

# СТАНЬ

Д Ж О Э Л Г Р И Н Б Л А Т Т

# ГЕНИЕМ

НАХОДИТЕ СКРЫТЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ

*для*

ИНВЕСТИЦИЙ

# ФОНДОВОГО РЫНКА

**Джоэл Гринблатт**  
**Стань гением фондового**  
**рынка. Находите скрытые**  
**возможности для инвестиций**  
**Серия «Библиотека частного**  
**инвестора. От экспертов – экспертам»**

*Текст предоставлен правообладателем*

*[http://www.litres.ru/pages/biblio\\_book/?art=70310437](http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=70310437)*

*Стань гением фондового рынка : находите скрытые возможности для  
инвестиций / Джоэл Гринблатт: Эксмо; Москва; 2024  
ISBN 978-5-04-199328-3*

## **Аннотация**

Впервые на русском «магическая формула» инвестирования!  
Пользуясь этой формулой, Джоэл Гринблатт получал 30% годового дохода.

Проверенная стратегия для успешного трейдинга.

Книга обязательна к прочтению тем, кто хочет не просто торговать на фондовом рынке, но превзойти портфельных менеджеров, профессоров бизнес-школ и ведущих трейдеров.

«Стань гением фондового рынка» раскрывает принцип инвестирования, основанный на категоризации компаний.

Автор рассказывает, как:

- отбирать перспективные с точки зрения инвестирования компании;
- выявлять недооцененные предприятия;
- использовать налоговую систему в свою пользу;
- рассчитывать доходность компаний и их рентабельность.

Джозел Гринблатт – основатель и управляющий партнер инвестиционного фонда Gotham Capital. С момента своего основания в 1985 году фонд достигал 30% годовой доходности. Бывший председатель правления компании из списка Fortune 500, соучредитель веб-сайта Value Investors Club.

В формате PDF A4 сохранен издательский макет.

# Содержание

Благодарности	6
Глава 1	11
Проблема профессионала	15
Секрет вашего богатства	20
Глава 2	23
Несколько ценных советов	25
Конец ознакомительного фрагмента.	42

# **Джоэл Гринблатт Стань гением фондового рынка. Находите скрытые возможности для инвестиций**

Joel Greenblatt

You Can Be a Stock Market Genius

Copyright © Joel Greenblatt, 2024

© А. Малышева, перевод на русский язык, 2024

© Оформление. ООО «Издательство «Эксмо», 2024

\* \* \*

# Благодарности

Как это часто случается с работами подобного рода, вина за все представленное здесь безобразие лежит на многих людях. Разумеется, главный ответственный за все ошибки, упущения, неверные формулировки и неуместные советы – некий товарищ из Кливленда, которого никто не может поймать. А раз найти его невозможно, то мне ничего не остается, кроме как указать пальцем на нескольких подозреваемых, а именно – весь персонал компании Gotham Capital.

Перечень длинный и включает, среди прочих, моего главного соучастника – Дэниела Нира, которого мне посчастливилось вырвать из цепких лап Гарвардской школы бизнеса. Именно он стоял у истоков Gotham Capital, он стал главным спонсором компании и двигателем ее успеха, и именно его я и по сей день считаю одной из самых удачных своих находок.

Моего партнера Роберта Голдштейна, чьи обезоруживающе прямолинейные (и к несчастью, справедливые), а также весьма вдохновляющие и стимулирующие замечания немало способствовали повышению качества этой работы. Отдельная благодарность – за его беспрецедентный вклад в виде множества примеров, которые можно найти на страницах этой книги (и которые принесли нам немалую прибыль). Именно благодаря ему мы узнали о существовании компании Charter Medical, ему же принадлежат исключи-

тельные достижения в работе над проектами инвестиций в Host Marriott и Liberty Media.

Моему партнеру Эдварду (Неду) Гриеру – за его ценные комментарии и колоссальный исследовательский труд, в котором описаны множество случаев из деловой практики, включая примеры из деятельности General Dynamics и Strattec. И поскольку каждый из этих невероятных инвесторов вполне мог бы поставить собственный инвестиционный рекорд без привлечения партнеров, я считаю, что мне выпала огромная честь и удача, что столь талантливые профессионалы оказались в числе моих друзей.

Если уж мы говорим о талантах и друзьях, мне бы хотелось отдельно поблагодарить: бесстрашного и самоотверженного ведущего (и единственного) трейдера Gotham – Лизу Алперт; нашего финансового директора и просто хорошего человека Брюса Берковица (который никак не связан со своим однофамильцем инвестором из Wells Fargo); а также удивительного и невероятно талантливого руководителя Элисон Джаррет.

И еще двое людей заслуживают отдельного упоминания в контексте семейства Gotham. Во-первых, это Брюс Ньюберг, истинный двигатель успеха Gotham. Я благодарен ему не только за стартовый капитал, сделавший возможным появление Gotham, но и за то, что он служил мне неиссякаемым источником мудрых советов, удивительных инвестиционных идей и искреннего дружеского тепла. Каждому в

жизни должна выпасть удача встретить на своем пути такого верного и доброго друга. Другой член семейства Gotham по счастливому совпадению – моя сестра. Линда Гринблатт стала главным объективным критиком и источником конструктивных замечаний в процессе работы над этой книгой. Удивительно, что, даже прочитав данный текст раз пятнадцать, она не утратила чувства юмора и способности смеяться в нужных местах, находя при этом время для своего нового инвестиционного партнера – Saddle Rock Partners. Именно ее безграничное терпение, самоотверженность и ум позволили достичь желаемого результата. Без Линды я бы ни за что не справился с этим проектом.

