

ДЖОН БОГЛ

НЕ ВЕРЬТЕ ЦИФРАМ!



РАЗМЫШЛЕНИЯ
О ЗАБЛУЖДЕНИЯХ
ИНВЕСТИРОВ, КАПИТАЛИЗМЕ,
«ВЗАИМНЫХ» ФОНДАХ,
ИНДЕКСНОМ ИНВЕСТИРОВАНИИ,
ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВЕ,
ИДЕАЛИЗМЕ И ГЕРОЯХ

Джон Богл — это один
из самых светлых умов
в мире финансов.

*Нассим Талеб, PhD,
автор бестселлера
«Черный лебедь»*

Джон К. Богл
Не верьте цифрам!
Размышления о заблуждениях
инвесторов, капитализме,
«взаимных» фондах,
индексном инвестировании,
предпринимательстве,
идеализме и героях

Текст предоставлен правообладателем
http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=29837855
Не верьте цифрам! Размышления о заблуждениях инвесторов,
капитализме, «взаимных» фондах, индексном инвестировании,
предпринимательстве, идеализме и героях / Джон Богл: Альпина
Паблшер; Москва; 2018
ISBN 978-5-9614-5170-2

Аннотация

Эта книга представляет собой антологию последних статей и выступлений на темы, больше всего волнующие автора: непомерная стоимость услуг финансовых посредников; постыдное несоблюдение компаниями своих фидуциарных

обязательств; удручающее торжество эмоций над трезвым разумом в очень многих инвестиционных решениях и как результат – победа спекуляций над инвестированием.

Содержание

Предисловие	11
Введение	17
Как лгать с помощью статистики	26
Как пытаются данные по взаимным фондам	28
«Светильник на корме лодки»	32
Мудрость экономистов	37
Все более хрупкий мир	41
Примечание для читателя	46
Часть I	48
Глава 1	53
Ловушка № 1: склонность переоценивать значение прошлого	56
Экономика и эмоции	58
«Эксперты» пенсионного планирования	60
Ловушка № 2: склонность к оптимизму	62
Как избежать издержек и налогов	65
Прибыль: объявленная, операционная, предварительная, пересчитанная	67
«Креативный» учет	68
Ловушка № 3: культ строгих чисел	70
Сиюминутная точность против имманентной неточности	72
Несведущие индивидуумы не доводят	74

квалифицированных профессионалов до добра	
Экономика торжествует над эмоциями – в конечном итоге	75
Ловушка № 4: Пагубные последствия иллюзий чисел для реального мира	77
Нездоровая система создания капитала	78
Когда бумага побеждает камень, что дальше?	81
Одержимость числами на корпоративном уровне	83
Моя точка зрения	85
Глава 2	88
«Безнаказанное пренебрежение законами человеческими и Божьими»	91
Индустрия взаимных фондов	94
Посмотрим на факты	96
Доходность фонда против доходности инвестора	98
Две дорогостоящие и антипродуктивные тенденции	102
Что впереди?	105
Благосостояние нации	107
Простая арифметика пенсионных планов	109
Относительное преимущество против преимущества для всех	115

Джон Богл

Не верьте цифрам!

Размышления о

заблуждениях инвесторов,

капитализме, «ВЗАИМНЫХ»

фондах, индексном

инвестировании,

предпринимательстве,

идеализме и героях

ДЖОН БОГЛ

НЕ ВЕРЬТЕ ЦИФРАМ!

Размышления о заблуждениях инвесторов,
капитализме, «взаимных» фондах, индексном
инвестировании, предпринимательстве,
идеализме и героях

Перевод с английского



альпина
ПАБЛИШЕР

Москва
2018

Переводчик *И. Евстигнеева*

Редактор *П. Суворова*

Руководитель проекта *А. Половникова*

Корректор *С. Чупахина*

Дизайн обложки *Креативное бюро «Говард Рорк»*

Компьютерная верстка *Д. Беляков*

© John C. Bogle, 2011

Опубликовано по лицензии John Wiley & Sons
International Rights, Inc.

© Издание на русском языке, перевод, оформление. ООО
«Интеллектуальная Литература», 2018

Все права защищены. Произведение предназначено исключительно для частного использования. Никакая часть электронного экземпляра данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети Интернет и в корпоративных сетях, для публичного или коллективного использования без письменного разрешения владельца авторских прав. За нарушение авторских прав законодательством предусмотрена выплата компенсации правообладателя в размере до 5 млн. рублей (ст. 49 ЗОАП), а также уголовная ответственность в виде лишения свободы на срок до 6 лет (ст. 146 УК РФ).

* * *

*Посвящается моей семье: поколениям, уже
ушедшим, поколениям, ныне освещающим мою
жизнь, поколениям, которым еще предстоит
прийти*

Предисловие

Не верьте цифрам! Или, быть может, следовало сказать «даже не надейтесь на *цифры*»? Не секрет, что хваленая американская финансовая система не раз пускала нас на дно в бурное первое десятилетие 2000-х. Оно началось с впечатляющего краха фондовой биржи в 2000–2002 гг., когда все здание ожиданий в отношении наших компаний, выстроенное недобросовестными «аналитиками», которые должны были знать (и действительно знали!) обо всем лучше остальных, рухнуло у нас на глазах. За сильнейшим финансовым шоком последовали череда бухгалтерских скандалов в Enron, WorldCom и других компаниях в 2001–2002 гг., скандалы вокруг взаимных фондов в 2003 г., и затем – мать всех финансовых крахов: ошеломительная серия финансовых кризисов, которые начались летом 2007 г. и в конечном итоге поставили всю финансовую систему на грань разрушения, а мировую экономику – на колени. В свете происходящего, возможно, вы полагаете, что лидеры Америки как в сфере политики, так и финансов часто появляются на публике с подробнейшими объяснениями и многословными извинениями. Но вы ошибаетесь. В ответ – тишина.

Вот где на сцену выходит Джек Богл, совесть Уолл-стрит, если у Уолл-стрит вообще может быть совесть. Точнее, Богл никогда не уходил со сцены. На протяжении многих де-

сятилетий своими обличительными речами и неумолимым пером он пытался заставить индустрию взаимных фондов и финансовую отрасль в целом принять более высокие деловые, фидуциарные и этические стандарты. На самом деле в основу давшего название этой книге эссе легла лекция, прочитанная Боглом в Принстонском университете (нашей с ним *alma mater*) в 2002 г., а некоторые эссе написаны еще раньше. У тех, кто стоит у руля нашей финансовой системы и нашего государства, имелась в распоряжении масса времени, чтобы все исправить, прислушивайся они больше к тому, что говорит Богл. К сожалению, его голос слишком часто был подобен гласу вопиющего в пустыне.

Этот прекрасный голос громко и убедительно звучит здесь, в ценнейшем собрании 35 эссе, в большинстве своем лаконичных и емких по содержанию. Они охватывают темы, которые больше всего волнуют Богла: непомерная стоимость услуг финансовых посредников; постыдное несоблюдение фидуциарных обязательств в их обычном понимании; неэффективное использование дорогостоящих талантов в финансовых манипуляциях вместо полезной производительной деятельности; удручающее торжество эмоций над трезвым разумом в очень многих инвестиционных решениях и протекающая из этого – порой чрезвычайно пагубная – победа спекуляций над инвестированием. Если прежде вы уже слышали мнение Богла по этим вопросам, возможно, вам будет полезно освежить в памяти его уроки. Если же нет, то вас

ждет истинное удовольствие, потому что Богл излагает свои идеи не только со страстью и убежденностью, но и делает это увлекательно, остроумно и с подлинным литературным талантом. В какой еще финансовой книге вы найдете ссылки на Горация, Бенджамина Франклина, Эдгара Алана По и Стивена Кольберта?

Неудивительно, что Богл как ветеран индустрии взаимных фондов и отец индексного инвестирования направляет свой гнев в первую очередь на высокую стоимость услуг финансовых посредников. Он не устает напоминать инвесторам фундаментальную формулу:

$$\begin{aligned} &\textbf{Чистая доходность инвесторов} \\ &= \textbf{Валовая доходность активов} - \\ &\quad \textbf{Затраты на инвестирование} \end{aligned}$$

Эта формула, помимо прочего, подразумевает, что инвестиционный консультант, брокер или управляющий взаимным фондом зарабатывает свои комиссионные только в том случае, если валовая доходность, которую он *добавляет* благодаря тому, что «переигрывает рынок», превышает *вычитаемые* им издержки. Имея на руках многочисленные доказательства обратного, Богл сомневается в распространенности подобной практики. Например, в 4-й главе он приводит шокирующую цифру: в 2007 г. стоимость посреднических услуг в сфере торговли ценными бумагами составила

\$528 млрд. Это равняется 3,8 % ВВП или, по замечательно-му совпадению, составляет ровно ту сумму, которую американские компании вместе взятые потратили в том же 2007 г. на новые заводы, офисы и магазины. Принесли ли эти бробдингжские затраты¹ столь же весомые выгоды? Богл уверен, что нет, и, судя по всему, он прав. Богл превозносит достоинства индексного инвестирования – в первую очередь низкие операционные издержки. Впрочем, это неудивительно слышать от человека, давшего нам Vanguard. Богл должен знать, о чем говорит, – и он действительно знает.

Фидуциарная обязанность всегда занимала центральное место в его пантеоне добродетелей и пороков – и некоторые из эссе в этом сборнике ярко демонстрируют его высокие моральные принципы и прочный фундамент, состоящий из чувства ответственности и долга. В конце концов, как напоминает нам Богл в названии 14-й главы (и на протяжении всей этой книги), «никто не может служить двум господам». (Хотя на Уолл-стрит многие пытаются служить более чем двум.) По словам «Святого Джека», как иногда называют Богла, «фидуциарная обязанность – наивысшая из известных закону». Помимо всего прочего, она подразумевает, что доверенное лицо «во всех случаях действует исключительно в интересах доверителя» и «никогда не ставит личную заинтересованность превыше этой обязанности» или не

¹ Колоссальные затраты, по названию страны великанов Бробдинггет из книги Джонатана Свифта «Путешествия Гулливера». – *Прим. пер.*

оказывается в ситуации, когда «фидуциарная обязанность по отношению к клиенту вступает в конфликт с такой обязанностью по отношению к кому-либо еще». Можете себе представить, насколько мягче был бы финансовый кризис, если бы Уолл-стрит придерживалась таких простых правил? Если нет, прочитайте эссе Богла на эту тему. И вы поймете.

Я мог бы продолжать дальше и дальше, но вы купили эту книгу для того, чтобы читать Богла, а не Блиндера. Позвольте мне закончить свое предисловие одной крамольной мыслью, которая крутится у меня в голове после чтения этих эссе.

После того как пик финансовых катаклизмов 2007–2009 гг. был пройден, т. е. примерно в марте 2009 г., политики, эксперты по финансовым рынкам, ученые и другие причастные лица смогли переключить свое внимание с мер чрезвычайного реагирования, которые были нужны для спасения системы от полного краха, на продумывание долгосрочных структурных реформ, необходимых для строительства более устойчивой и *более справедливой* финансовой системы. Это дало толчок широким национальным дебатам, результатом которых стало принятие в 2010 г. судьбоносного Закона Додда – Франка о реформе Уолл-стрит и защите потребителей. Понятно, что это только начало. Но по мере разворачивания этих дебатов у меня возникла абсолютно недемократичная и, надо признать, крамольная мысль: а не лучше ли было поручить это дело небольшой команде известных своей

честностью и умом специалистов, подобных Джеку Боглу?
Закончив читать эту книгу, вы поймете почему.

*Алан Блиндер,
профессор экономики Принстонского университета,
один из директоров Принстонского центра исследований в
области экономической политики,
бывший вице-председатель Федеральной резервной системы*

*Принстон, штат Нью-Джерси
Май 2010 г.*

Введение

Наше общество чрезмерно полагается на цифры, не понимая, насколько они эфемерны и как легко ими манипулировать. Мы принимаем существующее положение дел за данность, бездумно проецируем вчерашние тенденции и сегодняшние обстоятельства на будущее – и даже на далекое будущее. Подобные заблуждения привели к тому, что мы не хотели или не могли увидеть те глубокие дефекты, которые образовались в современном капитализме. Но глобальный финансовый кризис и крах фондового рынка 2007–2009 гг. заставили нас наконец-то обратить внимание на эти недостатки. Как показали последние три года, игнорирование реальности обходится очень дорого. В этой книге я постарался объяснить, как наше общество пришло туда, где оно находится сегодня, и как мы можем начать оправляться от тех колоссальных потерь, которые понесли.

В более широком смысле «Не верьте цифрам!» – книга о том, как мы обманываем самих себя и какие последствия влечет для общества наше нежелание смотреть в лицо реалиям жизни. В этой книге изложена неофициальная версия недавней финансовой истории, изобилующей примерами самообмана. Кроме того, цель книги состоит в том, чтобы дать обычным людям более глубокое понимание нашей сложной финансовой системы и поощрить их ее исследовать, обсуж-

дать, подвергать сомнению, а также выполнять свою обязанность задавать простые вопросы и требовать ответы – ясные, понятные и, прежде всего, разумные.

Очевидно, что мы обманывали самих себя, игнорируя те силы, которые привели к катастрофической рецессии 2008 г. Хотя я и не мог спрогнозировать, что именно обвал на рынке жилья станет спусковым механизмом рецессии, в октябре 2007 г. я предупреждал о неизбежности подобного развития событий. Признаки надвигающейся катастрофы были налицо: резкое наращивание долгов; чрезвычайная волатильность рынков, вызванная преобладанием спекуляций над инвестированием; переход от экономики услуг к доминированию финансового сектора; широкое распространение сложных финансовых инструментов.

Задолго до описанных событий я предостерегал об опасностях введения кредитных дефолтных свопов (CDS), облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами (CDO), а также структурированных инвестиционных инструментов (SIV), которые, как оказалось впоследствии, сыграли главную роль в обвале фондового рынка и экономическом крахе 2008–2009 гг. В 2007 г. я выражал свою обеспокоенность влиянием этих «умопомрачительно сложных и дорогостоящих» финансовых продуктов и говорил о том, что настало время объективно взглянуть на реальность. Закон Додда – Франка, подписанный президентом Обамой в июле 2010 г., представляет собой первую попытку реформировать финан-

совую систему и предотвратить будущие спекулятивные крахи. Хотя новый закон не может дать стопроцентной гарантии, он делает повторение недавних событий менее вероятным.

Во второй части («Провал капитализма») мы поговорим о том, что именно пошло не так – в частности, к каким пагубным последствиям привело ныне пошатнувшееся убеждение, что стремления к личной выгоде и свободных рынков достаточно для того, чтобы обеспечить оптимальную эффективность функционирования нашей экономики и нашего общества. Я предлагаю некоторые решения, которые позволят исправить сложившееся положение дел, продолжающее наносить ущерб нашей стране. Прежде всего, это предполагает создание нового общества, основанного на фидуциарных отношениях, где управляющие институциональными активами (агенты), которые сегодня контролируют корпоративную Америку, будут обязаны ставить интересы своих клиентов (принципалов) во главу угла. Это называется *ответственным управлением*, или *служением*.

Вот как Анатолий Калецкий, экономический обозреватель лондонской газеты *Times*, подводя итоги, говорит о том, где мы свернули с правильного пути, подтверждая мой анализ, сделанный в первых двух частях этой книги:

Кейнс никогда не публиковал экономических прогнозов, как и Хайек, Рикардо или Адам Смит. Чего действительно требовала

экономика, так это набора аналитических инструментов, чтобы объяснить действительность и предложить разумные ответы в случае непредвиденных событий... Замена наблюдаемых фактов вероятностными распределениями не решает проблему неопределенности. Такой подход только скрывает истинную проблему... игнорируя роль имманентной непредсказуемости в финансах...

Склонность современной экономической теории к необоснованным и чрезмерно упрощенным предположениям позволила политическим деятелям, регуляторам и банкирам построить для себя воображаемый мир на основе идеологии рыночного фундаментализма, согласно которой... эффективные, всезнающие рынки способны решить все экономические проблемы, если правительство будет держаться в стороне... Однако предположения об эффективных, самостабилизирующихся рынках дискредитовали себя².

Индустрия взаимных фондов, в которой я проработал всю жизнь, как нельзя лучше иллюстрирует эти изъяны, о чем мы поговорим в третьей части этой книги – «Что случилось с "взаимными" фондами?» (Мне известен лишь один инвестиционный фонд – основанный мной 36 лет назад Vanguard, который отвечает определению *взаимный*: принадлежащий его пайщикам.) Играя на эйфорических настроениях ин-

² Калецкий А. Позитивные стороны экономического спада // *Wall Street Journal*. 2010. 19 июня.

