

ВВЕДЕНИЕ

Не дайте выигрышной игре стать проигрышем!

Казалось бы, успешность инвестирования целиком и полностью определяется здравым смыслом. Однако, как сказал великий «Оракул из Омахи» Уоррен Баффет, «инвестировать просто, но нелегко»*. Арифметика подсказывает и история подтверждает: выигрышная инвестиционная стратегия состоит в том, чтобы приобрести акции всех котирующихся на рынке национальных компаний по самой низкой цене. Тем самым вы гарантируете себе получение почти всех доходов, генерируемых эмитентами: в форме дивидендов и за счет роста стоимости акций.

Лучший способ реализации этой стратегии несложен: инвестируйте в фонд, имеющий такой портфель акций, и никогда из него

* «Оракулом из Омахи» Уоррена Баффета прозвали за невероятное чутье и правильность прогнозов (приведенная здесь фраза в оригинале звучит так: Investing is simple, but it's not easy). *Прим. ред.*

не выходите. Подобный фонд называется индексным*. По сути своей индексный фонд — это «корзина» (портфель), в которой лежит очень много «яиц» (акций). Создается «корзина» для того, чтобы с точностью воспроизводить общую динамику любого финансового рынка или сектора**. Портфель классического индексного фонда по определению должен представлять собой «полную рыночную корзину», а не включать в себя лишь несколько специально отобранных «яиц». В таком фонде устраняются риски, связанные с акциями отдельных компаний и отраслей, а также риски, обусловленные предпочтениями управляющего фондом. Остаются только общие риски, присущие фондовому рынку, которые сами по себе достаточно высоки (не стоит обольщаться по этому поводу). Индексные фонды компенсируют недостаток краткосрочного азарта от биржевых операций поистине впечатляющей эффективностью в долгосрочном периоде.

Индексные фонды устраняют риски, связанные с акциями отдельных компаний и секторов, а также риски, обусловленные предпочтениями управляющего фондом. Остаются только риски самого фондового рынка.

* Индексный фонд — взаимный инвестиционный фонд, структура инвестиционного портфеля которого привязана к структуре определенного фондового индекса; цель такого фонда — не получение как можно более высокого дохода, а поддержание доходности на уровне, соответствующем выбранному индексу. *Прим. ред.*

** Индексный фонд может быть создан на базе облигаций и инструментов долгового рынка или же состоять из весьма экзотических классов активов (сырьевые товары, недвижимость). Сегодня при желании вы имеете возможность инвестировать средства в различные индексные фонды, охватывающие широчайший спектр активов как в США, так и в масштабах глобальной экономики. *Прим. авт. здесь и далее, если не указано иное.*

Перед вами не просто трактат об индексных фондах. Эта книга призвана в корне изменить ваше представление об инвестировании. Разобравшись в тонкостях работы финансовых рынков, вы увидите, что лишь инвестирование в индексный фонд гарантирует вам достойную долю той прибыли, которую приносит бизнес. Благодаря магическим особенностям расчета сложных процентов ваше постоянно растущее состояние с годами будет приносить доход, который безо всякой натяжки можно назвать фантастическим.

Речь идет о классическом индексном фонде — диверсифицированном, имеющем в портфеле все (или почти все) акции фондового рынка США (совокупная капитализация которого достигает 15 трлн долларов), работающем с минимальными затратами и без комиссионных выплат консультантам, с низкой оборачиваемостью портфеля* и высокой налоговой эффективностью. Такой индексный фонд является своего рода собственником «корпоративной Америки», покупая акции каждой компании на фондовом рынке пропорционально объему рыночной капитализации и затем владея ими бессрочно.

Не стоит недооценивать силу сложных процентов, рассчитываемых на прибыль компаний. В прошедшем столетии доходность капитала корпораций США составляла порядка 9,5% годовых. Проведем расчет сложных процентов с временным интервалом в десятилетие и получим интересную картину. Каждый вложенный доллар через 10 лет превращается в 2,48 доллара, через 20 лет — в 6,14 доллара, через 30 лет — в 15,22 доллара, через 40 лет — в 37,72 доллара, а через

* Под оборачиваемостью портфеля (portfolio turnover) принято понимать показатель скорости обновления портфеля фонда и торговой активности менеджеров. *Прим. ред.*

50 лет — в 93,48 доллара*. Сложные проценты действительно творят чудеса, но в них нет ничего сверхъестественного. Попросту говоря, благодаря развитию бизнеса, росту эффективности, изобретательности и инновациям американских корпораций капитализм как система создает и наращивает капитал в интересах акционеров компаний. В этой связи можно сказать, что *инвестиции в акции — беспроигрышная игра*.

