

Питер Линч

при участии Джона Ротчайлда

# Метод Питера Линча

Стратегия и тактика  
индивидуального инвестора

Перевод с английского  
Вячеслава Ионова

3-е издание



альпина  
ПАБЛИШЕР  
Москва  
2019

## Предисловие к изданию на рубеже тысячелетий

Эта книга была задумана как базовое руководство для индивидуального инвестора. Кто знал, что она выдержит тридцать изданий, а число проданных экземпляров перевалит за миллион? Я уверен, что и сейчас, через одиннадцать лет после ее появления, принципы, которые помогли мне добиться хороших результатов во взаимном фонде Fidelity Magellan Fund, не утратили своего значения.

С момента появления этой книги на полках книжных магазинов в 1989 г. утекло много воды. В мае 1990 г. я покинул фонд Magellan, и злые языки утверждают, что это был гениальный ход. Меня не раз «поздравляли» с удачным выбором момента — накануне резкого падения рынка, который рос долгое время. В тот момент казалось, что правы пессимисты. Над крупнейшими банками страны нависла угроза банкротства, некоторые из них и в самом деле рухнули. В начале осени начал назревать вооруженный конфликт с Ираком. Рынок акций переживал один из серьезнейших спадов в своей истории. Но столкновение с Ираком закончилось победой, банковская система выстояла, а фондовый рынок стал восстанавливаться.

Да что там восстанавливаться! Индекс Dow Jones вырос в четыре раза по сравнению с октябрём 1990 г., с 2400 до 11 000 — лучшее десятилетие XX в. для фондового рынка. Почти 50% американских домохозяйств имеют акции корпораций или паи взаимных фондов против 32% в 1989 г. В целом же рынок создал новую стоимость в размере 25 трлн долл., которая бросается в глаза в каждом большом и малом городе. Если так будет продолжаться и дальше, того и гляди, кто-нибудь напишет книгу «Мой сосед — миллиардер»<sup>1</sup>.

Свыше 4 трлн долл. этой новой стоимости вложено во взаимные фонды, что заметно больше 275 млрд 1989 г. С моей точки зрения, я ведь сам управлял одним из таких фондов, это нормально. Но с другой стороны, такой показатель означает, что множество индивидуальных инвесторов-любителей, самостоятельно покупающих акции, добивалось очень скромных результатов. В противном случае на самом лучшем из всех бычьих рынков они бы не переметнулись в таких масштабах во взаимные фонды. Вполне возможно, что эта книга укажет индивидуальным инвесторам, действующим наугад, более верный путь.

После ухода из фонда Magellan я тоже стал индивидуальным инвестором. В плане благотворительности занимаюсь сбором средств на стипендии городским детям из бедных кварталов, которые позволяют им учиться в католических школах Бостона. Кроме того, я не прекращаю сотрудничества с Fidelity в качестве члена правления и консультанта/инструктора молодых фондовых аналитиков. У меня теперь намного больше свободного времени, и я чаще бываю с семьей дома и езжу за границу.

Обо мне достаточно. Давайте вернемся к моему любимому предмету — акциям. После поворота рынка в бычью сторону в августе 1982 г. мы стали свидетелями самого значительного в истории США подъема цен на акции — индекс Dow Jones вырос в 15 раз. На языке Линча это называется «пятнадцатикратник». Я не раз находил пятнадцатикратники среди успешных компаний, но пятнадцатикратный рост рынка в целом — нечто уникальное. Сравните: с 1929 г., если за точку отсчета взять его пик, по 1982 г. Dow Jones вырос лишь в четыре раза — с 248 до 1046 пунктов. Это за полстолетия! В последнее время цены на акции растут тем быстрее, чем выше они поднимаются. На удвоение индекса Dow Jones с 2500 до 5000 пунктов потребовалось 8 лет и четыре месяца, а с 5000 до 10 000 пунктов — три с половиной года. В течение пяти лет, с 1995 по 1999 г., у нас был беспрецедентный период, когда доходность акций составляла 20% в год и более. Впервые доходность акций держалась на уровне 20% более двух лет подряд.

Этот величайший подъем фондового рынка вознаградил оптимистов и разрушил скепсис пессимистов. Такого нельзя было даже представить себе на фоне спада в начале 1970-х гг., когда я встал у руля фонда Magellan. Тогда, на минимуме рынка, деморализованным инвесторам оставалось утешаться тем, что медвежьи настроения не вечны. Тому, кто имел терпение и не сбросил свои акции и паи взаимных фондов, пришлось ждать пятнадцать лет, прежде чем Dow Jones и другие индексы вышли на уровень середины 1960-х гг. Сегодня стоит напомнить о том, что и бычий рынок не вечен, а терпение нужно всегда, в каком бы направлении рынок ни двигался.

Самым значимым событием для фондового рынка того периода была, пожалуй, реорганизация компании AT&T в 1984 г. Самое значимое событие сегодняшнего дня — Интернет. Я к нему пока что не приобщился: меня всегда отличала технофобия. Мой опыт говорит, что для успеха в инвестиционной сфере вовсе не обязательно следовать моде. Большинство известных мне выдающихся инвесторов (взять хотя бы Уоррена Баффетта) — технофобы. Как и я, они не покупают того, в чем не могут разобраться. Я понимаю, что и как происходит в Dunkin' Donuts и Chrysler, и именно поэтому они в моем инвестиционном портфеле. Я понимаю, как действуют банки, ссудно-сберегательные учреждения и их ближайший родственник Fannie Mae. Но с Сетью у меня все иначе: я никогда не увлекался путешествиями по ней или сетевым общением. Да что там говорить, без посторонней помощи (например, жены или детей) я и войти бы в Сеть не смог.

Как-то раз на День благодарения в 1997 г. в Нью-Йорке я разговорился за коктейлем с одним знакомым, который хорошо ориентировался во всемирной паутине. Стоило мне упомянуть о том, что моей жене Кэролин нравятся детективные романы Дороти Сейерс, как тот подошел к стоявшему рядом компьютеру и, щелкнув пару раз мышью, вывел на экран полный список книг Сейерс, отзывы читателей и рейтинг по пятибалльной шкале (на литературных веб-сайтах авторов оценивают так же, как и менеджеров инвестиционных фондов). Я купил для Кэролин четыре романа Сейерс, выбрал подарочную упаковку, ввел домашний адрес и вычеркнул один из пунктов списка подарков, которые мне предстояло купить к празднику. Так я познакомился с интернет-магазином [Amazon.com](http://Amazon.com).

Из этой книги вы узнаете, что я не раз находил мои лучшие акции при посещении ресторанов и магазинов. В некоторых случаях я обнаруживал их раньше, чем другие профессиональные охотники за акциями. Так как компания Amazon существовала в киберпространстве, а не в пригородном торговом центре, то я проигнорировал ее. Не могу сказать, что Amazon слишком сложна для понимания, — ее деятельность была мне ясна так же, как и работа химчистки. Кроме того, в 1997 г. цена на ее акции, с учетом перспектив, была разумной, и с финансированием у нее был полный порядок. Но мне не хватило гибкости, чтобы увидеть перспективу в таком новом обличье. Если бы я дал себе труд собрать информацию для анализа, то увидел бы, что у электронной торговли огромный рынок и что компания Amazon в состоянии захватить его. Увы, этого не случилось. Между тем только в 1998 г. цена акций компании Amazon выросла в 10 раз («десятикратник», выражаясь на языке Линча).