весторов, подстегиваемых мощнейшим бычьим трендом за всю историю фондового рынка, активно управляемые взаимные фонды стали одним из самых быстрорастущих финансовых «продуктов» всех времен, и это объяснялось рекордным ростом самого рынка, который вряд ли когда-нибудь повторится. К моменту окончания рыночного бума в начале 2000 г. – после двух десятилетий, на протяжении которых среднегодовая доходность акций составляла невероятные 16 %, \$10 000, инвестированные на фондовом рынке в 1980 г., превратились в \$183 000. Но это был конец бума, за которым, как всегда, последовал глубокий спад.

Рост отраслевых активов за этот период – приходящийся в основном на фонды акций – со \$135 млрд до \$7,3 трлн скрывает тот факт, что немногие взаимные фонды преуспели в том, чтобы заработать сопоставимые прибыли. На самом деле, как в очередной раз подтвердила практика, самым эффективным способом получения максимальной доходности, генерируемой фондовым рынком, является не активное управление, а пассивное держание акций. И возможность делать именно это – т. е. просто владеть фактически всей совокупностью публичных американских компаний через индексный фонд акций (или, на американском рынке облигаций, через индексный фонд облигаций) – существует вот уже более 30 лет.

В последние годы индексные взаимные фонды стали получать все бóльшее признание, чему посвящена четвертая

часть этой книги «Достоинства индексного инвестирования». Индексное инвестирование находится на пороге подъема, и причина этого в простейшей арифметике – чистая доходность, которую получает инвестор, равняется валовой доходности рынка за вычетом (намного более низких) затрат на инвестирование. Индексное инвестирование базируется не на какой-то там абстрактной концепции «эффективных рынков», а на низких издержках, широкой диверсификации и налоговой эффективности. Иными словами, на абсолютно конкретных реалиях. В отличие от этого, у активного управления нет такого фундамента; превосходство активных управляющих как группы – иллюзия.

В пятой части я обращаюсь к теме «Предпринимательство и инновации», где продвигаю идею о том, что частная инициатива должна быть направлена на служение обществу, а не только на извлечение корыстной материальной выгоды. В конце концов, более двух столетий назад в своем труде «Теория нравственных чувств» (The Theory of Moral Sentiments) Адам Смит, которого многие считают святым – покровителем капитализма, требовал от представителей бизнеса гораздо большего:

Обыкновенный человек должен... приобретать на избранном поприще обширные сведения и высокую степень искусства... Он должен быть терпелив в труде, решителен в опасности и непреклонен в бедствии. Дарования его должны бросаться в глаза разумными

предприятиями, важным знанием и трудностью их, а также неутолимимым преследованием цели. Честность и благоразумие, великодушие и искренность должны отличать все его поступки в обыденной жизни; он должен предпочитать ситуации, требующие проявления великих дарований и добродетелей, а не такие, успех которых вызывает только одобрение³.

В середине 2010 г. созвучная Адаму Смиту мысль была высказана Анатолем Калецким из лондонской *Times*, процитировавшим слова Макиавелли о том, что честь и благосостояние государства должны двигать стремлениями лидеров – предположительно не только политиков, но и предпринимателей также. Макиавелли «считал погоню за мирской "славой" мотивирующим принципом, заставляющим лидеров осуществлять "великие предприятия" и совершать "великие деяния" на благо своих сограждан, а не только ради собственной корысти». Обсуждая тему предпринимательства, я привожу 17 правил успеха, последнее из которых напрямую перекликается с идеями Адама Смита: «Наивысшее вознаграждение мы получаем тогда, когда помогаем построить лучший мир». В этой части книги также рассматривается тема инноваций, тесно связанная с предпринимательством. Недавние финансовые инновации принесли баснословные прибыли для Уолл-стрит – и не менее баснословные убытки для тех, кто вкладывал в них свои деньги. Но

³ Смит А. Теория нравственных чувств. – М.: Республика, 1997.

есть и исключения, включая шесть инноваций в индустрии взаимного инвестирования, которые удовлетворяют ключевому критерию служения интересам инвесторов.

Мы не должны забывать о том, что идеализм всегда играл важную роль в американской традиции, и та точка зрения, что вещи, которые можно подсчитать, даже если они оказываются преходящими и неважными, предпочтительнее бесценных идеалов и ценностей, не поддающихся количественной оценке, уводит нас далеко от этой традиции. Я представляю тему «Идеализма и нового поколения» (часть шестая) в форме наставлений американским студентам, чтобы воззвать к лучшим качествам их души, когда они размышляют над выбором профессионального пути. Здесь приведена моя лекция «Достаточно», которая впоследствии была расширена до формата книги. В этой части книги вы встретите имена многих авторов и лидеров, которые вдохновляли и продолжают вдохновлять меня, включая Редьярда Киплинга, Курта Воннегута, Вудро Вильсона, Теодора Рузвельта, Уильяма Шекспира и Уинстона Черчилля.

Поскольку я стремлюсь поделиться своими ценностями с завтрашними лидерами, то отдаю дань уважения великим наставникам в моей карьере, которые передали свои высокие моральные ценности мне. В седьмой части – «Герои и наставники», названной так потому, что все описанные мною здесь дорогие люди были для меня истинными героями, я выражаю свою признательность очень многим людям, кото-

рые помогали в становлении моего характера на протяжении всей моей долгой карьеры и на самом деле – всего жизненного пути. Важнейшую роль в моей жизни сыграли Уолтер Морган – мой босс в Wellington Fund в течение 23 лет; легендарный инвестор и автор бестселлеров Питер Бернстайн, экономист Пол Самуэльсон и кардиолог Бернард Лаун, каждый из которых заслуживает отдельной главы. Все они, а также остальные 29 замечательных людей, перечисленных мною, были не только моими лучшими друзьями и сподвижниками, но и знаковыми фигурами в своей профессиональной сфере. История сохранит имена многих из них как экстраординарных личностей, которые продолжали придерживаться высоких нравственных принципов в разгар недавней эпохи «дикого капитализма».

Как лгать с помощью статистики

Я не заглядывал в классическую работу Даррелла Хаффа «Как лгать с помощью статистики» (How to Lie with Statistics), написанную им в 1954 г., вот уже много лет. По правде говоря, мне это было не нужно. Каждый день я вижу числа, которые, если и не лгут откровенно, то грубо искажают реальность. Взять хотя бы следующий пример: за трехлетний период с 2007 по 2009 г. Включительно операционная прибыль компаний, входящих в индекс Standard & Poor's 500, составила \$1,67 трлн. Но после вычета из нее переоцененных активов, дорогостоящих приобретений и других уловок корпоративного менеджмента остается всего \$1,17 трлн объявленной прибыли. Почти \$500 млрд исчезли без следа. (Я выбрал этот период, однако могу вас уверить, что начиная с 1970 г., когда стала указываться разница между этими двумя методами исчисления прибыли, не было ни одного года, когда бы не наблюдалось подобного разрыва между иллюзией операционных прибылей и реальностью объявленных прибылей.) А между тем наши инвестиционные стратеги с Уолл-стрит с завидным постоянством продолжают полагаться именно на операционные, а не на объявленные прибыли при составлении своих оценок рынка. И это при том, что даже объявленные прибыли, учитывая богатый ассортимент уловок в бухгалтерском деле, существенно приукраши-

вают реальность. Как однажды заметил ныне покойный Роберт Бартли, легендарный редактор *Wall Street Journal*, «доходы в виде потока денежной наличности – это факт; объявленная прибыль – это мнение».

Немало способствует искажению действительности и наше правительство. По словам Дэвида Эйнхорна, главы хедж-фонда Greenlight Capital, «за последние 35 лет правительство несколько раз меняло свой метод оценки инфляции... Если бы инфляция подсчитывалась по методике, использовавшейся до 1980 г., сегодня она бы превысила 9 %, в то время как согласно официальной статистике составляет всего 2 %». Еще один пример: по данным Бюро трудовой статистики, уровень безработицы в середине 2010 г. составил 9,7 %. Но этот показатель не включает тех, кто потерял надежду на получение работы; частично занятых людей, ищущих работу с полной занятостью; желающих трудиться граждан, которые не занимаются активным поиском работы; а также всех тех, кто живет на социальные пособия по нетрудоспособности. Если же включить все эти неучтенные души, уровень безработицы удвоится до 20 %. Другими словами, почти 30 млн человек в нашей стране не могут найти полезного применения своим силам. Если официальный уровень безработицы свидетельствует о том, что наша экономика переживает рецессию, то реальные цифры указывают на нечто гораздо худшее.

Как пытаются данные по взаимным фондам

Даже если полагаться на точные и объективные цифры, ими очень легко манипулировать для того, чтобы доказать свою точку зрения. Мне часто доводилось наблюдать, как человек, имеющий количественные показатели и определенный период времени, мог, как говорится, «пытать данные до тех пор, пока те не признаются». И индустрия взаимных фондов не избавлена от такого синдрома.

Например, каждые несколько лет агентство Investment Company Institute (ICI) с радостью сообщает о снижении расходов фондов. Понятно, что ICI – это организация, лоббирующая интересы управляющих взаимными фондами (хотя и оплачивается она в конечном итоге из кармана пайщиков). Согласно реинкарнации этих данных от 2010 г. ICI сообщила, что «комиссии и расходы взаимных фондов по сравнению с 1990 г. уменьшились наполовину». Но в действительности комиссии фондов за этот период выросли с \$12 млрд до \$69 млрд, т. е. в пять раз.

Когда ICI толкует нам о снижении комиссий, она путает цифры в долларовом выражении со ставками комиссий, а это две совершенно разные системы измерений. В последнем случае (комиссии как процент от активов) коэффициент расходов у фондов акций действительно снизился с 1 % до

0,86 %. Если включить сюда взимаемую ими начальную нагрузку⁴ в годовом исчислении, которая, по их словам, снизилась с 0,99 % до 0,13 % (в чем я сильно сомневаюсь), то, по расчетам ICI, совокупные расходы акционеров фондов акций (что на самом деле означает «совокупные расходы как процент от стоимости активов») действительно снизились с 1,98 % в 1990 г. до 0,99 % в 2009 г.

Но если взять другой, не менее важный показатель – расходы как процент от дивидендных доходов, можно также увидеть, что ставки комиссий не снижаются, а растут. В 1990 г. расходы фондов акций съедали довольно приличную долю их дивидендных доходов (19,5 %), но к 2009 г. эта цифра почти удвоилась до 38,5 %, а в 2000 г. достигла ошеломительного 51 %. Теперь подумайте об этой конфискации дивидендных доходов в контексте того факта, что они обеспечивают половину долгосрочной доходности акций (4,5 % из 9 %). Комиссии и сборы фондов поглощают почти 40 % этого главного источника доходности акций. При таком уровне изъятия дохода вкупе с сегодняшней довольно низкой доходностью рынка акций средний фонд акций в настоящее время приносит своим акционерам смехотворную дивидендную доходность порядка 1 %.

Теперь давайте расширим период, выбранный ICI, с крат-

⁴ Начальная нагрузка – комиссия, взимаемая взаимным фондом при приобретении инвестором его акций. При расчете цены предложения бумаг фонда прибавляется к стоимости чистых активов (net asset value, NAV). – *Прим. ред.*

косрочного на долгосрочный – например, на последние полвека. Даже при использовании сегодняшних стандартов коэффициент расходов показывает не снижение, а поразительный рост почти на 60 %. В 1960 г. расходы фондов составляли 0,54 % от годовой стоимости их активов; в 2009 г. – уже 0,86 %. Отношение расходов фондов к дивидендным доходам выросло более чем на 100 % – с 18,3 % до 38,5 %. За те же полвека общая сумма комиссий и сборов, взимаемых фондами акций, разумеется, в абсолютном (долларовом) выражении, увеличилась в 800 раз – с \$50 млн в 1960 г. до \$40 млрд в 2009 г. В то время как активы фондов акций также существенно выросли – с \$10 млрд до \$5 трлн, или в 500 раз, этот рост разъедался существенным увеличением издержек. Так действительно ли взаимные фонды снижают свои комиссии, как хотела бы заставить вас поверить ICI? *Не верьте цифрам!*

Закключение. Да, экономия на масштабе вследствие значительного роста находящихся в управлении активов действительно имеет место, но она оседает главным образом в карманах управляющих фондами, а не рядовых акционеров. Иллюзия снижения расходов, которую создает ICI благодаря тщательному выбору временного периода и количественных показателей, рассеивается при ближайшем рассмотрении: в долгосрочной перспективе утечка средств, вызванная растущими расходами – по всем трем показателям, оказывает разрушающее воздействие на прибыли акционеров вза-

имных фондов.

«Светильник на корме лодки»

Иногда цифры могут быть точными и полными и охватывать весь доступный период. (Хотя даже такой период – назовем его «с момента начала наблюдений до текущего дня» – по определению является выбранным.) Но если всецело полагаться на прошлое, чтобы спрогнозировать будущее, вы рискуете прийти к неверным заключениям. Одна из моих любимых мишеней для нападок – когда люди принимают прошлые показатели доходности фондового рынка едва ли не за религиозные догматы. Перечень искажений, к которым может приводить бездумное использование прошлых доходностей для прогнозирования будущих, практически бесконечен.

Во-первых, эти доходности представлены в номинальном (в текущих долларах), а не в реальном выражении (в долларах с учетом инфляции). Таким образом, если исходить из среднегодовой номинальной доходности акций за последние 50 лет на уровне 9,4 %, то начальная инвестиция в размере \$10 000 за этот период превратится в \$893 000 в номинальном выражении (с учетом реинвестированных дивидендов). Если же принять в расчет 4 %-ную годовую инфляцию, реальная доходность упадет до 5,4 %, и за тот же период сумма накоплений (скажем, на момент ухода человека на пенсию) составит всего \$138 700. Но даже эта сумма оказывает

ся преувеличенной, поскольку она не учитывает инвестиционных издержек и налогов, которые неизбежно вычитаются из номинальных долларов год за годом. Эти издержки вполне могут составить 3 % годовых, сокращая 5,4 %-ную годовую доходность вложений в акции до жалких 2,4 %. В результате по выходе на пенсию инвестор пенсионного фонда получит на руки \$32 700. Эта сумма очень далека от иллюзорных \$893 000, но именно такова (печальная) реальность для многих инвесторов.

Во-вторых, прошлое не является прологом будущего. Хотя источники будущей доходности фондового рынка остаются теми же, что и источники доходности в прошлом (дивиденды, прирост капитала и изменение рыночной цены), сами цифры редко остаются одинаковыми. Проще говоря, за последние 110 лет половина 9 %-ной долгосрочной доходности акций обеспечивалась за счет 4,5 %-ной дивидендной доходности. Так как к середине 2010 г. дивидендная доходность акций упала примерно до 2,25 %, нам следует понизить наши ожидания в отношении будущих доходностей фондового рынка на 2 % или около того по сравнению с историческими нормами.

Примечательно, что популярный «метод Монте-Карло»⁵, который широко используется профессионалами в сфере ин-

⁵ Метод Монте Карло – метод статистических испытаний; численный метод решения различных задач при помощи моделирования случайных процессов и событий. – *Прим. ред.*

вестиций для прогнозирования будущих доходностей акций, не принимает во внимание подобных изменений основных параметров. Вот почему такие модели фундаментально и фатально ошибочны. Нежелание финансового сообщества признать эту простую истину, как и нежелание объективно подойти к вопросу номинальной доходности против реальной, свидетельствует об интеллектуальной нечестности, не говоря уже о том, что служит своекорыстным интересам Уолл-стрит, которая стремится представить инвестирование в акции в как можно более выгодном свете, преувеличивая потенциальное вознаграждение.

Но даже если принять иллюзию исторических доходностей рынка за реальность, не надейтесь на то, что это когда-нибудь повторится. Как заметил обозреватель *Wall Street Journal* Джейсон Цвейг, самые ранние данные о доходности акций за большую часть XIX в. «попросту не имеют смысла... поскольку включают 97 % ныне не существующих компаний... и лишь несколько доживших до нынешних времен голубых фишек». (В начале XIX столетия на фондовом рынке доминировали банки и страховые компании; в конце века – железные дороги; сегодня ни то, ни другое не имеет места.) Даже с повышением достоверности данных начиная с 1884 г., когда появился первый вариант индекса Dow Jones, он включал акции только 11 транспортных компаний. В 1896 г. был впервые опубликован Dow Jones Industrial Average (промышленный индекс Dow Jones), охватывавший

больше секторов, но и он включал акции всего 12 американских компаний, в том числе American Cotton Company, American Sugar, U.S Leather Company, Distilling and Cattle Feeding Company, American Tobacco, National Lead и General Electric, единственную из первоначального состава, присутствующую в индексе и по сей день.

