

БРЮС ГРИНВАЛЬД

КАН ДЖУДД

ПОЛ Д. СОНКИН

МАЙКЛ ВАН БИЕМА

# СТОИМОСТНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ ОТ ГРЭМА ДО БАФФЕТА

## И ДАЛЕЕ...



**БОМБОРА**  
ИЗДАТЕЛЬСТВО

Библиотека частного инвестора. От экспертов – экспертам

Брюс Гривальд

**Стоимостное инвестирование.  
От Грэма до Баффета и далее**

«ЭКСМО»

2021

УДК 336:004  
ББК 65.26

**Гривальд Б.**

Стоимостное инвестирование. От Грэма до Баффета и далее /  
Б. Гривальд — «Эксмо», 2021 — (Библиотека частного инвестора.  
От экспертов – экспертам)

ISBN 978-5-04-192616-8

Почти 100 лет назад Бенджамин Грэм и Дэвид Додд придумали проницательный подход к инвестированию. Он помогает искать недооцененные ценные бумаги, точно определять их стоимость, оттачивать стратегию исследования рынка и применять полученные знания для максимально эффективного управления рисками. «Стоимостное инвестирование» — это ведущее пособие по применению вечных принципов инвестирования в условиях изменившейся экономической ситуации. Оно пригодится управляющим портфелем, инвесторам, а также всем тем, кто интересуется вопросами оценки ценных бумаг и инвестирования. Брюс Гринвальд - профессор Высшей школы бизнеса Колумбийского университета и советник компании First Eagle Investment Management. The New York Times называют «гуру для гуру Уолл-стрит». В формате PDF A4 сохранен издательский макет книги.

УДК 336:004

ББК 65.26

ISBN 978-5-04-192616-8

© Гривальд Б., 2021

© Эксмо, 2021

# Содержание

Введение	6
Глава 1	11
Что такое стоимостное инвестирование	11
Чем стоимостное инвестирование не является	13
Работает ли стоимостное инвестирование?	18
Глава 2	24
Специализация	25
Преимущества стратегии стоимостного инвестирования	27
Аномалия стоимости и природа человеческого поведения	31
Разоблачение стоимостной аномалии	38
Стратегии поиска на практике	39
Конец ознакомительного фрагмента.	40

# **Брюс Гринвальд**

## **Стоимостное инвестирование: От Грэма до Баффета и далее**

Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond

Bruce C. Greenwald, Judd Kahn, Paul D. Sonkin, Michael van Biema

© 2021 by Bruce C. Greenwald and Judd Kahn All Rights Reserved.

This translation published under license with the original publisher John Wiley & Sons, Inc.  
via Igor Korzhenevskiy of Alexander Korzhenevski Agency

© Терпугова О. В., перевод на русский язык, 2023

© Оформление. ООО «Издательство «Эксмо», 2023

*Диане Гринвальд, без «мягкой» поддержки которой не было бы  
этой книги, и Габриэлю Кану – замечательному сыну, чудесному отцу*

## Введение

В 1999 году, когда мы начали работу над первым изданием, метод стоимостного инвестирования, разработанный Бенджамином Грэмом и Дэвидом Доддом и усовершенствованный их преемниками, находился в тени. В финансовой теории в течение 30 лет господствовала гипотеза эффективного рынка (ГЭР), которая отрицала возможность длительного успешного активного инвестирования. Первый интернет-пузырь и сопровождавший его бум на фондовом рынке, казалось, подорвали все аналитические принципы, на которых основывалось стоимостное инвестирование. На стоимостных инвесторов, за исключением Уоррена Баффетта, смотрели как на динозавров, не имеющих ничего общего с современной экономической реальностью. К счастью, обвал акций технологических и телекоммуникационных компаний 2000–2002 годов на фоне превосходных результатов стоимостных инвесторов возродил интерес к подходу Грэма и Додда. В то же время вышло большое количество научных публикаций, опровергающих теорию эффективного рынка. Стоимостные портфели, собранные на основе статистических методов, превосходили фондовый рынок в течение почти всех длительных периодов практически на всех национальных рынках, по которым имелось достаточно данных.

Академические исследования в области психологии породили раздел поведенческих финансов. Его первопроходцами стали Даниэль Канеман и Амос Тверски. Успешность стоимостных портфелей получила объяснение в глубоко укоренившихся поведенческих предубеждениях. «Стоимостная премия» как компонент доходности начала считаться устойчивой характеристикой будущих финансовых рынков. Упомянутые исследования и новые разработки инвесторов привели к более глубокому пониманию принципов Грэма и Додда и усовершенствовали практику стоимостного инвестирования, особенно в отношении поиска и оценки так называемых привилегированных компаний.

Длительный бычий рынок после глубокого финансового кризиса 2008–2009 годов вновь поднял вопрос об обоснованности подхода Грэма и Додда. За годы, прошедшие с 2009 года, результаты многих видных стоимостных инвесторов значительно отставали от национальных и глобальных рыночных индексов. Разрыв между статистическими стоимостными портфелями и доходностью рынка значительно сократился, если не исчез полностью. Новое поколение технологических акций приносило устойчивую доходность, которая, казалось, противоречила стоимостным принципам. Стоимостные инвесторы снова стали динозаврами, выпавшими из экономической реальности.

Отчасти снижение относительных показателей стоимостных портфелей – это предсказуемый итог переоцененности, характерной для поздних стадий длительного бычьего рынка. Исторически в такие периоды стоимостные инвесторы демонстрируют относительно низкие результаты, как это было и в конце 1990-х годов. Однако были и другие важные факторы. Во-первых, успешность метода Грэма и Додда в период с 2000 по 2007 годы повысила популярность стоимостного подхода. Доля стоимостных инвесторов значительно возросла, особенно в США. Спрос на стоимостные акции повысился, что привело к сокращению разрыва между мультипликаторами оценки модных и стоимостных акций, хотя данные неоднозначны. Во-вторых, экономическое развитие усложнило практическое применение принципов Грэма и Додда. Сдвиг экономической активности из промышленности в сферу услуг повысил значимость нематериальных активов (клиентов, обученных сотрудников, продуктового портфеля, бренда) по сравнению с материальным капиталом (запасами, дебиторской задолженностью, основными средствами и оборудованием, которые традиционно учитываются на балансе). Поскольку инвестиции в нематериальные активы (рекламу, наем и обучение персонала, разработку продуктов) часто в бухучете учитываются как текущие расходы, рассчитать устойчивую прибыль стало сложнее. Влияние технологического развития было схожим. У современных компьютерных и

интернет-компаний, например, Amazon, Google, Oracle, Facebook, Microsoft и Netflix, материальные активы относительно невелики. Большая часть их инвестиций, направленных на рост, погребена в расходах, отчего занижается отчетная прибыль и завышаются оценочные мультипликаторы.

Осложняющим фактором также является концентрация компаний сферы услуг и технологических компаний на определенных локальных рынках или на рынках нишевых продуктов. На таких локальных/нишевых рынках обычно наблюдаются высокий эффект от масштаба и высокая степень привязанности клиентов. В результате доминируют фирмы, которые получают преимущества за счет барьеров для входа. На языке стоимостного инвестирования, «привилегированные» предприятия с широкими «рвами» занимают все большую долю в экономике. Для таких предприятий чистые активы все меньше влияют на прибыль, а рост вносит значительный вклад в общую стоимость. Вследствие этого оценка стоимости акций в значительной степени зависит от будущих денежных потоков, часто отдаленных, стоимость которых трудно рассчитать с помощью методов оценки стоимости активов или устойчивой прибыли по Грэму и Додду. Кроме того, для привилегированных предприятий на оценку стоимости компании сильно влияет качество управления, особенно при размещении капитала. Неудивительно, что в таких условиях многие традиционные стоимостные инвесторы, ориентированные на баланс, не добились хороших результатов.

Еще один новый фактор оценки – высокая вероятность подрыва привилегированных позиций компании. Снижение прибыльности конкурентных предприятий можно компенсировать возмещением основного и оборотного капитала при сокращении бизнеса. Спад имеет гораздо более серьезные последствия для привилегированных фирм, стоимость которых, рассчитываемая исходя из неизменности прибыли, превышает стоимость активов. Потеря эффекта от масштаба влечет убытки без компенсации от возмещения капитала, что является оборотной стороной высокой доходности капитала. Умирающие привилегированные предприятия теряют гораздо большую долю своей стоимости, чем угасающие конкурентные предприятия («сигарные окурки»). Любым попыткам инвестировать в недооцененные привилегированные предприятия должна предшествовать тщательная оценка последствий потери привилегий.

Все это означает, что мы должны были пересмотреть все аспекты стоимостного инвестирования, изложенные в первом издании. Мы переосмыслили императивы поиска и последующей оценки инвестиционных возможностей. Также мы тщательно изучили этап активного исследования после проведения предварительной оценки и рассмотрели вопрос управления рисками гораздо более подробно, чем в первом издании. В этом нам помогло наблюдение за практикующими стоимостными инвесторами: мы отмечали, как они приспосабливаются к меняющимся экономическим условиям. Во всех этих областях мы отметили преимущества современной адаптации подхода Грэма и Додда в решении фундаментальной проблемы любого активного инвестора. На данный момент есть однозначные доказательства того, что финансовые рынки действительно неэффективны в академическом смысле. Однако они неизбежно фундаментально эффективны в ином смысле, более приближенном к реальности.

Средняя доходность для всех инвесторов в любом классе активов должна быть равна средней доходности всех активов в этом классе (т. е. «рыночной» доходности для данного класса активов). Все активы кому-то принадлежат. Производные инструменты на актив (например, непокрытые короткие позиции) взаимно перекрываются, поскольку на каждого продавца есть покупатель. Поэтому, если один инвестор опережает рынок в определенном классе активов, другой инвестор должен отставать от рынка на величину, пропорциональную сумме активов под его управлением. Это ограничение относится ко всем классам активов, и оно распространяется на инвестиции в целом.

Грэм и Додд полностью осознавали это ограничение, хотя и описывали его в нескольких иных терминах. Они понимали, что каждый раз, когда кто-то покупает ценную бумагу в

надежде, что она принесет больше, чем прочие альтернативы, кто-то другой ее продает, потому что думает, что она сработает хуже, чем иные доступные возможности. Один из этих инвесторов неизбежно ошибется. Хорошо продуманный инвестиционный процесс на каждом этапе (поиск, оценка, исследование, управление рисками) должен приводить инвестора на правильную сторону сделки. Сам этот процесс должен быть лучше, чем у инвестора с противоположной стороны. Именно по этому критерию мы оценивали современные методы стоимостного инвестирования, описанные в настоящем втором издании.

Процесс поиска – это не только ориентация на стоимость, то есть выбор «негламурных», непривлекательных, немодных, малоизвестных акций. Еще это и определенная степень специализации. Если я, инвестор широкого профиля, заключаю сделку с инвестором-специалистом, у него, как правило, будет более глубокое понимание и больше информации. Поэтому на правильной стороне сделки окажется он. В этом издании мы расширили главу о поиске, включив в нее рассмотрение эффективных стратегий специализации. Ее необходимость подтверждается последними наблюдениями. Стоимостные инвесторы, которые концентрируются в одной области, как правило, гораздо более успешны даже по сравнению с сообществом стоимостных инвесторов в целом. Успешные инвесторы с более широкой специализацией показывают лучшие результаты именно в тех отраслях и регионах, где их осведомленность выше. Поэтому в раздел, посвященный конкретным инвесторам, мы добавили ряд инвесторов с узкой специализацией. Воплощение концепции Грэма и Додда о «сфере компетенции» предполагает не только необходимость воздерживаться от незнакомых областей, но и наличие экспертизы в конкретных направлениях.

За годы, прошедшие с момента выхода первого издания, мы усвоили схожий урок в отношении оценки.

Активы с разными горизонтами доходности должны оцениваться разными методами.

Для ликвидируемых активов или других краткосрочных «инвестиций с катализаторами» подходит метод дисконтированных денежных потоков (DCF). Оценка, скорее всего, будет точной. Для активов, чья стоимость определяется на конкурентных рынках – недвижимость, природные ресурсы, непривилегированные фирмы, – рост, как правило, не создает значительной стоимости. Это ограничивает значимость отдаленных будущих денежных потоков. Для таких инвестиций расчет согласно подходу Грэма – Додда, соотносящий стоимость активов и оценку на основе предположения о постоянстве прибыли, подходит лучше, чем метод DCF или оценка по мультипликаторам, – по причинам, которые мы обсуждали в первом издании этой книги. Этот подход предпочитают большинство стоимостных инвесторов. Однако он не подходит для оценки предприятий, для которых рост создает значительную стоимость. В этих случаях удаленные по времени денежные потоки трудно оценить, поскольку небольшие различия в темпах роста приводят к существенным различиям в отдаленных будущих денежных потоках, причем составляют значительную долю стоимости. В результате внутреннюю стоимость таких предприятий нельзя оценить с приемлемой точностью. Инвестиционные решения в таком случае целесообразнее принимать на основе оценки будущей доходности, а не внутренней стоимости. Это издание дополнено тремя главами с развернутым описанием метода оценки привилегированного бизнеса, основанного на доходности. Возможно, изложенный нами процесс не станет последним словом в оценке привилегированных компаний. С уверенностью можно сказать одно: в оценке не существует универсальной отмычки, с помощью которой инвестор всегда попадает на правильную сторону сделки.