Amazon стоит в ряду как минимум пятисот интернет-компаний, взлет курса акций которых поистине удивителен. В среде хай-тека и доткомов десятикратный рост акций после первоначального публичного размещения не является чем-то необычным. На это им нужно меньше времени, чем Стивену Кингу на создание очередного триллера. Инвестиции в них не требуют большого терпения. До появления Интернета компаниям нужно было расти и расти, чтобы достичь капитализации в миллиарды долларов. Теперь же их стоимость достигает миллиардов еще до того, как они начинают получать прибыль, а иногда даже выручку от реализации продуктов или услуг. Г-н Рынок (некто, обозначающее акции в целом) не ждет, пока новый веб-сайт докажет свою жизнеспособность подобно тому, как это делали, например, компании Wal-Mart и Home Depot, если говорить о последнем поколении.

В условиях ажиотажа вокруг акций интернет-компаний на фундаментальные показатели стали смотреть как на старую рухлядь. (Слово «рухлядь» само по себе старомодно, и то, что я его употребляю, говорит о моей старомодности.) Появления символов .com в названии компаний и захватывающей концепции интернет-бизнеса вполне хватило, чтобы убедить сегодняшних оптимистов выложить авансом десятилетнюю стоимость роста и успеха. Ну а тот, кто не успел к началу, покупает акции по растущим ценам, основанным на футуристических «фундаментальных показателях», которые становятся тем лучше, чем выше курс акций.

Судя по продажам автомобилей Maserati в Кремниевой долине, доткомы очень хорошо вознаграждают предпринимателей, которые делают их публичными, а также первых покупателей акций, вовремя фиксирующих прибыль. Однако я хотел бы предостеречь тех, кто покупает акции после их взлета. Есть ли смысл инвестировать в акции доткомов при ценах, которые уже отражают потенциал многолетнего быстрого роста прибыли? Эту прибыль только предстоит получить, и она вовсе не гарантирована. По тому, как я ставлю этот вопрос, понятно, что мой ответ отрицателен. Цена на акции таких компаний нередко подсакивает вдвое, втрое и даже вчетверо в первый же день биржевых торгов. Однако вам не выиграть много, если ваш брокер не сумеет зарезервировать существенный пакет акций по первоначальной цене, но это маловероятно, поскольку акции интернет-компаний более популярны, чем билеты на финал первенства Национальной лиги по футболу. Не исключено, что вы вообще ничего не получите — цены акций некоторых доткомов достигают пика в течение первых торговых сессий и выше уже не поднимаются.

Если вы считаете себя обойденным на празднике доткомов, подумайте о том, что мало кто из их инвесторов выиграл по полной. При оценке роста курса акций некорректно брать за точку отсчета первоначальную цену, которая для большинства инвесторов недоступна. Ну а те, кому все же удастся получить акции по этой цене, обычно не могут похвастаться размером пакета.

Несмотря на царящую вокруг атмосферу мгновенного обогащения, я придерживаюсь старомодного подхода к инвестированию. Я покупаю акции, цены которых следуют за старыми добрыми фундаментальными показателями: успешная компания выходит на новый рынок, ее прибыли растут, а за ними растут и акции. Или же компания, испытывающая трудности, изменяет ситуацию к лучшему. Типичному крупному победителю в инвестиционном портфеле Линча (а я тоже иногда покупаю неудачные акции!) требуется от трех до десяти лет, чтобы проявить себя.

Отсутствие прибыли у доткомов чаще всего не позволяет использовать стандартный коэффициент «цена/прибыль» (P/E). Другими словами, для определения важнейшего коэффициента P/E попросту нет E. В отсутствие P/E инвесторы фокусируют внимание на том, что публикуется везде: на курсе акций! На мой взгляд, курс акций — наименее полезный из всех показателей, которые можно отслеживать, но именно его обычно публикуют. В 1989 г., когда была написана эта книга, бегущую строку с курсами акций демонстрировал лишь канал финансовых новостей Financial News Network. Сегодня ее можно увидеть на целом ряде телеканалов наряду с индексами Dow Jones, S&P 500 и т.п. на экранных врезках. Любители кочевать с канала на канал волей-неволей оказываются в курсе того, на каком уровне закрылся рынок. На популярных интернет-порталах можно создать персональный инвестиционный портфель и одним щелчком мышки получать последние данные по входящим в него акциям. Информацию о курсах акций сообщают по бесплатному телефонному каналу, рассылают на пейджеры, передают через систему голосовой почты.

С моей точки зрения, этот поток информации о ценах вводит в заблуждение. Если акции моей интернет-компания продаются по 30 долл., а вашей — по 10 долл., то люди, сосредоточенные на цене, могут решить, что моя компания лучше. Это опасное заблуждение. Цена, которую г-н

Рынок дает за акции сегодня или на следующей неделе, ничего не говорит о перспективах компании через два или три года. Если у вас есть возможность отслеживать лишь один показатель деятельности компании, отслеживайте прибыль, конечно, если она у этой компании есть. Я твердо убежден, что раньше или позже именно прибыль компании будет определять результат ваших вложений в акции. Цены на акции сегодняшние, завтрашние или следующей недели только отвлекают внимание.

Интернет — далеко не первая инновация, изменившая мир. Железная дорога, телефон, автомобиль, самолет и телевидение вполне могут претендовать на титул революционных изобретений, преобразивших жизнь людей (или как минимум жизнь четверти населения земного шара) с наиболее высоким уровнем благосостояния. Эти изобретения и связанные с ними отрасли дали жизнь массе новых компаний, лишь единицы из которых выжили и стали доминирующими. То же, скорее всего, произойдет и с Интернетом. Пара-другая крупных компаний захватит территорию, так же как McDonald's сделал это в области гамбургеров, а Schlumberger — в области услуг для нефтегазовой отрасли. Акционеры таких компаний-триумфаторов будут процветать, а акционеры остальных компаний — отстающих, некогда успешных, не сумевших реализовать потенциал — потеряют свои деньги. Остается лишь надеяться, что вам удастся отыскать победителей, которые войдут в эксклюзивный клуб компаний, зарабатывающих миллиард долларов в год.

Хотя типичный дотком пока не приносит прибыли, вы можете сделать элементарный анализ, который покажет, какой она должна быть, чтобы оправдать сегодняшнюю цену на акции. Возьмем гипотетическую компанию под названием DotCom.com. Прежде всего определим ее рыночную капитализацию путем умножения количества акций в обращении (скажем, 100 миллионов) на текущий курс (скажем, 100 долл. за акцию). Сто миллионов, умноженные на 100 долл., дают 10 млрд долл. Это и есть рыночная капитализация компании [DotCom.com](http://DotCom.com).

Вкладывая деньги в какую-либо компанию, вы рассчитываете на рост ее рыночной капитализации. Она растет только в том случае, если инвесторы покупают акции по более высоким ценам. Чтобы акции DotCom.com стали десятикратником, рыночная капитализация должна увеличиться в десять раз, с 10 до 100 млрд долл. После определения целевого уровня рыночной капитализации, нужно найти ответ на вопрос: «Какая прибыль соответствует рыночной стоимости компании в 100 млрд долл.?» Примерную оценку можно получить, исходя из характерного для быстрорастущих компаний коэффициента P/E, который в условиях сегодняшнего стремительно растущего рынка равен, скажем, 40.