В XX в. рыночная доходность стала измеряться более тщательно, но кто может поклясться, что данные, которые сегодня мы принимаем как Священное писание, не имеют серьезных изъянов? Например, индекс Standard and Poor's рассчитывается с 1926 г., но сегодня доблестный S&P500 включает лишь 90 акций из тех, что входили в его корзину до 1948 г. Центр по исследованию стоимости ценных бумаг при Чикагском университете (CRSP) провел исследования, собрав наиболее полные данные о доходности американского рынка акций (также начиная с 1926 г.), но эти данные не включают «внебиржевой» рынок (NASDAQ) до 1972 г., когда количество торгуемых на нем акций подскочило с 2000 до 5000. Если оглянуться на весь 84-летний период, для которого мы имеем более или менее достоверные данные о доходности акций (из них действительно убедительные данные – за последние 50 лет), становится очевидно, что мы пытаемся делать выводы на основе относительно короткого периода, когда на фондовом рынке самой процветающей нации в мире доминировал (по крайней мере, до 2007 г.) мощнейший, возможно бывающий раз в жизни, бычий тренд.

Но даже если бы мы сумели собрать близкие к совершенству (т. е. к реальности) данные о доходностях фондового рынка за последние два столетия, идея о том, что будущие доходности должны отражать доходности рынка в прошлом, является иллюзией. Мир постоянно меняется, подчас труднообразимым и непредсказуемым образом. Нации переживают взлеты и падения; войны и мир реорганизуют глобальное сообщество; свободная рыночная конкуренция разрушает старый порядок; технологии меняют традиционные правила игры. Вот почему прошлое не может быть надежным предвестником будущего. Сэмюэль Тейлор Кольридж раскрыл зерно истины, предупреждая о том, что история есть «светильник на корме лодки – он бросает свет только лишь на волны позади».

Мудрость экономистов

Разумеется, нам нужны числа для того, чтобы понять прошлое, управлять настоящим и оценивать будущее. Но капитализм – нечто гораздо большее, нежели просто числа. Двое выдающихся экономистов и один поэт подтверждают эту точку зрения. Йозеф Шумпетер (1883–1950 гг.) считается первым из экономистов, который признал предпринимательство движущей силой экономического развития. Шумпетер поставил во главу угла не числа, которые могли бы подтвердить его гипотезу, и не финансовое вознаграждение, которое несет с собой успешное предпринимательство, а характер и мотивы успешного предпринимателя: «Прежде всего, это мечта и воля основать свою частную империю. Вторая группа мотивов связана с волей к победе. Сюда входит, с одной стороны, желание борьбы и с другой – стремление к успеху ради успеха. Наконец, третья группа мотивов связана с радостью творчества, которая проявляется и в других случаях, но только здесь становится определяющим моментом поведения». Из личного опыта могу сказать, что именно эти мотивы – не только деньги – двигали мною на протяжении моей долгой профессиональной карьеры.

Великий британский экономист Джон Мейнард Кейнс (1883–1946 гг.), к теориям которого в последние годы вновь прорнулся живейший интерес, зашел еще дальше в разме-

жевании чисел и успеха. Выдвигая «жизнерадостность» как основу для предпринимательского успеха, он дал нам идеи, сохраняющие свою актуальность и по сей день:

...заметная часть наших действий, поскольку они направлены на что-то позитивное, зависит скорее от самопроизвольного оптимизма, нежели от скрупулезных расчетов, основанных на моральных, гедонистических или экономических мотивах. Вероятно, большинство наших решений позитивного характера, последствия которых скажутся в полной мере лишь по прошествии многих дней, принимается под влиянием одной лишь жизнерадостности – этой спонтанно возникающей решимости действовать, а не сидеть сложа руки, но отнюдь не в результате определения арифметической средней из тех или иных количественно измеренных выгод, взвешенных по вероятности каждой из них.

Предпринимателям остается лишь изображать деятельность, которая якобы направляется в основном мотивами, сформулированными в их собственных планах на будущее, какими бы искренними и правдивыми они ни были. Лишь в немного большей степени, чем экспедиция на Южный полюс, предпринимательство основывается на точных расчетах ожидаемого дохода. Поэтому, когда жизнерадостность затухает, оптимизм поколеблен и нам не остается ничего другого, как полагаться на один только математический расчет, предпринимательство хиреет и

испускает дух...

Можно наверняка утверждать, что предпринимательство, уповая на будущее, приносит пользу обществу в целом. Но частная инициатива будет на высоте лишь в том случае, когда разумные расчеты дополняются и поддерживаются духом жизнерадостности... Человеческие решения, поскольку они воздействуют на будущее – в личных, политических или экономических делах, не могут полагаться на строгие математически обоснованные предположения, поскольку отсутствует база для их обоснования⁶.

Хотя английский писатель и поэт Редьярд Киплинг не был экономистом (пожалуй, к счастью для почитателей его таланта!), его стихотворение «Боги прописных истин»⁷ превосходно отражает мысли Шумпетера и Кейнса. Вот некоторые отрывки:

Во всех своих прошлых жизнях, в течение сотен веков
Я пялился восхищенно на Ярмарочных Богов.
Я видел расцвет их славы и видел бесславный их крах...
И только Боги из Прописей живы во всех веках.

⁶ Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. – М.: Гелиос АРБ, 2012 г.

⁷ «Прописные истины», столь редко употребляемые в наш нынешний век сложности и изощренности, – не что иное, как «классические пословицы и мудрые изречения, которые печатались в верхней части каждой страницы в школьных прописях и тетрадах, использовавшихся для упражнения в чистописании и сочинений». – Здесь и далее, если не оговорено иное, *прим. авт.*

И вот по пути Прогресса мы радостно понеслись,
А Боги из Прописей молча своим путем поплелись...
Они утверждали... будто «хочешь» не значит
«получишь»,
Будто крыльев нет у Свиней...
О, Ярмарочные Боги нам были намного милей!
И качнулись яркие троны наших Ярмарочных Богов,
И пророки их приумолкли, и дошло и до скудных умов,
Что дважды два четыре, и не все то бог, что блестит:
Наконец-то Богам из Прописей доступ к нашим сердцам
открыт⁸.

Киплинг говорит нам о том, что реальность простой арифметики – «что дважды два четыре» – в конце концов всегда разрушает красивые иллюзии, порождаемые сладкоречивыми Ярмарочными Богами. Эти часто забываемые стихотворные строки очень точно выражают основную мысль, проходящую через всю эту книгу: реальный рынок внутренней (действительной) стоимости в конечном счете одерживает победу над иллюзорным рынком спекуляций, ожиданий и своекорыстных интересов.

⁸ Киплинг Р. Боги прописных истин (перевод Рахели Торпусман), <http://torpusman.livejournal.com>.

Все более хрупкий мир

Даже если мы придем к пониманию того, как важно рассчитывать на простые вещи в этом мире, где сложность, кажется, придает значимость лишь тем вещам, которые могут быть рассчитаны, нам тем не менее нужно смотреть в лицо тем реалиям, с которыми мы сталкиваемся в современной – и в значительной степени неизученной – глобальной среде обитания. Эти реалии включают взаимосвязанность и взаимозависимость наших наций, глобальное противостояние между «имущими» и «неимущими», а также, как это ни парадоксально, противостояние по религиозным мотивам и резко возросшую зависимость от технологий в нашей жизни. Взятые вместе, эти факторы делают наш мир все более хрупким. На протяжении всей истории человечества происходили абсолютно непредвиденные события. Но сегодня влияние подобных факторов, зачастую являющихся творением рук человеческих, становится все более масштабным и глобальным.

Такого рода события, получившие поэтическое название «черных лебедей», находятся за пределом той усеченной кривой распределения вероятностей, в соответствии с которой мы выстраиваем наши жизни. Другие события не могут быть измерены с точки зрения вероятности; они скорее связаны с неопределенностью, не имеющей исторического пре-

цедента. Сегодня мы живем так, как будто бы эти события никогда не произойдут. Но они случаются, и в нашем хрупком современном мире, кажется, все чаще. Вот всего лишь несколько примеров.

- Взрыв в 2010 г. на буровой платформе у побережья Луизианы, в результате которого в воды Мексиканского залива вылились сотни миллионов галлонов нефти, что нанесло огромный ущерб флоре и фауне залива и прибрежной зоны, а также пляжам и лишило местное население средств к существованию. Лучшим инженерам и ученым потребовалось почти полгода, чтобы закупорить скважину и остановить утечку.

- Взрыв космического корабля «Челленджер» в 1986 г. В результате единственного небольшого изъяна в бесконечно сложном техническом проекте.

- Уничтожение в 2001 г. башен-близнецов величественного Всемирного торгового центра в Нью-Йорке. Кто бы мог предсказать, что за несколько мгновений два управляемых террористами самолета, врезавшихся в эти монументальные символы американских финансов, подготовят почву для того, чтобы наша страна ввязалась в две войны, обе на другом краю света, которые почти десятилетие спустя продолжают взимать огромную дань в виде человеческих жизней и военных расходов?

- Разрушение в 2005 г. Нового Орлеана, одного из главных городов нашей страны, в результате сильнейшего в истории

США урагана «Катрина» (природный фактор) и вызванного им прорыва защитных дамб (человеческий фактор).

- Глобальное потепление, способное радикально изменить наш образ жизни – более высокие температуры, повышение уровня моря и проблемы со здоровьем наряду со многими другими потенциально катастрофическими изменениями. По мнению многих ученых, потепление является в значительной мере делом рук человеческих и связано с резким увеличением выбросов парниковых газов нашими заводами, автомобилями, а также в процессе других видов человеческой деятельности.

- Мировой финансовый кризис, который начался в 2007 г. и продолжается по сей день, – результат действия множества способствующих факторов, таких как дешевые деньги, кредитные пирамиды, падение цен на недвижимость, обвал на фондовом рынке, неконтролируемый рост сложнейших финансовых инструментов, риск которых считался измеримым, но оказался не таковым.

Да, события, которые мы даже не могли себе вообразить, порой происходят, как и те, которые мы сбрасываем со счетов, полагая, что вероятность их наступления слишком мала для того, чтобы беспокоиться. Когда мы рассматриваем вероятность катастрофического события, как заметил журналист *New York Times* Дэвид Леонардт, «когда ничего подобного не происходило прежде, нам трудно даже представить

такой сценарий. Гораздо проще надеяться на то, что шансы его исчезающе малы. Надеяться на это свойственно человеческой натуре. Но не мудро»⁹.

Возражая против того, чтобы принимать числа за точную меру действительности, профессор Темпльского университета и автор книги «За пределами чисел» (Beyond Numeracy) Джон Аллен Паулос подводит следующий итог: «Не существует ни одного метода измерения социального феномена... который не был бы подвержен двойному толкованию, необъективному анализу, манипулированию, опровержению или замене. Это не означает, что мы не должны подсчитывать и измерять, но это означает, что мы должны это делать с предельной осторожностью и мудростью, на которую только способны»¹⁰.

Финансовая система отражает возрастающую сложность нашего общества и в то же время вносит свой вклад в ее увеличение. Как научила нас недавняя финансовая история, сложность порождает обман. Я молюсь о том, чтобы мои усилия, мой крестовый поход (если моя карьера заслуживает столь громкого определения) помогли индустрии финансовых услуг переосмыслить свои ценности и наконец повернуться лицом к растущей массе миллионов инвесторов по всему миру. Если мы это сделаем, то, как писал Вергилий,

⁹ Леонардт Д. Экономика утечек: недооценка рисков // *New York Times*. 2010. 6 июня.

¹⁰ Паулос Д. Мания измерений // *New York Times*. 2010. 10 мая.

«через различные превратности и через столько моментов грозной опасности мы проложим наш путь...»¹¹

Джон Богл

Вэлли-Фордж, Пенсильвания

Август 2010 г.

¹¹ Бенджамин Грэхем использовал эту цитату из «Энеиды» Вергилия в качестве эпиграфа к первому изданию своей книги «Разумный инвестор» (1949 г.).

Примечание для читателя

Публикуя эту антологию избранных эссе и лекций, написанных мной за последнее десятилетие, – своего рода второй том к моей книге «Джон Богл об инвестировании: первые 50 лет» (John Bogle on Investing: The First 50 Years), изданной в 2000 г., я решил сделать так, чтобы каждая глава была законченным, самостоятельным произведением. Таким образом, читатели, которых интересует какая-либо конкретная тема, могут начать чтение непосредственно с соответствующей главы, а не читать книгу по порядку.

Те же читатели, которые предпочитают знакомиться с ее содержанием от начала и до конца, обнаружат, что некоторые темы повторяются в ней рефреном. Среди них ссылки на мою дипломную работу по индустрии взаимного инвестирования в Принстонском университете (по сути, заложившую фундамент моей долгой карьеры); ссылки на Джона Мейнарда Кейнса и его понимание того, что доходность фондового рынка проистекает из комбинации предпринимательства и спекуляции (что является стержнем и моего собственного инвестиционного анализа); и указание на сегодняшнее доминирование институционального владения акциями над индивидуальным владением, которое было более распространено на начальном этапе. (Хотя этому редко придается значение, я считаю такое изменение основным фак-

тором, влияющим на современную инвестиционную среду.)

К какому бы типу читателей вы ни относились, я надеюсь, что повторение этих тем просто подчеркивает их важность. Моей целью при написании этой книги было не только помочь вам стать более мудрыми и успешными инвесторами, но и информировать вас о брешах в броне современной финансовой системы. Эта система является критически важной частью нашей экономики, и ее реформирование – в интересах инвесторов и нашего общества в целом.

В этой, девятой по счету, книге я хочу выразить глубокую признательность Эмили Снайдер, Саре Хоффман и Кевину Лафлин – моим коллегам из Центра исследований финансовых рынков в Vanguard за их вклад, профессионализм и (особенно) терпение и понимание. Кевин работал вместе со мной (непростая задача!) над подбором материала, долго и упорно трудился над рукописью, проверяя каждую цифру, и внес множество полезных предложений. Я также хочу поблагодарить Памелу ван Гиссен и Мэг Фриборн из издательства John Wiley & Sons за их поддержку и опыт и выразить особую благодарность Ли Спиро, который оказывал мне всестороннюю редакторскую помощь.

Д.К.Б.

Часть I

Заблуждения инвесторов

Многие из ключевых тем этой книги охвачены в 1-й главе, одном из самых любимых моих детищ, которая и дала название всей книге: «*Не верьте цифрам!*». В этой вводной главе, имеющей подзаголовок «Ловушки одержимости числами» и основанной на моем докладе в Центре исследований экономической политики Принстонского университета в 2002 г., я раскрываю все минусы присущей сегодняшнему обществу тенденции оказывать числам доверие, которого они попросту не заслуживают, и вместе с тем умалять важность вещей, которые не могут быть выражены через числа, — таких качеств, как мудрость, честность, этика и приверженность.

Последствия такого ошибочного восприятия разрушительны. Оно ведет к тому, что прошлые доходности финансового рынка воспринимаются как верный показатель будущего (что неверно в большинстве случаев!); к чрезмерному оптимизму, о чем свидетельствует нежелание инвесторов опираться на реальные (с учетом инфляции) доходности при пенсионном планировании; к креативному бухучету (или лучше было бы назвать его «финансовым инжинирингом»?) с его цифрами корпоративных прибылей, которые мы

принимая за реальность, но которые зачастую гораздо ближе к иллюзиям; и в целом к разрушительным последствиям для реального мира реальных людей, которые производят реальные товары и услуги, обеспечивающие существование нашего общества.

Во 2-й главе я исследую еще одну свою любимую тему – «Незыблемые правила простой арифметики»; эта статья была опубликована в *Financial Analysts Journal* в 2005 г. На долгосрочных интервалах реальность неумолимой математики инвестирования неизменно одерживает победу над иллюзией показателей доходности, создаваемой управляющими фондами. Например, за 20-летний период с 1983 по 2003 г. индексный фонд, копирующий S&P500, заработал совокупную доходность 1052 %, а его инвесторы – 1012 %. За этот же период средний фонд акций с активным управлением заработал совокупную доходность всего 573 %, а инвесторы такого фонда в среднем получили меньше половины этой доходности, 239 %. Поэтому, когда вы берете доходность фондового рынка за показатель доходности фонда акций, не говоря уже о доходностях инвесторов фонда, вы игнорируете эти неумолимые правила. Идея, что инвесторы как совокупность всегда получают сформированную рынком доходность, оказывается очередной иллюзией инвестирования.

В 3-й главе («График-обличитель») я борюсь с еще одной инвестиционной иллюзией, что прошлое является предвестником будущего, доказывая, что реальность далека от этого.