Внимательно наблюдая с 1999 года практику успешных стоимостных инвесторов, мы решили добавить во второе издание главу об активных исследованиях. По мере развития мировой экономики нематериальные активы и прибыль, обусловленная наличием привилегий,



приобретали все большую значимость, поэтому для оценки бизнеса традиционного анализа финансовых отчетов становилось недостаточно. Инвесторам при оценке инвестиций приходилось обращать внимание не столько на финансовые показатели, сколько на качество управления, от которого зависела доходность активов. Время, необходимое на анализ и оценку, приходилось перераспределять с учетом новых требований. Для успеха инвестиций становится все более важным эффективный процесс активных исследований, который позволяет инвестору чаще оказываться на правильной стороне сделки. В дополнительной главе мы описываем критерии качественного активного исследовательского процесса.

Наконец, возрастающая значимость специализации и активных исследований повлекла за собой проблемы в управлении рисками. Исторически инвестиционные менеджеры формировали портфели так, как если бы в их управлении находились почти все активы клиентов. Они занимались диверсификацией без учета того факта, что владельцы обычно распределяют активы между многими инвестиционными управляющими. Для владельцев важен общий риск всех портфелей, в которые часто входят крупные неликвидные позиции или предприятия. Поэтому управление рисками должно быть централизованным. Его децентрализация может привести к тому, что у разных управляющих будут противоположные позиции (менеджер А принимает риски, которые хеджирует менеджер Б) или позиции, доходность которых сильно коррелирует с крупными неликвидными активами. В результате управление рисками может стать дорогостоящим и малоэффективным. При наличии специализированных инвестиционных менеджеров диверсификацию нужно осуществлять на уровне всего состояния. Поэтому все чаще функции управления рисками и выбора ценных бумаг разводятся. Риск-менеджер должен получать достаточно информации от инвестиционных менеджеров, чтобы эффективно выполнять работу. Поэтому мы включили во второе издание главу об управлении рисками. Мы даем определение риска с точки зрения Грэма и Додда и описываем эффективные методы его управления.

Жизнеспособность традиции Грэма и Додда обусловлена ее успешной адаптацией к меняющимся экономическим и финансовым условиям. Поэтому мы пересмотрели раздел книги, посвященный отдельным инвесторам. Очерки, посвященные уже покойным инвесторам, мы оставили без изменений, чтобы сохранить их ценные идеи. Другие инвесторы, о которых мы рассказали, продолжают совершенствовать свою работу. К счастью, большинство из них в течение многих лет ежегодно ведут занятия в Колумбийском университете на курсе МВА по стоимостному инвестированию. Здесь мы описываем особенности их инвестиционной практики и развитие методов с течением времени. Благодаря технологическому прогрессу в эти краткие очерки включены ссылки на видеозаписи их выступлений на курсе. Большинство новых инвесторов, очерки о которых мы добавили во второе издание, – Том Руссо, Пол Хилал и Эндрю Вайс, у каждого из которых своя специализация, – также неоднократно выступали на курсе. Два других выдающихся инвестора – один опытный, Уоррен Баффетт, другой новый, Ян Хуммел, – не выступали на занятиях. Презентации Хуммела мы отредактировали для онлайн-доступа и дополнили кратким описанием его специализированного инвестиционного подхода. Уоррену Баффетту, как и прежде, посвящена отдельная глава, написанная на основе выдержек из его публичных посланий.

К тому времени, когда мы начали работать над первым изданием этой книги в 1999 году, Брюс уже около пяти раз прочел курс МВА по стоимостному инвестированию, а также читал его в версии для руководителей и на двухдневных курсах. Прошло 20 лет, и, несмотря на эпизодические академические отпуска, он преподает его уже в течение примерно 25 лет. В 2005 году мы опубликовали исследование *Competition Demystified* («Конкуренция без тайн»), в котором подробно рассматривали факторы, составляющие устойчивые конкурентные преимущества, и отличительные черты «привилегированных» предприятий, защищенных рыночными барьерами. За эти годы мы оба получили опыт инвестирования, работая в крупном глобальном вза-

имном фонде и трех небольших хедж-фондах. Несомненно, в процессе преподавания наше собственное понимание традиции Грэма и Додда расширилось благодаря студентам и приглашенным инвесторам, которые щедро делились опытом и знаниями. Но не менее плодотворным было и время, проведенное «в поле». Как писал в «Мемуарах» историк Эдвард Гиббон о своей службе на Семилетней войне: «Построение и маневры современного батальона помогли мне создать четкое представление о фаланге и легионе. Капитан хэмпширских гренадеров (здесь читатель может улыбнуться) сослужил хорошую службу историку Римской империи».

*Брюс Гринвальд и Джадд Кан, Нью-Йорк, 2020 г.*

# Глава 1

## Стоимостное инвестирование: определения, отличия, результаты, риски, принципы

### Что такое стоимостное инвестирование

Стоимостное инвестирование – инвестиционная методика, впервые предложенная в 1920-х – 1930-х годах Бенджамином Грэмом и Дэвидом Доддом. С тех пор она развивалась и оттачивалась небольшой группой выдающихся инвесторов. Самый известный из них – Уоррен Баффетт, учившийся на курсах у Грэма и Додда в начале 1950-х годов. Согласно первоначальному определению Грэма и Додда, стоимостное инвестирование опирается на три ключевые характеристики финансовых рынков:

1. Курсы ценных бумаг подвержены значительным и непредсказуемым колебаниям. Каждый день при купле-продаже любого финансового актива появляется мистер Рынок – знаменитая Грэмовская персонификация безличных сил, определяющих курс. Это весьма странный тип, подверженный непредсказуемым перепадам настроения, которые влияют на цену сделки.

2. Несмотря на колебания рыночных цен на финансовые активы, многие из них имеют фундаментальную стоимость. Она относительно стабильна, и ее можно измерить с достаточной точностью, будучи добросовестным и дисциплинированным инвестором. Другими словами, внутренняя стоимость ценной бумаги – это одно, а рыночная цена, по которой она торгуется, – это нечто иное. В некоторые дни внутренняя стоимость и цена могут совпасть, но чаще всего они различны.

3. В долгосрочной перспективе наибольшую прибыль приносит стратегия, при которой ценные бумаги приобретаются только тогда, когда их рыночная цена значительно ниже расчетной внутренней стоимости. Грэм называл разрыв между стоимостью и ценой «запасом прочности». Он должен составлять как минимум треть, а в идеале – половину фундаментальной стоимости. Грэм был не прочь купить доллар за 50 центов – тогда выгода будет большой, а главное, гарантированной.

Если исходить из этих допущений, основной процесс стоимостного инвестирования прост до смешного. Инвестор оценивает фундаментальную стоимость ценной бумаги и сравнивает ее с текущей ценой, по которой мистер Рынок ее предлагает. Если рыночная цена ниже стоимости и при этом запас прочности достаточен, инвестор покупает ценную бумагу. Мы будем считать этот алгоритм главным рецептом стоимостного инвестирования Грэма и Додда. Их последователи отличаются друг от друга своими подходами к некоторым этапам процесса, в которые они вносят каждый свою изюминку:

- выбор ценных бумаг для оценки;
- оценка их фундаментальных стоимостей;
- расчет соответствующего запаса прочности, необходимого для каждой ценной бумаги;
- определение структуры портфеля и желаемой степени диверсификации, на основании чего покупается то или иное количество лотов каждой из ценных бумаг;
- выбор времени, когда продавать ценные бумаги.

Эти решения нетривиальны. Одно дело – искать ценные бумаги, продающиеся ниже внутренней стоимости, и совсем другое дело – найти такие ценные бумаги. С тех пор как был впервые опубликован «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда, их последователи разработали множество подходов к решению этих задач. Именно поэтому стоимостное инвестирова-

ние остается важнейшей дисциплиной в любых рыночных условиях на протяжении уже более восьми десятилетий.

## Чем стоимостное инвестирование не является

Описывая стоимостное инвестирование вкратце и в общих словах, обычно говорят, что стоимостные инвесторы ищут и покупают только «выгодные бумаги», т. е. бумаги, торгующиеся ниже своей внутренней стоимости. Однако это простое определение вызывает вопросы. Ни один разумный инвестор не признает, что ищет ценные бумаги, торгующиеся по цене, превышающей их внутреннюю стоимость. Все хотят купить дешево и продать дорого<sup>1</sup>. Нам нужно четко определить, чем отличаются те, кто инвестирует в реальную стоимость, от всех остальных участников рынка ценных бумаг (см. рис. 1.1).



Рис. 1.1. Подходы к инвестированию

Есть большой класс инвесторов, которые явно не являются стоимостными. Речь идет о «технических» аналитиках. Они избегают фундаментального анализа любого рода, им не интересны ни направление деятельности компании, ни ее баланс или отчет о прибылях и убытках, ни характер ее товарных рынков, ни что-либо иное, важное для фундаментального инвестора любой масти. Экономическая ценность им неинтересна. Вместо этого они обращают внимание на данные торговых операций, то есть на колебания курса и объемы продаж ценной бумаги. По их мнению, динамика курса, на которую влияют изменение спроса и предложения ценной бумаги, отражает некие закономерности. Анализируя их, можно делать выводы о будущем движении цены. Представляя эту информацию в виде графиков, они тщательно изучают их в поисках признаков, на основании которых можно предсказать дальнейшее движение курса и торговать с выгодой. Например, импульсные инвесторы экстраполируют тенденцию цены: покупают бумаги, курс которых растет, в ожидании, что рост продолжится. Иногда они

<sup>1</sup> Мы ограничиваем наше исследование в этой книге «длинной» инвестиционной позицией и не рассматриваем инвесторов с «короткой» позицией (продающих взятые в долг ценные бумаги, которые, по их мнению, оцениваются рынком выше фундаментальной стоимости). В определенные моменты своей карьеры Грэм использовал короткие продажи для хеджирования других своих позиций. Сегодня также встречаются добросовестные инвесторы, которые активно используют короткие позиции по ценным бумагам. Далее в этой книге мы обсудим плюсы и минусы коротких продаж как подхода к управлению рисками. Однако в основном стоимостное инвестирование заключается в выявлении фундаментальной стоимости бумаги и ее покупке по выгодной цене.

сравнивают курс ценной бумаги на определенный день с линией тренда, которая представляет собой скользящую среднюю за последние 30, 90, 200 дней или иной период. Пересечение линии тренда вверх или вниз может указывать на изменение направления. Конечно, технические аналитики также намерены покупать дешево и продавать дорого, но здесь «дешево» и «дорого» – это характеристики прошлых и будущих цен ценной бумаги, не связанных с ее фундаментальной стоимостью. Для трейдеров мистер Рынок – лучший друг, который дает им возможность покупать и продавать в краткосрочной перспективе. Очень немногие трейдеры игнорируют техническую информацию. В наши дни любители графиков гораздо чаще используют сложные компьютеризированные алгоритмы для обнаружения закономерностей и для отбора ценных бумаг, которые в них вписываются, не сосредотачиваясь на динамике курса отдельной ценной бумаги. Но, как и большинство технических аналитиков, они в лучшем случае лишь поверхностно интересуются фундаментальной стоимостью бизнеса, стоящей за ценной бумагой.

Даже инвесторы, которые используют фундаментальный анализ и интересуются реальной экономикой компаний, отличаются от стоимостных инвесторов школы Грэма и Додда, несмотря на то что считают себя таковыми.

Класс фундаментальных инвесторов можно разделить на тех, кто сосредоточен на макроэкономических вопросах, и тех, кто занимается микроэкономикой конкретных ценных бумаг. Макрофундаменталистов интересуют глобальные экономические факторы, влияющие на мир ценных бумаг в целом или, по крайней мере, на большие группы ценных бумаг: темпы инфляции, процентные ставки, обменные курсы, уровень безработицы и темпы экономического роста на национальном или даже международном уровне. Они пристально отслеживают действия творцов экономической политики, в частности решения Комитета по открытым рынкам Федеральной резервной системы, и учитывают общие настроения инвесторов и потребителей. Информацию они используют для прогнозирования общих экономических тенденций, на основании которого определяют, какие группы ценных бумаг (или отдельные выпуски) будут наиболее подвержены влиянию будущих изменений. Это подход «сверху вниз», поскольку он начинается с экономики в целом и детализируется до уровня конкретных отраслей и ценных бумаг. Как и прочие инвесторы, макрофундаменталисты стремятся дешево покупать и дорого продавать, надеясь, что прогнозы будущего роста помогут им опередить рынок в понимании происходящего. Как правило, они не производят прямых расчетов стоимости отдельных ценных бумаг или определенных классов ценных бумаг, хотя такие расчеты совместимы с макрофундаменталистским подходом. Среди таких макроинвесторов есть несколько известных и вполне успешных. Стоимостные инвесторы по Грэму и Додду – большей частью микрофундаменталисты.

Однако даже в сообществе тех, кто анализирует основные экономические показатели компаний и рассматривает ценные бумаги по отдельности, стоимостные инвесторы в традиции Грэма и Додда по-прежнему составляют меньшинство. В наиболее распространенном подходе к микрофундаменталистскому инвестированию за отправную точку принимается текущая цена акций или других ценных бумаг. При этом инвесторы изучают историю этой ценной бумаги, отмечая, как ее цена менялась в ответ на изменения влияющих на нее экономических факторов, таких как прибыль, состояние отрасли, внедрение новых продуктов, оптимизация производственных технологий, перестановки в управлении, рост спроса, изменение уровня финансового рычага, инвестиции в новые заводы и оборудование, приобретение других компаний и продажа направлений бизнеса и так далее. Здесь есть что изучать. Затем они пытаются предвидеть вероятные изменения наиболее значимых величин из этого списка, в значительной степени полагаясь на данные компаний и отраслей, а также на более общую информацию, доступную им.