В числе других вероятных подозреваемых – внесших существенный вклад и в который раз доказавших свою дружбу – Джон Скалли из Hamilton Partners и Школы бизнеса округа Колумбия, мой друг и наставник еще со времен Halcyon; Эрик Розенфельд, управляющий директор Oppenheimer & Co.; Джеффри Шварц, управляющий партнер Metropolitan Capital Advisors; Ричард Пзена из Pzena Investment Management; Митч Джулис, управляющий партнер Canyon Partners; Сет Кларман, президент Vaupost Group; Джозеф Маццелла, мой юрист и партнер по Lane, Altman & Owens; Роберт Кушел, мой брокер в Smith Barney; Марк Гимпел, эсквайр (именно ему я обязан чудесными воспоминаниями о работе в Apache Relay); майор Гэри Э. Уоррен (Корпус морской пехоты США) с его остроумием; а также



Рабби Лейбл Лэм подаривший бесценные указания и советы о том, как лучше построить мой дебютный проект, в особенности я благодарен ему за мысли о «валюте жизни», которые вошли в последнюю главу. Отдельной благодарности заслуживают Боб Розенкранц, председатель Delphi Financial Group и управляющий партнер Acorn Partners, – за исключительную поддержку Gotham на протяжении многих лет; Эзре Меркин, наш партнер по Gotham, – за двухлетнее плодотворное сотрудничество в 1980-х; а также Стэн Каплан, ведущий трейдер Gotham, – за наши первые пять лет работы. Спасибо и Бобу Мекою, моему редактору в издательстве Simon & Schuster; моему агенту Сандре Дижкстра; а также Гаю Кеттлаху – за помощь с оригинальным проектом книги. Чрезвычайная благодарность – за любовь, помощь и моральную поддержку – всей моей семье, каждый член которой внес весомый вклад в реализацию этой книги и мой личный успех: моим чудесным родителям, Аллану и Мюриель Гринблатт; Ричарду и Эми Гринблатт; Гэри и Шэрон Кёрхан; и моим свойственникам – Джорджу и Сесиль Тибор. Я благодарен и моему сыну, чей язвительный вопрос («Так кто же ты, пап? Полицейский? Пожарный? Или кто?») стал основным фактором, побудившим меня написать эту книгу. Во всяком случае, теперь я могу смело ответить: «Ты ведь знаешь, чем занимается доктор Сеусс?» И, конечно же, я безмерно благодарен Джули, моей возлюбленной и спутнице, за наших невероятных детей и за каждый бесценный день, про-

ЖИТЫЙ ВМЕСТЕ.

*Моей чудесной жене Джули и нашим четверым  
замечательным «спин-оффам»*

# **Глава 1**

## **По дороге из желтого кирпича – а потом направо**

Разумеется, никакая книга не научит зарабатывать на фондовом рынке. Сами посудите: много ли у вас шансов против целой армии управляющих фондами или толпы магистров бизнеса со свеженькими дипломами? Битву между вами, гордым обладателем самоучителя за пару десятков долларов, и этими ребятами вряд ли можно назвать равной.

Да-да, это неравный бой: состоятельные инвестиционные менеджеры с Уолл-стрит и важные дипломированные эксперты в области управления финансами не имеют против вас и этой книги ни единого шанса. Нет, вы не найдете ни волшебной формулы успеха в восьмой главе, ни продолжения бестселлера «Как преуспеть в бизнесе, даже не пытаясь» – но, потратив разумное количество времени и сил, сможете сделать солидную прибыль на фондовом рынке, а может, даже сколотить состояние.

Итак, в чем подвох? Если это так просто, почему же эксперты и профессионалы не смогут вас победить? Они-то уж точно вкладывают в свое дело немало времени и сил. И хотя не все они светила науки, деревенских дурачков среди них тоже не так уж много.

Как ни странно, подвоха никакого нет. Разгадка этого кажущегося парадокса – почему вы вполне способны разбить наголову так называемых «экспертов рынка» – кроется в анализе академических источников, внутренних исследованиях Уолл-стрит и воскресных привычек моих собственников.

Спешу сообщить хорошую новость относительно вашего образования: выражаясь простыми словами, если ваша цель – победить рынок, от диплома крутой бизнес-школы или степени доктора наук вам не будет практически никакого проку. Ну, то есть хорошей эту новость можно считать только в том случае, если вы еще не потратили уйму времени и денег на получение заветной корочки в надежде на успех. По сути, в основе большинства экономических теорий лежит одна простая мысль: серьезных и последовательных достижений на рынке невозможно достичь без определенной доли везения.

## **Победить рынок невозможно, так что даже не пытайтесь.**

Подобный подход чаще всего называют теорией эффективного рынка или случайного блуждания (см. Глоссарий), а сводится она к тому, что тысячи инвесторов и аналитиков собирают данные о той или иной компании из открытых источников и посредством своих решений о покупке и продаже ценных бумаг этой компании устанавливают в ходе бир-

жевых торгов их «справедливую» цену. На самом деле, поскольку акции уже более или менее разумно оценены (а потому цены на них попросту не могут быть постоянно выгодными), невозможно превосходить усредненные показатели доходности участников рынка на протяжении долгого времени. И хотя исследователи в своих работах упоминают некоторые исключения (так называемый эффект января, особенности акций мелких компаний и инвестиционные стратегии, основанные на использовании низких значений коэффициента  $P/E$ ), большинство этих «победоносных» стратегий отменяются как тривиальные, нестабильные или труднореализуемые в особенности с учетом налоговых и транзакционных издержек.