Создаваемая бизнесом прибыль в конечном счете трансформируется в прибыль фондового рынка. Не представляю, какую долю этой прибыли вы заработали в прошлом. Однако, согласно академическим исследованиям, если вы типичный инвестор в отдельные акции, то ваш доход ниже рыночного примерно на 2,5% в год. С учетом этого при доходе в 12% годовых — а именно такой уровень в последние 25 лет** обеспечивали компании, входящие в расчет индекса Standard & Poor's 500 (S&P 500), — ваш ежегодный доход оказался ниже 10%. В результате ваша доля пирога фондового рынка, каким бы он ни был, получилась меньше 80%. Более того, как вы узнаете из главы 5, если вы типичный инвестор взаимных фондов, то преуспели вы еще меньше!

Если вы не верите, что подобное происходит с подавляющим большинством инвесторов, вспомните незыблемые правила арифметики. Именно на этих правилах основана игра. Будучи инвесторами, все мы получаем прибыль фондового рынка, которая распределяется среди всех нас. Если один получил более значительный доход, то у другого он окажется меньше (при этом у второго он будет

* Накопления рассчитываются в *номинальных* долларах без корректировки на долгосрочное снижение их покупательной способности, которое составило примерно 3% в год с начала XX века. В реальном выражении (с поправкой на инфляцию) доход снижается с 9,5 до 6,5%. Следовательно, инвестирование одного доллара принесет соответственно 1,88, 3,52, 6,61, 12,42 и 23,31 доллара за указанные периоды.

** В своей книге автор неоднократно рассматривает период в 25 лет; как правило, речь о временном диапазоне с 1980 по 2005 год. *Прим. ред.*

меньше ровно на столько, на сколько окажется больше у первого). Без учета затрат на инвестирование игра с фондовым рынком — это так называемая *игра с нулевой суммой*.

Расходы на игру снижают выигрыш победителей и увеличивают потери проигравших. Кто же побеждает? Думаю, вы сами знаете ответ на этот вопрос. Побеждают посредники: брокеры, инвестиционные банкиры, инвестиционные менеджеры, маркетологи, юристы, бухгалтеры — словом, все те, кто обслуживает операционную деятельность финансовой системы. Именно они оказываются победителями в игре под названием инвестирование, ведь крупные, как известно, никогда не бывают в проигрыше. В казино всегда выигрывает заведение, на скачках — ипподром, в лотерее — государство. Инвестирование в этом отношении ничем не отличается. После вычета затрат на инвестиционный процесс вы придете к выводу, что попытка выиграть у фондового рынка обречена на неудачу.

Вычтите из своих доходов издержки на финансовых посредников: брокерскую комиссию, издержки на операции с портфелем, операционные расходы по управлению фондом, гонорары инвестиционным менеджерам, скрытые выплаты на рекламу и маркетинг, а также юридические издержки и попечительские сборы, которые мы платим день за днем, год за годом, — и вы поймете, что вам никогда в жизни не обыграть фондовый рынок. Трудно подсчитать, сколько книг написано и лекций прочитано о том, как легко победить в рыночной игре, но инвесторы на собственном опыте знают — это отнюдь не так. Если же учесть в статье личных расходов затраты на покупку разнообразных «самоучителей по инвестированию», то разочарование становится еще более горьким.

Не дайте выигрышной игре превратиться в проигрыш.

Прекрасные возможности наращивания прибыли за счет сложных процентов, внесшие свой вклад в долгосрочную эффективность американского бизнеса, неизбежно трансформируются в не менее значительные доходы фондового рынка. Однако в последнем случае существенную долю средств поглощают расходы на инвестирование. Если же вы все-таки решились поиграть на рынке, то не стоит забывать, что вероятность достижения впечатляющих результатов крайне мала. Даже простое участие в игре означает для среднего инвестора потерю значительной части прибыли, создаваемой фондовым рынком в долгосрочном периоде.