Здесь я позволю себе отступление. В главе 10, где речь идет о том, что акции замечательных компаний превращаются в рискованные инвестиции, когда за них переплачивают, я привожу в качестве иллюстрации компанию McDonald's. В 1972 г. цена ее акций необоснованно взлетела, превысив прибыль на акцию в 50 раз. Поскольку у компании «не было возможности оправдать ожидания», ее акции упали с 75 до 25 долл. и стали отличными кандидатами для приобретения по «более реалистичной» цене, превышавшей прибыль на акцию всего в 13 раз.

Я также упоминаю акции созданной Россом Перо компании Electronic Data Systems (EDS), цена на которые была раздута настолько, что коэффициент P/E достиг 500. При таком коэффициенте «нужно не меньше пяти столетий, чтобы вернуть инвестированные деньги, если размер прибыли EDS останется неизменным». Благодаря Интернету коэффициент P/E, равный 500, больше никого не шокирует, а P/E на уровне 50 или 40, как в нашем примере с DotCom.com, и подавно.

Итак, для превращения в предприятие с капитализацией в 100 млрд долл. компания DotCom.com должна зарабатывать 2,5 млрд долл. в год. В 1999 г. лишь 33 американских компании заработали больше 2,5 млрд долл., так что DotCom.com придется войти в эксклюзивный клуб таких крупных победителей, как Microsoft. Иными словами, наша компания должна совершить подвиг.

Я хотел бы завершить эту краткую беседу об Интернете на позитивной ноте. Есть три способа инвестировать в эту модную сферу без риска купить пустышку, украшенную несбыточными надеждами и умопомрачительной капитализацией. Первый — это обновленная версия старой стратегии под названием «кирки и лопаты». Во время золотой лихорадки большинство золотоискателей потеряли деньги, но те, кто продавал им кирки, лопаты, палатки и синие джинсы (Levi Strauss), получили хорошую прибыль. Сегодня следует искать традиционные компании, которые косвенно получают выгоду от интернет-трафика (очевидным примером являются услуги по пакетной передаче данных). Или же можно инвестировать в акции

производителей коммутационных устройств и всяких технических штучек, которые используются для обеспечения интернет-трафика.

Второй способ — инвестирование в так называемых «свободных игроков Интернета». Это традиционные компании со встроенным интернет-бизнесом, которые получают реальную прибыль и имеют разумный курс акций. Я не собираюсь их перечислять — вы вполне можете отыскать их самостоятельно, однако несколько слов о перспективных свободных игроках Интернета скажу. Типичным примером является компания, оцениваемая сегодняшним рынком примерно в 800 млн долл., а ее еще не вполне самостоятельный интернет-бизнес оценивается в 1 млрд долл., причем до того, как тот докажет свою состоятельность. Если интернет-бизнес оправдает ожидания, инвестиции в компанию могут принести большую прибыль — этот бизнес может быть преобразован в дочернюю компанию со своими собственными акциями. Если же этого не случится, то компания с ее основной деятельностью защитит инвесторов от потерь.

Третий способ — вложения в традиционные компании, которые получают выгоду от использования Интернета, выражающуюся в сокращении затрат и упрощении операций, т.е. в повышении эффективности, а значит, и прибыльности. Лет тридцать назад в супермаркетах стали использовать сканеры для считывания штрихкода. Это сократило уровень краж, улучшило контроль за товарными запасами и стало огромным благом для торговых сетей.

В будущем Интернет и обслуживающие его сферы бизнеса, несомненно, продемонстрируют примеры успеха, но на данный момент все, что мы имеем, — это большие ожидания и неэффективное ценообразование. Компании, оцениваемые сегодня в 500 млн долл., вполне могут стать триумфаторами, а компании, оцениваемые в 10 млрд долл., возможно, не будут стоить ничего. По мере того как ожидания превращаются в реальность, победители будут становиться все более заметными. У инвесторов, которые первыми увидят их, будет достаточно времени, чтобы использовать свое преимущество.

Вернемся к компании Microsoft, стократнику, который я просмотрел. Так же как Cisco и Intel, эта очень сильная компания, работающая в сфере высоких технологий, показывала прибыли почти с самого начала. Акции Microsoft при первоначальном публичном предложении в 1986 г. стоили 15 центов. Спустя три года они торговались по цене, не превышающей 1 долл., а затем поднялись в 80 раз. (Поскольку акции неоднократно дробились, первоначальный выпуск фактически никогда не продавался по цене 15 центов. Пояснение.) Даже если вы руководствовались «принципом штата Миссури», т.е. выжидали, пока Microsoft не продемонстрирует реальный успех с Windows 95, то все равно могли заработать в семь раз больше денег, чем вложили. Не заметить Microsoft было сложно даже непрограммистам. За исключением семейства Apple на все новые компьютеры устанавливалась операционная система Microsoft Windows. Компьютеры Apple теряли свою привлекательность. Чем шире использовалась среда Windows, тем больше программистов писали программы для Windows, а не для Apple. Компанию Apple загнали в угол, где она продавала свои «ящики», довольствуясь 7–10% рынка.

Между тем производители компьютеров с программным обеспечением Microsoft (Dell, Hewlett-Packard, Compaq, IBM и т.д.) вели неистовые ценовые войны. Эти бесконечные схватки оказали негативное влияние на прибыли компаний-производителей, но не коснулись Microsoft. Компания Билла Гейтса не занималась производством компьютеров. Она продавала «топливо», на котором работали компьютеры.

Другой компанией с выдающимися результатами является Cisco. С момента первоначального публичного предложения в 1990 г. акции компании выросли в цене в 480 раз. Я проглядел этого победителя по причине своего консерватизма, но многие должны были обратить на него внимание. Компании разных отраслей пользовались услугами Cisco по созданию корпоративных сетей. Затем колледжи стали приглашать Cisco для компьютеризации общежитий. Студенты, преподаватели и навещавшие студентов родители вполне могли заметить эту компанию. Наверняка кто-то из них, вернувшись домой, навел справки и купил ее акции.

Я привожу компании Microsoft и Cisco в качестве современных примеров для более наглядного раскрытия основной темы книги. Инвестор-непрофессионал может найти завтрашних победителей, приглядываясь к тому, что происходит на его рабочем месте, в торговых центрах, автосалонах, ресторанах, везде, где есть что-то многообещающее. Пока я не закончил говорить на эту тему, хочу дать пояснение.

Баскетболист Чарльз Баркли, известный бросками с бедра, однажды заметил, что его неправильно процитировали в автобиографии. Я не утверждаю, что меня неправильно процитировали в этой книге, однако одну мою мысль неправильно поняли.

Питер Линч никогда не рекомендовал покупать акции вашего любимого магазина только потому, что вам нравится там делать покупки. Не следует также покупать акции компании-производителя, потому что она выпускает ваш любимый продукт, или акции ресторана, потому что вам нравятся его блюда. Если вам понравился магазин, продукт или ресторан, это хороший повод заинтересоваться компанией и добавить ее в список для изучения и анализа, но этого мало для покупки акций! Никогда не вкладывайте деньги в компанию до тех пор, пока вы не собрали информации о ее перспективах, финансовом положении, конкурентной позиции, планах расширения и т.п.