Большинство прогнозов сосредоточено на прибыли компании. В курсе ценной бумаги отражен совокупный прогноз рынка относительно будущей прибыли. Если такие инвесторы

обнаруживают, что их оценка будущей прибыли и других значимых переменных превышает ожидания рынка, они покупают ценные бумаги. Согласно их предположениям, когда будет опубликована новая информация о прибыли и других показателях, их прогноз подтвердится, и рынок поднимет котировки акций. Основываясь на оценке роста в будущем, они купили дешево и намереваются продать дорого.

Несмотря на то что у такого подхода есть общие черты со стоимостным инвестированием – сосредоточенность на экономических показателях и конкретных ценных бумагах, – между ними есть и существенные различия. Во-первых, в центре этого подхода лежат изменения курса, как прошлые, так и ожидаемые, а не сравнение курса с лежащей в его основе стоимостью. Этот анализ одинаково хорошо применим к акциям, торгующимся по цене в 10, 20 или 50 раз превышающей прогнозируемую прибыль. С точки зрения стоимостного инвестора, эти ситуации не равнозначны. Во-вторых, этот подход не предусматривает определение запаса прочности для защиты инвестиций от непредсказуемого поведения мистера Рынка, который известен своей склонностью ронять цену акций в ответ на хорошие новости. Итак, несмотря на то что в стоимостном инвестировании по Грэму и Додду чаще всего используется микрофундаменталистский подход, далеко не все микрофундаменталисты являются стоимостными инвесторами.

Каждая из рассмотренных альтернатив стоимостному инвестированию может оказаться успешной при условии тщательного и осмысленного воплощения. Статистические исследования все больше свидетельствуют о том, что котировки и объемы продаж ценных бумаг действительно отражают согласующиеся и узнаваемые закономерности; в краткосрочном периоде наблюдаются положительные серийные корреляции, в долгосрочном – возврат к среднему. Существуют успешные трейдеры. Макроэкономические переменные поддаются прогнозированию с определенной точностью, и они оказывают систематическое, четко различимое влияние на рынки ценных бумаг. Есть и успешные инвесторы-макрофундаменталисты. Аналитики, активно собирающие информацию о компаниях и отраслях, выискивающие тенденции, еще не известные рынку, должны теоретически получать инвестиционный доход выше среднего, а иногда и получают его на практике.

Есть еще один, отличный от стоимостного, подход к инвестированию, в котором все эти возможности отвергаются. Этот подход основан на современной портфельной теории и родственной ей гипотезе эффективного рынка, начало которым было положено учеными-финансистами в 1960-х годах. Основная предпосылка теории состоит в том, что в текущих курсах ценных бумаг, которые определяются коллективным мнением всех участников рынка, точно отражена вся легально доступная информация о будущих ценах и стоимости. Предполагается, что ошибочные представления и иррациональные решения по существу случайны. Например, считается, что чрезмерный оптимизм одних инвесторов компенсируется избыточным пессимизмом других. Рыночный курс при этом, напротив, определяется на основании правильного восприятия множества деятельных и умных инвесторов. В этом случае он отражает наилучшие прогнозы будущих событий, влияющих на стоимость компаний. В результате будущие движения курса будут зависеть либо от случайного поведения инвесторов, либо от новой информации, которую нельзя было предвидеть. Учитывая эти допущения, изменения курса в будущем непредсказуемы, а наилучшим прогнозом средних будущих цен является текущий курс.

Все попытки индивидуальных инвесторов получить доходность, превышающую доходность портфеля, составленного на основании текущих курсов, являются тщетными, поскольку все изменения случайны.

При таком взгляде на рынки ценных бумаг мудрый инвестор должен сосредоточиться на минимизации транзакционных издержек и управлении рисками. Первая задача управления

рисками состоит в том, чтобы полностью диверсифицировать нефакторные риски отдельных инвестиций.

Это можно сравнить с тем, как не склонный к риску охотник за нефтью бурит множество скважин, сводя к минимуму вероятность неудачи, возможной в том случае, если он пробурит лишь немногие, самые многообещающие скважины.

По отношению к ценным бумагам этот подход предполагает покупку всех доступных рискованных ценных бумаг в определенных пропорциях для получения «рыночного» дохода.

Остающийся после этого риск (систематический) нельзя диверсифицировать, ведь он присущ рынку в целом. Управлять этим риском можно, комбинируя рыночный портфель с инвестициями в безрисковый актив – обычно краткосрочный государственный долг. Регулируя долю состояния, размещенную в безрисковом активе, инвестор может установить приемлемый для себя уровень риска, варьируя в пределах от полностью безрискового до полностью рыночного. Если для каких-либо ценных бумаг характерно лучшее соотношение риска и доходности, чем для рыночных портфелей, то хорошо информированные инвесторы массово воспользуются этими возможностями. В этом случае курс поднимется, тем самым снизив будущую доходность, и, таким образом, все цены снова придут к уровню, отражающему нормальное с точки зрения теории эффективного рынка соотношение между риском и доходностью. В конечном итоге для инвесторов, которые верят в эффективность рынка, инвестиционный процесс состоит из решений о размещении активов, то есть о правильном сочетании безрискового и рыночного размещения, и минимизации транзакционных издержек путем вложений в индексные взаимные фонды и биржевые инвестиционные фонды (ETF).

Сильная форма гипотезы эффективного рынка была в значительной степени дискредитирована обширными эмпирическими данными. Отдельным управляющим и фирмам в течение длительного периода времени удавалось добиваться доходности выше рыночной. Кроме того, в США начиная с 1920-х в течение периодов около 15 лет портфели, собранные с помощью простых статистических правил, например, состоящие из бумаг с самым низким отношением балансовой и рыночной стоимости, значительно превзошли рыночные портфели без явного повышения уровня риска. Те же результаты справедливы, за некоторыми исключениями, для зарубежных рынков в течение всех периодов, за которые были доступны адекватные данные о доходности фондового рынка.

Тем не менее есть один важный аспект, в котором рынки будут неизбежно эффективны. Средняя доходность, полученная всеми инвесторами, взвешенная по принадлежащим им активам, в любой категории должна быть равна средней доходности бумаг, составляющих эту категорию. Например, общая доходность, полученная инвесторами от акций США за период, должна быть равна общей доходности, принесенной акциями США за этот период. Все эти акции кому-то принадлежат, и любые связанные с ними производные инструменты исключаются (например, для каждого продавца с короткой позицией, который не владеет продаваемыми акциями, есть соответствующий покупатель этих несуществующих акций). Поскольку общая стоимость акций в любой момент также должна быть равна общей стоимости акций, принадлежащих инвесторам, средний процентный доход, получаемый инвесторами от акций США, должен равняться среднему процентному доходу фондового рынка США в целом, то есть рыночной доходности. Это означает, что, если одни инвесторы на определенном рынке получают доходность выше рыночной, другие должны отставать от рынка на такую же величину. Торговля ценными бумагами без учета транзакционных издержек – это игра с нулевой суммой; с учетом транзакционных издержек она становится игрой с отрицательной суммой.



Каждый раз, когда вы покупаете ценную бумагу, ожидая доходность выше средней, есть кто-то, кто вам ее продает, потому что ожидает, что ее доходность будет ниже средней.

По крайней мере один из вас всегда будет неправ; если курс ценной бумаги не изменится, вы оба понесете транзакционные издержки, а один из вас потеряет упущенный доход от безрискового актива. Поэтому неудивительно, что, если принять во внимание усилия и затраты, 80–90 % активных управляющих фондами добились худших результатов, чем принесла стратегия эффективных рынков, заключающаяся в покупке индексных инструментов с низкой комиссией<sup>2</sup>.

Эта неизбежная реальность – самая существенная черта активного инвестирования, о которой инвестор никогда забывать не должен. Он должен убедительно обосновать, почему он будет чаще оказываться на «правильной» стороне сделки, – другими словами, почему вы будете получать доходность выше средней. Если вы этого сделать не можете, тогда имеет смысл инвестировать в подходящие индексные фонды. Эффективными можно считать такие пассивные индексные фонды, которые следуют за рынком, а не стремятся его превзойти. Они не принимают никаких инвестиционных решений, кроме как инвестировать вообще или нет. Им не близки ни идея о том, что цена мистера Рынка всегда наилучшим образом отражает фундаментальную стоимость ценной бумаги, ни идея, что какой-либо из инвестиционных подходов со временем может оказаться выгоднее, чем пассивный.

---

<sup>2</sup> Подробности см. в сноске 4 ниже.

## Работает ли стоимостное инвестирование?

Для обоснования стоимостного инвестирования необходимо выдвинуть аргументы против ограничения, касающегося нулевой суммы. У этих аргументов есть как теоретическое, так и практическое измерения. Теория будет изложена в нашем подробном рассмотрении процедур современного стоимостного инвестирования. Эмпирически исторические данные подтверждают, что стратегии стоимостного инвестирования действительно работают: в течение продолжительных периодов времени они приносили более высокую прибыль, чем их главные альтернативы и рынок в целом.

На практике это превосходство стоимостного подхода подтверждается тремя различными источниками. Первый источник – серия результатов механической выборки. Исследователь сортирует интересующие его акции по стоимостному критерию, например, по отношению рыночной цены к балансовой стоимости собственного капитала или по отношению рыночной цены к прибыли. Отсортированные акции группируются по сегментам, часто по децилям, начиная с самых дешевых (акций стоимости) – до самых дорогих («гламурных»). Затем исследователи фиксируют совокупный доход по каждому сегменту за определенный период, обычно за год. Эта процедура повторяется для ряда периодов. В итоге получаются данные о доходности за длительный период времени (иногда за предшествующие 90 лет), по которым можно видеть, как проявила себя стратегия механического стоимостного отбора как по отношению к «гламурным» акциям, так и по отношению к рынку в целом.

Было проведено множество исследований с использованием различных вариантов этого подхода<sup>3</sup>. Результаты почти всегда показывают, что стоимостные портфели приносят доход выше среднего (здесь под средним понимается доходность по всему рынку) почти во все периоды и на всех рынках. На основании данных Кеннета Френча о соотношении рыночной стоимости к балансовой, среднегодовая доходность портфеля, состоящего из длинных позиций по самым дешевым 30 % акций и коротких позиций по самым дорогим 30 % (портфель с нулевыми издержками без учета транзакционных комиссий), с 1927 по 2018 гг. составила для всего портфеля 3,35 % по отношению к валовой сумме, инвестированной в каждый сегмент, без потребности в чистых инвестициях. С момента публикации статьи превосходство над рынком уменьшилось. Аналогичный успех имели портфели с низким соотношением цены к прибыли на акцию. Портфели, составленные из акций с высокой стоимостью, измеряемой по отношению рыночной стоимости к балансовой и цены к прибыли на акцию, показали себя плохо. Высокая оценка таких акций объясняется главным образом тем, что в недавнем прошлом соответствующие компании добились быстрого роста продаж и прибыли; отсюда и название «гламурные». К сожалению, весь этот успех и ожидания его продолжения на момент формирования портфелей уже были учтены в цене акций.

---

<sup>3</sup> Некоторые из наиболее значимых работ (в соавторстве с Кеннетом Френчем) написал Юджин Фама, один из первых и ведущих сторонников теории эффективного рынка, за что был удостоен Нобелевской премии по экономике. Оригинальная статья: Fama, Eugene F. and French, Kenneth R. The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 1992, vol. 47, pp. 427–465. С тех пор было опубликовано много статей. Профессор Френч, в настоящее время работающий в Дартмуте, на своем веб-сайте публикует актуальные исходные данные и результаты многих других подходов, в том числе за прошлые периоды: [http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html](http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html). Все инвесторы – будь то активные, пассивные или сочетающие эти варианты – в глубоком долгу у него. См. также статьи ученика Фамы Клиффорда Эссенса на веб-сайте его компании, <https://www.aqr.com/Insights/Research/White-Papers>, и дополнительные исследования, опубликованные Уэсли Греем, другим учеником Фамы, на веб-сайте <https://alphaarchitect.com/alpha-architect-white-papers/>. Как Эссенс, так и Грей управляют инвестиционными фирмами, которые пытаются извлечь выгоду из неэффективности рынка. Благодаря интернету исследования стали более доступными и более гибкими, иначе говоря, они постоянно меняются. До сих пор фактор стоимости пользовался всеобщим вниманием, несмотря на то что в период восстановления экономики после 2009 г. он сработал ниже рынка.

С помощью подобного механического отбора акций можно получить портфели, очень похожие на те, которые мог бы, особенно на заре стоимостного инвестирования, построить добросовестный стоимостный инвестор, анализируя акции одну за другой.

Но стоимостное инвестирование – это совсем не то же самое, что механический подход, в котором используется компьютерная программа для отбора дешевых акций на основании статистических показателей.

Расчеты внутренней стоимости обычно более изощренны и требуют более детальных знаний об экономике компании или отрасли, чем те, которые отображаются в простых финансовых коэффициентах.

Тем не менее поразительный исторический успех стоимостных портфелей, созданных на основании механического отбора, призван напомнить нам о высоких стандартах, которым должна соответствовать активная стратегия стоимостного инвестирования. По данным Standard & Poor's, более 80 % активных управляющих фондами по состоянию на июнь 2018 года не достигли целевых рыночных показателей за 5-, 10- или 15-летний период<sup>4</sup>. За этот 15-летний период доходность индекса S&P 500 составляла 9,3 % в год; тогда как акции самого дешевого квинтиля, отсортированные по критерию отношения прибыли к цене, выросли на 11,8 %<sup>5</sup>. Поэтому обнадеживает тот факт, что институциональные инвесторы, практикующие систематическую стоимостную стратегию в стиле Грэма и Додда, показывают доходности, превосходящие рынок в целом<sup>6</sup>. Результаты деятельности этих организаций – наш второй источник аргументации в пользу того, что стоимостное инвестирование приносит выгоду выше рыночной. В отличие от исследований на основании механической выборки, которые представляют собой ретроспективное тестирование данных, отобранных по определенным правилам, эти учреждения приносят реальную прибыль клиентам. Стоимостное инвестирование работает не только в лабораторных условиях, но и в полевых<sup>7</sup>.