Поскольку вопрос о победе над рынком не стоит, финансовые эксперты тратят немало своего времени на изучение квадратичного программирования, направленного главным образом на построение в трехмерном пространстве моделей диверсифицированных портфелей акций. Иными словами, если вы продираетесь сквозь запутанные математические формулы, приправленные некоторым количеством статистики, вам вполне по силам выйти на уровень рыночных игроков среднего уровня. Да, представьте себе! Несмотря на то, что существует множество других «сигналов» и «звоночков», суть ясна: победить рынок невозможно, так что даже не пытайтесь. Тысячи магистров и докторов наук отдали приличные деньги, а в ответ услышали этот паршивый совет.

Эти базовые установки можно отнести по двум причинам. Во-первых, в используемой учеными методологии и высказываемых ими гипотезах присутствует ряд фундаментальных ошибок (их мы бегло рассмотрим позднее, хотя речь в этой книге пойдет не об этом). Во-вторых, что гораздо важнее: несмотря на то, что университетские преподаватели, как правило, оказываются правы и рынок ценных бумаг действительно более или менее эффективен, их исследования и заключения не применимы лично к вам.

Очевидно, что эти академические исследования должны игнорироваться и большей частью Уолл-стрит. Ведь сама идея брать деньги за инвестиционные консультации не слишком вяжется с тем фактом, что эти консультации на самом деле не стоят и ломаного гроша. К несчастью для профессионалов, факты на первый взгляд подтверждают справедливость выводов ученых. Согласно академической теории, можно ожидать, что долгосрочные результаты деятельности управляющих пенсионными и паевыми фондами будут равны среднерыночным показателям за вычетом суммы вознаграждения за управление. Фактически же, слегка отклоняясь от выводов, вытекающих из теории эффективного рынка, профессионалы ежегодно демонстрируют результат на 1 % хуже среднерыночного даже без вычета комиссии за управление. Объясняет ли теория об «относительной» эффективности рынка подобные удручающие показатели или же они связаны с какими-то другими факторами?

# Проблема профессионала

Я спросил об этом человека, которого считаю одним из лучших профессионалов в сфере бизнеса. Назовем его Боб (хотя на самом деле его зовут Рич). Боб управляет портфелем ценных бумаг общим объемом 12 млрд долларов в крупной американской инвестиционной фирме. Чтобы вам было понятнее, представьте, что вы на ипподроме делаете ставку 100-долларовыми купюрами. Так вот, уложенные в стопку 12 млрд долларов равнялись бы по высоте двадцати башням Всемирного торгового центра (само собой, ставка такого размера почти наверняка раздавит всех конкурентов вашей лошади). Для того чтобы определить степень своего успеха, Боб анализирует доходность собственного портфеля в сравнении с индексом S&P 500. Результаты анализа впечатляют: за последние десять лет его среднегодовая доходность превышала показатели индекса на 2–3 %.

Вы скажете: что же впечатляющего в 2–3-процентном превышении? Ну, во-первых, за двадцать лет инвестиций даже такие темпы обеспечивают на 50 % более высокий прирост сбережений, но дело даже не в этом. Результаты, показанные Бобом, феноменальны тем, что в мире много-миллиардных инвестиционных портфелей достичь подобного уровня доходности очень непросто, а тем более на постоянной основе. Достаточно нехитрых расчетов, чтобы понять,

с какими ограничениями приходится сталкиваться Бобу в связи с размерами его портфеля. Для формирования портфеля из 50 различных акций средний объем инвестиций в каждую из них должен составлять примерно 240 млн долларов; для пакета из 100 акций различных компаний – 120 млн долларов.

На Нью-Йоркской, Американской фондовых биржах и внебиржевом рынке NASDAQ котируется в общей сложности около 9000 наименований акций. Из них примерно 800 имеют рыночную капитализацию более 2,5 млрд долларов и около 1500 – более одного миллиарда долларов. Допустим, Боб не собирается приобретать более 10 % акций любой компании (по причинам юридического характера и исходя из соображений ликвидности). Тогда, вероятнее всего, у него в портфеле будет минимум 50–100 различных акций. Если же он решит расширить область поиска потенциальных кандидатов и включить в их число компании с рыночной капитализацией ниже одного миллиарда долларов – например, чтобы сделать ставку на некоторые малоизвестные акции недооцененных компаний, – то его минимальный набор легко может увеличиться до 200 различных акций.

**Даже «идеальная» диверсификация не устранит так называемый рыночный риск целиком.**

На интуитивном уровне вы бы, вероятно, согласились с



тем, что в диверсифицированном портфеле есть некое преимущество: одно-два неудачных решения не нанесут сокрушительного удара по вашему карману и уверенности в себе. С другой стороны, можно ли назвать портфель из 50, 100 или даже 200 пакетов акций по-настоящему диверсифицированным?

На поверку выясняется, что диверсификация помогает избежать инвестиционных рисков лишь отчасти (и часть эта не так уж велика). Даже предусмотрительно приобретя все 9000 акций, вы все равно рискуете – ведь для рынка характерны постоянные спады и подъемы. Даже «идеальная» диверсификация не устранил так называемый рыночный риск целиком.

Однако, несмотря на то, что рыночного риска нельзя избежать путем простой покупки все новых акций, можно справиться с другим «нерыночным» риском. Этим термином принято обозначать ту его часть, которая никак не связана с общими движениями фондового рынка. Этот тип риска может возникнуть, например, при пожаре на производственном предприятии или в том случае, если продажи нового продукта не оправдывают ожиданий. Если не хранить все яйца в одной корзине – не вкладывать все в производство, скажем, автомобильных антенн, грудных имплантов, камней-питомцев или свитеров с этническими узорами, – можно снизить степень риска, возникающего в случае неудачи той или иной компании.