Если у вас есть акции компании розничной торговли, то в анализ следует включать еще один ключевой фактор — близость компании к завершению этапа расширения, т.е. к тому, что я по аналогии с бейсболом называю «последняя подача». Когда компании Radio Shack и Toys «R» Us действовали на 10% территории страны, у них были совсем другие перспективы, чем сейчас, при охвате 90% территории. Необходимо понять, что является источником будущего роста и когда этот рост замедлится.

\* \* \*

Я по-прежнему убежден в том, что рядовой инвестор-любитель имеет преимущество перед средним профессиональным управляющим инвестиционным фондом. В 1989 г. профи быстрее получали информацию, но сейчас информационного разрыва уже не существует. Десятилетие назад инвесторы-любители могли получить информацию о компании тремя способами: от самой компании, из обзоров Value Line и Standard & Poor's или из отчетов аналитиков брокерских фирм, в которых у инвесторов-любителей открыты счета. Зачастую эти отчеты рассылались по почте из центрального офиса и доходили до адресата лишь через несколько дней.

Сегодня аналитические отчеты можно найти в Интернете. Новости, касающиеся ваших любимых компаний, автоматически приходят на ваш электронный адрес. Вы можете узнать, как ведут себя инсайдеры, покупают они или продают акции, повышают или понижают рейтинг ценных бумаг брокерские дома. Можно задать необходимые параметры и видеть на экране акции с заданными характеристиками. Можно получить данные по всевозможным взаимным фондам, сравнить их результаты, найти названия десяти крупнейших компаний в их инвестиционных портфелях. Можно кликнуть заголовок Briefing Books в онлайн-версии газеты The Wall Street Journal или Barron's и получить краткое описание практически любой публичной компании. Оттуда можно перейти в раздел Zack's и получить сводку рейтингов от всех аналитиков, отслеживающих акции конкретных компаний.

Благодаря Интернету стоимость услуг по покупке и продаже акций для мелких инвесторов упала так же, как она упала для институциональных инвесторов в 1975 г. Онлайн-торговля ценными бумагами заставила традиционные брокерские фирмы снизить размер комиссии и поддержала тенденцию, наметившуюся два десятилетия назад с появлением дисконтных брокеров.

Вам, наверное, интересно, что произошло с моими инвестиционными предпочтениями после того, как я покинул Magellan. Вместо отслеживания тысяч компаний теперь я занимаюсь от силы полусотней. (Я по-прежнему вхожу в состав инвестиционных комитетов различных фондов и благотворительных групп, но там за отбор акций для инвестирования отвечают наемные портфельные менеджеры.) Инвесторы, падкие на новинки, могут сказать, что инвестиционный портфель семьи Линчей достоин демонстрации в Антикварном обществе Новой Англии. В него входят акции ссудно-сберегательных организаций, купленные мною по дешевке в те времена, когда они были недооценены. Эти акции показали отличные результаты, и я все еще держу кое-какие из них. (При продаже долгосрочных акций-победителей вы попадаете в медвежьи объятия Службы внутренних доходов США, которая взимает 20%-ный налог на доход.) У меня также есть акции ряда растущих компаний, которые я держу с 1980-х гг., а некоторые — с 1970-х. Эти компании по-прежнему процветают, тем не менее цены на их акции остаются разумными. Помимо этого у меня есть целый букет акций компаний-неудачниц, которые торгуются сейчас значительно дешевле, чем когда я их покупал.

Я не расстаюсь с ними вовсе не из-за упрямства или ностальгии. Я держу их потому, что у этих компаний финансы в порядке и до сих пор есть перспективы.

Неудачники напоминают мне о важном моменте: совсем не обязательно зарабатывать деньги на каждой компании, которую вы выбираете. По моему опыту, если в десятке есть шесть победителей, портфель дает вполне удовлетворительный результат. Почему? Размер убытков ограничен суммой, которую вы вложили в акции (ниже нуля цена не опустится), в то время как прибыль не имеет ограничителей. Вложив 1000 долл. в акции компании-неудачницы, вы в худшем случае потеряете эту тысячу. Вложив 1000 долл. в акции победителя, за несколько лет можно заработать 10 000, 15 000, 20 000 долл., а то и больше. Все, что нужно для инвестиционного успеха на протяжении всей вашей жизни, — это несколько крупных победителей, плюсы от владения которыми компенсируют все минусы неработающих акций.

Позвольте привести последние данные об акциях двух компаний, которых нет в моем инвестиционном портфеле, но о которых я пишу в этой книге: Bethlehem Steel и General Electric. Их пример очень показателен. Цена акций компании Bethlehem, стареющей голубой фишки, падает с 1960 г. Оказывается, известная традиционная компания может принести инвесторам такое же разочарование, как и рискованное начинающее предприятие. Компания Bethlehem, бывшая некогда символом американской мощи, продолжает разочаровывать. Ее акции, которые в 1958 г. шли по 60 долл., к 1989 г. упали до 17 долл., оставив в убытке и лояльных акционеров, и спекулянтов, которые думали, что совершили выгодную сделку. После 1989 г. курс акций продолжил снижение и стал выражаться однозначными числами, наглядно продемонстрировав, что дешевые акции могут стать еще дешевле. Возможно, Bethlehem Steel еще поднимется, но это, скорее, область пожеланий, а не инвестиций.

В одной из телепередач я рекомендовал акции General Electric (акции которой с тех пор уже стали десятикратником), но в книге я говорю о том, что, учитывая размер GE (рыночная стоимость 39 млрд долл., годовая прибыль 3 млрд долл.), компании сложно обеспечить быстрый прирост прибыли. Однако акции этой компании выросли больше, чем я предполагал. Несмотря ни на что, под мудрым руководством Джека Уэлча прибыль этой корпоративной громады стала быстро расти. Уэлч, объявивший недавно о выходе в отставку, расшевелил многочисленные подразделения компании, вывел их на рекордные результаты, а избыточные денежные средства использовал для приобретения новых предприятий и выкупа акций. Триумф GE в 1990-х гг. показывает, как важно проявлять терпение в отношении компаний.

Выкуп компаниями собственных акций приводит к еще одному важному изменению на рынке: дивиденды становятся редким явлением. Я рассматриваю значение этого фактора в главе 13, однако похоже, что этот старый метод вознаграждения акционеров ждет та же судьба, что и черноногого хорька, занесенного в Красную книгу. Негативная сторона исчезновения дивидендов состоит в том, что с ними исчезают рассылаемые по почте чеки, которые приносят инвесторам регулярный доход и служат стимулом держать акции в периоды, когда нет прироста капитала. Тем не менее в 1999 г. дивидендный доход от акций 500 компаний, входящих в индекс S&P 500, достиг исторического минимума со времен Второй мировой войны и составил около 1%.

Да, процентные ставки сегодня ниже, чем в 1989 г., так что понижения доходности облигаций и дивидендного дохода следовало ожидать. При росте цен на акции дивидендный доход, естественно, уменьшается. (Если на акцию стоимостью 50 долл. выплачивается дивиденд в размере 5 долл., то дивидендный доход составляет 10%. Когда цена акции достигает 100 долл., то дивидендный доход падает до 5%.) Между тем компании не повышают размеры дивидендов в той мере, в какой они делали это раньше.