Большинство инвесторов в акции полагают, что смогут обойти подводные камни инвестирования, опираясь на собственные знания, проводя прединвестиционный аудит (*due diligence*), а также опережая остальных игроков в скорости заключения сделок. Но на практике все иначе: если инвесторы, не проявляющие особой торговой активности, имеют хотя бы призрачный шанс на получение доходов, то их более деятельные собратья практически обречены на убытки. Исследования показали, что у самых активных трейдеров (а это примерно пятая часть рынка) оборачиваемость портфеля превышает 21% в месяц. Когда доходность фондового рынка достигала 17,9% годовых в период с 1990 по 1996 год, их торговые издержки оказывались на уровне порядка 6,5%, оставляя с доходностью не выше 11,4% годовых. Выходит, они получали лишь две трети той доходности, которую давал растущий рынок.

Игроки, предпочитающие инвестировать через фонды, абсолютно уверены в том, что им удастся без особого труда найти отличных управляющих. В этом они ошибаются.

Участники взаимных фондов также питают иллюзии относительно собственного всеведения. Они выбирают фонды, ориентируясь на прекрасные показатели деятельности их управляющих за последние месяцы или годы, да еще нанимают консультантов, чтобы те помогли им в выборе. Но у консультантов это получается еще хуже, чем у самих инвесторов (подробнее об этом будет рассказано в главах 8, 9 и 10). Игроки, инвестирующие посредством фондов, без особых колебаний оплачивают управляющим огромные комиссии и завышенные гонорары, не замечая скрытых, но не менее значительных операционных издержек, являющихся следствием чрезмерно активного оборота портфеля. Инвесторы, вкладывающие средства в фонды, как правило, искренне уверены в том, что найти отличных управляющих не составляет особого труда. В этом они жестоко ошибаются.

Напротив, инвесторы, вкладывающие деньги и сразу выходящие из игры, не производя при этом ненужных выплат, резко повышают шансы на получение солидного дохода. Почему? Да просто потому, что они покупают бизнес, а он в целом приносит прибыль в интересах своих акционеров как за счет роста стоимости акций, так и в виде дивидендов. Безусловно, некоторые компании прогорают. Фирмы, строящие свою деятельность на заведомо неудачной идее, негибкой стратегии или слабом менеджменте, неизбежно становятся жертвами созидательного разрушения — того естественного отбора, который характеризует конкурентный капитализм. Однако исчезают такие компании лишь для того, чтобы освободить место для новых, более успешных*. В целом же жизнеспособность американской экономики подтверждается устойчивым ростом бизнеса в долгосрочном периоде.

* Формулировка «созидательное разрушение» (creative destruction) принадлежит Йозефу Шумпетеру, см. его книгу «Капитализм, социализм и демократия», написанную в 1942 году.

В этой книге я расскажу, почему вам следует прекратить оплачивать «крупье финансовых рынков», которые неплохо наживаются на вас и на других таких же инвесторах, получая порядка 400 млрд долларов в год. Вы узнаете, насколько легко сделать простой шаг — купить весь фондовый рынок. А затем, приобретя акции, вы должны немедленно покинуть казино и как можно дольше держаться от него подальше. Одним словом, ваша задача — один раз купить портфель, представляющий весь фондовый рынок, и не расставаться с ним никогда. Именно для этого и существуют индексные фонды.

Подобная инвестиционная стратегия не только проста и изящна, она основана на нерушимых законах арифметики. Тем не менее для многих этот подход представляется парадоксальным. Он будет вам казаться таковым до тех пор, пока мы, инвесторы, будем покорно соглашаться с нынешним, не вполне нормальным, положением вещей в системе финансовых рынков, продолжим наслаждаться азартом (кстати, весьма дорогостоящим) от купли-продажи акций и не осознаем наличия более интересных возможностей работы на рынке. Я лишь прошу вас тщательно обдумать бесстрастные факты, собранные на страницах этой небольшой книги. Если вы это сделаете, то обязательно захотите присоединиться к революционному инвестиционному течению и начнете вкладывать деньги по-новому: более экономно и рационально, честно и эффективно. Ведь все это соответствует вашим интересам!

Было бы излишне самонадеянно с моей стороны полагать, что одна маленькая книжка способна разжечь пожар инвестиционной революции. Новые идеи, идущие вразрез с общепринятой точкой зрения, всегда сталкиваются с недоверием, пренебрежением и даже страхом. Однако 230 лет назад это ничуть не испугало Томаса Пейна, чей трактат «Здравый смысл» (Common Sense), написанный

в 1776 году, в немалой степени способствовал Американской революции*. Вот что пишет, в частности, Томас Пейн.