В 3-й главе (где приводится обзор 11 ключевых графиков) я сосредотачиваю внимание на свойственном для всех финансовых рынков феномене «возвращения к среднему» – тенденции, заключающейся в том, что самые высокие и самые низкие доходности в конечном итоге стремятся вернуться к средним историческим уровням. Эта закономерность была выявлена на длительных временных интервалах для: 1) традиционных секторов фондового рынка, таких как акции компаний с большой капитализацией против акций компаний с малой капитализацией, а также акций стоимости против акций роста; 2) прошлых победителей и проигравших в гонке доходностей среди фондов акций; и 3) доходностей фондового рынка в целом. Я также доказываю существование мощной и, я бы сказал, неотвратимой тенденции общей доходности фондового рынка возвращаться к средним уровням его *инвестиционной* доходности (дивидендная доходность плюс прирост капитала). Этой же закономерности подчиняется и *спекулятивная* доходность, которая генерируется за счет колебания рыночной оценки соотношения цены и прибыли. Но, поскольку спекулятивная доходность не подкреплена никакой фундаментальной стоимостью, в долгосрочной перспективе она возвращается к нулю. Таким образом, инвестиционная доходность, которая зарабатывается компаниями с течением времени, представляет собой реальность; спекулятивные бумы и спады, какими бы мощными они ни были на краткосрочных отрезках, в долгосрочном

плане оказываются не более чем иллюзией.

Еще одна иллюзия инвестирования – то, что затраты не имеют значения. Создается впечатление, будто управляющие активами, доминирующие в нашей национальной инвестиционной индустрии, умышленно игнорируют реальность затрат. Такой своекорыстный подход умен, поскольку комиссии за транзакции и управление активами привели к фантастическому росту рентабельности в американском финансовом секторе. Доля прибылей финансовых компаний в суммарной прибыли компаний, входящих в S&P500, подскочила с 8 % в 1980 г. до 27 % в 2007 г. – и до 33 %, если включить сюда прибыль от финансовой деятельности промышленных компаний (таких как General Electric и GMAC).

Огромные издержки наших финансовых секторов представляют собой, как гласит название 4-й главы, «вопрос настолько важный, что трудно думать о чем-то ином». Почему? Да потому, что услуги по управлению активами отнимают у инвесторов стоимость в размере стоимости этих услуг. Как ни странно, но финансовый сектор, кажется, процветает прямо пропорционально объему продаваемых им дьявольски хитрых инструментов – чрезвычайно прибыльных для их создателей, но разрушительных для благосостояния тех, кто их покупает. Эта сложность также влечет пагубные последствия для всего нашего общества, поскольку, чтобы избежать финансовой паники, мы, рядовые налогоплательщики (в лице «правительства»), вынуждены спасать этих недальновидных

инвесторов за счет средств из своего кармана.

Наконец, самая коварная иллюзия инвестирования связана с тем, что люди часто путают создание реальной корпоративной внутренней стоимости с иллюзорной стоимостью, представленной ценами акций. Пятая глава («Поразительный дар признавать очевидное») посвящена тому, как важно признавать очевидное, особенно эту трудноуловимую разницу между иллюзией и реальностью. Отчасти такая разница объясняется различием между реальным рынком хозяйственной деятельности и создания стоимости (по сути, долгосрочными денежными потоками) и рынком ожиданий, пытающимся предвидеть будущие предпочтения инвесторов. Поскольку индексные фонды просто отслеживают фондовый рынок, они сталкиваются с теми же проблемами, что и любые другие инвестиционные стратегии, когда цены акций теряют связь с действительностью. В последние десятилетия на наших рынках доминировала спекуляция на краткосрочных колебаниях цен акций, а не реальность внутренней стоимости. Но я не устаю повторять свою главную мысль: когда есть разрыв между иллюзией и реальностью, всего лишь вопрос времени, когда реальность возьмет верх.

Глава 1

Не верьте цифрам! Ловушки одержимости числами

12

Таинственные, порой случайные события формируют наши жизни, и не будет преувеличением сказать, что без Принстонского университета фонд Vanguard никогда не появился бы на свет. И кажется вполне вероятным, что никто другой помимо меня не додумался бы создать нечто подобное. Я не говорю о том, что я создал нечто значительное, поскольку в череде великих событий человеческой истории Vanguard едва ли заслуживает беглого упоминания. Но наш вклад в мир финансов – не только наша уникальная структура взаимной собственности, но и сам индексный взаимный фонд, трехуровневый фонд облигаций, наша простая философия инвестирования и наш неизменный фокус на низких издержках – сделал для инвесторов большое доброе дело. И все это началось в далеком сентябре 1947 г., когда я с волнением переступил порог Принстонского университета.

Мое знакомство с экономикой началось на втором курсе,

¹² Основано на моем докладе на форуме «Скрытые мины в финансах», организованном Центром исследований экономической политики Принстонского университета 18 октября 2002 г.

когда я открыл первое издание знаменитого учебника Пола Самуэльсона «Экономика: Вводный курс» (Economics: An Introductory Analysis)¹³. Год спустя, уже обучаясь по специальности «экономика», я искал тему для своей дипломной работы и наткнулся на статью в журнале *Fortune*, где утверждалось, что взаимные фонды обладают огромным потенциалом развития. Заинтригованный, я немедленно решил сделать это темой своей дипломной работы. В свою очередь, она заслужила наивысшую оценку и чрезвычайно заинтересовала Уолтера Моргана, выпускника Принстона 1920 г., одного из пионеров отрасли и основателя Wellington Fund, который предложил мне работу в своем фонде. Основанный им в 1928 г. классический взаимный фонд сегодня входит в когорту более чем 100 фондов, работающих под эгидой Vanguard, и продолжает процветать по сей день, являясь крупнейшим сбалансированным взаимным фондом в мире.

В те давние времена экономика была очень концептуальной и традиционной. Наши исследования включали элементы экономической теории и философской мысли, начиная с великих философов XVIII столетия – Адама Смита, Джона Стюарта Милля, Джона Мейнарда Кейнса и т. п. Количественный анализ, по сегодняшним меркам, как таковой отсутствовал. (Насколько я помню, в нашем отделе даже не употреблялось слово «расчеты».) Я не знаю, вменять ли в заслугу – или в вину – электронному калькулятору то, что его

¹³ Самуэльсон П., Нордхаус В. Экономика. – М.: Вильямс, 2012.

появление привнесло новые веяния в исследования экономики и рынков, но с приходом персональных компьютеров и началом информационной эры числа стали безоглядно верховодить и править экономикой. То, что нельзя подсчитать, кажется, не имеет значения.

Я не согласен с этим и присоединяюсь к мнению Альберта Эйнштейна: «Не все, что может быть подсчитано, имеет значение, и не все, что имеет значение, может быть подсчитано». На самом деле, как гласит еще одна цитата, приведенная мной в конце этого эссе, «предполагать, что то, что не поддается измерению, не имеет значения, – откровенная глупость». Но прежде чем перейти к разговору о ловушках измерения, не говоря уже о попытках измерить неизмеримое – такие вещи, как человеческий характер, нравственные ценности, сердце и душу, которые играют ведущую роль в любой экономической деятельности, я хочу обсудить ошибочность некоторых широко используемых нами мер и ловушки, которые они создают для экономистов, финансистов и инвесторов.

Моя главная мысль такова, что сегодня в нашем обществе, в экономике и в финансах мы слишком доверяем числам. *Числа не есть реальность*. В лучшем случае они – бледное отражение реальности, в худшем случае – грубое искажение тех реалий, которые мы пытаемся измерить. Поэтому, во-первых, я постараюсь убедить вас в том, что мы чрезмерно полагаемся на исторические экономические данные и дан-

ные о рынке. Во-вторых, я покажу, как наша склонность к оптимизму ведет к неправильной интерпретации данных и побуждает оказывать им доверие, которого они редко заслуживают. В-третьих, ситуация усугубляется тем, что мы поклоняемся числам и принимаем (или принимали!) за талисман инвестиционной реальности сиюминутную точность цен акций вместо имманентной неточности внутренней корпоративной стоимости. В-четвертых, будучи не в состоянии избежать указанных ловушек *численной* экономики, мы фактически подорвали реальную экономику. В итоге я прихожу к заключению, что лучшей защитой от иллюзии определенности, порождаемой числами, являются неизмеримые, но тем не менее бесценные качества, такие как объективное восприятие, опыт, здравый смысл и способность суждения.

Ловушка № 1: склонность переоценивать значение прошлого

Обыкновенные акции стали рассматриваться как пригодные для долгосрочных инвестиций, а не как чисто спекулятивные инструменты, примерно начиная с 1924 г., после выхода в свет книги Эдгара Лоуренса Смита «Обыкновенные акции как долгосрочные инвестиции» (Common Stocks as Long-Term Investments). Ее не столь давней реинкарнацией стала вышедшая в 1994 г. работа Джереми Сигела «Дол-

госрочные инвестиции в акции» (Stocks for the Long Run)¹⁴. Авторы обеих книг ничтоже сумняшеся ратовали за вложения в акции и, возможно, обе сыграли роль в последовавших за их публикацией великих бычьих рынках. Обе книги были наполнены данными, но кажущиеся бесконечными массивы нумерических данных, представленных в труде Сигела, продукте компьютерной эпохи, заставили бы его предшественника покраснеть от стыда.

Но вовсе не изобилие информации беспокоит меня в книге «Долгосрочные инвестиции в акции». Кто может быть против знаний? В конце концов, «знание – это сила». Мое беспокойство связано с тем, что очень многие из нас негласно полагают, будто история фондового рынка повторяется, в то время как на самом деле единственная определенность относительно будущих доходностей рынка акций заключается в присущей им неопределенности. Мы не можем знать наверняка, что готовит нам будущее, и должны принять самоочевидный факт, что прошлые доходности фондового рынка не имеют абсолютно ничего общего с актуарными таблицами.

Джон Мейнард Кейнс описал эту ловушку таким образом, что сделал ее очевидной:¹⁵ «Опасно применять к будущему индуктивные рассуждения, основанные на прошлом опыте

¹⁴ Сигел Д. Долгосрочные инвестиции в акции. Стратегии с высоким доходом и надежностью. – СПб., Питер, 2010.

¹⁵ В комментариях к книге Эдгара Лоуренса Смита (1926 г.).

[плохая новость], если невозможно определить четкие причины, по которым прошлый опыт был именно таким» (хорошая новость). Поскольку существует всего две фундаментальные причины, объясняющие доходность акций, требуются лишь элементарное сложение и вычитание, чтобы увидеть, как они формируют инвестиционный опыт. Часто игнорируемая реальность такова, что доходность акций определяется 1) экономикой и 2) эмоциями.

Экономика и эмоции

Под *экономической* составляющей доходности я подразумеваю *инвестиционную* доходность (которую Кейнс называет предпринимательством¹⁶), начальную дивидендную доходность акции плюс последующий прирост капитала. Под *эмоциональной* составляющей я имею в виду *спекулятивную* доходность (спекуляцию в терминологии Кейнса) – доходность, которая генерируется в результате изменения оценочной ставки, или ставки дисконтирования, применяемой инвесторами к инвестиционной доходности. Оценочная ставка отражается доходностью по прибыли (или обратным пока-

¹⁶ Кейнс Д. Общая теория занятости, процента и денег, 12-я глава. Эта глава столь же актуальна сегодня, как и в 1950-е гг., когда я впервые прочитал ее, будучи студентом Принстонского университета. Интересно, что совершенно в духе той ключевой мысли, которую я освещаю в данном эссе, Кейнс представляет эти концепции без всякого количественного анализа. Поэтому я взял на себя смелость вставить соответствующие данные.

зателем – коэффициентом цена/прибыль)¹⁷. Например, если в начале десятилетия акция имела дивидендную доходность 4 % и последующий прирост капитала 5 %, ее *инвестиционная* доходность составит 9 %. Если при этом ее коэффициент цена/прибыль повысится с 15 до 20, такое 33 %-ное увеличение даст дополнительную *спекулятивную* доходность в размере примерно 3 % годовых. Просто сложите вместе две доходности: полная доходность акций = 12 %¹⁸.

Таким образом, когда мы анализируем опыт великого бычьего рынка 1980-х и 1990-х гг., то можем сказать, что в эти два сходных десятилетия замечательная доходность акций складывалась из 4 %-ной дивидендной доходности, примерно 6 %-ного прироста капитала (что дает нам 10 % *инвестиционной* доходности) и беспрецедентного 7 %-ного среднегодового роста коэффициента цена/прибыль. Результат: годовая доходность акций держалась на высочайшем уровне в 17 % в течение самого длительного периода времени за всю 200-летнюю историю американского фондового рынка.

¹⁷ Доходность акций также находится под влиянием доходности безрисковых облигаций. Однако вследствие неустойчивости этой взаимосвязи я ее в данном случае игнорирую. На всякий случай могу сказать, что корреляция между доходностью акций и среднесрочных казначейских облигаций США начиная с 1926 г. составляла 0,42. Однако в последние 25 лет этот коэффициент был равен 0,69, а в последние 10 лет – 0,53.

¹⁸ Я признаю, что на самом деле их нужно умножить (т. е. $1,09 \times 1,03 = 1,123$), что дает немного другой результат. Но такая точность едва ли необходима в полном неопределенности мире инвестирования, а когда мы обращаемся к рядовому инвестору, простота является главным достоинством.

«Эксперты» пенсионного планирования

Вы спросите, кто может быть настолько глуп, чтобы прогнозировать будущие доходности на основе прошлых показателей? На самом деле так поступают очень многие, в том числе те, кто мнит себя экспертами в инвестировании. Даже искушенные финансовые директора компаний и их консультанты по пенсионным программам наступают на эти грабли. В типичном корпоративном годовом отчете прямо заявляется, что «наши предположения о доходности активов выведены в результате детального исследования, проведенного нашими актуариями и специалистами по управлению активами, и основаны на *долгосрочных исторических доходностях*». Вполне естественно, что подобный подход заставляет компании поднимать планку ожиданий при любом повышении доходности в прошлом. Например, в начале бычьего рынка в 1980-е гг. крупные корпорации исходили из будущей доходности пенсионных активов на уровне 7 %. К концу 2000 г., т. е. перед началом великого медвежьего рынка, большинство компаний повысили свои предположения до 10 % и больше. Поскольку их пенсионные портфели включали не только акции, но и облигации, это говорит о том, что фактически они повысили свои ожидания относительно будущей доходности *акций* в своих портфелях до 15 % годовых! *Не верьте цифрам!*

В начале нового десятилетия, 1 января 2000 г., должны были стать очевидными две вещи: во-первых, в результате падения дивидендной доходности до 1 %, даже если прежний 6 %-ный рост доходности на акцию сохранится (непростая задача!), инвестиционная доходность в последующие 10 лет будет составлять не 10 %, а 7 %; во-вторых, спекулятивная доходность не может повышаться до бесконечности. (И он говорит нам об этом только теперь!) Другими словами, если коэффициент цена/прибыль, 31-кратный на тот момент, подчиняясь практически универсальной закономерности, просто вернется к своему среднему историческому значению, равному 15, общая доходность рынка в ближайшее десятилетие уменьшится еще на 7 % в год. Таким образом, по состоянию на начало 2000 г. разумно было предположить, что годовая доходность акций в ближайшие 10 лет будет равна нулю¹⁹.

В начале 2000 г. история убеждала нас в том, что долгосрочная годовая доходность акций на уровне 11,3 % будет продолжаться и дальше, поэтому на фондовом рынке все будет хорошо. Но если мы бы мы послушали Кейнса и просто задумались о фундаментальных причинах, стоящих за прошлыми доходностями акций, – инвестиции против спекуляции, мы бы по большому счету знали, что должно произойти: пузырь, созданный эмоциями – оптимизмом, иррациональ-

¹⁹ Уточнение: как оказалось, годовая доходность акций за десятилетний период 1999–2009 гг. скатилась до -0,2 %.

ным изобилием и жадностью – на фоне эйфории, вызванной сменой тысячелетия, фантастическими перспективами информационной эры и «новой экономики», должен взорваться. Но если рациональные ожидания говорят нам о том, *что* может произойти, они никогда не говорят нам, *когда*. Судный день наступил через три месяца; в конце марта 2000 г. начался великий медвежий рынок. Ясно, что со стороны инвесторов было бы мудро принимать инвестиционные решения, исходя из ожиданий будущих доходностей, сформированных на основе текущего состояния рынка, но никак не его прошлой доходности. Насколько вообще разумно надеяться на то, что в будущем фондовый рынок будет копировать свое поведение в прошлом? *Даже не надейтесь!*

Ловушка № 2: склонность к оптимизму

Принятие инвестиционных решений на основе прошлого фондового рынка, а не текущих обстоятельств может вести к весьма дорогостоящим ошибкам. Но это не единственная проблема. Не менее опасной может быть наша склонность к оптимизму. *Реальность такова, что указанные мною выше доходности фондового рынка – это тоже иллюзия.* Когда инвесторы оценивают прошлое или смотрят в будущее, они, как правило, надевают розовые очки. Фокусируясь на теоретической доходности *рынка*, а не фактической доходности *инвестора*, мы грубо переоцениваем ту доходность, которую

в принципе могут принести вложения в акции.