---

<sup>4</sup> Standard & Poor's ведет оценочную таблицу для оценки результатов управляющих активными фондами по сравнению с определенными рыночными индексами (бенчмарками). Она называется SPIVA U.S. Scorecard и обновляется каждые 6 месяцев. За 15-летний период, закончившийся 30 июня 2018 г., менее 10 % управляющих активными фондами с малой, средней и высокой капитализацией превзошли соответствующие индексы S&P. <https://us.spindices.com/documents/spiva/spiva-us-mid-year-2018.pdf>.

<sup>5</sup> Эти данные взяты с сайта Кеннета Френча.

<sup>6</sup> Например, The Tweedy, Browne Value Fund, основанный в 1993 году, и The Sequoia Fund, основанный в 1970 году, с момента начала деятельности получали результаты выше S&P 500, хотя и отставали от него после восстановления экономики в 2009 году. The Dodge and Cox Stock Fund также превосходил индекс, даже в последние 20 лет.

<sup>7</sup> Мы должны четко понимать, что, подобно подсчету карт в блэкджеке, стоимостное инвестирование работает не всегда. Если бы оно всегда давало результаты выше рынка, то стоимостным инвестором стал бы каждый, преимущество было бы уничтожено за счет арбитражной торговли. Портфели, собранные с помощью статистического метода, обычно отстают от рынка в течение 3–4 лет из 10. Но стоимостные портфели почти всегда превосходят рынок в течение 10 лет и более. То же самое верно относительно индивидуальных и институциональных инвесторов, ориентированных на стоимость. В течение длительных периодов времени они могут показывать результаты значительно ниже рынка, как это было в конце 1990-х годов и во время написания этой работы, начиная с марта 2009 года, но данные больших периодов времени, скажем, 10 лет или более, показывают, что они почти всегда превосходили рынок.



*Рис. 1.2. Последовательность инвестиционных шагов*

Наконец, среди знаменитых инвесторов, которые получали доходность намного выше рыночных индексов в течение длительного времени, значительно преобладают стоимостные инвесторы, интеллектуальная родословная которых восходит к Грэму и Додду. Самый известный из них – Уоррен Баффетт. В этой книге мы рассказываем о многих из этих инвесторов: и тех, которых назвал сам Баффетт в статье 1984 года «Суперинвесторы Грэхема и Доддсвилля»<sup>8</sup>, и тех, которые следовали стоимостным стратегиям без публичного признания традиции Грэма и Додда.

Теоретическое обоснование стоимостного инвестирования начинается с принципа инвестирования как игры с нулевой суммой. Подход, постоянно приносящий результат выше рыночного, успешен за счет инвесторов, которые отстают от рынка. Каждый этап активных инвестиций должен приносить выгоду, независимо от того, связана она со стоимостью или нет. Инвестиционный процесс состоит из четырех основных шагов (см. рис. 1.2).

Первым шагом является разработка стратегии поиска. Ни один инвестор не в состоянии тщательно изучить все тысячи вариантов, доступных сегодня в мире инвестиций. Из всей группы нужно разумным образом выделить подмножество для изучения. В идеале в этом подмножестве будет перевешивать количество возможностей, благодаря которым инвестор будет чаще оказываться на правильной стороне сделки. Некоторые стратегии поиска определяются характером инвестиционной фирмы. Например, стратегии поиска фирмы или фонда, инвести-

---

<sup>8</sup> Первоначально опубликовано в *Hermes*, перепечатано в Benjamin Graham, *The Intelligent Investor*, 4-е и последующие издания.

рующих только в конвертируемые облигации, котирующиеся в США, встроены в его инвестиционную декларацию. У инвестора, ищущего бумаги США с привлекательными перспективами роста с помощью статистических индикаторов, либо менее формально – путем чтения соответствующей литературы, посещения конференций или общения с коллегами-единомышленниками, – есть стратегия поиска. Хорошая поисковая стратегия как минимум должна отвечать на вопросы о том, почему вы рассматриваете конкретную инвестицию и почему, учитывая возможности, выявленные в результате поиска, вы окажетесь на правильной стороне сделки.

После того как с помощью стратегии поиска ценная бумага для детального изучения выбрана, начинается второй этап процесса – определение ее внутренней стоимости. Этот этап – оценка. Независимо от того, производится ли оценка явно или неявно, например, путем выбора акций, чья стоимость, как предполагается, возрастет, любое инвестиционное решение должно основываться на суждении о том, что будущая стоимость ценной бумаги превысит цену, по которой ее можно купить сегодня. Различные методы оценки, как и альтернативные способы проведения поисковых стратегий, зависят от основного подхода инвестора. Трейдеры прогнозируют будущую стоимость на основе предыдущих движений цены и торговых моделей. Краткосрочные фундаменталисты корректируют сегодняшнюю цену в соответствии со своей оценкой ближайших будущих событий либо на макроэкономическом уровне, либо на уровне отдельной ценной бумаги. Сторонники теории эффективного рынка по умолчанию считают сегодняшнюю цену наилучшим показателем стоимости. Дело в том, что у каждого есть свое правило оценки. Не все они одинаково успешны. Критерием качества является доходность, получаемая инвестором при более высокой точности оценок, чем у другой стороны торгов.

Наиболее полезные методы оценки выявляют значимые факторы неопределенности, связанные со стоимостью ценной бумаги. Для их устранения профессиональные инвесторы задействуют систематический исследовательский процесс. Его первая характеристика заключается в том, что он сосредоточен на тех переменных, которые в наибольшей степени влияют на оценку. Соблюдение этого критерия требует надежного подхода к оценке, который выявляет эти ключевые факторы. Исследования, которые механически фокусируются на заранее определенном списке переменных, вне зависимости от их отношения к конкретным рассматриваемым инвестициям, не будут столь же эффективными, как те, что основаны на более совершенной методологии оценки. Во-вторых, всегда имеется значимая косвенная информация, которая может либо подтвердить, либо опровергнуть первоначальную оценку стоимости. Например, не продал ли недавно финансовый директор все свои акции? Покупают или продают акции другие хорошо информированные рациональные инвесторы? Каковы общепринятые убеждения, на которые опирается текущий курс акций, и почему вы думаете, что ваша оценка лучше рыночного консенсуса? Присмотритесь к себе. Как вы действовали в подобных ситуациях в прошлом? Принимали ли вы похожие решения и как они сработали? Другими словами, не наступайте ли вы на одни и те же грабли? Эффективный исследовательский процесс позволит собрать и проанализировать эту значимую косвенную информацию так, чтобы она, в рамках закона, оказалась по меньшей мере столь же всеобъемлющей и эффективной, что и у инвесторов с другой стороны сделки.

Наконец, после поиска, оценки, изучения дополнительной информации для проверки первоначальной оценки и принятия решения каждому инвестору необходим процесс управления риском портфеля, который возрастет (или уменьшится) в результате данных инвестиций. Каков оправданный размер позиции в портфеле? Двигается ли она в тандеме с другими активами, или у нее низкая или даже отрицательная корреляция с ними? Обеспечит ли этот актив страховку в случае кризиса, как это могут сделать золото, денежные средства и их деривативы? В отличие от торговли ценными бумагами, управление рисками не является игрой с нулевой суммой, особенно когда инвесторы сталкиваются с разными рисками. Но даже на этом этапе работы полезно подумать в терминах конкуренции: так ли хороши ваши определения рисков

и процессы, которые вы используете для управления ими, как широко используемые и доступные альтернативы?

Мы утверждаем, что подходы, разработанные Грэмом, Доддом и их талантливыми последователями, на каждом этапе процесса в целом превосходят методы, обычно используемые теми, кто не придерживается стоимостной традиции. Мы стремимся убедить читателя в том, что об успешности стоимостного подхода к инвестированию свидетельствуют не только исторические данные – статистические исследования, результаты работы компаний и успехи отдельных лиц. До тех пор, пока не будут разработаны альтернативные методики, хотя бы столь же эффективные, как методика Грэма и Додда, стоимостное инвестирование и в будущем продолжит пользоваться преимуществом.

#### *Остальная часть книги*

*Часть II посвящена всестороннему рассмотрению процесса оценки. В отдельных главах рассматривается оценка активов, роста и способности генерировать прибыль. Также в состав части II входят два детальных аналитических примера: Hudson General в качестве примера подхода, основанного на оценке стоимости активов, и Magna International как пример оценки показателя EPV (Earnings Power Value – оценка потока устойчивой прибыли). Часть III посвящена бизнесу в привилегированном положении и новому подходу к оценке роста этих фирм. Оценка активов привилегированных компаний рассматривается также на примерах двух фирм: WD-40 и Intel. В части IV обсуждаются исследовательские стратегии и управление рисками.*

*Помимо текста самой книги, нам удалось обеспечить доступ онлайн к некоторым из презентаций, созданных на протяжении многих лет в рамках курса стоимостного инвестирования в бизнес-школе Колумбийского университета, который в течение четверти века преподавал Брюс Гринвальд, а теперь преподает Тано Сантос. Созданию этих презентаций практически ежегодно посвящали время и усилия самые потрясающие стоимостные инвесторы.*

*Мы безмерно благодарны им за их вклад в развитие дисциплины стоимостного инвестирования.*

### **Приложение:**

#### **Является ли дополнительная доходность вознаграждением за дополнительный риск?**

Необходимо рассмотреть еще один вопрос, касающийся фактических обоснований стоимостного подхода. Вполне возможно, что более высокая доходность стоимостного инвестирования во всех трех случаях – создание портфеля путем механической выборки, ориентированные на стоимость институциональные инвестиции и индивидуальные инвестиции по Грэму и Додду – возникает только потому, что эти портфели более рискованны, чем рынок в целом. Если бы это так и было, повышенная доходность представляла бы собой не что иное, как премию за повышенный риск. Многие финансисты-теоретики не ограничиваются утверждением, что повышенная доходность – это премия за более высокий риск. Они решительно заявляют, что нет другого способа превзойти среднюю доходность рынка, кроме как принять на себя дополнительный риск, и что лучший способ увеличить риск – это использовать в рыночном портфеле кредитный рычаг, поскольку превзойти рынок с помощью любой из методик подбора акций невозможно.

Проблема этого аргумента в следующем. При расчете стандартных теоретических показателей риска для стоимостных портфелей – дисперсии годовой доходности, либо бета-коэффициентов, как их определяет современная финансовая теория, – они, как правило, не превышали аналогичных показателей риска для рынка в целом. Кроме того, при проверке с помощью других показателей риска, таких как степень падения акций при плохих новостях о компании, степень снижения цены на медвежьем рынке или просто максимальный исторический спад, стоимостные портфели оказались менее рискованными, чем рынок в целом. Эти показатели ближе к нашему пониманию риска, основанному на здравом смысле, и больше подходят для стоимостных инвесторов, которые к колебаниям курса относятся как к возможности купить или продать, а не как к точной оценке внутренней стоимости ценной бумаги.

У наших механически собранных стоимостных портфелей, которые подверглись самой тщательной статистической проверке, показатели средней доходности за 1 год, средней доходности за 3-летний и 5-летний периоды владения были выше рыночных; они показывали доходность выше рынка во время рецессий, а в худшие месяцы для фондового рынка в целом показывали лучшие результаты, чем «гламурные» портфели. На стоимостный подход, даже в его механическом применении, можно положиться в любые времена. Если судить по максимальным потерям (просадкам), за 30 лет с 1989 по 2018 годы индекс S&P 500 пережил два больших медвежьих периода:

- с 30 августа 2000 г. по 30 сентября 2002 г. (45 %);
- с 21 октября 2007 г. по 28 февраля 2009 г. (51 %).

Для сравнения, медвежьи периоды для самого дешевого квинтиля Кеннета Френча по критерию соотношения прибыли к цене:

- с 30 июня 2001 г. по 30 сентября 2002 г. (19 %);
- с 31 марта 2007 г. по 28 февраля 2009 г. (51 %).

В одном случае стоимостный портфель потерял значительно меньше денег; в другом потери были эквивалентны. Совокупная годовая доходность за весь 30-летний период составила 9,2 % для индекса S&P и 12,9 % для самого дешевого квинтиля. Если использовать в качестве измерителя риска максимальную просадку, то нельзя сказать, что причиной лучших результатов стоимостного портфеля была его большая рискованность.

Для иллюстрации еще одного альтернативного подхода к риску сошлемся на классический рассказ Уоррена Баффетта о том, как он купил большой пакет акций The Washington Post Company. Это происходило в конце 1973 года. Экономика, фондовый рынок, национальный дух переживали тяжелые времена, но для стоимостных инвесторов это был момент, которым нужно было пользоваться. Рыночная капитализация The Washington Post Company упала до 80 млн долл. На тот момент вся компания могла быть продана любому из 10 покупателей как минимум за 400 млн долл. Мистер Рынок, видимо, был сильно не в духе. А если бы теперь, – спросил Баффетт, – рыночная стоимость капитала снова упала бы с 80 млн до 40 млн долл., стала бы из-за этого покупка акций более рискованной? Да – согласно современной инвестиционной теории: ведь это увеличило бы волатильность курса. Но по Баффетту – вовсе нет, потому что это увеличило бы и без того достаточный запас прочности и снизило бы любой риск, заложенный в этой покупке, хотя Баффетт считал, что никакого риска там изначально не было. Запас прочности как способ оценки риска не имеет ничего общего с волатильностью курса ценной бумаги. Чтобы его использовать, нужно признать существование внутренней стоимости и быть уверенным в своей способности ее оценить.