По статистике, даже владея акциями всего двух разных компаний, вы на 46 % снижаете «нерыночный» риск, возникающий в случае, если акция у вас всего одна. Такой риск якобы снижается на 72 % при портфеле из четырех акций, на 81 % при портфеле из восьми акций, на 93 % при портфеле из 16 акций, на 96 % при портфеле из 32 акций и на 99 % при портфеле из 500 акций. Не оспаривая точности этих конкретных статистических данных, следует помнить о двух вещах:

1. После покупки шести-восьми акций компаний, представляющих различные сектора экономики, польза от добавления в портфель еще большего количества акций в попытке снизить риск невелика, а кроме того...
2. Общий рыночный риск не устранить приобретением новых акций.

Фактически, выбирая для своего инвестиционного портфеля уже двадцатые, тридцатые или даже восьмидесятые акции, Боб придерживается стратегии, навязанной ему разрешенными размерами торговой позиции, юридическими ограничениями и фидуциарными соображениями. Он делает свой выбор вовсе не потому, что считает свои последние приобретения такими же удачными, как и первые. И не потому, что именно эти акции позволят обеспечить оптимальный уровень диверсификации.

Словом, бедняге Бобу приходится постоянно придумы-

вать все новые идеи, выбирая акции из узкого и строго ограниченного перечня наиболее популярных вариантов, покупать и продавать несметное количество определенных ценных бумаг, не оказывая существенного влияния на их стоимость, и в целом чувствовать себя рыбой в аквариуме, когда за твоей доходностью пристально следят и оценивают на квартальной или даже ежемесячной основе.

К счастью, вас это не касается.

# Секрет вашего богатства

Так к кому же следует обратиться инвестору, если он хочет сделать состояние на фондовом рынке, а Боб по понятным причинам занят? К добру это или не очень, но все дороги ведут нас к моим собственникам (не волнуйтесь, я сказал «к моим», а не «к вашим»).

По выходным они, как правило, отправляются на деревенский аукцион или в магазин антиквариата, или на летнюю распродажу, где ищут предметы искусства или старины. Как заядлые коллекционеры, они стараются приобрести такие предметы, сам факт владения которыми принесет им радость. Как скрытые капиталисты, они ищут антиквариат или малоизвестные произведения искусства, которые можно купить по ценам гораздо ниже их истинной стоимости.

Перейдя в режим капиталиста, мои собственники следуют весьма простой стратегии. При виде предмета старинной мебели в антикварном магазинчике какого-нибудь захолустного городишки или полотна импрессионистов с бабушкиного чердака они задают самим себе перед покупкой всего один вопрос: «Были ли на каком-нибудь недавнем аукционе или в частной сделке проданы подобные вещи по цене, многократно превышающей сумму покупки?» Да, вот так просто. Хотя гораздо информативнее был бы вопрос, который они *не* задают: «Может ли этот художник стать новым Пи-

кассо?» или «Взлетят ли цены на французскую мебель восемнадцатого века?». Конечно, было бы здорово и, возможно, более выгодно уметь прогнозировать подобные тенденции в мире мебели. Но немногим дано умение посредством развитого навыка, знания и своевременно включившегося чутья предсказать такие вещи и извлечь из этого прибыль. Впрочем, умение моих свойственников предугадывать тенденции к делу не относится. Им и не нужно этого делать, они и так знают, как использовать имеющиеся знания с выгодой для себя.

Это не значит, что их знания в области искусства и антиквариата не помогают им зарабатывать, но приобрести эти знания под силу многим. Их же личное преимущество состоит в умении применить свои знания в специфических сферах. Найти эти сферы сложнее, но когда это происходит, конкуренция в них со стороны других подготовленных коллекционеров намного ниже, а значит, выше вероятность найти сделки с заниженной ценой.

**Так вот, на фондовом рынке секрет успеха в том и заключается, чтобы вовремя понять, где «шлепнуть».**

Точно так же выглядит и процесс поиска выгодных сделок с акциями. Потратив немного усилий на поиск и анализ рыночных ситуаций в стороне от других информирован-

ных инвесторов, вы повысите свои шансы на выявление таких возможностей. Секрет в том, чтобы вовремя их обнаружить. Помните, как в том анекдоте: водопроводчик приходит в дом, шлепает один раз по трубе и говорит: «Сто долларов». А хозяин ему: «Сто долларов! Да ведь вы же всего-то разок шлепнули по трубе!» – «Э-э нет, – отвечает водопроводчик, – шлепнуть по трубе стоит пять баксов, а вот знать, *где именно* шлепнуть – девяносто пять».

Так вот, на фондовом рынке секрет успеха в том и заключается, чтобы вовремя понять, где «шлепнуть». Давайте же, вооружившись этим знанием, найдем секретные места, где скрывается прибыль от сделок с акциями.

## **Глава 2**

# **Несколько основных правил, без знания которых лучше не выходить из дома**

В пятнадцать лет единственным азартным заведением, куда мне удавалось проскользнуть незамеченным, был голливудский канидром<sup>1</sup>. И это было замечательно, потому что во время первого из таких подпольных визитов я открыл для себя удивительный потенциал борзых. В третьем забеге был один пес, который пробегал каждую из шести предыдущих гонок всего за 32 секунды. Шансы на победу этого пса – назовем его Счастливчик – составляли в моем понимании 99 к одному: ни один из его соперников по третьему забегу ни разу не приходил к финишу быстрее, чем за 44 секунды.

---

<sup>1</sup> Канидром – специализированный комплекс для проведения собачьих бегов (прим. ред.).