«Возможно, чувства, которые вы обнаружите на следующих страницах, не в полной мере пока еще приняты обществом, чтобы завоевать его общее одобрение; длительная привычка думать только так, как считается правильным, дает поверхностное ощущение безошибочности такого образа мыслей и вызывает поначалу шумный протест против нарушения традиций. Но шум скоро стихает. Время меняет людей лучше, чем доводы разума.

*...На следующих страницах я привожу лишь простые факты, ясные доводы и отстаиваю здравый смысл. Мне нечего заранее доказывать читателю, я хочу лишь, чтобы он освободился от предубеждений и предрассудков и дозволил своему разуму и чувству решать самим за себя, чтобы он опирался или по крайней мере не отрекался от своей подлинной человеческой природы и великодушно поднялся в своих взглядах много выше пределов сегодняшнего дня»**.*

Как известно, убедительные и четко сформулированные доводы Томаса Пейна одержали победу. Американская революция вызвала к жизни Конституцию США, которая и сегодня определяет обязанности правительства, граждан и общества. Вдохновленный трудами Пейна, я озаглавил свою написанную в 1999 году книгу «Взаимные фонды с точки зрения здравого смысла» (Common Sense on

* Так в американской литературе именуются значительные изменения в жизни жителей Северной Америки после Войны за независимость 1775–1783 годов. *Прим. ред.*

** Цит. по: Пейн Т. Избранные сочинения / Под ред. М.П. Баскина. М.: Изд-во АН СССР, 1959. С. 21–64. Пер. с англ. Ф.Ф. Вермель. *Прим. ред.*

Mutual Funds)* и обратился к инвесторам с призывом освободиться от предрассудков и великодушно устремить помыслы много выше пределов нынешнего дня. В своей новой книге я вновь использую тот же подход.

Если бы я «только мог объяснить истинное положение вещей достаточному количеству людей и сделать это основательно, глубоко и всесторонне, то можно не сомневаться, что все бы всё поняли и всё бы уладилось».

В книге «Взаимные фонды с точки зрения здравого смысла» (Common Sense on Mutual Funds) я привожу слова одного из современных журналистов Майкла Келли, столь созвучные моей идеалистической натуре: «Вечная мечта (идеалиста) состоит в том, что если бы он только мог объяснить истинное положение вещей достаточному количеству людей и сделать это основательно, глубоко и всесторонне, то можно не сомневаться, что все бы всё поняли и всё бы уладилось». Эта книга — моя попытка разъяснить принципы работы финансовой системы тем из вас, кто готов слушать достаточно внимательно, вдумчиво и осмысленно, чтобы все понять и решить все свои проблемы. Может, и не все, конечно, но как минимум — ответить на вопросы, связанные с личным финансовым благосостоянием.

Возможно, кое-кто предполагает, что, убеждая вас разделить мои взгляды, я, будучи основателем компании Vanguard в 1974 году и первого в мире индексного взаимного фонда в 1975 году,

* Полное название книги на английском языке Common Sense on Mutual Funds: New Imperatives for the Intelligent Investor. На русском языке опубликована под заглавием «Взаимные фонды с точки зрения здравого смысла. Новые императивы для разумного инвестора». *Прим. ред.*

преследую собственный интерес. Безусловно, это так! Но отнюдь не потому, что это обогатит меня (я не заработаю на этом ни пенни), а потому, что принципы, на базе которых много лет назад был основан фонд Vanguard (его ценности, структура и стратегии), обогатят *вас*.

В первые годы существования индексных фондов мой голос был словно глас вопиющего в пустыне. Но постепенно вокруг стали появляться авторитетные и мудрые люди, в идеях которых я черпал вдохновение для исполнения своей миссии. Сегодня многие из наиболее успешных инвесторов горячо поддерживают концепцию индексных фондов, а в академической среде данный подход встретил практически единогласное одобрение. Однако вам совсем не обязательно верить мне на слово. Прислушайтесь к мнению независимых экспертов, у которых нет никаких иных целей, кроме как донести правду об инвестировании. Их высказывания вы найдете в конце каждой главы.

Вот что, например, сказал Пол Самуэльсон (нобелевский лауреат и профессор экономики Массачусетского технологического института, которому я посвятил эту книгу): «Благодаря идеям Богла мы, миллионы вкладчиков, можем за 20 лет превратиться в объект зависти для своих соседей. Вместо этого мы продолжаем спокойно спать, не обращая никакого внимания на столь впечатляющие возможности».