## **Глава 2**

### **В поисках стоимости: купить или продать?**

В мире инвестиций так много возможностей, что любой серьезный инвестор должен сначала выбрать некую область, в рамках которой он будет проводить анализ. Инвестору необходима специализация, заранее определенная или найденная на практике. Специализация – это первый, самый важный фактор эффективной стратегии поиска, но его часто упускают из вида. Рассмотрим наиболее яркий случай. Один инвестор в течение 20 лет инвестирует исключительно в аренду нефтяных месторождений на побережье Мексиканского залива в Южном Техасе, изучая этот бизнес. Второй инвестор прилетает из Европы и покупает право на разработку нефтяного месторождения у нашего местного эксперта. Он уверен, что в таких политически стабильных регионах, как США, нефть является хорошей инвестицией. Эти вложения могут окупиться. Цены на нефть могут превысить ожидаемый уровень, либо производительность арендованных мощностей окажется выше планируемой. Но не может быть сомнений в том, что в большинстве случаев в выигрыше будет местный эксперт, ведь его контрагент озабочен только ценой глобального товара.

Специализация, особенно на тех рынках, за которыми пристально не наблюдает множество инвесторов, – это очевидный способ в сделке по купле-продаже ценных бумаг оказаться в выигрыше.

Последуем собственному совету и сосредоточимся в этой книге на одной из частей обширной инвестиционной вселенной. Мы не будем рассматривать такие варианты, как вложения в государственный долг, обменные курсы, инструменты широкого рынка – индексные взаимные фонды и ETF; сырьевые товары – нефть, пшеницу или медь, по которым многие инвестиционные решения принимаются на основе макроэкономических факторов.

Избегая этих рынков, мы следуем практике большинства инвесторов, придерживающихся методики Грэма и Додда. Слишком простые варианты инвестирования, например банковские сберегательные счета и депозитные сертификаты, мы также игнорируем, потому что в этих случаях профессиональный инвестор имеет мало возможностей для добавления стоимости.

Наконец, мы не будем обсуждать предметы коллекционирования или сложные деривативы. Специализация там чрезвычайно важна, но требуемые знания очень узки, специфичны и выходят за рамки интересов большинства инвесторов, стоимостных или иных.

Мы сосредоточимся на корпоративных ценных бумагах, прежде всего на акциях, стоимость которых связана с показателями бизнеса. Именно с них начинали Бенджамин Грэм и Дэвид Додд, и большинство стоимостных инвесторов последовали их примеру.



## Специализация

Хорошо зарекомендовавший себя принцип инвестирования Грэма и Додда заключается в том, чтобы оставаться в рамках своей «сферы компетенции». Ни один инвестор не способен понять каждый бизнес в любой отрасли. Уоррен Баффетт часто заявлял, что ничего не смыслит в технологических компаниях; в Apple он инвестировал потому, что это была чрезвычайно успешная компания по производству потребительских товаров. Поскольку технологическая отрасль находится за пределами его «сферы компетенции», то, инвестируя в нее, вряд ли он сможет принять правильное решение о купле или продаже. Сфера компетентности очерчивает область специализации инвестора. Инвесторы должны оставаться внутри своей сферы: регионы за ее пределами – это территория убытков.

Ключевое различие между определениями специализации и сферы компетенции заключается в том, что специализация действует изнутри наружу, начинаясь с конкретной отрасли, географического региона или иной узкой области интересов.

Как только эта область будет освоена, инвестор может перейти к соседним интересующим его областям, осваивая их одну за другой. Сфера компетенции обычно определяется снаружи вовнутрь: начав с полного набора инвестиционных возможностей, исключают те, которые находятся за пределами текущего понимания. Формально оба пути могут в конечном итоге быть эквивалентны, особенно для опытных инвесторов. Но для начинающих инвесторов процесс специализации, вероятно, будет более эффективным способом определения и развития областей своего инвестиционного преимущества. Таким образом, в дальнейшем наш поиск сосредоточится на специализации, а не на сферах компетенции, хотя это более традиционный путь.

На самом деле в нашем описании мощь специализации преуменьшена. Высокая производительность за счет разделения труда, описанного Адамом Смитом на примере булавочной мануфактуры, уже более двух столетий является краеугольным камнем экономического процветания. Люди специализируются на таких профессиях, как юриспруденция, медицина, бухгалтерский учет, журналистика, образование, а в рамках профессии – на относительно узком сегменте, например, патентном праве, трудовом праве, семейном праве, финансовых преступлениях. Хирурги не лечат инфекционные заболевания, а кардиохирурги не заменяют тазобедренные суставы. Менеджеры большую часть своей карьеры обычно проводят в одной отрасли. Профессиональные спортсмены, преуспевающие в каком-либо виде спорта, как Майкл Джордан в баскетболе, не могут добиться того же уровня в другом виде спорта, например в бейсболе. Фирмы, добившиеся успеха в определенных отраслях, а иногда и в определенных географических регионах, показывали лучшие исторические результаты, чем фирмы, которые пытались успеть сразу все (конгломераты) или работали на глобальном уровне. Walmart не смогла повторить свой успех за пределами Северной Америки. Даже в пределах четко определенной сферы компетенции инвесторы, как правило, добивались лучших результатов, если начинали с узкого направления, постепенно расширяя его. Уоррен Баффетт был более успешен, инвестируя в страхование, банковское дело, «старые» медиа и потребительские товары недлительного пользования.

В инвестиционной деятельности наиболее распространенной формой специализации является отраслевая. Аналитики как на стороне покупки, так и на стороне продажи почти всегда являются отраслевыми специалистами. Они обычно изучают такие отрасли, как автомобилестроение, банковское дело, розничная торговля, разработка программного обеспечения на все более глобальной основе. Проблема как для инвесторов, так и для аналитиков заключается

в том, что в отдельных отраслях могут быть длительные периоды, когда привлекательные инвестиционные возможности отсутствуют. К счастью, сфера компетенций может простирается за пределы одной отрасли. Опытный инвестор или аналитик должен быть экспертом в нескольких отраслях. Но пытаться стать экспертом во многих отраслях – значит не быть им ни в одной из них. Эта позиция невыгодна при торговле против инвесторов, сосредоточенных на своей области. Этот взгляд на специализацию накладывает больше ограничений, чем традиционная трактовка сферы компетенции.

Еще одно полезное ограничение – это географическая специализация. При инвестициях в малые и средние компании источником инвестиционного преимущества будет сосредоточение на фирмах определенного региона. Во-первых, сконцентрировавшись на местных предприятиях сферы услуг определенного региона, инвестор сможет отслеживать деятельность клиентов, поставщиков, конкурентов, местных бизнес-сообществ на таком уровне детализации, которого нельзя достичь, пытаясь охватить отрасль по всему миру. Во-вторых, присутствие на месте облегчает непрерывный доступ к менеджменту фирм. В пределах ограниченной территории посещения могут быть более частыми, и тогда инвестор сможет больше наблюдать деятельность бизнеса. По сравнению с теми, кто рассчитывает на ежегодные встречи в штаб-квартире компании, местный инвестор гораздо глубже информирован о текущем положении дел и лучше способен оценить, куда движется бизнес. В-третьих, у многих региональных экономик отраслевая специализация: в Миннесоте – медицинские устройства, в Нью-Джерси – фармацевтика, в Кремниевой долине – информационные технологии, в Большом Бостоне – биотехнологии. Таким образом, региональная и отраслевая специализации инвестора могут пересекаться. Для небольших компаний, не пользующихся пристальным вниманием аналитиков, эти преимущества могут быть особенно значительными. Когда Уоррен Баффетт руководил Buffett Partnership в 1950-х и 1960-х годах, он успешно инвестировал в компании, расположенные в Омахе и окрестностях (занимающиеся страхованием или смежными видами деятельности). Если бы не его инвестиции, эти фирмы вряд ли были бы известны как центр инноваций или источник выгодных инвестиционных возможностей.

Специализация на уровне выбора ценных бумаг не должна противоречить необходимости диверсификации на уровне портфеля. Управляющий портфелем диверсифицированного фонда может скомбинировать рекомендации группы аналитиков, запустив продукт, сочетающий преимущества осведомленности в отраслевой или географической специфике и диверсификацию риска. Если взять уровнем выше, общие активы учреждения или домохозяйства обычно более диверсифицированы по классам активов, но ценные бумаги при этом выбраны специалистами, работающими в узких кругах компетенции. Достичь этой цели путем выбора правильного инвестиционного управляющего – непростая, но решаемая задача. К этой проблеме мы обратимся, когда будем рассматривать управление рисками в главе 10. Большинство инвестиционных управляющих сопротивляются описанной нами специализации, даже несмотря на то что она является элементом стратегии поиска, которая способна привести инвестора на правильную сторону сделки.

## Преимущества стратегии стоимостного инвестирования

В первой главе мы упомянули ряд исследований, в которых используется механический подход к отбору акций для тестирования различных стилей инвестирования. В этих исследованиях с помощью одной или нескольких переменных производится ранжирование совокупности акций на определенный момент, эти ранжированные списки группируются в корзины одинакового объема, а затем сравнивается будущая доходность инвестиций по получившимся группам (портфелям). В целом эти исследования убедительно демонстрируют, что портфели ценных бумаг с высокими показателями стоимости превзошли как рынок в целом, так и портфели с высокими показателями «гламурности», то есть дорогие по выбранному критерию.

Характер этого исследования можно проиллюстрировать с помощью нескольких заслуживающих внимания примеров. Как мы отмечали в главе 1, в 1992 г. Юджин Фама и Кеннет Френч опубликовали конструктивную статью, призванную укрепить гипотезу эффективного рынка<sup>9</sup>. Используя данные об обыкновенных акциях США с 1963 по 1990 год, они рассортировали бумаги по 10 группам по критерию отношения балансовой к рыночной стоимости на конец каждого года – от самого низкого значения («гламурные» акции) до самого высокого (акции стоимости). Те же самые акции были отсортированы по рыночной капитализации. Затем исследователи измерили ежемесячную доходность каждой корзины ценных бумаг за период с июля 1963 года по декабрь 1990 года. Среднемесячная доходность дециля с самым высоким значением отношения балансовой и рыночной стоимости составила 1,63 %; для дециля с самым низким коэффициентом доходность составила 0,64 %. Стоимостный дециль превосходил по доходности «гламурный» дециль примерно на 12 % в год в течение всего периода. Аналогичная, хотя и немного меньшая, разница в доходности возникла между акциями с малой и большой капитализацией: наименьшая по стоимости корзина показала среднемесячную доходность в 1,77 % по сравнению с 0,95 % для корзины с наибольшей стоимостью. Также оба вида сортировки были скомбинированы, дав в итоге 100 корзин, ранжированных от самых крупных и дорогих до самых мелких и дешевых. Но к общей картине это мало что добавило. Корзина из самых дешевых акций с низкой капитализацией показала среднемесячную доходность в 1,92 %; самая дорогостоящая корзина с высокой капитализацией – 0,89 %.

Наиболее выделяются два вывода данного исследования. Во-первых, простую стоимостную стратегию сложно улучшить, добавляя дополнительные переменные. Самый дешевый дециль опередил самый дорогой на 0,99 % в месяц. При добавлении критерия капитализации самая дешевая корзина с самой низкой капитализацией приносила 1,03 % в месяц, что составляло незначительную экономическую выгоду в размере 0,04 %, которую трудно получить на практике из-за ограничений ликвидности, присущих акциям небольших компаний. Во-вторых, большая часть премии за стоимость приходится на крайние в ранжировании группы. Переход от третьего по дешевизне дециля к первому прибавил гораздо больше к доходности, чем переход от восьмого к шестому. Та же самая картина наблюдается и в отношении «гламурных» корзин: перемещение из третьего по дороговизне дециля в первый отняло намного больше доходности, чем перемещение из среднего в третий. Поэтому, когда вы ищете стоимостные акции и избегаете «гламурных», вам нужно выбирать самые дешевые из дешевых и избегать самых дорогих.

Вторая замечательная статья, опубликованная в 1994 году Йозефом Лаконишом, Андреем Шлейфером и Робертом Вишни, воспроизвела исследование Фамы и Френча за несколько иной период. В качестве альтернативных показателей стоимости в исследовании

---

<sup>9</sup> Fama, Eugene F. and French, Kenneth R. The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 1992, vol. 47 (2), pp. 427–465.

использовались коэффициенты прибыли к цене и денежного потока к цене. Ее выводы аналогичны: портфели с самой высокой стоимостью превосходили самые «гламурные» портфели примерно на 9 % в год, независимо от используемого критерия стоимости.

Добавив к своему анализу второе измерение, авторы разделили всю совокупность акций на три группы в зависимости от соотношения цены к денежному потоку, а также на три группы в зависимости от роста продаж за предыдущие пять лет. Они обнаружили, что стоимостные акции с самыми медленными темпами роста продаж приносили в среднем 21 % в год<sup>10</sup>.