**Без базовых знаний и понимания специфики невозможно заранее предугадать, где тебя ждет выгодное вложение, а где – серьезные проблемы.**

Разумеется, я поставил на победу Счастливчика сумму, которая по тем временам равнялась для меня целому состоянию. Если все те дурачки, что делают ставки на других собак, отдадут мне свои денежки – так тому и быть, думал я. Однако, когда Счастливчик еле приплелся к финишу последним, мнение мое об остальных игроках поменялось. Для пса это был первый забег на столь длинную дистанцию, и все, видимо, уже знали, что своими выдающимися результатами в предыдущих гонках он обязан исключительно короткой дорожке. Прочие же собаки имели опыт как раз в дальних забегах. Вот так в один момент испарились и моя уверенность в 99-процентной победе, и все мои сбережения.

Зато всего за минуту я усвоил весьма ценный урок: без базовых знаний и понимания специфики невозможно заранее предугадать, где тебя ждет выгодное вложение, а где – серьезные проблемы. Так что вот вам несколько базовых советов, прежде чем вы отправитесь искать клад где-то на задворках фондового рынка.



# **Несколько ценных советов**

## **1. ЗАНИМАЙТЕСЬ САМОСТОЯТЕЛЬНЫМИ ИССЛЕДОВАНИЯМИ**

Тому есть две причины. Первая предельно проста: у вас нет выбора. Если вы и в самом деле ищете то, на что не обращают внимания другие, значит, об этом вряд ли будет много информации в открытых СМИ или аналитических обзорах Уолл-стрит. Несмотря на то что, как правило, существует богатая база корпоративных и отраслевых отчетов, в них почти не уделяется внимания особым показателям, обеспечивающим привлекательность вашего инвестиционного проекта. И вам это на руку: «чем больше, тем лучше» – не ваше кредо.

Вторая причина, обуславливающая необходимость самостоятельного исследования, тесно связана с первой. Вряд ли вам хотелось бы получать хорошие деньги только за само наличие высокой степени инвестиционного риска. И это понятно: вы хотите получить достойную оплату за то, что хорошо выучили урок. И если вы из тех немногих, кто тщательно анализирует каждую инвестиционную возможность, значит, вы в оптимальном положении и можете адекватно оценить возможную отдачу за принимаемые на себя риски. Не все скрытые и не вполне очевидные возможности привлекательны. Суть в том, чтобы поставить на такой проект, где возможная награда значительно превышает сопутствующие

риски.

Естественно, всем хочется получать выгоду от своих вложений. Однако большинство людей не могут этого добиться, потому что они не знают о существовании таких проектов. Наградой за проделанную вами колоссальную работу будет возможность инвестирования с потрясающей отдачей. При чем полученная вами невероятная прибыль не будет сопряжена с огромными рисками, а станет заслуженным вознаграждением за хорошо сделанную работу.

Но разве интересно инвестировать во что-то, заранее зная, что удача на вашей стороне и все говорит в вашу пользу? Еще как!

## **2. НЕ ДОВЕРЯЙТЕ ТЕМ, КОМУ ЗА ТРИДЦАТЬ**

### **3. ТЕМ, КОМУ ТРИДЦАТЬ И МЕНЬШЕ – ТОЖЕ НЕ ДОВЕРЯЙТЕ**

Все ясно? Шансы на то, что кто-нибудь вдруг позвонит вам по телефону и даст годный совет по вложению денег, столь же велики, как вероятность выиграть в лотерею, не купив билета. Конечно, такое случается, но в целом крайне редко. Поэтому, когда вам звонят биржевые брокеры, последуйте совету Нэнси Рейган: «Просто скажите “нет”». По статистике, даже аналитикам крупных брокерских фирм почти никогда не удается точно предсказать потенциальный доход или стоимость акций. И если вы думаете, что мелкие компании, рекламирующие копеечные акции, умеют делать это

лучше, напишите мне, и я верну вам стоимость книги: вы безнадежны. Даже корпоративным клиентам уважаемых инвестиционных фирм не всегда везет с консультантами.

Причины подобных стабильно плохих результатов носят главным образом системный характер. Подавляющее большинство аналитиков не получают гонорар непосредственно от своих клиентов. Рекомендации на основе исследований и отчеты, составленные этими аналитиками, предлагаются биржевыми брокерами в обмен на комиссионные. Одной из извечных проблем аналитиков является непреодолимый стимул советовать «покупать». Акции, не принадлежащих клиенту, всегда намного больше, чем тех, которыми он владеет в настоящее время. Следовательно, гораздо легче получить комиссионные за новые рекомендации «покупать», чем за советы «продавать».

## **Свежее, непредвзятое мнение аналитиков – скорее исключение, чем норма.**

Еще один профессиональный риск для аналитиков-исследователей заключается в том, что те из них, кто позволяет себе «устраивать прожарку» акциям компаний, как правило, оказываются отрезаны от важного источника информации. Ценные контакты с руководством компании и сведения, предоставляемые отделом по связям с инвесторами, вполне могут быть зарезервированы для других, более лояльных

аналитиков. Это, безусловно, усложняет работу. Кроме того, вероятность того, что инвестиционная компания аналитика-правдоруба получит в будущем заказы от критикуемой им компании, весьма невелика. Вот почему вместо более однозначной рекомендации «продавать» в ход часто идут размытые формулировки типа «источник фондирования», «держать» и «неактуально».

Помимо этой оптимистической дилеммы существует еще несколько проблем. Нелегко делать смелые прогнозы доходов или стоимости акций, если все ваши коллеги-аналитики имеют иное мнение. Гораздо безопаснее ошибаться в толпе единомышленников, чем рисковать оказаться единственным, кто неверно оценил ситуацию, которую все остальные поняли правильно. Как следствие, свежее, непредвзятое мнение аналитиков – скорее исключение, чем норма.