Во-первых, разумеется, мы обычно ведем подсчеты в *номинальных*, а не в *реальных* долларах – разница, которая на длительных промежутках времени ведет к шокирующей дихотомии. За последние 50 лет средняя доходность акций составляла 11,3 % годовых; следовательно, \$1000, вложенные в акции в начале этого срока, сегодня должны были бы вырасти в стоимости до \$212 000. Но среднегодовая инфляция на уровне 4,2 % за этот период снижает доходность акций до 7,1 %, а конечную стоимость инвестиции – до \$31 000 в реальном выражении; действительно, шокирующая разница. Затем мы еще больше усугубляем проблему, предполагая, что так или иначе инвесторы, как совокупность, зарабатывают всю доходность, которую дает рынок. Ничто не может быть более далеким от правды. Они *не зарабатывают* ее, просто потому что *не могут*. Реальность, как всегда, далека от иллюзий. Да, если фондовый рынок приносит годовую доходность 10 %, инвесторы, как группа, могут получить *валовую* доходность 10 %. Но их *чистая* доходность уменьшается на сумму стоимости услуг финансовых посредников – всех комиссий за управление средствами и проведение брокерских операций, административных расходов, а также на сумму налогов на прибыль и прирост капитала.

Разумно предположить, что затраты на услуги посредников составляют по меньшей мере 2 % в год, а для налогооблагаемых инвестиционных счетов налоги могут *легко* забрать

еще 2 %. Результат: на рынке с доходностью 10 % *чистая* доходность инвесторов составляет не более 8 % до уплаты налогов и 6 % после их уплаты. Реальность: указанные издержки съедают 40 % номинальной доходности рынка. Но и это еще не все. Затраты и налоги вычитаются каждый год в *номинальных* долларах, в то время как конечная стоимость отражает *реальные*, расходуемые доллары. В условиях 3 %-ной годовой инфляции 10 %-ная номинальная доходность акций дает реальную доходность всего 7 %. После вычета затрат на услуги посредников и налогов в размере 4 % реальная доходность инвестора падает до 3 % годовых. Другими словами, затраты и налоги съедают не 40 %, а все 57 % реальной доходности рынка.

В долгосрочной перспективе такая систематическая ошибка – использование в расчетах гораздо более высоких теоретических доходностей, чем те, что доступны в реальном мире, – создает весьма впечатляющее различие в результатах. Вы помните, что за 50-летний срок начальная инвестиция \$1000 принесет \$31 000 реального дохода? Теперь, если вычесть отсюда 2 % инвестиционных издержек, конечная стоимость нашей инвестиции упадет до \$11 600. А если предположить, что ставка налогов по налогооблагаемым счетам составляет хотя бы 2 %, то изначально вложенные \$1000 принесут не иллюзорные номинальные \$212 000, которые мы видели несколько мгновений назад (удивительная созидательная сила нарастающей по сложному проценту до-

ходности), а всего \$4300 в реальных, после вычета всех издержек, долларах – удивительная разрушительная сила накапливаемых *издержек*. *Почти 98 % нашего предполагаемого богатства испарились в воздухе за пару минут объективных расчетов.* Вы по-прежнему верите, что заработаете рыночную доходность? *Не верьте цифрам!*

Как избежать издержек и налогов

Само собой разумеется, что биржевые брокеры с Уолл-стрит, финансовые консультанты и управляющие взаимными фондами неохотно представляют такого рода сравнение иллюзии с реальностью. (Справедливости ради надо отметить, что в своей книге «Долгосрочные инвестиции в акции» Сигел приводит исторические доходности в номинальном и реальном выражении, хотя и без учета издержек и налогов.) Мы не только потакаем склонности к оптимизму среди инвесторов, но и усиливаем ее. Однако в то время как нет способа избежать инфляции, вполне возможно снизить инвестиционные издержки и налоги до минимума. Только при этом условии инвесторы в акции могут рассчитывать на то, чтобы заработать (практически всю) валовую доходность рынка. И возможность это сделать – *владеть фондовым рынком через индексный фонд с низкими издержками и низкой оборачиваемостью* – оптимальная стратегия, чтобы заработать почти 100 % вместо 60 % номинальной годовой доход-

ности рынка. *Вы можете рассчитывать на это!*

Склонность к оптимизму свойственна и корпоративному миру. Руководители компаний неизменно представляют перспективы роста своих фирм в максимально оптимистичном свете — и чаще всего оказываются неправы. Опираясь на эти корпоративные прогнозы, фондовые аналитики Уолл-стрит на протяжении последних двух десятилетий регулярно рассчитывали средний рост прибылей корпораций на следующий пятилетний период. В среднем их прогнозная оценка по годовым темпам роста прибыли была на уровне 11,5 %. Однако как группа компании достигли своих целевых показателей только в трех из 20 пятилетних периодов. Фактический рост прибылей этих компаний в среднем составил только половину от их изначального прогноза, т. е. всего 6 %.

Но должны ли мы удивляться такому разрыву между прогнозами и результатами? Дело в том, что совокупная прибыль наших корпораций тесно связана с ростом нашей экономики. В редкий год корпоративные прибыли после налогообложения составляли менее 4 % от валового внутреннего продукта США, но и редко превышали 8 %. На самом деле начиная с 1929 г. корпоративные прибыли после налогообложения росли на 5,6 % в год, т. е. фактически отставали от 6,6 %-ного темпа роста ВВП. В нашей капиталистической экономике, где человек человеку волк, где царит беспощадная и почти неограниченная конкуренция, где потребитель —

царь и бог, особенно в информационную эпоху, неужели вы думаете, что прибыли корпоративной Америки могут расти быстрее, чем наш ВВП? *Не верьте цифрам!*

Прибыль: объявленная, операционная, предварительная, пересчитанная

Наша склонность к оптимизму привела к созданию еще одного пагубного источника иллюзий. Постепенно и незаметно мы изменили само определение прибыли. В то время как *объявленная* прибыль остается, если можно так выразиться, стандартом с тех далеких времен, когда Standard and Poor's начала собирать свои данные, в последние годы акцент сместился на *операционные* прибыли. По сути, операционная прибыль представляет собой объявленную прибыль, только без учета таких неприятных расходных статей, как списания капитала, часто являющиеся результатом немудрых инвестиций и слияний в предыдущие годы. Такие списания считаются «единовременными» или неповторяющимися, хотя для корпораций как группы они повторяются с замечательной регулярностью.

На протяжении последних 20 лет *операционная* прибыль компаний в индексе S&P500 в сумме составляла \$567. После выплаты \$229 в виде дивидендов должно было оставаться \$338 для реинвестирования в бизнес. Но, главным образом в результате огромных «единовременных» списаний,

весьма распространенных в этот период, совокупная объявленная прибыль составляла всего \$507. Поэтому фактически для реинвестирования было доступно лишь \$278, т. е. на 20 % меньше, в основном по причине плохих деловых решений. Таким образом, именно *объявленные*, а не *операционные* прибыли наиболее точно отражают реальные результаты деятельности компаний.

Предварительная, или гипотетическая прибыль – некогда уважаемый термин, которому сегодня найдено новое употребление (или злоупотребление?), – показывает результаты корпоративной деятельности без учета «плохих» статей и является еще одним шагом, заводящим нас в дебри иллюзий. Более того, даже подтвержденные аудиторами прибыли сегодня вызывают сомнения, учитывая растущее число случаев «пересчета» корпоративных прибылей. За последние четыре года 632 корпорации пересчитали свои прибыли, что почти *в пять раз больше*, чем за аналогичный период десятилетием ранее, когда таких случаев было всего 139. И вы полагаете, что корпоративная отчетность действительно скрупулезно подсчитана и точна? *Не верьте цифрам!*

«Креативный» учет

Нестрогие стандарты бухгалтерского учета позволяют создавать прибыли буквально из воздуха. Один из популярных методов – после осуществления приобретения припи-

сать огромные расходы по реструктуризации, якобы из-за их «единовременного» характера, одному отчетному периоду, пожертвовав текущим показателем прибыли, только лишь для того, чтобы создать видимость заметного увеличения операционной прибыли в будущих периодах. Но изъяны в наших бухгалтерских стандартах позволяют гораздо большее: бесцеремонно классифицировать крупные статьи расходов как «несущественные»; раздувать предполагаемую будущую доходность пенсионных программ; учитывать в выручке сделки с покупателями, которые занимают деньги на покупку у продавца; заключать особые сделки, чтобы получить дополнительную выручку в конце квартала, и т. д. Если вы не можете достичь прогнозных показателей посредством хозяйственной деятельности, то можете сделать это при помощи чисел. Но то, что мы снисходительно называем *креативным* учетом, находится лишь в шаге от бухгалтерского *мошенничества*. Может ли компания долго продержаться на таких искусственно созданных прибылях? *Не рассчитывайте на это!*

С другой стороны, я думаю, что не было бы большого вреда, если бы коэффициент цена/прибыль рассчитывался на основе ожидаемой *операционной* прибыли. Благодаря использованию более высоких (хотя и менее реалистичных) цифр коэффициенты цена/прибыль выглядели бы более разумными (т. е. акции казались бы более дешевыми). Например, текущий коэффициент цена/прибыль индекса S&P500

(на основе прогнозных оценок 2002 г.), рассчитанный на основе операционных прибылей, снижается до чуть более успокаивающих 18, вместо куда более тревожных 25 на основе объявленных прибылей. Но в нашей системе финансового посредничества слишком много оптимизма, поэтому более высокие коэффициенты цена/прибыль играют ей на руку.

Между тем глупо полагаться на более высокие цифры прибыли (и вытекающий отсюда более низкий коэффициент цена/прибыль), не учитывая того факта, что в долгосрочной перспективе стоимость компании определяется не только результатами ее текущей операционной деятельности, но и всей совокупностью инвестиционных решений, слияний и других осуществленных ею комбинаций. *А такие комбинации обычно не работают.* Недавно проведенное *BusinessWeek* исследование слияний общей стоимостью \$4 трлн, которые имели место в разгар мании слияний во время последнего рыночного пузыря, указало на то, что 61 % из них привели к разрушению акционерной стоимости. Я думаю, пришла пора признать ошибочность представления о том, что такие инвестиционные решения, в значительной степени продиктованные желанием улучшить *числа*, улучшают реальный *бизнес*.

Ловушка № 3: культ строгих чисел

Наша система финансового рынка – жизненно важная

часть процесса инвестирования, также выполняющая задачу привлечения капитала для финансирования экономического роста страны. Нам нужны активные, ликвидные рынки, от которых мы прежде всего требуем обеспечить нам ликвидность акций в обмен на обещание будущих денежных потоков. Благодаря этому инвесторы могут реализовать текущую стоимость будущего потока дохода в любой момент времени. Но у этого преимущества есть и обратная сторона – постоянно меняющаяся оценка стоимости корпоративных акций. Мы требуем строгих чисел, чтобы измерить наши инвестиционные результаты. *И мы хотим их сей же момент!* И рынки, разумеется, нам их дают.

Но последствия этого весьма неоднозначны. Кейнс ясно видел такую зависимость, говоря о том, что «организация рынков капитала, требуемая держателями *котируемых* акций, требует от них гораздо больших нервов, терпения и силы духа, нежели от держателей богатства в других формах... Некоторые (инвесторы) уверенно покупают неликвидные инвестиции, которые, имейся для них доступные (текущие) котировки, заставили бы их держателей поседеть». Проще говоря, для психики инвестора гораздо легче владеть инвестициями, которые не торгуются часто.

Эту мудрость повторяют довольно часто. Именно это имел в виду Бенджамин Грэхем, когда предостерегал об опасностях «Мистера Рынка», который каждый день появляется у дверей инвесторов и предлагает им купить или про-

дать акции по различным ценам. Если прислушиваться к назойливым предложениям Мистера Рынка, это может привести к тому, что мимолетные эмоции возобладают над долгосрочной экономикой, и краткосрочные колебания цен заставят инвестора принять неправильные решения. Как напоминает разумный инвестор Грэхема, «если в краткосрочной перспективе рынок функционирует как *машина для голосования*, где результат зависит от количества за и против, то в долгосрочной перспективе он скорее напоминает *весы*, показывающие истинную стоимость той или иной компании»²⁰.

Сиюминутная точность против имманентной неточности

Между тем под влиянием информационной эпохи, ставшей неотъемлемой реальией нашей жизни, мы все чаще считаем, что сиюминутная точность, отражаемая ценой акций, гораздо важнее имманентной неточности, характерной для оценки внутренней стоимости компании. Другими словами, инвесторы гораздо охотнее делают рискованные ставки на точные цифры, нежели стремятся оказаться правыми в приближенной фундаментальной оценке. Именно такое восприятие безоглядно торжествовало над реальностью во время последнего рыночного пузыря. Болезненное падение фондового рынка, которое мы переживаем сегодня, — это не что

²⁰ Грэхем Б., Додд Д. Анализ ценных бумаг. — М.: Вильямс, 2012.

иное, как простое возвращение к реальности. Так действительно ли цена акции является достоверной и надежной мерой стоимости компании? *Не верьте цифрам!*

Такой фокус на ценах акций оказался в первую очередь выгоден руководителям компаний. Владея гигантскими пакетами опционов на акции, они были полны решимости всеми правдами и неправдами или некими промежуточными способами «обеспечить нужные цифры прибыли». Когда эти цифры материализовывались в корпоративной отчетности, цены акций взлетали вверх, и руководители продавали свои акции в тот же момент, как только вступали в силу их опционные соглашения, причем нередко по схеме «безналичного исполнения опциона» через промежуточные ссуды, предоставляемые самой компанией. Но в отличие от других видов вознаграждения, вознаграждение в форме опционов с фиксированной ценой исполнения не относится к корпоративным расходам. Эти опционы принято рассматривать как «бесплатные», хотя, чтобы избежать разводнения, большинство компаний просто выкупает необходимое для погашения опционов количество акций (по цене гораздо выше цены исполнения опциона) на публичном рынке. Такая схема опционного вознаграждения фундаментально порочна, потому что большинство руководителей компаний продают акции сразу же после исполнения опциона, потому что опционы не включаются в расходные статьи баланса и не индексируются с учетом текущего уровня цен. Ставить вознагражде-

ние руководства в зависимости от роста цены акций, а не от повышения внутренней стоимости компании – такое положение просто противоречит здравому смыслу. Действительно ли «административные» опционы согласуют интересы менеджмента с интересами долгосрочных акционеров? *Даже не надейтесь!*

Несведущие индивидуумы не доводят квалифицированных профессионалов до добра

Много лет назад Кейнс тревожился о последствиях для нашего общества такой ситуации на фондовом рынке, когда «условная оценка акций складывается как результат массовой психологии большого числа несведущих индивидуумов». Он считал, что это ведет к резким колебаниям цен и такая тенденция усиливается, поскольку даже квалифицированные профессионалы, которые, как можно было бы предположить, своими действиями должны нейтрализовать причуды неосведомленных индивидуумов, начинают следовать массовой психологии и пытаться раньше других предугадать изменения рыночной оценки. В результате фондовый рынок превращается в «состязание в хитроумии – в том, чтобы предугадать за месяц-другой вперед, на чем будет основываться условная оценка, а вовсе не в том, чтобы оце-

нить ожидаемый доход от инвестиций за долгий ряд лет»²¹.

Полвека назад я процитировал эти слова Кейнса в своей дипломной работе – и имел безрассудство с ними не согласиться. В результате значительного роста индустрии взаимных фондов, предположил я, управляющие активами «будут обеспечивать рынок устойчивым, квалифицированным, обоснованным спросом на ценные бумаги, который будет базироваться на (фактических) результатах деятельности компании, нежели на публичной оценке стоимости ее бизнеса, отражаемой в цене ее акций». Ну что же, 50 лет спустя я могу признать, что мудрый реалист Кейнс победил, а не знавший в то время жизни идеалист Богл проиграл. И это еще не все! Вы думаете, что переход институциональных инвесторов от мудрости долгосрочного инвестирования к безрассудству краткосрочных спекуляций благотворно отразился на зарабатываемых ими доходностях? *Не рассчитывайте на это!*

Экономика торжествует над эмоциями – в конечном итоге

В те давние времена, когда я писал свою дипломную работу, инвестиционные комитеты (которые в то время играли в игру управления фондами) обновляли портфели своих фондов примерно на 15 % в год. В наши дни управля-

²¹ Кейнс Д. Общая теория занятости, процента и денег. – М.: Гелиос АРВ, 2012.

ющие активами (которые играют эту игру сегодня) оборачивают свои портфели со скоростью более 110 % в год – т. е. средний период держания средней акции в среднем фонде составляет всего 11 месяцев. Используя терминологию Кейнса, «предпринимательство» (назовем его «фундаментальным инвестированием») превратилось не более чем в «пузырь в водовороте спекуляции». Это триумф эмоций над экономикой.