«Необычно то, — говорилось в газете The New York Times (7 октября 1999 г.), — что экономика в целом находится в столь хорошей форме, а компании все с большим нежеланием идут на повышение дивидендов». Еще совсем недавно регулярное повышение дивидендов зрелой и жизнеспособной компанией считалось признаком процветания. Снижение уровня дивидендов или неспособность увеличить их сигнализировали о проблемах. В последнее время жизнеспособные компании предпочитают не платить дивиденды, а использовать средства для выкупа собственных акций по примеру GE. Сокращение количества акций в обращении увеличивает размер прибыли на акцию, от чего в конечном итоге выигрывают акционеры, хотя для реализации выгоды они должны продать свои акции.

Если кто-то и несет ответственность за исчезновение дивидендов, то это американское правительство, которое облагает налогами сначала корпоративную прибыль, затем —

корпоративные дивиденды в связи с образованием так называемого нереализованного дохода. Чтобы помочь своим акционерам избежать двойного налогообложения, компании отказались от выплаты дивидендов в пользу стратегии выкупа собственных акций и, как следствие, роста цен на акции. При продаже акций акционеры должны уплатить более высокий налог на прирост капитала, однако налог на долгосрочный прирост капитала в два раза ниже обычного подоходного налога.

Выступая на тему о долгосрочных выгодах в течение одиннадцати лет, я обычно прошу поднять руки тех, кто является долгосрочным инвестором в акции. Результат всегда один: долгосрочными инвесторами считают себя все, включая присутствующих внутридневных трейдеров, которые на пару часов отвлеклись от своей работы. Долгосрочное инвестирование стало настолько популярным, что легче признать себя наркоманом, чем краткосрочным инвестором.

Информация о фондовом рынке перешла из категории труднодоступной (в 1970-х и начале 1980-х гг.) в категорию легкодоступной (в конце 1980-х), а затем и такой, от которой невозможно спрятаться. За финансовой погодой следят столь же пристально, как и за погодой на улице: пики, падения, минимумы, нестабильность и бесконечные спекуляции о том, что будет дальше и что с этим делать. Людям рекомендуют исходить из долгосрочной перспективы, но поток комментариев по поводу малейших изменений конъюнктуры заставляет их нервничать и концентрировать внимание на краткосрочной перспективе. На это трудно не отреагировать. Будь у инвесторов способ избавиться от новостной одержимости и проверять цены на акции примерно раз в полгода, подобно тому, как проверяют масло в автомобиле, они могли бы спать более спокойно.

На свете нет более убежденного приверженца долгосрочного инвестирования, чем я, но мне прекрасно известно, что легче учить, чем следовать учению. Тем не менее наше поколение инвесторов верило в эту стратегию и придерживалось ее, несмотря на все изменения, о которых я говорил. Судя по количеству заявок на погашение инвестиционных паев в фонде Fidelity Magellan, где я работал, клиенты были настроены исключительно благодушно. Лишь небольшая часть клиентов изъяла свои средства в период медвежьего рынка 1990 г., связанного с действиями Саддама Хусейна.

Активность внутридневных трейдеров и некоторых профессиональных менеджеров хедж-фондов привела к тому, что акции теперь переходят из рук в руки с невероятной быстротой. В 1989 г. торговая сессия на нью-йоркской бирже, во время которой осуществлялись сделки с 300 млн акций, считалась безумной. Сегодня такая торговля квалифицируется как вялая, а сделки с 800 млн акций рассматриваются как средний уровень. Только ли внутридневные трейдеры стали причиной встряски г-на Рынка? Имеет ли к этому отношение активизация торговли фондовыми индексами? Какой бы ни была причина (лично я считаю внутридневных трейдеров главным фактором), частые торговые операции сделали фондовый рынок более волатильным. Десятилетие назад изменение цен на акции в течение торговой сессии более чем на 1% было редкостью. В настоящее время это случается несколько раз в месяц.

Кстати, шансы на то, что внутридневная торговля даст вам возможность зарабатывать на жизнь, примерно такие же, как и шансы зарабатывать на скачках, блек-джеке или видеопокере. В действительности я считаю внутридневную торговлю чем-то вроде домашнего казино. Его недостаток — возня с бумагами. При 20 сделках в день вы получите 5000 сделок в год, каждую из которых необходимо задокументировать, разнести по счетам и внести в налоговую декларацию. Так что внутридневная торговля — это домашнее казино, обеспечивающее работой массу бухгалтеров.

Тот, кому нужно узнать, как вели себя акции в тот или иной день, интересуется индексом Dow Jones при закрытии торговой сессии. Для меня интереснее информация о том, акции скольких компаний выросли, а скольких упали. Значения показателя «рост-падение» дают более реалистичную картину. Они очень точно отражали действительность в условиях недавнего исключительного состояния рынка, когда акции лишь некоторых компаний активно росли, а акции большинства компаний ползли вниз. Те инвесторы, которые покупают акции «недооцененных» мелких или средних компаний, были наказаны за свою расчетливость. Люди удивляются: «Почему индекс S&P 500 вырос на 20%, а мои акции упали в цене?» А дело в том, что акции нескольких крупных компаний, входящих в индекс, тянут вверх усредненные показатели.

Так, в 1998 г. S&P 500 вырос на 28%, но более глубокий анализ показывает, что 50 самых крупных компаний индекса поднялись на 40%, в то время как остальные 450 компаний едва



сдвинулись с места. На рынке NASDAQ, являющемся домом родным для интернет-компаний и их окружения, с десятков крупнейших игроков стали победителями, а все прочие оказались неудачниками. История повторилась в 1999 г., когда группа победителей искажила средние показатели и затенила многочисленных неудачников. Акции более 1500 компаний, торгуемые на Нью-Йоркской фондовой бирже, тогда подешевели. Такое разделение на две неравные группы беспрецедентно. Кстати, мы привыкли считать, что в индексе S&P 500 доминируют компании-гиганты, а рынок NASDAQ — прибежище мелкой рыбешки. Так вот, к концу 1990-х гг. гиганты NASDAQ (Intel, Cisco и горстка других компаний) имели большее влияние на индекс, чем гиганты S&P 500.

Одной из отраслей, изобилующих небольшими компаниями, является биотехнология. Я всегда испытывал антипатию к хай-теку и как-то раз в шутку нарисовал такой портрет типичной биотехнологической компании: 100 млн долл. от выпуска акций, 100 обладателей степени доктора философии, 99 микроскопов и нулевой доход. Однако последние события заставляют меня замолвить слово за биотехнологическую отрасль. Нет, я вовсе не хочу сказать, что непрофессиональные инвесторы должны срочно переключиться на акции биотехнологических компаний, но биотехнология может сыграть в новом веке такую же роль, какую в прошлом веке сыграла электроника. Сегодня уже немало компаний в этой сфере имеют выручку, около трех десятков показывают прибыль и еще полсотни готовы выйти на этот уровень. Компания Amgen стала настоящей голубой фишкой в биотехнологии с прибылью более 1 млрд долл. Какой-нибудь из многочисленных биотехнологических взаимных фондов вполне может стать хорошим долгосрочным вложением части ваших средств.