Кроме того, большинство аналитиков работают с одной-единственной отраслевой группой компаний – вот почему существуют аналитики химической промышленности, банковского сектора и розничной торговли, которые почти не ориентируются в сравнительных инвестиционных характеристиках акций из других секторов. Поэтому, если аналитик в области химической промышленности советует вам «покупать» акции в своей сфере, помните, что он вряд ли провел сравнение их перспектив с ценными бумагами любого другого сектора. Скажем, квартал в центре Кливленда может казаться шикарным на фоне соседнего района, но мерк-

нута по сравнению с Беверли-Хиллз.

**Ваш брокер, независимо от степени  
вашего доверия, понятия не имеет, как  
лучше всего вложить ваши деньги. Но не  
вините его – даже если ему за тридцать.**

Поскольку задача аналитика – сравнивать компании в рамках конкретных отраслевых групп, некие выдающиеся события выпадают из его поля зрения. Это касается и создания новых предприятий, и процедур слияния с участием компании, которую он ведет. Многие аналитики фактически приостанавливают процесс оценки или информационного освещения деятельности фирмы в период масштабных структурных изменений. Это и понятно, учитывая требования должностных инструкций, но поскольку нашей финальной целью является заключение прибыльной сделки, польза от их консультаций в этих случаях сводится к нулю.

Следующее, с чем приходится сталкиваться аналитикам, – это холодная, жесткая экономика. Аналитикам Уолл-стрит невыгодно писать об акциях или инвестиционных проектах, если за это они не получают достойного вознаграждения (читай: комиссионные в настоящем или будущем за инвестиционный банкинг), чтобы оправдать затраченные усилия и время. Поэтому они, как правило, не принимают

во внимание акции компаний с низкой капитализацией, которые не торгуются в больших объемах, ценные бумаги малоизвестных компаний и уникальные ситуации. По иронии судьбы, именно те области, исследование которых нерентабельно для крупных инвестиционных компаний, обладают для вас наибольшим потенциалом прибыли.

Суть в том, что даже если вы живете в Стране грез, где гонорары и комиссии никак не влияют на качество инвестиционных консультаций, вам волей-неволей придется принять суровую правду жизни. Ваш брокер, независимо от степени доверия к нему, понятия не имеет, как лучше всего вложить ваши деньги. Но не вините его – даже если ему за тридцать. Такова уж эта система: она попросту не работает.

Вам все еще нужен совет от того, кому можно доверять? Тогда слушайте: сделайте ставку на Счастливчика в третьем забеге на голливудском канидроме.

#### **4. ВЫБИРАЙТЕ ПРАВИЛЬНЫЕ МЕСТА**

Самым популярным развлечением летнего лагеря была Война цветов. Для непосвященных: так назывался ритуал, проводимый каждое лето в течение недели, когда весь лагерь делился на две команды – Синих и Серых. Затем участники команд, в соответствии с возрастными категориями, состязались в самых различных видах спорта. Кульминацией Войны цветов было действие под названием «Эстафета Апа-чи» – одиночный забег, где одна команда с участниками всех

возрастов соревновалась с другой. Перед каждым участником стояла своя спортивная задача (некоторые были совсем уж странными и безумными), и если он не справлялся, эстафета переходила к его товарищу по команде. Словно воины из древнего племени Апачи, один за другим они вступали в борьбу на самых разных уровнях – от простого бега и плавания до поедания пирога со связанными за спиной руками и ходьбы с зажатой в зубах ложкой в попытке удержать в ней яйцо. Победа одной команды над другой, вопреки обычным законам соревнования, зависела не от того, чьи участники были сильнее или быстрее, но от того, сумеет ли та или иная команда обойти Дэвида Версоцки. Перед Дэвидом стояла задача сделать три подачи от сетки в пинг-понге, прежде чем следующий участник его команды сможет выполнить какую-нибудь более обыденную задачу – например, добежать до набережной.

Подача от сетки в пинг-понге – это когда шарик, задевая в полете сетку, все же приземляется на другом конце стола. В остальном Дэвид был обычным парнем, но никто лучше него не мог делать такие подачи – одну за другой – причем быстро, ведь в «Эстафете Апачи» счет порой идет на секунды. В моменты напряженного ожидания перед началом гонки в команде Дэвида нередко можно было услышать: «Спокойно – с нами Версоцки!» Не знаю, что с ним случилось потом, но без сомнения, если бы подачи от сетки стали профессиональным или олимпийским видом спорта, имя Дэвида Вер-

соцки звучало бы сегодня в одном ряду с именами Бейба Рута или Майкла Джордана.

К чему я все это веду? А к тому, что, если бы Дэвид мог выбирать, он бы сделал так, чтобы соревнования велись на количество подач от сетки, и тогда победа всегда была бы за ним. Но, к сожалению, в реальной жизни подобный выбор представляется крайне редко. Не всегда от нас зависит, по каким правилам и на чьем поле сражаться. Впрочем, на фондовом рынке возможны варианты.

Эта мысль была всесторонне раскрыта такими людьми как Уоррен Баффетт: «замахивайся только в каждой двадцатой подаче», «на Уолл-стрит нет страйков» или «жди своей подачи». Самые успешные игроки на скачках делают ставки не в каждом забеге, а только тогда, когда твердо уверены в результате. Выходит, что, если ограничить свои вложения и инвестировать только в тех сферах, где вы обладаете необходимыми знаниями, опытом и уверенностью, ваши шансы на успех существенно возрастут. «Разбавлять» такие инвестиционные идеи путем исследования всего перечня привлекательных возможностей – бессмысленно. Если бы ту многоэтапную эстафету придумали заново и подачи от сетки стали всего лишь десятой частью этого состязания, опыт и конкурентные преимущества Дэвида разбавились бы до такой степени, что пропорционально им уменьшились бы и его шансы на победу. Поэтому, если никто не мешает вам отбивать подачи от сетки, делайте это до тех пор, пока вас от нее не



оттащат.