Но то, что экономика в конце концов всегда берет верх над эмоциями, – неопровержимый факт. Начиная с 1872 г. средняя годовая реальная доходность фондового рынка (с учетом инфляции, но без учета инвестиционных издержек) равнялась 6,5 %. Реальная инвестиционная доходность, генерируемая дивидендами и ростом прибыли, составляла 6,6 %. Да, спекулятивная доходность сократила инвестиционную доходность более чем наполовину в 1970-е гг. и затем утроила (!) ее в 1980-е и 1990-е гг. Но по состоянию на сегодняшний день, после года едва ли не обвального падения фондового рынка, мы можем сказать, что спекулятивная доходность – с чистым негативным годовым результатом за последние 130 лет на уровне $-0,1\%$ – в итоге не оказала сколь-нибудь заметного влияния на инвестиционную доходность. Так мудро ли полагаться на то, что будущая доходность рынка будет существенно улучшена благодаря солидной доле спекулятивной доходности? *Не верьте цифрам!*

Дело в том, что когда восприятие – преходящие цены

акций – значительно отрывается от реальности, т. е. внутренней корпоративной стоимости, этот разрыв может быть преодолен только в сторону реальности. За короткий промежуток времени просто невозможно дотянуть реальность до высот восприятия; в нашем конкурентном мире повышение корпоративной стоимости – непростая задача, требующая значительного времени и усилий. Тем не менее, когда во время недавнего рыночного пузыря цены акций потеряли всякую связь с корпоративной стоимостью, очень многие участники рынка, казалось, надеялись на то, что фундаментальная стоимость быстро догонит и оправдает цены. Хотя и с запозданием, но инвесторы выучили урок: *даже не надейтесь!*

Ловушка № 4: Пагубные последствия иллюзий чисел для реального мира

Когда мы бездумно полагаемся на прошлое, когда оптимистично преувеличиваем цифры и когда поклоняемся радующей точности сиюминутных цен акций, ставя их выше тягостной неточности, присущей внутренней корпоративной стоимости, результаты такого отношения выходят далеко за пределы неудачных численных абстракций. Подобные ошибки влекут за собой последствия для всего нашего общества, причем в большинстве своем негативные.

Например, когда инвесторы воспринимают доходность

фондового рынка как производное некой актуарной таблицы, они не готовы к тем рискам, которые проистекают из неизбежной неопределенности инвестиционных доходностей и еще большей неопределенности спекулятивных доходностей. В результате инвесторы склонны принимать неправильные решения о распределении активов под давлением – или на волне – момента. Пенсионные программы, которые совершают подобную ошибку, начинают требовать дополнительного финансирования, когда вмешивается реальность. А когда инвесторы основывают свое пенсионное планирование на предположении о том, что будут получать всю доходность, которую столь щедро дают нам финансовые рынки, и негласно игнорируют ту огромную дань, которую составляют затраты на услуги посредников и налоги, они начинают откладывать лишь смехотворно малую часть того, что следовало бы откладывать, чтобы обеспечить себе комфортную старость. Между тем разумные инвесторы могут полностью избежать Сциллы затрат и Харибды налогов, прислушиваясь к рекомендациям опытных профессионалов или самостоятельно приобретая знания.

Нездоровая система создания капитала

Гораздо сложнее преодолеть нашу нездоровую склонность к тому, чтобы принимать за талисман инвестирования цены акций, которые так легко измерить в любой момент, а

не корпоративную стоимость с присущей ей фундаментальной неточностью. Лорд Кейнс, безусловно, был прав, говоря о том, что «когда предпринимательство превращается в пузырь в водовороте спекуляции... когда расширение производственного капитала в стране становится побочным продуктом деятельности игорного дома, трудно ожидать хороших результатов». После взрыва рыночного пузыря это стало как нельзя более очевидным. Но в то время как часть спекуляции была выведена из системы и ряды внутридневных трейдеров заметно поредели, индустрии взаимных фондов еще предстоит совершить смертельное сальто и наконец-то пойти «назад в будущее», вернув долгосрочной инвестиционной политике ее изначальное главенство над краткосрочной спекуляцией.

Не только наши рынки капитала испорчены пагубной приверженностью числам и привычкой чрезмерно полагаться на их кажущуюся определенность, но и наше общество в целом. Экономические последствия управления компаниями только на основе чисел обширны и глубоки. По сути, наша финансовая система требует от наших компаний за пределами роста прибылей, который в принципе невозможно поддерживать долгое время. Поскольку компании не могут достичь требуемых от них показателей реальными способами – за разумно длительный период времени, за счет повышения производительности, совершенствования существующих продуктов и создания новых, улучшения качества и

эффективности оказания услуг, сплочения коллектива и повышения результативности командной работы (а именно так наши лучшие корпорации достигают выдающихся успехов), они вынуждены делать это другими способами.

Одним из них является вышеупомянутая мной агрессивная стратегия слияний и поглощений. Даже оставив в стороне тот общеизвестный факт, что большинство слияний не достигают своих целей, преследующие такую стратегию компании, как весьма метко было подмечено в недавней статье в *New York Times*, являются «серийными покупателями, и шокирующее количество осуществленных ими сделок позволяет легко скрыть отсутствие долгосрочного управленческого успеха»²². Например, Tyco International приобрела 700(!) компаний, прежде чем наступил час расплаты. Но конечный результат такой стратегии, по словам *Times*, почти предопределен: «Их иллюзорные империи [чисел] быстро рушатся при столкновении с беспощадной реальностью рынка». Так действительно ли такие стратегии являются формулой долгосрочного успеха? *Не верьте цифрам!*

Учитывая все вышесказанное, поразительно, сколь значительная часть сегодняшних корпоративных доходов происходит от финансовой, а не от операционной деятельности. Суммарные пенсионные активы 30 компаний из индекса Dow Jones на сегодняшний день достигают \$400 млрд, что, в общем-то, недалеко от \$700 млрд суммарной балансовой

²² Сонненфельд Д. // *New York Times*. 2002. 5 июня.

стоимости этих компаний. Забалансовые финансовые схемы процветают (или уже отцвели!). Продажа опционов пут для снижения затрат на обратный выкуп акций и предотвращения возможного разводнения из-за фондовых опционов позволила избежать снижения цифр прибылей в период бума, но в обратном движении маятника истощила корпоративную казну во время спада. Крупнейшие компании активно кредитуют своих потребителей, чтобы те имели возможность купить их товары. Неудивительно, что в сегодняшних экономических условиях такие схемы выглядят весьма сомнительными.

Когда бумага побеждает камень, что дальше?

Очень многие так называемые промышленные компании сегодня превратились в финансовые — компании, которые больше *считают*, чем *производят*. (О чем свидетельствует тот факт, что правой рукой генеральных директоров зачастую являются финансовые директора, которых инвестиционное сообщество по праву считает *серыми кардиналами*.) Такие компании, снова цитируя *New York Times*, «базируют свои стратегии не на понимании своего бизнеса, а на предположении о том, что, выискивая удачные сделки, они смогут разместить свои финансовые активы с большей выгодой, чем это могут сделать существующие финансовые рынки».

Наблюдая сегодня за последствиями этой стратегии, мы приходим к болезненному осознанию.

Возможно, вы помните старую детскую игру, где камень ломает ножницы, ножницы режут бумагу, а бумага заворачивает камень. В периоды рыночных маний, когда цены теряют всякую связь со стоимостью, бумага действительно побеждает камень. «Бумажные» компании, которые *считают*, поглощают «каменные» компании, которые *производят*, что приводит к разрушительным результатам. Когда я упоминаю о AOL/Time Warner, Qwest/U.S. West или WorldCom/MCI, мне не нужно говорить вам, кто из них – бумага, а кто – камень. Это наиболее яркие примеры феномена, в результате которого сотни тысяч преданных своим компаниям, проработавших в них много лет людей потеряли свои рабочие места и большую часть своих пенсионных сбережений.

О том, как за нашу финансовую манию расплачивается все наше общество, было хорошо сказано в глубокой аналитической статье в *Wall Street Journal*: «Цены акций не являются некими абстрактными числами. Они влияют на характер стратегий, которые избирает компания, и, следовательно, на ее перспективы успеха, ее стоимость капитала, ее кредитоспособность и ее способность осуществлять поглощения. Обрушение цен акций под влиянием фундаментальных реалий бизнеса может лишать инвесторов их сбережений, стоить рабочих мест людям, гораздо в меньшей степени причастным к происходящему, нежели высшее руководство, и

подрывать жизнеспособность поставщиков и сообществ»²³. Да, последствия царящего в нашей экономике культа чисел для обычных людей, как мы теперь знаем на собственном горьком опыте, могут быть весьма суровыми.

Одержимость числами на корпоративном уровне

Пагубные последствия одержимости числами на этом не заканчиваются. Даже здравомыслящие в иных отношениях компании придают чрезмерное значение тому, что может быть измерено, – рыночной доле, производительности, эффективности, качеству продукции, затратам – и делают эти количественные показатели своими внутрикорпоративными целями. Но когда *показатели* превращаются в *цели*, они становятся антипродуктивными и саморазрушительными. Большинство показателей краткосрочны по своей природе, в то время как долгосрочный успех компании зависит от гораздо более долговечных качеств. Хотя они не могут быть измерены, характер, целостность, энтузиазм, убежденность и приверженность столь же важны для успеха компании, как и точные показатели. (Назовем это синдромом шести сигм.) Дело в том, что любая корпоративная стратегия воплощается в жизнь *людьми*. Если они мотивированы, полны энтузиазма, нацелены на сотрудничество, добросовестны

²³ Фуллер Д., Дженсен М. // Wall Street Journal. 2001. 31 декабря.

и креативны, интересы акционеров будут обслужены наилучшим образом.

Однако в последние годы мы не раз были свидетелями того, как честолюбивые руководители устанавливают амбициозные финансовые цели и ставят достижение этих целей выше всего остального – выше добросовестного бухучета, здоровой финансовой отчетности и даже корпоративной репутации. Очень часто такие цели достигаются всеми правдами и неправдами – в соответствии с негласным принципом, что цель оправдывает средства. В результате в корпоративных стандартах начинает действовать закон Грешема: все начинают играть по правилу «если все так делают, я тоже буду так делать», и хорошие практики постепенно вытесняются плохими.

В «управлении посредством измерения» легко зайти слишком далеко. Недавно я прочитал, как руководитель одной компании призвал увеличить прибыли с \$6,15 на акцию в 2001 г. до красивой круглой цифры \$10 на акцию в 2005 г.²⁴ – почти 15 %-ный рост прибыли ежегодно, но не сказал ни слова о том, как этого можно достичь. Я не думаю, что такая точная, но абстрактная количественная цель пойдет на благо акционерам. На самом деле меня беспокоит не то, что эта цель *не будет* достигнута, а как раз наоборот, что она *будет* достигнута. В нашем полном неопределенно-

²⁴ Уточнение от 2010 г.: компания достигла своей цели в \$10 прибыли на акцию в 2009 г.

сти мире у компании есть только один способ это сделать — манипулируя числами или, еще хуже, полагаясь на ложную экономию и урезание расходов и подчиняя все, что движется (включая людей), достижению этой цели. *Но какой ценой?* Чем скорее компании прекратят свои агрессивные «прогнозы», тем лучше. Я убежден, что через четверть века лидерами в своих отраслях будут те компании, которые рассматривают рост прибыли не как *цель*, но как *следствие* своей хозяйственной деятельности. Смогут ли те, кто *считает*, преуспеть тех, кто *производит*? *Не рассчитывайте на это!*

Моя точка зрения

Чтобы не быть обвиненным в *математической безграмотности*, хочу пояснить, что я вовсе не говорю о том, что числа не имеют значения. Измерение и стандартные меры — *подсчеты*, если хотите, — необходимы для коммуникации о финансовых целях и результатах деятельности. *Я знаю это.* Но на протяжении последних 28 лет я занимался строительством предприятия — и *финансового* института в его рамках — на основе в большей степени грамотной реализации некоторых здравых инвестиционных идей, человеческих ценностей и этических стандартов, нежели на основе погони за количественными целями и статистическими результатами. Доля Vanguard на рынке, повторял я бесчисленное число раз, должна быть *мерой*, а не *целью*; она должна

быть *заработана*, а не *куплена*. В результате наша доля в отраслевых активах стабильно росла в течение последних 22 лет подряд. (Мы получали огромное преимущество от того, что являемся *взаимным* фондом в истинном смысле этого слова, без частных или публичных акционеров.)

Наша стратегия вырастает из убежденности в том, что лучший корпоративный рост обеспечивается только тогда, когда лошадь служения клиентам идет впереди телеги роста прибылей. *Рост должен быть органическим, а не искусственным*. И я придерживаюсь такого мнения уже не один десяток лет. Вот какими словами я закончил свое ежегодное послание к сотрудникам Wellington Management Company (которую я тогда возглавлял) в 1972 г., предостерегая их против одержимости измерениями:²⁵

Первый шаг – измерить то, что легко измерить. В некотором отношении это даже полезно. Второй шаг – игнорировать то, что не поддается измерению, или назначить произвольное количественное значение. Это лишает объективности и вводит в заблуждение. Третий шаг – предположить, что то, что не поддается измерению, не очень важно. Это слепота. Четвертый шаг – сказать, что того, что не поддается измерению, на самом деле не существует. Это самоубийство.

В нашем полном неопределенности мире чрезмерное доверие к числам глупо, а попытка измерить неизмеримое по-

²⁵ Цитируя эксперта по общественному мнению Даниэля Янkelовича.

рочна. Когда *подсчеты* становятся названием игры, от этого страдают наши финансовые рынки, наши компании и наше общество в целом. *Так что не верьте цифрам!*

Числа – необходимый и жизненно важный инструмент. Но числа – это *средство*, а не цель; *необходимое*, но отнюдь *не достаточное* условие для оценки корпоративного успеха. Вера в то, что числа – в отсутствие более ценных, хотя и неизмеримых качеств, таких как опыт, рассудительность и характер, – проливают свет на истинную картину, является одним из главных заблуждений нашей современной финансовой и экономической системы. Мудрые профессионалы и академики должны помочь в установлении иного, более продвинутого набора ценностей и приоритетов. Итак, начав это эссе с описания моих первых лет в академии, я хочу закончить его словами жившего более 200 лет назад римского поэта Горация, прославлявшего роль академии:

Дали развития мне еще больше благие Афины, –
Так что способен я стал отличать от кривого прямое,
Истину-правду искать среди рощ Академа-героя.

Глава 2

Незыблемые правила простой арифметики

26

Когда меня просят высказать мои мысли на тему управления инвестициями, я с радостью ввязываюсь в драку, подтверждая свою репутацию еретика-вольнодумца в мире инвестирования, разумеется, если считать ересью фокус на реальности инвестирования, а не на иллюзиях. Многие опытные инвесторы хорошо понимают и глубоко усвоили элементарную правду жизни, кроющуюся в моем центральном послании. Но другие – я подозреваю, подавляющее большинство – либо попросту забывают про нее, либо не до конца осознают ее значение.

Не менее очевиден, чем мое послание, тот факт, что инвестиционное сообщество, которое сегодня катается как сыр в масле благодаря финансовым эксцессам последних десятилетий, кровно заинтересовано в игнорировании той реальности, которую я вскоре опишу. Проблема эта не нова. Два с половиной тысячелетия назад Демосфен предостере-

²⁶ На основе статьи, опубликованной в *Financial Analysts Journal* за ноябрь/декабрь 2005 г. и переизданной в 2006 г. В сборнике CFA Institute «Смелый взгляд на управление инвестициями».

гал: «Кто чего хочет, тот в то и верит». Эптон Синклер сказал об этом более едко (я немного перефразирую): «Трудно заставить человека понять что-либо, если ему дорого платят за непонимание».

Но мое послание относится к разряду *обязательных* для понимания, поскольку оно лежит в основе функционирования нашей системы финансового посредничества, которая обеспечивает накопление активов в нашей пенсионной системе и повышение коллективного благосостояния нашего населения. В своей книге «Битва за душу капитализма»²⁷ я называю это «инвестиционной Америкой»; нынешнее ва-шингтонское правительство называет это «обществом собственников». Но какие бы слова мы ни употребляли, будущее капитализма в значительной степени зависит от понимания моего послания. А оно предельно простое: чистая прибыль инвесторов равна валовой доходности финансовых рынков за вычетом стоимости финансового посредничества. На самом деле, колоссальное количество инвестиционной литературы написано на тему ГЭР (гипотезы эффективного рынка) и крайне мало посвящено тому, что я называю гипотезой «издержки имеют значение». Однако ГЭР не позволяет объяснить тот факт, почему инвесторы так катастрофически редко переигрывают рынок. Это позволяет объяснить моя гипотеза «издержки имеют значение». Независи-

²⁷ Богл Д. Битва за душу капитализма. – М.: Издательство Института Гайдара, 2011.

