дальновидности».

Вторая игра представляет собой рынок *ожиданий*. Здесь, по словам Роджера Мартина, «цены устанавливаются отнюдь не на основе объективных показателей, таких как рентабельность продаж или прибыль. Курс акций может вдруг резко подскочить, но связано это будет лишь с улучшением ожиданий инвесторов, а вовсе не с ростом продаж, рентабельности или прибыли компании».

На фондовом рынке царит хаос.

Хотелось бы добавить, что рынок ожиданий — это продукт чаяний не только активных инвесторов, но и спекулянтов, пытающихся предугадать настрой игроков и их возможную реакцию на появление на рынке той или иной новой информации. *Рынок ожиданий — это*

спекуляции. Реальный рынок — это инвестирование. Единственный логичный вывод, который напрашивается с учетом всего сказанного выше, заключается в том, что на фондовом рынке царит хаос. Он заставляет участников игры концентрироваться на переменчивых инвестиционных ожиданиях, а не на действительно важных вещах — постепенном накоплении прибыли, генерируемой американскими корпорациями.

Мой совет инвесторам таков: не обращайтесь внимания на весь этот «эмоциональный шум» и сфокусируйтесь на долгосрочной эффективности корпоративного мира. Колебания фондового рынка, длящиеся от пары часов до нескольких лет, можно описать словами Шекспира: «Это — повесть, рассказанная дураком, где много и шума, и страстей, но смысла нет»\*. Залог успешного инвестирования в том, чтобы покинуть рынок ожиданий, где все нацелено лишь на поиск интересных котировок, и связать свою судьбу с реальным рынком.

## МОЖЕТЕ НЕ ВЕРИТЬ МНЕ НА СЛОВО...

Приведем слова **Бенджамина Грэхема**, учителя Уоррена Баффета, легенды инвестирования, автора книги «Разумный инвестор» (*The Intelligent Investor*), который сделал очень точное замечание: «В краткосрочном периоде фондовый рынок — это машина для подсчета голосов... (но) в долгосрочной перспективе — это весы». Прибегнув к удивительной метафоре, Грэхем поведал нам притчу о «господине Рынке». «Инвестор, владеющий портфелем акций, должен быть готов к колебаниям их курса и, с одной стороны, не беспокоиться, если он снижается, а с другой — не радоваться, если он растет. Следует помнить, что рыночные котировки

---

\* У. Шекспир. Макбет. Пер. М. Лозинского. Прим. ред.

существуют лишь для удобства инвестора вне зависимости от того, решится ли он принять их или просто проигнорирует.

Допустим, за 1000 долларов вы приобрели долю в некой небольшой частной фирме. Один из ваших партнеров, господин Рынок, оказался крайне услужливым. Каждый день он сообщает вам, сколько, по его мнению, стоит ваш пакет. Исходя из своих оценок, господин Рынок предлагает купить у вас долю или продать вам еще бумаг. Иногда его идеи кажутся вам вполне разумными и оправданными с точки зрения перспектив развития бизнеса. Однако частенько господин Рынок бывает либо окрылен излишним оптимизмом, либо подвержен чрезмерным страхам. И тогда предлагаемые им цены становятся просто нелепыми.

Если вы разумный инвестор, то позволите ли вы господину Рынку с его ежедневно меняющимся мнением определять, как вам оценивать вашу долю в компании? Только в том случае, если вы соглашаетесь с ним или хотите заключить с господином Рынком сделку. Однако в большинстве ситуаций следовало бы составить собственное мнение о реальной стоимости вашего пакета. Настоящий инвестор... забывает о фондовом рынке и обращает внимание на дивидендную доходность и операционные результаты компаний, бумагами которых он владеет».