## **Тем не менее, если вы хотите добиться результатов гораздо выше средних, научитесь выбирать места, правильно подавать мяч**

Стратегия хранения всех яиц в одной корзине с постоянным за ними наблюдением менее рискованна, чем может показаться на первый взгляд. Если, основываясь на предыдущем опыте, допустить, что среднегодовой доход от инвестиций на фондовом рынке равен приблизительно 10 %, то, по статистике вероятность того, что доходность за любой год окажется в диапазоне от  $-8\%$  до  $+28\%$ , составляет примерно два к трем. Выражаясь языком статистики, стандартное отклонение от среднерыночного показателя в 10 % за заданный год составляет примерно 18 %. Разумеется, есть вероятность – один к трем – выпасть за пределы этого широкого диапазона в 36 пунктов (от  $-8$  до  $+28$ ). Этот вывод справедлив в отношении портфелей, которые включают от 50 до 500 различных ценных бумаг (то есть такого объема, каким обычно владеют паевые фонды).

Чего же по статистике, вам ожидать, если в вашем портфеле всего пять акций? Диапазон ожидаемой доходности в любой год может быть просто бесконечным. Кто знает, как повлияют на общие результаты безумные колебания курсов одной-двух акций? Вот и получается, что с вероятностью

два к трем ваша доходность окажется в диапазоне от  $-11\%$  до  $+31\%$ . Ожидаемая доходность портфеля акций по-прежнему составляет  $10\%$ . Если в нем восемь акций, диапазон сужается до значений от  $-10\%$  до  $+30\%$ . В сущности, это почти то же самое, что и при владении 500 акциями. То, что между двумя полюсами этих диапазонов лежит пропасть, должно служить утешением для тех, у кого в портфеле нет 50 акций, и вселять страх в сердце любого, кто уверен, что владение несколькими десятками различных ценных бумаг обеспечит ему прогнозируемый ежегодный доход.

В долгосрочной перспективе (лет 20–30) акции, несмотря на ежегодное колебание их доходности, представляют собой, пожалуй, самый привлекательный инструмент для капиталовложений. Вот почему широко диверсифицированный портфель акций станет практически зеркальным отражением результатов основных среднерыночных показателей. В контексте акций быть середнячком – не так уж и плохо.

Тем не менее, если вы хотите добиться результатов гораздо выше средних, научитесь выбирать места, правильно подавать мяч и так далее (здесь может быть любая метафора, которая поможет вам лучше понять суть процесса). Не должен вас смущать и тот факт, что после этого крайне избирательного процесса у вас может остаться лишь несколько позиций, соответствующих вашим строгим критериям. Штраф за сфокусированный портфель (небольшое увеличение потенциальной годовой волатильности) в значительной степе-

ни компенсируется возможным ростом долгосрочной прибыли.

Вам все еще не нравится концепция складывания небольшой кучки яиц в одну корзину? Не отчаивайтесь. Существуют и другие способы решения проблемы риска без снижения эффективности инвестирования всего в несколько ваших любимых бумаг.

## **5. НЕ ПОКУПАЙТЕ ЛИШНИЕ АКЦИИ – ЛУЧШЕ ОТКРОЙТЕ ВКЛАД В БАНКЕ**

За скромную сумму примерно в 1000 долларов страховая компания согласится выплатить здоровому тридцатипятилетнему мужчине 1 млн долларов в случае, если в следующем году его вдруг постигнет несчастье или даже смерть. Согласно актуарным расчетам, для страховой компании это удачная сделка. Но готовы ли вы принять ее сторону? Вряд ли. Все дело в том, что, невзирая на статистические данные, вы не можете себе позволить лишиться 1 млн долларов в обмен на жалкую тысячу. Зато, собрав эту сумму с тысячи страхователей, компания может сформировать портфель рисков, которые вполне укладываются в официальную статистику. Вот почему постоянное использование таких ставок, которые вы как частное лицо не можете себе позволить, для них – хороший бизнес.

По сути, конкретный риск, рассматриваемый сам по себе, может показаться чрезмерным или даже пустым и глупым,

но в рамках крупного портфеля он обретает смысл. Так если распределение рисков и в самом деле стоящая идея – почему же я убеждаю вас в том, что для начала вам достаточно будет иметь в своем портфеле всего несколько акций?

Ответ состоит из двух частей. Во-первых, по каждому индивидуальному полису страховая компания рискует потерять тысячу долларов на каждый уплаченный вами доллар. Чтобы подобная сделка считалась выгодной, необходимо продать за определенный период несколько тысяч полисов. К счастью, риски, которые вы берете на себя при покупке ценных бумаг, можно ограничить потерей одного доллара на каждый доллар, вложенный вами. А это значит, что можно спокойно вложить свои деньги в несколько привлекательных акций, не боясь обвинений в безумных рисках. Но ведь все советуют обеспечить портфелю максимальную диверсификацию – так как же добиться этого, если сосредоточиться лишь на нескольких избранных инвестиционных возможностях?