В третьем ключевом исследовании, опубликованном в 1989 году Вернером де Бондтом и Ричардом Талером, изучалось влияние показателей фондового рынка в прошлом на доходность в будущем. Исследователи отсортировали совокупность акций на начало каждого года по общей рыночной доходности за предыдущие 12 месяцев. Они сосредоточились на двух корзинах, одна из которых содержала дециль акций с наименьшей доходностью (акции с наихудшими показателями), а другая – дециль акций с наивысшей доходностью. Затем авторы отследили разницу между доходностью двух портфелей за последующие 30 месяцев. В течение всего этого периода доходность двух портфелей была примерно одинаковой, хотя в первые 12 месяцев акции с наилучшими показателями в прошлом продолжали показывать более высокие показатели (это устойчивый эффект «импульса», о котором подробнее ниже). Затем они повторили процесс, отсортировав наихудшие и наилучшие по доходности акции за предыдущие 24 месяца. Акции, наиболее разочаровавшие в предыдущие два года, превзошли акции с высокой доходностью примерно на 12 % в течение следующих 30 месяцев. Наконец исследователи сформировали портфели из акций с наихудшими и наилучшими результатами за предыдущие 36 месяцев. В течение последующих 30 месяцев наихудшие в долгосрочном периоде акции показали доходность в среднем на 18 % выше, чем наилучшие. Здесь опять мы имеем дело с крайностями: на этот раз – чем длиннее период плохих показателей, тем лучше будут показатели в будущем<sup>11</sup>.

Обширная группа исследований, изучающих доходность акций в Соединенных Штатах и за рубежом в течение более длительных периодов времени, подтверждает эти общие результаты<sup>12</sup>. Портфели непривлекательных, разочаровывающих, малоизвестных (с низкой капитализацией) и скучных (например, с медленным ростом) акций постоянно показывают более высокую доходность по сравнению с рынком в целом и, что более поразительно, по сравнению с портфелями привлекательных, высокодоходных, известных (с высокой капитализацией) и эффективных (например, быстрорастущих) акций. Низкая цена с лихвой компенсировала их непривлекательные характеристики. Более того, как показывают эти исследования, особенно проведенные де Бондтом и Талером, именно крайне непривлекательные портфели (показывающие низкую доходность в течение трех лет) дают наилучшие результаты. Будущая доходность портфелей, собранных по критерию соотношения рыночной и балансовой стоимости, неуклонно растет с увеличением степени дешевизны. Две трети компаний из самых дешевых децилей часто заканчивают банкротством. Но выжившие срабатывают настолько хорошо по сравнению со своими низкими начальными ценами, что из всех наиболее доходными оказываются самые уродливые портфели.

<sup>10</sup> Lakonishok, Josef, Shleifer, Andrei, and Vishny, Robert W. Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *Journal of Finance*, 1994, vol. 49 (5), pp. 1541–1578.

<sup>11</sup> Werner, F., De Bondt, M., and Thaler, Richard H. Anomalies: A Mean-Reverting Walk Down Wall Street. *Journal of Economic Perspectives*, 1989, vol. 3 (1), pp. 189–202.

<sup>12</sup> Литературы по данному вопросу достаточно и становится больше с каждым месяцем, если не с каждым днем. Мы упомянули двух учеников Фамы – Клиффорда Эссенса и Уэсли Грея, которые на своих веб-сайтах публикуют как исследования их фирм, так и, в случае Грея, работы других. Сайт фирмы Эссенса: <https://www.aqr.com/>; сайт фирмы Грея: <https://alphaarchitect.com>. Отдельного упоминания заслуживает одна выдающаяся статья: Asness, Clifford, Moskowitz, Tobias and Pedersen, Lasse. Value and Momentum Everywhere. *Journal of Finance*, 2013, vol. 48 (3).

В дополнение к основным показателям стоимости/«гламура» были рассмотрены другие переменные, чтобы оценить их влияние на эффективность портфеля.

Различают три разновидности таких показателей: (1) фундаментальные в чистом виде; (2) технические в чистом виде; (3) их комбинация, в которой рыночная цена соотносится с каким-либо фундаментальным показателем, например цена к балансовой стоимости или цена к прибыли. Те показатели, в которых используются только фундаментальные переменные, относятся только к результатам бизнеса компании, а не к взаимосвязи между этими результатами и ценой ее акций. В проведенных исследованиях акции сортировались по рентабельности собственного капитала или общего капитала, росту прибыли на акцию, росту активов – в противовес росту продаж – и различным показателям маржи прибыли. Компании с соответствующими высокими показателями – это успешные фирмы, акции которых по своей природе привлекательны для инвесторов. Однако, как и в исследованиях, которые мы обсуждали выше, часто именно фирмы с самыми низкими показателями – низкая рентабельность капитала или небольшая маржа прибыли – в будущем, как правило, показывают наиболее высокую рыночную доходность<sup>13</sup>. В худшем случае эти исследования продемонстрировали небольшую положительную связь или ее отсутствие между будущей доходностью и качеством текущей деятельности фирмы. Знаменитая фраза Мишель Клейман – «*в поисках катастрофы* оказалось лучшим руководством для инвестиций, чем *в поисках превосходства*<sup>14</sup>». Пример, подтверждающий этот феномен, можно найти в популярной, вызывающей восхищение книге Джима Коллинза «От хорошего к великому»<sup>15</sup>. Коллинз отобрал 11 компаний, которые превратились из хороших в великие. Критерием его отбора стало существенное превышение доходности фондового рынка за предыдущие 15 лет. Он с командой исследователей определил общие характеристики, которые отличали великих от подобных им, но не преобразившихся до такой степени. Книга Коллинза была опубликована в 2001 году. В следующие несколько лет две из «великих» фирм, Circuit City и Fannie Mae, обанкротились, а в случае с Fannie Mae – весьма эффектно. Для этих двоих «от хорошего к великому» превратилось в «от хорошего к великому, а затем к ничто»<sup>16</sup>.

В исследованиях второго типа изучаются доходность фондового рынка и объемы торгов без привязки к каким-либо фундаментальным данным, и происходит поиск закономерностей, подобных тем, которые описаны в статье де Бондта и Талера. Это техническое инвестирование, чаще всего ориентированное на импульс цены. Часто используется такой показатель, как индекс относительной силы, отражающий поведение цены акции относительно всех других акций в пуле. Выбор портфеля из самых доходных акций прошлого года – это ставка на то, что победители будут продолжать побеждать. И эта ставка окупается. За 40 лет, с 1979 по 2018 год, портфель, состоящий из длинных позиций по 30 % лучших акций предыдущего года и коротких позиций по 30 % худших, показал 4,2 % годовой доходности. В период после восстановления в 2009 году, когда доходность бычьего рынка опровергала традиционные стоимостные показатели, импульсный подход приносил 2,8 % в год<sup>17</sup>.

<sup>13</sup> При двойной сортировке – например, по рентабельности капитала и по соотношению рыночной стоимости к балансовой – показатели качества бизнеса, как правило, увеличивают доходность только среди средних по стоимости акций. Для акций с крайне низкой стоимостью – по-настоящему дешевых – показатели качества в лучшем случае не улучшают доходность.

<sup>14</sup> Clayman, Michelle. In Search of Excellence: The Investor's Viewpoint. *Financial Analysts Journal*, 1987, vol. 43 (3).

<sup>15</sup> Collins, Jim. *Good to Great: Why Some Companies Make the Leap and Others Don't*. New York: HarperCollins, 2001.

<sup>16</sup> Остальные девять показали плохие результаты на фондовом рынке в течение 2010 года. У этой группы в целом была отрицательная доходность (<https://memnorthwestern.wordpress.com/2013/01/02/not-so-good-to-great-companies-and-a-heuristic-thinking-strategy/>).

<sup>17</sup> Данные по фактору импульса взяты с веб-сайта Кеннета Френча. Следует отметить, что портфели, составленные таким образом из длинных и коротких позиций, имеют «нулевую стоимость», то есть инвестировать в них нужно минимальную сумму денег, а доходность инвестиций астрономически высока – при условии, если в каком-либо году вы не разоритесь.

Но импульс утихает довольно быстро. Портфели Кеннета Френча проходят перебалансировку каждый месяц. Кроме того, как показали де Бондт и Талер, при отборе акций на основе ценовой динамики за три предыдущих года, а не за один, результаты меняются на противоположные: худшие акции дают лучшие результаты. Те, кто высоко взлетел, падают на землю, а поверженные возносятся. Здесь мы являемся свидетелями столь часто встречающегося в природе и культуре явления – возврата к среднему. Дети высоких родителей в среднем не превышают своих родителей ростом; если бы они все время вырастали выше родителей, центровые в НБА не получали бы таких зарплат.

Если бы прошлые фавориты фондового рынка демонстрировали наилучшие результаты в течение длительных периодов времени, их рыночная капитализация взлетела бы до небес, заведомо превысив фундаментальную стоимость, которая могла бы обосновать цену акций. В истории инвестиций бывали кумиры – они всегда падали.

В третьем типе исследований используются как финансовые, так и ценовые переменные, соотносящие цену акций с некоторой фундаментальной информацией о компании: цена акции к прибыли, цена акции к денежному потоку, цена акции к балансовой стоимости, цена акции к объему продаж, цена акции к дивидендам и т. д. Работа Фамы – Френча относится к этому ряду, как и статья Лаконишока и соавторов, о которой шла речь выше. Во всех этих исследованиях стоимостные акции, чьи цены занижены исходя из этих переменных, опережают «гламурные» акции. Эти коэффициенты несколько по-разному отображают одну и ту же картину: сколько инвесторы готовы платить за будущий успех компании, независимо от того, как его измерять: прибылью, денежным потоком, продажами, чистыми активами или дивидендами. Чем меньше инвесторы хотят платить, тем лучше перспективы у акций, если не у самой компании.

В целом статистические данные, как для рынков США, так и для зарубежных рынков, рисуют удивительно последовательную картину. Приобретение непривлекательных, скучных, малоизвестных, разочаровывающих и, следовательно, дешевых акций исторически было лучшим способом купить акции и при этом оказаться на правильной стороне сделки. Именно эти акции сработали лучше рынка в целом. Чем непривлекательнее, скучнее, неизвестнее акция, чем больше она разочаровывает, тем, следовательно, она дешевле – и тем выше ее доходность. Во всяком случае, таковы исторические сведения, и эта история, во многом благодаря исследованиям, которые мы цитировали, и многим другим, которые мы не упоминаем в книге, теперь общепризнана. Следующий и очевидный вопрос заключается в том, будет ли и дальше работать эта формула.

Скорее всего, да, если учесть, что премия за стоимость, то есть превышение доходности стоимостных акций по сравнению с «гламурными» (впервые выявленное Бенджамином Грэмом в 1930-х годах и систематически измеряемое с 1970-х годов), по-видимому, не претерпела значительного снижения с течением времени. Тем не менее крайне важно понять, почему стратегии поиска стоимости так хорошо работали в прошлом и будут ли отвечающие за это закономерности действовать и в будущем<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> Как мы писали в 2020 году, премия за стоимость практически исчезла с началом теперешнего бычьего рынка в 2009 году, и особенно это стало заметно с 2016 года. Были и более ранние периоды, когда стоимостные акции уступали «гламурным» и рынку в целом. Если возврат к среднему больше не работает, экономический мир будущего станет совсем иным, чем до сих пор.

## Аномалия стоимости и природа человеческого поведения

Повышенная доходность инвестиций в стоимостные акции в течение длительного времени представляет собой аномалию. Как только инвесторам становится известно, что дешевые акции доходнее дорогих, они должны поднять цену дешевых акций, устранив тем самым преимущество в доходности. Тем не менее премия за стоимость сохраняется. Свидетельства о том, что дешевые акции обеспечивают более высокую доходность, одни пытаются объяснить, другие – разоблачить.

Объяснение того, почему стоимостная аномалия вообще существует, сохраняется с течением времени и, вероятно, сохранится в будущем, заключается в некоторых глубоко укоренившихся чертах человеческого поведения. Такое поведение приводит к тому, что люди принимают решения, нарушающие рациональные экономические расчеты. Эти решения очевидны, например, благодаря повсеместной популярности лотерей, приносящих отрицательную доходность. Об этом факте знают практически все, даже когда покупают билеты. Эти решения также были идентифицированы и изучены когнитивной психологией, в первую очередь Даниэлем Канеманом и Амосом Тверски<sup>19</sup>. Поведенческие финансы как дисциплина – прямое следствие этих исследований<sup>20</sup>.

Выделим три модели поведения, которые особенно важны для понимания существования премии за стоимость.

Во-первых, люди всегда были склонны переплачивать за мечту о быстром обогащении. Как мы уже упоминали, лотереи были успешным предприятием почти в каждом обществе и во все обозримые времена человеческой истории. Тем не менее лотереи всегда были на удивление провальными инвестициями. Организаторы лотерей, будь то правительства или преступные сообщества, забирали от 30 до 70 % полученных средств, и лишь остаток распределялся среди победителей. Люди, которые покупают лотерейные билеты, знают, что шансы на успех очень малы, но это знание несколько не препятствует торговле лотерейными билетами. Лотереи существовали даже тогда, когда были объявлены незаконными. Билеты покупают широкие слои населения: мгновенное обогащение привлекает не только бедных или малообразованных.

В более трезвом мире инвестирования «гламурные» акции – это те же лотерейные билеты, которые сулят невероятно высокую доходность. Из-за этих ожиданий некоторые инвесторы готовы платить иррационально высокие цены по сравнению с фундаментальной стоимостью таких акций. На эту закономерность обратили особое внимание, по крайней мере постфактум, во время технологического бума конца 1990-х годов. Компании с репутацией, например Intel, Microsoft, AOL и Cisco, а также большая группа незрелых стартапов торговались по ценам, которые в ретроспективе оказались абсурдными. Но даже в менее бурные времена «гламурные» оценки постоянно присутствуют на фондовых рынках. Иногда так оценивают национальные рынки, например, Япония в конце 1980-х или страны БРИК в 2000-х, иногда – конкретные отрасли, например, телекоммуникации или биотехнологии, иногда конкретные компании, такие как Apple или Cisco, акции которых торгуются по ценам, завышенным благодаря их «лотерейной» привлекательности.