Обозреватели фондового рынка заполнили эфир и страницы журналов сравнениями сегодняшней ситуации с тем, что было раньше: «Это во многом похоже на 1962 г.», «Это напоминает мне 1981 г.» или «Мы снова на пороге 1929 г.». В последнее время стало преобладать сравнение с началом 1970-х гг., когда акции мелких компаний подешевели, а акции более крупных (особенно 50 наиболее популярных акций) продолжали расти. Затем в период медвежьего рынка 1972–1974 гг. цена этих 50 акций упала на 50–80%! Такое падение опровергло теорию о том, что на большие компании медвежий рынок не оказывает влияния.

Если бы у вас были акции из числа этих 50 и вы держали их в течение 25 лет (допустим, вы жили на необитаемом острове без радио, телевизоров и газет, которые рекомендовали избавиться от этих акций навсегда), то результат оказался бы неплохим. Хотя на это ушло порядка 30 лет, упомянутые 50 акций не только восстановились, но и выросли. К середине 1990-х гг. портфель из них догнал и превзошел по суммарной доходности индексы Dow Jones и S&P 500. Даже если вы приобрели эти акции по заоблачным ценам 1972 г., ваш выбор все равно был оправдан.

Итак, у нас есть акции 50 крупнейших компаний, цены на которые, по словам скептиков, «слишком высоки, чтобы по ним покупать». Упадут ли нынешние 50 в той же мере, что и те, которые в пожарном порядке сбрасывались в 1973–1974 гг., — кто знает? История учит нас, что коррекции на рынке (снижение цен на 10% и более) происходят раз в пару лет и что медвежьи рынки (понижение цен на 20% и более) бывают раз в шесть лет. Серьезные медвежьи рынки (снижение цен на 30% и более) наблюдались пять раз после экстраординарных событий 1929–1932 гг. Глупо думать, что медвежьих рынков больше не будет, а потому не стоит покупать акции и паи взаимных фондов на деньги, которые понадобятся в ближайшие 12 месяцев для оплаты обучения, свадебного банкета или чего-нибудь еще. Вряд ли кого обрадует перспектива продажи акций в условиях падающего рынка для того, чтобы набрать нужную сумму. Если вы долгосрочный инвестор, время на вашей стороне.

Даже на бычьем рынке время от времени случаются обвалы. Когда я работал над этой книгой, цены на акции только что выправились после обвала 1987 г. Самый серьезный рыночный спад за 50 лет совпал с моим отпуском в Ирландии, куда я поехал поиграть в гольф. Мне потребовалось съездить туда еще раз 9 или 10 (мы купили дом в Ирландии), прежде чем я убедился, что мое появление на ирландской земле не вызывает очередной волны паники. Не очень комфортно я чувствовал себя и при посещении Израиля, Индонезии и Индии. Меня всегда нервировали поездки в страны, названия которых начинаются на «И». Но я все же дважды побывал в Израиле, дважды в Индии и один раз в Индонезии, и ничего не случилось.

Пока что 1987 г. не повторялся, но медвежий рынок наблюдался в 1990 г., когда я оставил должность управляющего фондом Fidelity Magellan Fund. Хотя спад 1987 г. напугал многих (35%-ное падение цен на акции за два дня вполне может это сделать), с моей точки зрения,

ситуация 1990 г. была хуже. Почему? В 1987 г. экономика шла на подъем, наши банки были платежеспособны, так что фундаментальные показатели были позитивными. В 1990 г. страна скатилась в рецессию, крупнейшие банки подошли к последней черте и мы готовились к войне с Ираком. Но вскоре война закончилась победой, рецессия была преодолена, банки пришли в себя, а фондовый рынок начал величайшее восхождение в современной истории. Ближе к нашим дням мы были свидетелями 10%-ного снижения основных фондовых индексов весной 1996 г., летом 1997 г. и 1998 г. и осенью 1999 г. Август 1998 г. был отмечен понижением индекса S&P 500 на 14,5% и стал вторым наихудшим месяцем со времен Второй мировой войны. Спустя девять месяцев фондовый рынок вновь оживился, а S&P 500 вырос более чем на 50%.

Зачем я все это перечисляю? Было бы замечательно избегать спадов, вовремя сбрасывая акции, но никто еще не научился предсказывать их. Более того, избавившись от акций и увернувшись от спада, можно пропустить следующий подъем. Вот яркая иллюстрация. Если бы вы вложили 100 000 долл. в акции 1 июля 1994 г. и держали их в течение пяти лет, то ваши 100 000 превратились бы в 341 722 долл. Но стоит сбросить акции хотя бы на 30 дней в течение этого периода — 30 дней наибольшего роста курсов — и ваши 100 000 долл. превращаются в разочаровывающие 153 792 долл. Постоянное присутствие на рынке повышает доход более чем в два раза.

Как сказал однажды один очень успешный инвестор: «Медвежий аргумент всегда звучит умнее». Вы можете найти убедительные причины для продажи акций в каждой утренней газете или в каждом выпуске вечерних новостей. Когда книга «Метод Питера Линча» стала бестселлером, в бестселлер превратилась и книга Рави Батра «Великая депрессия 1990 г.». Некролог этому бычьему рынку писали бесчисленное число раз со времени его начала в 1982 г. Среди вероятных причин указывались такие, как слабость экономики Японии, дефицит в торговле США с Китаем и другими странами мира, крах рынка облигаций в 1994 г., крах развивающихся рынков в 1997 г., глобальное потепление, озоновые дыры, дефляция, война в Персидском заливе, потребительский долг и проблема 2000 г. В первый день нового года оказалось, что проблема 2000 г. была самым раздутым страхом со времени выхода на экраны последнего фильма о Годзилле.

«Акции переоценены» — этот объединяющий всех медведей лозунг мы слышим уже несколько лет. По мнению одних, акции были слишком дорогими в 1989 г., когда индекс Dow Jones составлял 2600. По мнению других, цены выглядели непомерными в 1992 г., когда Dow Jones превышал 3000. Целый хор скептиков появился в 1995 г., когда Dow Jones перевалил за 4000. Рано или поздно мы столкнемся с очередным серьезным медвежьим рынком, но даже при резком сбрасывании 40% всех акций цены останутся намного выше уровня, при котором всякого рода знатоки призывают инвесторов распродавать акции из своих инвестиционных портфелей. Как я уже не раз говорил, «нельзя отрицать такое явление, как переоцененный рынок, но волноваться по этому поводу совершенно не стоит».

Часто говорят, что бычий рынок должен снижать уровень обеспокоенности, однако поводов для беспокойства меньше не становится. В последнее время мы постоянно тревожились по поводу самых безумных страхов: Третьей мировой войны, биологического Армагеддона, ядерного оружия у государств-изгоев, таяния полярных льдов, столкновения Земли с метеоритом и т.д. Между тем на наших глазах произошел целый ряд выгодных нам событий: падение коммунистических режимов, профицит федерального бюджета и бюджетов штатов, создание 17 млн новых рабочих мест в 1990-х гг., что с лихвой компенсировало широко освещаемые в прессе сокращения, проводимые крупными компаниями. Конечно, увольнения болезненно ударили по тем, кого они коснулись, но миллионы высвободившихся работников перешли на интересную и продуктивную работу в быстро растущие малые предприятия.