Ответ кроется в изначальном восприятии собственных инвестиций и отношении к ним. Еще и по этой причине диверсифицированный портфель акций не является панацеей от рисков. Здесь очень важно помнить, что для многих людей портфель ценных бумаг – это лишь часть инвестиционных сбережений. Большинство хранит часть своего капитала в банке или в фондах денежного рынка, в облигациях, покупает полисы страхования жизни, вкладывает в недвижи-

мость или в другие распространенные активы. Если вы стараетесь не хранить яйца в одной корзине, такая широкая диверсификация по различным классам активов позволит достичь этой цели более эффективно, чем просто диверсификация портфеля акций. Другими словами, не стоит портить отличную инвестиционную стратегию, скатываясь к посредственной доходности.

**Не сомневайтесь: практика продажи ценных бумаг в тот момент, когда вам срочно понадобились деньги, малоперспективна и убыточна.**

В самом деле, сколько бы различных акций вы ни приобрели, вкладывать в фондовый рынок средства, которые понадобятся вам в ближайшие два-три года для оплаты ипотеки, еды, медицинских услуг или других необходимых статей бюджета, само по себе рискованно. Помните: как бы то ни было, потенциальные колебания доходности фондового рынка из года в год огромны, даже если вы диверсифицируете свой портфель до такой степени, что будете хранить в нем все существующие виды акций. Не сомневайтесь: практика продажи ценных бумаг в тот момент, когда вам срочно понадобились деньги, малоперспективна и убыточна.

В идеале ваши решения о покупке и продаже акций долж-

ны основываться исключительно на инвестиционных преимуществах тех или иных активов. Это может означать необходимость направить лишние средства на банковский вклад или вложить их в другие инструменты, даже если вы уже убедили себя в том, что покупка акций является наиболее предпочтительным способом инвестирования. Оставив часть своего капитала в сторонке (то есть за пределами фондового рынка), вы тем самым пойдете на компромисс в пользу осторожной диверсификации. Если будете тщательно проводить собственные исследования рынка, стратегия владения горсткой отборных бумаг принесет свои плоды намного быстрее, чем владение десятками различных акций или участие в паевых фондах.

Время от времени такая избирательная стратегия может оборачиваться более ощутимыми колебаниями показателя доходности, чем подход, основанный на владении несколькими акциями без применения критериев отбора (так называемый индексный подход). Однако если вы сформировали свой общий портфель активов таким образом, чтобы пережить периоды неизбежных падений рынка без необходимости вынужденных продаж, разница будет незначительной. Важно то, что на протяжении пяти или даже десяти лет вы будете иметь возможность спокойно поесть свой пирог. За это время вы вложите свои средства в десятки различных инвестиционных идей (хотя и не во все сразу), получив таким образом достаточную диверсификацию и отличную до-

ХОДНОСТЬ.

## **6. СМОТРИТЕ ВНИЗ, А НЕ ВВЕРХ**

Заветное и непреложное правило инвестирования гласит, что между риском и вознаграждением существует определенный компромисс. Ученые и большинство профессионалов сходятся на том, что чем больше вы рискуете, формируя портфель акций, тем более солидным должно быть ожидаемое вознаграждение – то есть прибыль. Чем ниже риск, тем ниже доходность. Одним словом, нельзя получить что-то (в данном случае высокую прибыль), ничем не пожертвовав (то есть приняв на себя лишь минимальные риски). Эта концепция настолько фундаментальна, что именно на ней основываются все инвестиционные стратегии, как академические, так и профессиональные.

Конечно, если бы этим все и ограничивалось, можно было бы просто регулировать предпочтительный уровень риска и получать запланированный доход. Четкая взаимосвязь риска и вознаграждения была бы вполне возможной – в идеальном мире. Однако, поскольку искать благоприятные возможности для инвестиций вы будете там, где существуют неэффективно оцененные активы (т. е. акции или инвестиционные инструменты, настолько далекие от своих популярных аналогов, что аналитики и инвесторы не могут оценить их стоимость достаточно верно), подобная идеальная пропорция между риском и вознаграждением нуждается в коррек-

тировке. Это, впрочем, не означает, что в вашем случае сам концепт соотношения между риском и вознаграждением совершенно неприменим. Вовсе нет. Пожалуй, из всех инвестиционных концепций эта – самая важная. Вот почему так удивительно то, что большинство профессионалов и ученых трактуют ее в корне неверно – во всяком случае, когда дело касается анализа рисков отдельных акций. А причина их неверной трактовки в том, что они измеряют степень риска в формуле «риск – вознаграждения» довольно странным и ошибочным способом. Под риском в общепринятой системе координат подразумевается риск получения непостоянной доходности. В академическом мире этот риск измеряется по бета-коэффициенту акций, то есть волатильности стоимости конкретной ценной бумаги по отношению к волатильности рынка в целом. Как правило, расчет «бет» основывается на экстраполяции прошлой волатильности цены. В этом перевернутом с ног на голову мире не учитывается различие между восходящей и нисходящей волатильностью. Вот и получается, что акция, которая в течение года показывает более сильный рост, автоматически записывается в рисковые и, значит, выглядит хуже, чем та, которая за тот же период слегка падает в цене.

Кроме того, оценка степени рискованности акции по ее прошлой динамике (или волатильности) зачастую приводит к неверным выводам. Например, акция, которая упала в цене с 30 до 10 долларов, считается более рискованной, чем



та, что понизилась в цене с 12 до 10 долларов. Хотя обе эти акции сейчас можно купить за 10 долларов, та, что показала более резкое падение и, соответственно, сейчас продается с более высоким дисконтом, считается более «рискованной». Возможно, так оно и есть. Но нельзя исключить и тот факт, что большая часть риска падения этой акций уже нивелирована предыдущим резким снижением ее цены. Суть в том, что простая оценка прошлой волатильности цены акции не дает нам ровным счетом никакой объективной информации.

# 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.