Группа инвесторов, подвергшихся этой всеобщей очарованности, в целом получит доходность ниже рыночной. Учитывая закономерность нулевой

---

<sup>19</sup> См. Daniel Kahneman, *Thinking, Fast and Slow*, New York: Farrar, Strauss and Giroux, 2011 – где подводится итог большей части исследования.

<sup>20</sup> Ричард Талер, которого мы цитировали выше, был пионером в этой области и за свои труды получил Нобелевскую премию, как и Даниэль Канеман, хотя сферой научных интересов последнего была психология.

суммы инвестиций, стоимостные инвесторы, которые займут другую сторону таких сделок, окажутся в выигрыше.

Пока лотереи и их эквиваленты на фондовом рынке сохраняют свою привлекательность, этот источник стоимостной аномалии вряд ли исчезнет.

Вторая значимая поведенческая черта, формирующая стоимостную аномалию, противоположна любви к лотереям. В инвестировании, как и в жизни, люди избегают ситуаций, которые выглядят уродливыми, неприятными и сулят высокую вероятность потерь (и лишены своеобразных выгод, связанных с более экзотическими формами риска, например, с прыжками с парашютом)<sup>21</sup>. В области поведенческих финансов эта черта инвесторов называется неприятием потерь. Для большинства людей боль от ожидаемой потери перевешивает удовольствие от эквивалентной выгоды<sup>22</sup>. Как следствие, чтобы избежать определенных потерь, люди готовы принимать очень рискованные решения, на которые никогда не пойдут в обмен на какие-либо предстоящие выгоды. Если большинству инвесторов предложить портфель акций, две трети из которых могут обанкротиться, они в ужасе отшатнутся, невзирая на потенциально огромные прибыли от одной трети – прибыли достаточно большие, чтобы весь портфель стал высокодоходным. Неудивительно, что эти инвесторы в первую очередь избегают непривлекательных и разочаровывающих акций. А если они уже владеют акциями, которые теряют привлекательность, то рефлекторно сбрасывают их без тщательного анализа событий, которые привели к потере привлекательности и разочарованию. Естественно, такие акции будут хронически недооценены. Неприятие потерь/непривлекательности характерно для человеческого поведения на протяжении тысячелетий и вряд ли изменится в ближайшее время.

Третий психологический фактор, лежащий в основе стоимостной аномалии, настолько глубоко укоренился в человеческом поведении, что преобладает в дискурсе, хотя его влияние широко не осознается. Людям свойственна чрезмерная уверенность: нам нравится определенность, так что мы игнорируем альтернативные возможности. При обсуждении вопросов государственной политики, например, наличие оружия массового уничтожения в Ираке в 2002–2003 годах, немногие говорили о вероятностях. Дискуссия велась на языке конкурирующих определенностей. Одна сторона настаивала на том, что оружие там точно есть, другая сторона с такой же уверенностью настаивала на том, что это не так. Практически никто не рассматривал вопрос с точки зрения вероятностей. Например, вероятность на одну четверть, одну треть, одну вторую, две трети. Постановка вопроса как набора альтернативных вероятностей просто не обсуждалась. Постфактум, конечно, оружие либо было, либо его не было. Но заранее никто не знал наверняка, есть там оружие или нет. Рациональные мнения должны были принять форму такого рода вероятностных утверждений. И на словах, и в убеждениях каждая дебатировавшая сторона была крайне уверена в точности своих суждений. Такая чрезмерная уверенность систематически свойственна человечеству.

Таким же образом чрезмерная уверенность доминирует в инвестиционном мышлении и дискуссиях. Говоря о «хороших» акциях с «отличными» перспективами, их сторонники никогда не говорят, что они могут превзойти среднерыночную доходность в двух третях случаев. Инвестор, достигший такой степени точности прогноза в течение значительного периода времени, попадет в топ-10 из 1 % всех инвесторов. Они рекламируют акции с абсолютной уверенностью и впоследствии бывают очень удивлены, когда не достигают даже рыночной доходности.

---

<sup>21</sup> Основополагающий труд в этой области – Kahneman, Daniel, and Tversky, Amos. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 1979, vol. 47 (2), pp. 263–291.

<sup>22</sup> Неприятие потерь отличается от неприятия риска в нескольких отношениях. Во-первых, неприятие риска относится к общему уровню благосостояния по сравнению с потребностями. Неприятие потерь относится к изменениям в благосостоянии по сравнению с текущим уровнем. Таким образом, увеличение благосостояния должно снизить неприятие риска, но не влияет на неприятие потерь. Во-вторых, даже в условиях определенности гарантированные потери оказывают намного большее влияние, чем гарантированные выгоды, даже если изменения благосостояния в целом относительно невелики.



Те, кто рекомендует избегать каких-либо акций, делают это с такой же степенью уверенности. Они говорят о плохих инвестициях как о «собаках», а не как об акциях, дающих хотя бы некоторую вероятность существенной выгоды.

Результатом этой чрезмерной уверенности является усиление переоценки «гламурных» акций, поскольку возможность непредвиденных неблагоприятных последствий для них неявно минимизируется. В то же время чрезмерная уверенность усиливает недооценку непривлекательных и разочаровывающих акций, ведь возможность их восстановления аналогичным образом сводится к минимуму или игнорируется. В целом, чрезмерная уверенность увеличивает диспропорции между доходностью «гламурных» и стоимостных акций. Пока эволюция не устранист это человеческое свойство, стоимостная аномалия, скорее всего, сохранится.

Излишняя уверенность также добавляет стоимостной аномалии важное временное изменение. В хорошие времена чрезмерная уверенность побуждает инвесторов минимизировать потенциальные будущие негативные события в гораздо большей степени, чем было бы оправдано при рациональном вычислении вероятностей. Инвесторы экстраполируют нынешние благоприятные условия на неопределенное будущее. Эти ожидания проявляются в повторяющихся радикальных завышениях рыночных курсов, которые Роберт Шиллер назвал «иррациональным изобилием»<sup>23</sup>. В эти периоды оценки волатильности рынка, которые заложены в ценах производных инструментов, обычно падают до исторических, нереально низких уровней<sup>24</sup>. В хорошие времена цены опционов свидетельствуют, что инвесторы ожидают спокойного плавания, тогда как исторические данные показывают, что в прошлом рынок в среднем вел себя прямо противоположным образом. В плохие времена, когда цены уже упали, а экономические перспективы мрачны, инвесторы сомневаются, что хорошие времена когда-либо вернутся. Они слишком уверены в своем пессимизме. Тогда спрос на опционы соответственно высок, а опционы дороги.

В некотором смысле невротические крайности мистера Рынка – дань чрезмерной уверенности. Если мистер Рынок не успокоится как-нибудь, будь то правильное лечение биполярного расстройства или изменение человеческого поведения, то межвременные (и, следовательно, перекрестные) стоимостные аномалии продолжают существовать.

Психологические эксперименты показывают, как трудно избавиться от этой излишней убежденности. В одном известном эксперименте испытуемых, смотрящих сквозь отверстия в темную комнату, просили оценить расстояние до светящегося квадрата. Поскольку им не сообщили размер квадрата – квадраты разных размеров были выбраны случайным образом и размещены на случайных расстояниях – точно оценить расстояние было невозможно. Тем не менее участники эксперимента неизменно давали оценку расстояния в футах, и когда их просили оценить вероятную точность этой оценки, они допускали наличие лишь небольших погрешностей (например, плюс-минус 1 фут). Столкнувшись с ситуацией фундаментальной неопределенности, испытуемый рефлексивно начинал чувствовать сильную уверенность в своем выборе. На самом деле их оценки расстояния были совершенно не связаны с фактическим положением квадратов, а их фактические средние ошибки намного превышали оценочные значения. Затем экспериментаторы показали квадраты разных размеров и объяснили, что квадраты будут выбираться случайным образом. Эксперимент был повторен, и испытуемые продолжали давать «точные» оценки расположения квадратов. Они теперь увеличили оценочный размер своих возможных ошибок (например, с 1 до 2 футов), но все же реальные

---

<sup>23</sup> Shiller, Robert. *Irrational Exuberance*. Princeton, 2000.

<sup>24</sup> Если инвесторы считают будущий курс ценных бумаг лишь слегка неопределенным, то стоимость опционов на покупку или продажу по фиксированным ценам будет низкой, поскольку перспектива получения крупной прибыли считается маловероятной.

ошибки были по-прежнему больше оценочных. Чрезмерная уверенность, по-видимому, очень крепка, даже перед лицом опровергающих доказательств, которые, судя по всему, игнорируются с помощью механизма, известного в бихевиористской литературе как «суждение задним числом» (утверждение «я так и знал»). Было проведено большое количество других экспериментов как с экспертами, так и с непрофессионалами, которых просили оценить настоящие или будущие величины; при этом обе группы постоянно переоценивали точность своих суждений. И, если уж на то пошло, эксперты оказались даже хуже неспециалистов<sup>25</sup>.

Еще один вопрос, касающийся прошлого и будущего стоимостной аномалии, относится к организационной структуре, в рамках которой принимаются инвестиционные решения. Пускай индивидуальные инвесторы подвержены лотерейным предпочтениям, неприятию потерь и упорной чрезмерной уверенности. Однако, поскольку большая часть инвестиционных средств сейчас находится под управлением инвесткомпаний, они теоретически должны иметь возможность устанавливать правила и структуры, которые контролируют отклоняющееся от нормы или контрпродуктивное индивидуальное поведение. Тем не менее в организациях работают люди, которые создают и внедряют эти процессы. У этих людей есть свои интересы и планы, которые могут не совпадать с интересами организаций, в которых они работают. У них также есть своя собственная психология, которую они не всегда могут контролировать.

Политика компании всегда будет противоречить инстинктивному поведению и стимулам как ее собственных сотрудников, так и ее индивидуальных и институциональных клиентов. Поэтому имеет смысл подумать как об организационных императивах, так и о поведении менеджеров внутри организаций. Когда мы это сделаем, станет ясно, что организации скорее усиливают индивидуальные поведенческие отклонения, чем уменьшают их.

Для компаний инвестиционные предпочтения обычно обусловлены либо их политикой, либо размером вложений. Начнем с политики. Многим инвестиционным организациям запрещено – уставом, утвержденной инвестиционной политикой или законодательством – владеть определенными видами акций. Запрещены акции компаний, бизнес которых считается социально безответственным по причинам, связанным с окружающей средой, здоровьем или режимом. Если многие фонды будут придерживаться политики, согласно которой они будут избегать покупки акций одних и тех же компаний, спрос на эти акции может существенно снизиться. Если только не найдется достаточного количества фондов с «социально безответственными» инвестиционными мандатами – покупать только акции табачных компаний, производителей дефектных детских автокресел или компаний, загрязняющих окружающую среду, – акции «грязных компаний» могут быть постоянно недооценены с точки зрения текущих прибылей или перспектив роста. Потребуется изменение инвестиционной политики, изменение корпоративного социального поведения или реорганизация бизнеса, чтобы снять этот запрет и позволить рынку переоценить акции в сторону повышения. Пока запрет устойчив, цена таких акций будет постоянно занижена.

Вопрос предпочтений, связанных с размером, более важен и интересен. Многие фонды не могут инвестировать в небольшие компании либо потому, что их мандаты не позволяют этого, либо, что чаще, потому, что у них слишком много денег, которыми они должны управлять, а маленькие компании просто неспособны освоить их в достаточном для окупаемости объеме. Если диверсифицированная инвестиционная компания (как большинство взаимных фондов) с 10 миллиардами долларов для инвестиций хочет владеть акциями 100 компаний, ей необходимо в среднем купить акций на 100 миллионов долларов в каждой. Поскольку фонд не хочет и часто не имеет разрешения владеть более чем 10 % акций компании, круг его инвестиционных возможностей ограничен фирмами с рыночной капитализацией в 1 миллиард долла-

---

<sup>25</sup> См. работы Филипа Тетлока (Philip Tetlock), особенно *Expert Political Judgment: How Good Is It? How Can We Know?* Princeton, NJ: Princeton University Press, 2005.

ров и более. Конкретные размеры фондов, рыночная капитализация подходящих фирм и процент владения могут варьироваться, но само влияние размера компании останется. Многие фонды просто не могут покупать акции небольших компаний. По тем же причинам инвестиционные аналитики внутри учреждений также будут концентрироваться на инвестиционных возможностях с крупной капитализацией. Изучение компании с оборотом в 40 миллиардов долларов, способной освоить инвестиции в размере 2 миллиардов долларов, будет стоить гораздо больше, чем такое же изучение компании с оборотом в 400 миллионов долларов, которая сможет освоить только 20 миллионов долларов. Следствием будет то, что спрос на акции мелких компаний и их распространение при прочих равных условиях будет ниже, чем для акций крупных компаний, также акции мелких компаний будут дешевле<sup>26</sup>. Следовательно, при прочих равных условиях акции небольших компаний дешевле, чем акции крупных компаний. Среди «прочих равных условий» наиболее важными являются перспективы роста. Малые компании, как правило, имеют возможность расти быстрее, чем крупные, которые уже контролируют большие сегменты рынка в достаточно развитых отраслях.

Единственное, что нужно сделать малым компаниям, чтобы претендовать на инвестиции крупных фондов, – это расти.

Существует множество других инвесторов, готовых повышать стоимость акций компании по мере роста ее доходов и прибыли. Наступает момент, когда небольшая компания с рыночной капитализацией в 200 миллионов долларов превращается в фирму со средней капитализацией в 1 миллиард долларов. По мере роста все больше фондов рассматривают ее акции как подходящее приобретение, они перестают оцениваться с дисконтом. Она перестает быть возможностью и превращается в успех. Этот цикл постоянно воспроизводится, появляются новые мелкие фирмы, чтобы занять место в тени вместо выросших компаний. Акции компаний, которые слишком малы для крупных фондов, всегда доступны для продажи.