Этот удивительный по своему размаху процесс создания рабочих мест не получил должного освещения. Америка демонстрирует самый низкий уровень безработицы за последние полвека, в то время как в Европе от безработицы страдают широкие слои населения. Крупные европейские компании тоже ступили на путь сокращений, но в Европе не хватает мелкого бизнеса, который может поглотить избыток рабочей силы. Там более высокий уровень сбережений, чем у нашего населения, граждане более образованны, и, тем не менее, уровень безработицы в два раза превышает американский. А вот еще один удивительный факт: в конце 1999 г. в Европе работу имели меньше людей, чем в конце предыдущего десятилетия.

Основная мысль проста и не теряет своего значения. Акции — это не лотерейные билеты. За каждой акцией стоит компания. Компании работают лучше или хуже. Если компания работает

хуже, чем раньше, то цена на ее акции падает. Если компания работает лучше, цена на акцию растет. Если вы держите акции хороших компаний, прибыль которых продолжает увеличиваться, вам обеспечен успех. Со времен Второй мировой войны корпоративные прибыли выросли в 55 раз, а фондовый рынок поднялся в 60 раз. Даже четыре локальных войны, девять рецессий, восемь президентов и один импичмент ничего не изменили.

В таблице приведены названия 20 компаний, входивших в список 100 компаний-победителей американского фондового рынка в 1990-х гг. В левой колонке показан рейтинг компаний по совокупному годовому доходу на вложенный доллар. Многие высокотехнологичные компании (вроде Helix, Photronics, Siliconix и Theragenics) я опустил, потому что хотел показать только те инвестиционные возможности, которые может заметить, оценить и использовать среднестатистический инвестор. Самой успешной из компаний-победителей стала Dell Computer. Кто не слышал о Dell? Каждый мог обратить внимание на быстро растущий объем продаж Dell и популярность ее продуктов. Тот, кто купил акции достаточно рано, получил в награду 889-кратный рост их курса: 10 000 долл., вложенные в Dell на заре ее становления, превратились в состояние, равное 8,9 млн долл. Совсем необязательно разбираться в компьютерах, чтобы увидеть перспективы Dell, Microsoft или Intel (каждый новый компьютер выпускался с наклейкой Intel inside). Не нужно быть и инженером-генетиком, чтобы заметить Amgen, которая превратилась из исследовательской лаборатории в производителя двух самых продаваемых лекарственных препаратов.

Schwab? Успех этой компании трудно было пропустить. Home Depot? Она все время сохраняла высокие темпы роста и на протяжении двух десятилетий не покидала список 100 наиболее успешных компаний. Harley-Davidson? Все эти юристы, доктора и стоматологи, которые по выходным дням превращались в байкеров, были настоящим подарком для Harley. Lowe's? Та же история, что и с Home Depot. Кто мог представить, что одна и та же приземленная отрасль породит две огромные компании. Paychex? Малые предприятия со всей страны избавлялись от головной боли, поручая расчет заработной платы компании Paychex. Моя жена Кэролин привлекала Paychex к работе с нашим семейным фондом, но я не среагировал и не купил акции этой компании.

Несколько самых прибыльных компаний десятилетия (как это было и раньше) пришли из старомодного розничного бизнеса. The Gap, Best Buy, Staples, Dollar General — это все мегапобедители с грамотным руководством, что в первую очередь ощутили миллионы покупателей. Два небольших банка, входящих в список, лишний раз доказывают, что большие победители могут быть в любой отрасли, даже в скучном и медленно растущем банковском бизнесе. Мой совет на следующее десятилетие таков: ищите компании, цена на акции которых завтра возрастет многократно. Шансы найти такую компанию довольно высоки.

Питер Линч

### ДВАДЦАТЬ АМЕРИКАНСКИХ КОМПАНИЙ-ПОБЕДИТЕЛЕЙ В 1990-х гг.

| Рейтинг по совокупной доходности акций | Биржевой символ | Название компании       | Вид бизнеса                                     | 10 000 долларов, вложенные в акции в конце 1989 г., принесли к концу 1999 г. доход, долл. |
|--|-----------------|-------------------------|---|---|
| 1                                      | DELL            | Dell Computer           | Компьютеры                                      | 8,9 млн   |
| 6                                      | CCU             | Clear Channel Comm.     | Радиостанции                                    | 8,1 млн   |
| 9                                      | BBY             | Best Buy                | Розничная торговля                              | 995 000   |
| 10                                     | MSFT            | Microsoft               | Технологии                                      | 960 000   |
| 13                                     | SCH             | Charles Schwab          | Дисконтный брокер                               | 827 000   |
| 14                                     | NBTY            | NBTY                    | Витамины, пищевые добавки                       | 782 000   |
| 20                                     | WCOM            | MCI Worldcom            | Коммуникации                                    | 694 000   |
| 21                                     | AMGN            | Amgen                   | Биотехнологии                                   | 576 000   |
| 30                                     | PPD             | Prepaid Legal Services  | Адвокатские услуги                              | 416 000   |
| 33                                     | INTC            | Intel                   | Компьютерные чипы                               | 372 000   |
| 34                                     | HD              | Home Depot              | Строительные материалы и инструменты для дома   | 370 000   |
| 40                                     | PAYX            | Paychex                 | Услуги по расчету заработной платы              | 340 000   |
| 46                                     | DG              | Dollar General          | Дисконтная розничная торговля                   | 270 000   |
| 49                                     | HDI             | Harley-Davidson         | Мотоциклы                                       | 251 000   |
| 52                                     | GPS             | Gap                     | Розничная торговля одеждой                      | 232 000   |
| 69                                     | SPLS            | Staples                 | Канцелярские товары и принадлежности для офисов | 186 000   |
| 75                                     | WBPR            | Westernbank/Puerto Rico | Банковская деятельность                         | 170 000   |
| 77                                     | MDT             | Medtronic               | Медицинское оборудование                        | 168 000   |
| 82                                     | ZION            | Zion's Bancorp          | Банковская деятельность                         | 161 000   |
| 87                                     | LOW             | Lowe's Companies        | Строительные материалы и инструменты для дома   | 152 000   |

\* В список не включены компании, которые были приобретены другими компаниями.

Источник: Ned Davis Research

## Пролог: заметки из Ирландии

В наше время невозможно говорить о фондовом рынке, не коснувшись событий 16–20 октября 1987 г. Для меня это была одна из самых необычных недель в жизни. Лишь год спустя, немного отстранившись, я начал выделять в беспрецедентной шумихе подлинно ценные моменты, значение которых не уменьшается с течением времени. То, о чем не следует забывать, мне вспоминается так.