Можно сказать иначе, используя слова гимна шейкеров*: «Это дар быть простым, это дар быть свободным, это дар быть там, где ты должен быть». Используя данный подход применительно к инвестированию, можно сформулировать правило: *простое* вложение денег в индексный фонд *освобождает* вас почти от всех лишних трат, связанных с функционированием финансовой системы, а в результате вы получаете своего рода *дар* в виде накопленных сбережений в том виде, в каком он и *должен быть*, то есть без потерь.

* Религиозная секта в США. Прим. ред.

Финансовая система, увы, не может долгое время оставаться в неизменном состоянии. Тем не менее разного рода перемены инвестиционного климата вовсе не означают, что вам следует отказаться от преследования собственных интересов при инвестировании. Вам совершенно не обязательно принимать участие в дорогостоящих безумствах. Если вы избрали выигрышную игру, то есть приобретаете акции и воздерживаетесь от обреченных на проигрыш попыток обыграть рынок, то можете начать с простого: опирайтесь на здравый смысл, разберитесь в системе и инвестируйте только в соответствии с собственными принципами. Это позволит избежать почти всех лишних трат. Наконец, какие бы доходы компании ни получили в грядущие годы (а это не в последнюю очередь зависит от их действий на рынках акций и облигаций), вы гарантированно становитесь владельцем справедливой доли. Поняв это, вы обнаружите, что все определяется исключительно здравым смыслом.

Джон Богл
Вэлли Фордж, Пенсильвания
5 января 2007 года

МОЖЕТЕ НЕ ВЕРИТЬ МНЕ НА СЛОВО...

Чарльз Мангер, партнер Уоррена Баффета в компании *Berkshire Hathaway*, говорит так: «Вся система финансового менеджмента [сегодня] требует, чтобы люди притворялись, будто они делают что-то, чего делать не могут, и любили то, что им на самом деле не нравится. Это очень занятно, поскольку в чистом виде инвестиционный менеджмент как бизнес абсолютно не приносит никакой добавленной стоимости своим клиентам. Так уж он

устроен. Взаимные фонды назначают комиссию 2% в год, а затем брокеры советуют клиентам переходить из фонда в фонд, требуя за это еще 34% годовых. Несчастный средний инвестор получает от “профессионалов” товар очень низкого качества. Я нахожу это отвратительным. Гораздо приятнее быть частью системы, приносящей пользу тем, кто покупает ее товар».

Вильям Бернштейн, инвестиционный консультант (и невропатолог), автор книги «Четыре столпа инвестирования» (*The Four Pillars of Investment Wisdom*), утверждает: «Очень плохо, что вы вынуждены принимать на себя рыночные риски. Только глупец идет на дополнительный риск, отказываясь от диверсификации. Избавьтесь от этой проблемы — купите успешно работающий индексный фонд, то есть весь рынок сразу».

Вот как об этом пишет лондонский *Economist*: «Суть в том, что по большей части управляющие фондами предлагают крайне низкое соотношение цены и качества услуг. За их отчетами об опережающей рынок динамике следуют признания о недостижении рыночных показателей. В долгосрочном периоде вряд ли кому-либо из управляющих фондами удастся превосходить среднюю для рынка динамику. Вместо того чтобы осторожно распределять риски или тщательно выбирать объекты инвестирования, управляющие лишь подстрекают инвесторов вкладывать деньги в наиболее популярные на данный момент активы, причем зачастую именно в тот момент, когда те существенно переоценены. При этом они хотят получать высокие комиссионные вознаграждения от клиентов за право терять их деньги. Вы вряд ли найдете управляющего фондом, которому бы постоянно удавалось переигрывать рынок. Лучшие инвестировать в индексный фонд, который обещает среднерыночную доходность, зато при значительно более низких издержках».

Читатели, которых интересуют источники цитат, приведенных в разделах *«Можете не верить мне на слово...»*, а также всех остальных, найдут их на моем сайте www.johncbogle.com. Не считаю необходимым перегружать ценные страницы книги подробной библиографией, так что милости прошу на мой сайт. Вы даже не представляете, сколько выдающихся ученых и успешных инвесторов, которым не раз удавалось переигрывать рынок, подтверждают и подчеркивают преимущества индексного инвестирования. Пусть их здравый смысл — может быть, даже в большей степени, чем мой собственный, — поможет вам всем стать мудрыми инвесторами.