мо от того, эффективны или неэффективны рынки, совокупная доходность инвесторов отстает от рыночной доходности на совокупную сумму издержек на инвестирование, которые они несут. Это центральный факт инвестирования.

Между тем страницы наших финансовых журналов наполнены статистическими исследованиями доходностей рынков, недостижимых и никогда не достигавшихся инвесторами. Как можно говорить о *положительном коэффициенте альфа*, если после вычета посреднических издержек система в целом имеет *отрицательный коэффициент альфа*? Какой толк спекулировать на премии за риск вложения в акции, если 100 % доходности по 10-летним казначейским билетам (или векселям, если вы предпочитаете их) идут в ваш карман, в то время как 50 % и даже больше реальной доходности акций могут уходить на оплату услуг нашей финансовой системы? Как можно игнорировать тот факт, что, в отличие от детей из Озера Вобегон, мы как группа зарабатываем среднюю доходность до вычета издержек и ниже средней доходности после того, как вычитаются издержки?²⁸

Дело в том, что математическое ожидание (средний выигрыш) краткосрочного спекулянта и долгосрочного инвестора в акции равно *нулю*. Но оно равно нулю до вычета существенных расходов на игру, а расходы на участие в игре –

²⁸ Озеро Вобегон – несуществующий город, придуманный Гаррисоном Кейло-ром. В этом городе все жители лучше других, в том числе дети имеют развитие выше среднего. – *Прим. пер.*

комиссии брокеру, комиссии за консультации, сборы на покрытие маркетинговых и юридических расходов, издержки при покупке и продаже, комиссии за операции с портфелем, комиссии за депозитарное хранение и ведение счетов ценных бумаг — означают для инвестора потерю значительной части прибыли, создаваемой фондовым рынком. Этот математический факт так часто игнорируется, что я рад возможности в очередной раз акцентировать внимание на нем и на его далеко идущих последствиях.

«Безнаказанное пренебрежение законами человеческими и Божьими»

После такого краткого экскурса позвольте мне теперь обратиться к цитате, которую я выбрал в качестве заголовка данного эссе. В 1914 г. В своей книге «Чужие деньги» (Other People's Money) Луи Брандейс, позже ставший одним из наиболее влиятельных судей в истории Верховного суда США, выступал против олигархов, которые в прошлом столетии контролировали инвестиционную и корпоративную Америку. Брандейс описывал их взаимосвязанные интересы и своекорыстное финансовое управление как «безнаказанное пренебрежение законами человеческими и Божьими, одержимость иллюзией, будто два плюс два равно пяти»²⁹. Он пред-

²⁹ Louis D. Brandeis, *Other People's Money and How the Bankers Use It* (1914; New York: Bedford Books, 1995), 45.

сказал (как оказалось, безошибочно), что повсеместная спекуляция того времени потерпит крах, «пав жертвой незыблемых правил простой арифметики»³⁰. Брандейс цитировал, как мне кажется, Софокла: «Помни, о незнакомец, арифметика – первейшая из наук и мать безопасности».

Как говорится, чем больше вещи меняются, тем больше они остаются теми же. Марк Твен был прав: хотя история той эпохи, о которой говорил Брандейс, сегодня не повторяется точь-в-точь, она рифмуется. Наша инвестиционная система – государственные пенсионные программы, частные пенсионные программы и все ценные бумаги, которыми в совокупности владеют инвесторы, – подчиняется тем же самым незыблемым правилам простой арифметики. Так как инвесторы получают только ту доходность, которая *остается после* вычета затрат на услуги нашей системы финансового посредничества, – как и игрок в казино выигрывает лишь ту сумму, которая остается после лопатки крупье, – незыблемые правила простой арифметики разрушают долгосрочную доходность инвесторов. Пользуясь формулировкой Брандейса, мы одержимы иллюзией, что 7 % доходности рынка минус 3 % издержек на инвестирование по-прежнему равно 7 % доходности для инвесторов (т. е. издержки настолько незначительны, что ими можно пренебречь).

³⁰ Она действительно потерпела крах; подобный сценарий повторился совсем недавно, когда вышеописанное взаимодействие корпоративной и инвестиционной Америки подстегнуло наступление финансового кризиса 2007–2009 гг.

Разумеется, никто точно не знает, каких размеров могут достигать затраты на финансовое посредничество. Я думаю, пришла пора, чтобы кто-то, пусть даже Институт сертифицированных финансовых аналитиков США, провел тщательное исследование системы и установил эту цифру. Но у нас есть данные по некоторым основным центрам затрат. В 2004 г. доходы инвестиционных банков и брокеров составили приблизительно \$220 млрд; прямые расходы взаимных фондов – около \$70 млрд; комиссии за управление пенсионными активами – \$15 млрд; комиссии по аннуитетам – \$15 млрд; комиссии хеджевых фондов – \$25 млрд; гонорары персональных финансовых консультантов, предположительно, еще \$5 млрд. Даже без включения инвестиционных услуг, предоставляемых банками и страховыми компаниями, затраты на финансовое посредничество достигают примерно \$350 млрд в год. Это и есть тот самый доход крупье, который непосредственно вычитается из прибыли, создаваемой финансовыми рынками для инвесторов.

И цена вопроса постоянно растет. В 1985 г. эти затраты находились в пределах \$50 млрд. В эпоху рыночного пузыря и после его взрыва (начиная с 1996 г.) совокупные затраты на финансовое посредничество предположительно могли превысить \$2,5 трлн, которые были послушно заплачены нашими инвесторами. Безусловно, часть этих затрат создавала стоимость (например, ликвидность). Но такие затраты по определению не могут создать доходность *выше рыночной*;

более того, они являются прямой причиной сокращения доходности *ниже рыночной*, уменьшая ту сумму прибыли, которую зарабатывают все инвесторы на рынке. Черный юмор инвестирования заключается в том, что *все инвесторы в совокупности получают равным счетом то, за что не платят*. Вот почему так важно продвигать более дешевые способы оказания инвестиционных услуг.

Индустрия взаимных фондов

Эта цепь рассуждений логично подводит меня к моей статье, опубликованной в журнале *Financial Analysts Journal* за январь – февраль 2005 г., о крупнейшем из всех финансовых посредников в Соединенных Штатах – индустрии взаимных фондов. В статье «Индустрия взаимных фондов 60 лет спустя: перемены к лучшему или к худшему?» исследуются изменения, произошедшие за эти годы в отрасли, в которой я проработал 56 лет после того, как в далеком 1949 г. написал дипломную работу «Экономическая роль инвестиционной компании» в Принстонском университете. Это исследование продолжается и по сей день. К сожалению, вынужден сообщить, что мое многолетнее изучение этой отрасли убеждает меня в том, что ответ на поставленный в названии статьи вопрос будет «к худшему».

Я не буду пересказывать здесь всю статью, однако хочу кратко суммировать свой взгляд на то, как изменилась

отрасль³¹. Мы создали умопомрачительное количество новых и большей частью спекулятивных фондов; перешли от инвестиционных комитетов, опиравшихся на мудрость долгосрочного инвестирования, к «звездным» управляющим, втянутым в безумие краткосрочных спекуляций. Мы стали очень влиятельными собственниками в корпоративной Америке, вместе с этим демонстрируя парадоксальное и обескураживающее нежелание ответственно исполнять свои обязанности собственников. Мы стали налагать на наших инвесторов растущее бремя затрат, сводящих на нет огромную экономию на масштабе в управлении активами; наша репутация, построенная на честности и добросовестности, покрылась ржавчиной под сточными водами скандалов. Мы увеличили размеры управляющих компаний и перешли от частной собственности к публичной, а затем создали гигантские финансовые конгломераты; и мы перестали заниматься инвестиционным делом с аспектами бизнеса, а стали заниматься бизнесом с аспектами инвестиционного дела. Как я выразился в этой статье, взаимные фонды забыли про служение и занялись торговлей.

Разумеется, все это в прошлом. Что же касается будущего, то я бы добавил к той статье всего одну мысль, состоящую в следующем предостережении: «Если мы не изменимся, наши дела пошатнутся, и в конце концов индустрия взаимных

³¹ Я признаю, что существуют фонды, являющиеся исключением из этих общих правил. Но таких фондов удивительно мало.

фондов рухнет, пав жертвой, да-да, незыблемых правил простой арифметики». Я слишком сильно люблю свое дело, чтобы молча наблюдать за тем, что происходит, — назовем это в духе Роберта Фроста «ссорой влюбленных» между мной и индустрией взаимных фондов.

Посмотрим на факты

Если изучить данные за два последних десятилетия, как я сделал это в своей статье в *Financial Analysts Journal*, становится очевидным, как пагубно может сказываться изложенное мною выше незыблемое правило на благосостоянии семей, которые доверили свои с трудом заработанные деньги взаимным фондам. Это простое арифметическое правило — *чистая доходность инвестора равна валовой доходности активов за вычетом затрат на инвестирование* — уничижило их богатство ровно в той мере, в которой это предполагает моя гипотеза «издержки имеют значение». Инвесторы научились на собственном горьком опыте, что во взаимных фондах они не получают того, за что платят. Как раз наоборот, они получают то, за что не платят.

Давайте посмотрим на цифры. За прошедшие 20 лет обычный индексный фонд с низкими издержками без нагрузки, отслеживающий индекс S&P500, зарабатывал годовую доходность 12,8 % — лишь немногим меньше доходности самого индекса на уровне 13,0 % годовых. За тот же пери-

од среднестатистический взаимный фонд акций зарабатывал доходность всего 10,0 %, что на 2,8 % меньше доходности индексного фонда и составляет менее 80 % доходности рынка. Рассчитаем сложные проценты и получим, что за 20 лет \$1, вложенный в индексный фонд, превратился в \$10,12 – удивительная магия накапливаемой за счет сложных процентов *доходности*, в то время как \$1 в среднестатистическом фонде акций превратился всего в \$5,73, что составляет не 80 % доходности рынка, а жалкие остатки порядка 57 % – жертва тирании накапливаемых издержек.

И это до вычета налогов. *После* вычета налогов, составляющих 0,9 процентных пункта, отслеживающий S&P500 индексный фонд принес доходность 11,9 % годовых; налоги в среднестатистическом фонде акций забрали 2,2 %, что сокращает доходность после налогообложения до 7,8 %, т. е. до 41 % доходности индекса. Теперь разрыв между доходностями фонда акций и индексного фонда увеличивается с 2,8 % до 4,1 % в год. Фонд акций не перенес на будущие периоды *никакого* прироста капитала; индексный фонд перенес *почти все*. (Отсроченные налоги – еще один пример того, как вы получаете только то, за что не платите.)

Для пущей объективности результат вложений в индексный фонд и среднестатистический фонд акций следует измерить не только в номинальных, но и реальных долларах. В этом случае реальная годовая доходность снижается до 8,9 % для индексного фонда и до 4,8 % для фонда акций, что дает

тот же самый разрыв в 4,1 %. Но когда мы уменьшим ту и другую доходность на 3 % годовой инфляции, тех, кто знаком с математикой, едва ли удивит, что в результате *накопления* этих более низких доходностей кумулятивный разрыв между ними увеличится еще больше. За прошедшие 20 лет кумулятивная прибыль на \$1, вложенный в фонд акций, составила \$1,55 в реальном выражении, после вычета налогов и издержек, что составляет всего 34 % от реальной прибыли индексного фонда в \$4,50. (Пожалуйста, не забывайте, что издержки и налоги вычитаются каждый год в *номинальных* долларах, что забирает постоянно растущую долю из ваших долгосрочных *реальных* накоплений.)

Доходность фонда против доходности инвестора

Более того, если посмотреть на доходность, заработанную не средним *фондом*, а средним *инвестором* фонда, отставание от рыночной доходности становится еще значительнее. По мере того как индустрия взаимных фондов все больше сосредотачивалась на маркетинге и все меньше — на управлении активами, мы стали предлагать нашим клиентам все новые заманчивые фонды. Эксперты по маркетингу чутко отслеживали скоротечные увлечения и модные веяния на рынке и с готовностью на них реагировали, — вспомните фонды «новой экономики» во время последнего рыночного пу-

зыря. Индустрия взаимных фондов всячески пособничала и потворствовала действиям инвесторов, которые не только вложили сотни миллиардов долларов в фонды акций, когда фондовый рынок взлетел до своих исторических максимумов, но и выбирали неправильные фонды. Помимо истощающей накопления пени в виде расходов фонда, инвесторы заплатили огромную пеню за неправильный *выбор времени* для своих вложений и не менее значительную пеню за неудачный *выбор фондов*. (Нельзя сказать, чтобы инвесторы были абсолютно не виноваты в этих ошибках.)

Интуиция подсказывает, что издержки были значительными. И имеющиеся у нас данные, хотя и не совсем точные, подтверждают это предположение. *Денежно-взвешенная* доходность взаимных фондов, которую легко рассчитать, изучив квартальные денежные потоки каждого фонда, отстает от стандартной *взвешенной по времени* доходности на целых 3,7 % в год. Добавьте к этому 2,8 % годового отставания взвешенной по времени доходности среднего фонда акций от доходности отслеживающего S&P500 индексного фонда, и денежно-взвешенная доходность среднего фонда акций в совокупности будет отставать от доходности индексного фонда на 6,5 % в год. Таким образом, среднегодовая доходность за прошедший 20-летний период составила для фонда акций 6,3 %, а для индексного фонда – 12,8 % в номинальном выражении до вычета налогов.

После применения разрушительной силы сложного про-

цента к расходам на *операционную деятельность* фонда и расходам, связанным, ну, скажем, с *владением* фондом, один вложенный в фонд акций доллар через 20 лет даст нам \$2,39 по сравнению с \$10,12, которые положил бы в карман инвестор индексного фонда, – т. е. всего 25 % той суммы, которую инвестор мог бы накопить, просто держа портфель фондового рынка (таблица 2.1).

Таблица 2.1. Диверсифицированные фонды
против секторных фондов: денежно-взвешенные
и взвешенные во времени доходности

	1998–2000 Взвешенная по времени, %	2001–2003 Взвешенная по времени, %	1998–2–003 Взвешенная по времени, %	1998–2003 Денежно- взвешенная, %	Денеж- но-взвешен- ная минус взвешенная по времени, %
<i>Диверсифицированные фонды</i>					
Fidelity					
Magellan	14,4	–5,6	3,9	3,7	–0,2
Vanguard 500	12,3	–4,2	3,7	2,4	–1,3
Inv. Co. of America	14,2	1,0	7,4	6,7	–0,7
Janus Fund	20,2	–11,0	3,4	0,9	–2,5
Fidelity					
Contrafund	15,2	0,4	7,5	7,9	0,4
Washington					
Mutual	9,6	2,8	6,2	5,5	–0,7
В среднем	14,3	–2,7	5,4	4,5	–0,9
<i>Секторные фонды</i>					
TRP Sci. & Tech.	23,5	–19,1	–0,1	–8,8	–8,7
Seligman					
Comm. & Info.	13,5	–2,4	5,3	2,0	–3,3
AB Global Tech.	28,0	–15,7	3,9	–9,5	–13,4
Vanguard					
Healthcare	34,2	1,4	16,7	13,7	–3,0
Fidelity Sel.					
Electronics	–10,2	10,9	0,0	–10,9	
37,0					
Munder	35,7	–21,6	3,1	–25,7	–28,8
NetNet					
В среднем	28,6	–11,3	6,6	–4,7	–11,4

Большая часть этого дополнительного отставания возникла по вине специализированных, как правило спекулятивных, фондов, которые активно создавались и продвигались нашей индустрией. Например, в период великого бычьего

рынка и последующего медвежьего рынка с 1998 по 2003 г. денежно-взвешенные доходности шести крупнейших широко диверсифицированных фондов отставали от их взвешенных по времени доходностей в среднем менее чем на один процентный пункт, в то время как для шести крупнейших специализированных фондов это отставание составило в среднем более 11 %. Накапливаясь в течение шести лет рыночного пузыря, этот разрыв в доходностях был поразительным: специализированные фонды заработали положительную взвешенную по времени годовую доходность 6,6 %, но при этом потеряли в совокупности 25 % стоимости активов своих клиентов. В то же время, несмотря на чуть более низкую годовую доходность в 4,5 %, стоимость активов клиентов в широко диверсифицированных фондах выросла на 30 %. (Разница в 55 %!)

Две дорогостоящие и антипродуктивные тенденции

Эта шокирующая разница, показывающая, какой огромный урон наносят взаимные фонды накопления своим вкладчиков, подводит меня к двум другим темам, затронутым мною в вышеупомянутой статье об индустрии взаимных фондов. Первая тема – «маркетингизация» индустрии взаимных фондов; стремление большинства ведущих компаний любыми средствами продать свои фонды инвесторам; вторая

тема – «конгломератизация» индустрии в результате скупки фондов гигантскими международными финансовыми институтами, желающими получить свой кусок пирога – долю в огромных прибылях, приносимых управлением активами.