Показательный пример предвзятости в отношении размера, влияющего на доходность акций, относится к истории корпоративных разделений (спин-оффов). Иногда компания избавляется от подразделения или другой нежелательной бизнес-единицы, выпуская акции этой новой корпорации и распределяя их между существующими акционерами. Акции отделившейся компании теперь торгуются отдельно. В большинстве случаев новая фирма мала, особенно по сравнению с гигантом, от которого она только что отделилась. Фонды, владевшие акциями Giant, теперь владеют акциями New Micro Enterprises с рыночной капитализацией в 100 миллионов долларов. Они могут мало знать о новом бизнесе, но уверены в одном: он недостаточно велик для того, чтобы тратить много времени на его изучение, поскольку он слишком мал для покупки. Поэтому они продают – сбрасывают – акции на рынке и кладут деньги себе в карман. Спин-оффы – прекрасная возможность для инвесторов, не связанных вопросами рыночной капитализации. Многие акции продаются по причинам, не связанным с перспективами компании, а значит, среди них обязательно найдутся драгоценности, сброшенные крупными фондами. Для них акции небольшой компании, хотя и могут оказаться потенциальной восходящей звездой, но тем не менее остаются источником головной боли. Спин-оффы усиливают предвзятость в отношении малых компаний. Акции обычной маленькой компании игнорируются крупными фондами; при спин-оффе фонды активно их распродают. Это

---

<sup>26</sup> Малые компании могут быть хронически недооценены, но более высокая доходность должна привести к большему распределению прибыли и/или (если нераспределенная прибыль эффективно инвестируется) к более высоким темпам роста стоимости. Небольшие фирмы могут приносить привлекательную доходность, даже если цена акций никогда полностью не соответствует их стоимости. Кроме того, годы прибыльного роста превращают небольшие компании в более крупные с более широким охватом, что позволяет им избавиться от пренебрежительного отношения, направленного на мелкие фирмы.

лишь крайняя иллюстрация того предвзятого отношения организаций к акциям небольших компаний, которое превратило их в благодатное поле для стоимостных инвесторов<sup>27</sup>.

Требования клиентов являются вторым фактором, влияющим на поведение организации. Менеджеры инвестиционных компаний, клиентами которых являются физические лица, должны реагировать на иррациональные предубеждения этих лиц. Организации, которые инвестируют в благотворительные фонды, пенсионные фонды и семейные офисы, должны подчиняться неинвестиционным профессионалам, которые часто управляют этими учреждениями, то есть обычным людям с обычными поведенческими предубеждениями. Проводя маркетинг для клиентов, инвестиционные управляющие тратят больше времени на обсуждение своих крупных удач – вложений в Apple по цене 10 долларов и последующего роста их до 700 долларов – и уделяют меньше внимания своим долгосрочным средним доходам и инвестициям, которые не оправдались. Необходимость впечатлять побуждает менеджеров организаций чрезмерно инвестировать в те же «гламурные» акции, которые выбирают индивидуальные инвесторы. Когда организация раскрывает активы, содержащиеся в ее портфеле, клиенты, скорее всего, будут судить о них, по крайней мере частично исходя из собственного неприятия потерь. Портфели из проблемных, разочаровывающих акций трудно продать клиентам. В результате организации склонны к «показухе», покупая акции респектабельных, быстрорастущих и высокодоходных компаний непосредственно перед тем, как раскрыть сведения. Такое поведение скорее усиливает, чем компенсирует, тенденцию к переоценке таких акций и способствует недооценке проблемных и разочаровывающих акций, которые игнорируются или распродают до раскрытия активов. Наконец, есть существенные доказательства того, что институциональные клиенты, как правило, не расстаются со своими инвестиционными управляющими, если только те не сработали значительно хуже собственных рыночных ориентиров.

Путь минимизации рисков для организаций – покупать то, что покупают все остальные. Этот стадный инстинкт усиливает склонность покупать «гламурные» и успешные в недавнем прошлом акции и избегать стоимостных акций, которые разочаровывают.

В середине 1960-х эти силы заставили институциональных инвесторов сосредоточить внимание в основном на «50 лучших» (Nifty Fifty) акций. Это были акции крупных стабильных компаний – IBM, AT&T, General Motors, Xerox, Morgan Guaranty – и менеджеры и клиенты считали, что у них высокий потенциал доходности при небольшом риске. В период с 1965 по конец 1974 года портфель Nifty Fifty, что характерно, потерял более 80 % своей стоимости. Но у уроков истории инвестиций короткая жизнь: слишком быстро меняется состав менеджеров и их клиентов. В 2015 году весь прирост S&P 500 пришелся на акции четырех компаний: Facebook (принадлежит компании Meta, признанной в России экстремистской организацией – прим. ред.), Amazon, Netflix и Google. Nifty Fifty превратился в FANG 4. Microsoft и Apple присоединились к группе избранных в следующие несколько лет. Любая управляющая фирма, которая не присоединилась к группе поддержки, почти наверняка потерпела урон сравнительно с другими. Организационные императивы, если они радикально не изменятся, вряд ли в будущем способны подорвать стоимостную аномалию.

Стадному импульсу также подвержены отдельные люди в инвестиционных компаниях, принимающие фактические инвестиционные решения. Инвестиционные менеджеры – это

---

<sup>27</sup> Известный стоимостной инвестор Джоэл Гринблатт раскрыл эту тайну, опубликовав книгу *You Can Be a Stock Market Genius Even if You're Not Too Smart*, New York: Simon and Schuster, 1997. С тех пор спин-офф инвестирование стало более популярным. Чтобы воспользоваться открывающимися возможностями, были организованы новые фонды, а существующие фонды уделяли этой перспективе больше внимания. Доходность стала неравномерной и не такой впечатляющей, как та, которую описал Гринблатт. Учитывая адаптивный характер капитализма, любые организационные ограничения можно скорректировать, а это значит, что они являются не столь надежным источником инвестиционных возможностей, как человеческая природа.

наемные сотрудники, которым платят за достижение результатов в соответствии с предписанной инвестиционной политикой. Могут быть и награды за оригинальное мышление, ведущее к экстраординарному успеху, но самый безопасный путь – выглядеть таким же, как все остальные, кто инвестирует в соответствии со схожим мандатом. Устаревшая ныне поговорка менеджеров по обработке данных о том, что никого никогда не увольняли за покупку компьютеров у IBM, применима и к финансовым менеджерам. Никто не теряет работу из-за средней эффективности или владения такими же ценными бумагами, как и остальные менеджеры. Если вы случайно купите акции компании, которая больше никого не интересует, исход будет несимметричным. Если компания восстановится и ее акции вырастут, вознаграждение будет реальным, но недолгим. Если дела у компании пойдут плохо и ее акции упадут, все вспомнят, что именно вы подобрали эту «собаку». Наиболее экстремальной ситуация становится к концу отчетного периода, когда менеджеры, как мы уже отмечали, «приукрашивают» портфели, сбрасывая подешевевшие акции и подбирая акции, показавшие хорошие результаты в прошлом году или в прошлом квартале.

Такая подгонка приводит к повышению цены на успешные в акции и к еще большему падению акций, которые уже на спаде. Давление на отдельных менеджеров внутри организаций во многом отражает давление на сами организации. Они имеют тенденцию усиливать, а не компенсировать стоимостную аномалию.

Взятые в целом, эти элементы человеческой психологии и поведения организаций объясняют эмпирические данные, демонстрирующие превосходство стратегии поиска, ориентированной на стоимость: искать возможности среди непривлекательных, разочаровывающих, скучных, малоизвестных (небольших) компаний. Пока они продолжают играть свою историческую роль, стоимостная стратегия будет превосходить рынок, даже если будут широко распространены доказательства ее исключительной эффективности. Таким образом, в мире, где существуют колоссальные вознаграждения за обнаружение несоответствий между текущей ценой акции и ее внутренней, настоящей или максимальной стоимостью, некоторые несоответствия сохраняются. Эти несоответствия определяют типы возможностей, при которых ищущий фундаментальную стоимость с большей вероятностью окажется на правильной стороне сделки.

## Разоблачение стоимостной аномалии

Ядром наших усилий по объяснению существования и устойчивости стоимостной аномалии являются описанные нами поведенческие и организационные особенности. Вторым подход, о котором мы упоминали ранее, состоит в том, чтобы попытаться разоблачить эту аномалию. Этот подход предполагает, что стоимостные портфели более рискованны, чем рынок в целом, который, в свою очередь, более рискован, чем «гламурные» портфели<sup>28</sup>. На рациональном рынке больший риск должен быть связан с большей прибылью. Именно более высокие риски объясняют «аномалию» доходности стоимостных портфелей, превышающую рыночную доходность. А доходность «гламурных» портфелей ниже рыночной объясняется их более низкими рисками. По сути, это объяснение защищает гипотезу эффективного рынка. Но если модель относительного риска объясняет колебания доходности, то риск должен быть наблюдаемым и измеримым. В противном случае как инвесторы узнают, какие акции должны приносить более высокую доходность? Под «риском» здесь мы подразумеваем волатильность, принимая на данный момент значение этого термина, заданное гипотезой эффективного рынка.

К несчастью для теории эффективного рынка, исторические статистические данные свидетельствуют о том, что стоимостные портфели были не более рискованными, чем рынок в целом, а «гламурные» портфели были рискованнее рынка.

Эти результаты верны независимо от того, используем ли мы в качестве меры волатильности дисперсию или бета-коэффициент, оценивая реакцию портфеля на изменения на рынке в целом. Повторим: если за определение рискованности мы принимаем волатильность, то рискованность стоимостных портфелей не превышала рыночную, а «гламурные» портфели были менее рискованными, чем рынок в целом<sup>29</sup>. Дисциплинированный стоимостный инвестор, использующий обоснованные стоимостные подходы к управлению рисками, должен без колебаний искать возможности для получения доходности выше средней в обмен на теоретические, хотя и не поддающиеся обнаружению и, возможно, несуществующие более высокие риски.

---

<sup>28</sup> Это предположение не ограничивается стоимостной аномалией, но относится и ко всем другим статистическим аномалиям. Если существуют портфели с необъяснимо завышенной доходностью, предполагается, что все они связаны с более высокими рисками, даже если эти риски не явны.

<sup>29</sup> См. приложение к главе 1, где приведены данные о доходности стоимостных портфелей во время медвежьего рынка. В статье Лаконишока и др., цитируемой в сноске 2, содержится содержательное обсуждение доходности стоимостных портфелей стоимости на падающих рынках.

## Стратегии поиска на практике

В принципе специализация и ориентированные на стоимость стратегии поиска дополняют друг друга, а не исключают. На практике их относительные веса зависят от конкретного мандата, в соответствии с которым работает инвестиционный управляющий. Менеджеры с мандатами широкого охвата – глобальный капитал с большой капитализацией, фиксированный доход в США, ответственность за большую часть состояния своих инвесторов – обязательно будут иметь хорошо диверсифицированные стратегии поиска, основанные на стоимости. Однако даже в этих условиях актуальны преимущества специализации. Наращивание уровня отраслевой или географической экспертизы увеличит шансы оказаться на правильной стороне в конкретных сделках. Для инвесторов с более ограниченными мандатами, которые формируют портфели с меньшим количеством позиций более крупного размера, необходимой отправной точкой будет специализация. Но стоимостные принципы все так же применимы и в отраслях, и в регионах. Рассмотрение небольших, скучных, непривлекательных и разочаровывающих фирм в рамках параметров специализации будет иметь все преимущества, которые мы описали выше. Действительно, преимущество специальных знаний в отношении стоимостных акций, вероятно, будет еще более значительным, когда речь идет о проблемных компаниях. В этом случае предстоит решить важную и трудную задачу: отличить неизлечимо больных от временно ослабленных.

С течением времени специализированные знания развиваются медленно. Пожилые и более опытные инвесторы смогут охватить более широкий спектр специализаций, чем новоиспеченные. Опыт успешных специалистов свидетельствует о том, что для получения достаточных практических знаний об отрасли требуется как минимум 1000 и более часов напряженной работы. Учитывая прочие траты времени инвестора или аналитика, это означает, что для достижения адекватного уровня мастерства требуется как минимум год.

Знания и опыт, из которых складывается экспертная специализация, необходимо постоянно развивать и расширять, особенно во времена перемен и неопределенности. Например, в розничной торговле для успеха всегда был важен талант в мерчандайзинге, например умение создать положительные впечатления от магазина и выбрать правильные продукты. Успешные розничные фирмы, как правило, были хороши в мерчандайзинге. Рост Walmart был основан на эффективной организации работы местных магазинов и особенно логистики. Плотная расположенность магазинов с сопутствующими преимуществами от масштаба в складском управлении на местах, дистрибуции и рекламе позволили снизить цены и завоевать долю на местном рынке, что сыграло намного более важную роль, чем инновационный мерчандайзинг, который гораздо легче скопировать конкурентам. Из-за возрастающей значимости торговли через интернет уменьшилась значимость работы магазинов, а существенными источниками успеха в розничной торговле стали логистика дистрибуции и управление заказами. Понимание характера и темпов этих преобразований необходимо для оценки как сильных сторон конкурентных позиций, так и компетенций отдельных розничных управляющих, от которых зависят успешные инвестиции в розничную торговлю. Только постоянно углубляя свою специализацию в розничной торговле, инвестор сможет держать руку на пульсе таких изменений.

## **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.