Один логичный, хотя и не совершенный показатель, позволяющий отличить маркетинговую фирму от управляющей компании, – количество предлагаемых фондов. Здесь данные говорят сами за себя благодаря проведенному Fidelity исследованию 54 крупнейших компаний, управляющих примерно 85 % долгосрочных отраслевых активов. Девять компаний, каждая из которых предлагает меньше 15 взаимных фондов, однозначно доминируют в рейтингах, опережая почти 80 % своих прямых конкурентов (т. е. их фонды акций роста с большой капитализацией против остальных фондов акций роста с большой капитализацией, их сбалансированные фонды против остальных сбалансированных фондов и т. д.) С другой стороны, 45 компаний, предлагающих более 15 фондов (в среднем по 52 фонда каждая!) опередили всего 48 % своих конкурентов³². Судя по всему, фокус на маркетинге идет в ущерб результатам управления активами.

Аналогичная закономерность выявляется и при сравнении фондов, управляемых 13 частными компаниями, и фондов, управляемых 41 компанией – семью публичными компаниями и 34 компаниями, входящими в публично торгу-

³² Более подробные данные приведены в таблицах 2.4 и 2.5 в приложении к этой главе.

емые финансовые конгломераты. Фонды под управлением частных компаний – единственный *modus operandi* в отрасли до 1958 г. – опередили 71 % своих прямых конкурентов, в то время как фонды, работающие под эгидой конгломератов, превзошли только 45 % своих конкурентов. (Таблица 2.4 в приложении.)

Кажется разумным предположить, что публичная компания, руководство которой могло никогда и в глаза не видеть независимого директора фонда, занимается этим бизнесом главным образом ради привлечения активов и продвижения своего бренда и гораздо больше озабочена доходностью *своего* капитала, чем доходностью капитала, вверенного ей *владельцами ее взаимного фонда*. (Последствия этого синдрома мы могли наблюдать во время недавних скандалов.) Хотя руководство конгломератов совершенно очевидно несет фидуциарную ответственность перед владельцами своей компании и перед владельцами своих фондов, факты свидетельствуют о том, что, когда рассматриваются преискуранты комиссионных сборов фондов, руководство обычно разрешает дилемму в пользу владельцев своей компании, игнорируя требование Закона об инвестиционных компаниях от 1940 г., согласно которому фонды должны «организовываться и управляться» в интересах их пайщиков, *а не* в интересах их менеджеров.

Что впереди?

Несмотря на описанные мною проблемы, инвесторы фондов (по крайней мере те инвесторы, которые не прыгнули в уходящий поезд бычьего рынка в конце игры), кажется, вполне удовлетворены теми очень умеренными положительными доходностями, которые заработали их фонды за два десятилетия беспрецедентного бычьего рынка. Кажется, они готовы игнорировать скрытые издержки инвестирования в фонды, готовы закрыть глаза на налоговую неэффективность, рады оценивать результаты в номинальных, а не реальных долларах и даже согласны взять на себя часть ответственности, признавая свои ошибки в выборе фонда и времени для вложений.

Но давайте посмотрим на грядущую эпоху, которая, вероятнее всего, будет эпохой более низких доходностей, и оценим возможные результаты с точки зрения инвестиционного горизонта сегодняшнего молодого инвестора. Предположим, что он находится в самом начале своего трудового пути, его ждет 45 лет трудовой деятельности, после чего он выйдет на пенсию и будет наслаждаться спокойной старостью еще 20 лет, как обещают страховые статистики – полный временной горизонт 65 лет.

Если фондовый рынок будет достаточно любезен, чтобы одарить нас совокупной доходностью в 8 % годовых на про-

тяжении всего указанного периода, и если годовые издержки взаимного фонда будут держаться на уровне 2,5 %, доходность инвестора фонда в среднем составит 5,5 % годовых. К концу этого периода начальная инвестиция в размере \$1000, вложенная под 8 % годовых, превратилась бы в \$148 800. Но при чистой доходности 5,5 % инвестор получит гораздо меньше – всего \$31 500. Таким образом, сумма, которую инвестор выплатит финансовой системе, также нарастающая по сложному проценту, составит \$116 300.

Инвестор, который вносит 100 % капитала и несет 100 % риска, получит смехотворный 21 % доходности рынка. Финансовые посредники, которые не вносят никакого капитала и не берут на себя никакого риска, получают остальные 79 % доходности. На самом деле уже по истечении 29-го года, не доходя до половины 65-летнего срока, совокупная доходность нашего молодого капиталиста, копящего средства на пенсию, начнет отставать от совокупной доходности финансового крупье. При всей несправедливости подобного распределения инвестиционного дохода, кажется, мало кто из инвесторов сегодня осознает, что незыблемые правила простой арифметики фактически гарантируют такую недостачу в их пенсионных накоплениях, или не придают значения разрушительной силе накапливаемых за долгий период издержек.

Благосостояние нации

Если бы наша система пенсионных накоплений не была основой благосостояния нации и нашей экономической силы, возможно, эта разрушительная арифметика не имела бы значения. Но она *имеет* значение. Наши корпоративные пенсионные программы держат акции и облигации на сумму \$1,8 трлн, государственные и местные пенсионные программы – еще на \$2 трлн. Частные незастрахованные пенсионные резервы составляют \$4,2 трлн, застрахованные пенсионные резервы – \$1,9 трлн, государственные пенсионные резервы – \$3,1 трлн, резервы по страхованию жизни – \$1,0 трлн, что в общей сложности составляет \$10,2 трлн, или почти половину семейных активов (кроме денежных и сберегательных депозитов).

С 1970 г. наша государственная политика была направлена на увеличение частных пенсионных накоплений путем предоставления освобожденных от налогообложения счетов, таких как индивидуальные пенсионные счета (IRA) и накопительные пенсионные планы с установленными взносами – обычно планы 401(k). Нынешнее вашингтонское правительство намерено дальше продвигать эти обеспеченные налоговыми льготами инструменты, увеличивая долю охваченного ими населения и размер сумм, которые каждая семья может инвестировать в них ежегодно. Поэтому давайте поглубже

разберемся с тем, как незыблемые правила арифметики затрагивают наше «инвестиционное общество», или, если хотите, наше «общество собственников».

Из приведенных мною данных очевидно, что пенсионные накопления американских семей слишком важны для благосостояния нашей нации, чтобы их можно было доверить индустрии взаимных фондов. Как бы там ни было, мы знаем, что система налоговых стимулов для инвесторов до сих пор работала не очень хорошо. Всего около 22 % работающих граждан используют сберегательный план 401(k); только 10 % имеют пенсионные счета IRA и примерно 9 % – то и другое. И даже по истечении трех десятилетий существования этих льготных инструментов накопления средняя балансовая стоимость на счету участника плана 401(k) на сегодня составляет скромные \$33 600, а на счету IRA \$26 900 – сумма далеко не того порядка, с которой можно было бы рассчитывать на комфортную старость.

Кроме того, массовый переход от планов с установленными выплатами к планам с установленными взносами оказался не очень оправданным с инвестиционной точки зрения. Планы с установленными выплатами не только приносили более высокие доходности, чем планы с установленными взносами, начиная с 1990 г. (144 % против 125 %), но и делали это с гораздо меньшей волатильностью, продемонстрировав вдвое меньшее падение доходности (–12 % против –22 %) за последние годы медвежьего рынка. Несомнен-

но, одной из причин такого отставания являются высокие издержки, которые несут участники планов с установленными взносами.

Простая арифметика пенсионных планов

Но если переход к планам с установленными взносами не выполнил свою задачу с точки зрения создания надежного механизма пенсионных накоплений, то планы с установленными выплатами сыграли гораздо худшую роль, но не из-за тех доходностей, которые они принесли, а из-за тех завышенных доходностей, которые они прогнозировали. Не секрет, что финансовая отчетность американских корпораций изобилует оптимистичными предположениями о будущей доходности пенсионных программ. Даже в то время, когда процентные ставки упали, а доходности акций устойчиво шли вниз, прогнозы будущих доходностей росли. Например, General Motors повысила свои предположения с 6 % годовых в 1975 г. до 10 % годовых в 2000 г. Почему? Да потому что она базировала свои прогнозы на «долгосрочных исторических доходностях». Фактически General Motors говорила нам: «Чем больше акции росли в прошлом, тем больше они будут расти в будущем». Таким образом, чем выше рос рынок, тем выше поднималась планка ожиданий относительно доходности пенсионных планов, по крайней мере в

модели GM.

Справедливости ради надо сказать, что, хотя индустрия взаимных фондов игнорировала незыблемые правила простой арифметики, ее прегрешения меркнут на фоне грубейших ошибок, совершенных корпоративной Америкой при прогнозировании доходностей своих пенсионных программ, ошибок, которые стали причиной национального скандала и неминуемо надвигающейся катастрофы. Давайте потратим пару минут на эти незыблемые правила и проанализируем, каким образом можно было бы достичь доходности пенсионной программы в 8,5 %, на которую так уверенно рассчитывает General Motors. Для портфеля акций, исходя из реалистичных ожиданий на основе сегодняшней дивидендной доходности и нормального (скажем, 6 %-ного) прироста капитала, разумной цифрой кажется 7,5 %. Исходя из текущей доходности консервативного портфеля казначейских и корпоративных облигаций мы прогнозируем доходность облигаций на уровне 4,5 %. Но с учетом предполагаемых издержек инвестирования (скажем, 1,5 %, включая комиссионные, стоимость оборачиваемости портфеля и т. д.) простое правило вычитания дает нам чистую доходность в 4,8 %, — чуть больше половины от требуемых 8,5 %. Отсюда я могу сделать вывод, что либо GM сознательно напрашивается на неприятности, либо она планирует придумать какой-то способ, чтобы повысить эти цифры в отчетности для своих акционеров (таблица 2.2).

Таблица 2.2. Реалистичные предположения о доходностях:
корпоративный пенсионный план

	1.	2.	3.	4.	5.	6.
			(1 × 2)			(4 – 5)
Класс активов	Распределение, %	Прогнозируемая доходность, %	Вклад в доходность портфеля, %	Валовая доходность, %	Издержки, %	Чистая доходность, %
Акции	60	7,5	4,5	6,3	1,5	4,8
Облигации	40	4,5	1,8			

Когда я ломал голову над загадкой General Motors, мне сказали, что инвестиционный портфель, состоящий на 60 % из акций и на 40 % из облигаций, – это прошлое; General Motors добавила альтернативные инвестиции, такие как венчурный капитал, и инвестиции с «абсолютной доходностью», такие как хеджевые фонды. Ну что же, давайте сделаем некоторые разумные предположения о том, какой может быть структура активов этого нового портфеля³³: пусть 30 % его активов приходится на акции, 40 % – на облигации, 10 % – на венчурный капитал и 20 % – на хеджевые фонды. Теперь посмотрим, что нужно сделать, чтобы достичь требуемой нам совокупной доходности портфеля в 8,5 %. Если исходить из вышеуказанных рыночных доходностей, то управляющим портфелем акций нужно будет переигрывать фон-

³³ Здесь возможна масса вариантов. В целях экономии места я выбрал только один из них.

довый рынок на 3 % в год, а управляющим портфелем облигаций переигрывать рынок облигаций на 0,25 % в год. Далее, если предположить, что доходность венчурного капитала составляет 12 % и опытные менеджеры сумеют заработать почти 18 %, а при доходности хеджевых фондов 10 % опытные менеджеры сумеют обеспечить нам почти 17 %, и вычесть издержки – вот оно! Пенсионный портфель достигает своей цели в 8,5 % годовых! (таблица 2.3).

Оставим пока без внимания тот факт, что управляющие портфелями акций, способные переигрывать фондовый рынок на 3 % в год, примечательны своим отсутствием. Также оставим без внимания те риски, на которые им придется идти, чтобы добиться таких результатов. Скажем лишь то, что взятая здесь доходность венчурного капитала и доходность хеджевых фондов намного превышает даже исторические нормы, раздутые спекулятивным бумом IPO в период рыночной эйфории конца 1990-х гг. Поэтому нам также придется закрыть глаза на крайне малые шансы найти *группу* менеджеров «фондов абсолютной доходности», которые могли бы последовательно, на протяжении десятилетия и больше, превосходить эти нормы на 6–7 процентных пунктов в год. Разумеется, большинство инвестиционных профессионалов сочтет такие геркулесовы предположения абсурдными. Но кто знает?

Действительно, никто не знает, но суть не в этом. Предположения, в конце концов, это только предположения. Ско-

рее я говорю о том, что в годовой отчетности каждой компании должна быть представлена простая таблица, наподобие той, что приведена в настоящей главе, чтобы акционеры могли составить справедливое мнение о разумности предположений и арифметики, лежащих в основе ожиданий по доходности корпоративных пенсионных программ. Я бы придавал большое значение наличию таких сведений в финансовой отчетности компаний и хотел бы надеяться на то, что серьезные аналитики будут подвергать проверке сделанные предположения и задавать вопросы непосредственно корпоративному руководству. Главы компаний редко затрагивают эту тему, но заставить их это делать – в интересах акционеров.

Таблица 2.3. Как заработать доходность 8,5%:
образец для корпоративных годовых отчетов

	1	2	3	4	5 (2 + 3 – 4)	6 (1 × 5)
Класс активов	Распределение, %	Прогнозируемая доходность, %	Добавленная доходность*, %	Издержки, %	Чистая доходность, %	Вклад в доходность портфеля, %
Акции	30	7,5	3,0	1,5	9,0	2,7
Облигации	40	4,5	0,25	0,5	4,2	1,7
Венчурный капитал	10	12,0	5,5	3,0	14,5	1,4
Хеджевые фонды	20	10,0	6,5	3,0	13,5	2,7
	Совокупная доходность					8,5

* Необходима для генерирования ожидаемой нормы доходности портфеля

Увы, какой бы туманной ни была перспектива пенсион-

ных планов с установленными взносами, будущее планов с установленными выплатами чревато проблемами, которые можно назвать поистине катастрофическими. Об этом хорошо было сказано в отчете, недавно выпущенном двумя уважаемыми экспертами компании Morgan Stanley Тревором Харрисом и Ричардом Бернером:

Годы неправильной оценки пенсионных расходов, недостаточного финансирования и чрезмерно оптимистичных предположений о смертности и доходностях активов привели к образованию несоответствия между взятыми обязательствами и ресурсами, необходимыми для их выполнения. Корпоративные пенсионные программы с установленными выплатами в совокупности недофинансированы на \$400 млрд. Дефицит государственных и местных программ может быть в три раза больше. Такой разрыв будет истощать операционные прибыли спонсоров этих программ и угрожать крахом самой системе планов с установленными выплатами, особенно если рынки не смогут обеспечить нам высоких доходностей или процентные ставки останутся на прежнем низком уровне³⁴.

Настало время привести нашу частную и государственную

³⁴ Бернер Р., Харрис Т. Значение пенсионной реформы для финансовых рынков. Исследование Morgan Stanley, представленное на Всемирном экономическом форуме (18 января 2005 г.).

пенсионную систему в соответствии с незыблемыми правилами простой арифметики, и то же самое следует сделать с пенсионными накоплениями американских семей независимо от того, инвестируют ли они свои средства напрямую во взаимные фонды или в сберегательные планы с установленными взносами. (Точно такие же арифметические правила следует применять в системе социального обеспечения и в вопросах, связанных с приватизацией, но это отдельная тема.)

Относительное преимущество против преимущества для всех

Я хотел бы завершить свои рассуждения, сделав акцент на одном фундаментальном аспекте – на различии между «относительным преимуществом» и «преимуществом для всех». Многое, иногда мне кажется, почти *все*, что я читаю в специализированных финансовых изданиях, имеет отношение к тому, что я называю относительным преимуществом, например как воспользоваться неэффективностью рынка, чтобы улучшить свои результаты относительно всего рынка, или как заработать более высокую доходность, чем профессионалы. Но поскольку мы занимаемся своим ремеслом фактически в закрытой рыночной системе и не можем влиять на доходности, которыми одаривает нас рынок, каждый доллар, выигранный нами на рынке благодаря такому относительно-

му преимуществу, забирается из общей прибыли, которую в совокупности зарабатывают участники рынка.

В некотором смысле это замечательно. Но недавно в одной из статей в журнале *New Yorker* была высказана следующая мысль: «Что, если я буду середнячком? Если колоколообразная кривая – это факт, значит, реальность такова, что большинство инвесторов получают средние результаты». И далее: «Нет ничего постыдного в том, чтобы быть в их числе, верно? Разумеется, неверно. Почему-то людей гораздо больше расстраивают не сами средние результаты, а тот факт, что они обречены на них. Но для большинства из нас средние результаты – наша судьба»³⁵

³⁵ Гаванде А. Колоколообразная кривая // *New Yorker*. 2004. 6 декабря. С. 82–91.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

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

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