- В пятницу 16 октября мы с Кэролин, моей женой, отлично провели время, разъезжая на автомобиле по дорогам графства Корк, Ирландия. Я редко беру отпуск, а уж путешествие для меня экстраординарное событие.
- Мне даже не попался на глаза офис какой-нибудь публичной компании, в который можно заглянуть. Обычно я готов сделать крюк в 100 миль, лишь бы получить из первых рук информацию об объемах продаж, уровне запасов и прибыли, но в этот раз казалось, что в радиусе 250 миль не существует ни отчетов S&P, ни бухгалтерских балансов.
- Мы отправились в замок Бларни с его легендарным камнем, дарующим красноречие тому, кто его поцелует. Этот камень вмурован в парапет на головокружительной высоте. Чтобы добраться до него, нужно лечь на спину и, прогнувшись назад над зияющим проемом, ухватиться за металлические поручни. Целование камня красноречия, как и обещают, производит неизгладимое впечатление, особенно то, что удалось выбраться живым.
- Мы приходили в себя после камня красноречия целый уик-энд — играли в гольф в субботу в Уотервилле и в воскресенье в Дуксе, прокатились на машине по красивейшему круизному маршруту «Кольцо Керри».
- В понедельник 19 октября передо мной стояла трудная задача, требовавшая предельной сосредоточенности и выдержки, — 18 лунок поля для гольфа Killeen в Килларни, одной из самых сложных площадок мира.
- Погрузив клюшки для гольфа в машину, мы с Кэролин отправились на полуостров Дингл на одноименный морской курорт, где поселились в гостинице Sceilig Hotel. Наверно, я очень устал и до конца дня не выходил из номера.
- В тот вечер мы ужинали с друзьями, Элизабет и Питером Каллери, в знаменитом ресторане Doyle's, где подают морепродукты. На следующий день, 20-го числа, мы улетели домой.

## НЕПРИЯТНЫЕ МЕЛОЧИ

Конечно, были и мелкие неприятности. Оглядываясь назад, понимаешь, что они вряд ли заслуживают упоминания. В воспоминаниях должна оставаться Сикстинская капелла, а не мозоли, натертые во время экскурсии по Ватикану. Но раз уж я взялся за детальное изложение, скажу и том, что беспокоило меня в то время.

- В четверг, когда мы отправились в Ирландию по окончании рабочего дня, Dow Jones упал на 48 пунктов, а в пятницу, когда мы прибыли на место, еще на 108,36 пункта. Это заставило меня усомниться в правильности выбора момента для отпуска.
- Я думал об индексе Dow Jones, а не о камне красноречия даже в тот момент, когда целовал его. На протяжении уик-энда между раундами игры в гольф я искал телефоны, связывался со своим офисом и договаривался о том, какие акции продавать, а какие покупать, если падение рынка продолжится.
- В понедельник, когда я играл в гольф в клубе Killeen в Килларни, Dow Jones упал еще на 508 пунктов.

Благодаря разнице во времени игра закончилась за несколько часов до того, как на Уолл-стрит прозвенел звонок, открывающий торги, иначе я бы играл в тот день еще хуже. Ощущение приближающегося конца света не покидало меня с пятницы. Пожалуй, именно поэтому я играл хуже обычного, хотя у меня и в нормальных условиях это получается ужасно, и даже забыл результат игры. В память зато врезался другой результат — то, что за одну торговую сессию миллион пайщиков фонда Magellan Fund потерял 18% стоимости своих активов, или 2 млрд долл.

Я был настолько поглощен этой неприятностью, что не видел ничего вокруг по пути в Дингл. С таким же успехом я мог ехать по Сорок Второй улице или Бродвею.

Я вовсе не проспал до конца дня в гостинице, как могло показаться. Нет, я разговаривал по телефону с головным офисом и решал, какие из 1500 акций портфеля моего фонда нужно продать, чтобы денег хватило для погашения необычно большого количества изымаемых паев. Запас наличности был вполне достаточен для работы в обычных условиях, но мал для ситуации, сложившейся в понедельник 19 октября. Был момент, когда казалось, что мы на пороге чего-то ужасного — светопреставления, глубочайшей депрессии или как минимум краха Уолл-стрит.

Мы с коллегами продавали все, что только можно. Прежде всего акции некоторых британских компаний на лондонском рынке. В понедельник утром уровень цен в Лондоне был выше, чем в США, благодаря небывалому урагану, из-за которого лондонская биржа не работала в пятницу и избежала серьезного падения цен. Затем — акции американских компаний в Нью-Йорке, в основном в начале торговой сессии, когда Dow Jones лишился только 150 из 508 пунктов, потерянных в тот день.

После ужина в ресторане Doyle's, если бы меня спросили, я не смог бы сказать, что нам подавали. Когда ваш взаимный фонд теряет сумму, равную ВВП небольшого островного государства, вам не до разницы во вкусах трески и креветки.

Домой мы вернулись 20-го, потому что произошедшее настоятельно требовало моего присутствия в офисе. Я увидел именно то, к чему себя и готовил. Честно говоря, все это меня сильно расстроило.

## УРОКИ ОКТЯБРЯ

Я всегда считал, что инвесторы не должны обращать внимания на взлеты и падения рынка. К счастью, большинство из них именно так и поступили. Лишь 3% держателей счетов в Fidelity Magellan поддались панике и перебросили свои средства в фонды денежного рынка в течение той недели. Паническая продажа всегда дешевая продажа.

Даже если события 19 октября и заставили вас понервничать, не стоило продавать акции тут же и даже на следующий день. Можно было постепенно сокращать портфель акций и выйти из переделки с лучшими результатами, чем у тех, кто поддался панике, хотя бы потому, что, начиная с декабря, рынок стабильно рос. К июню 1988 г. он отыграл 400 пунктов и таким образом компенсировал более 23% потерь от спада.

К многочисленным урокам, которые преподал нам октябрь, я могу добавить еще три: 1) не позволяйте неприятностям уничтожить хороший инвестиционный портфель; 2) не позволяйте неприятностям испортить хороший отпуск; 3) никогда не уезжайте за границу, если у вас недостаточно денег.

Деталей, о которых я могу говорить без конца, хватило бы на несколько глав, но, думаю, не стоит тратить ваше время понапрасну. Я предпочитаю писать о более полезных вещах, в частности о том, как отыскать самые лучшие компании. Не важно, насколько падает рынок — на 508 пунктов или на 108, в конечном итоге побеждают именно лучшие компании, а вот средненькие терпят неудачу.

И все-таки если я вспомню, что именно нам подавали в тот день в ресторане Doyle's, то обязательно сообщу вам.

## **Введение: преимущества «глупых» денег**

С одной стороны, я, профессиональный инвестор, обещаю читателю поделиться с ним секретами своего успеха. Но с другой стороны, главная идея моей книги звучит так: «Хватит слушать профессионалов!» Двадцать лет работы в этом бизнесе убедили меня в том, что самый обычный человек, который использует свои умственные способности лишь на 3%, может подбирать акции для своего инвестиционного портфеля не хуже среднего эксперта с Уолл-стрит.

Вряд ли вы ждете, чтобы пластический хирург решил за вас, нужна ли вам подтяжка лица, сантехник — нужен ли вам бак для горячей воды, а парикмахер — нужно ли вам подровнять челку. Мы же говорим не о таких специальных областях, как хирургия, сантехника или парикмахерское дело, а об инвестировании, где «умные» деньги не настолько умны, а «глупые» не настолько глупы, как принято думать. «Глупые» деньги ведут себя глупо лишь тогда, когда они прислушиваются к советам «умных».

На самом деле инвестор-любитель имеет целый ряд преимуществ, которые, если их использовать, позволяют превзойти экспертов и даже рынок в целом. Более того, когда вы сами подбираете акции, вам просто необходимо превзойти экспертов. Иначе зачем все затевать?

Нет, я не собираюсь советовать вам продать все паи во взаимных фондах. Случись такое в массовом порядке, я остался бы без работы. Кроме того, ничего плохого во взаимных фондах нет, особенно в тех, что приносят инвестору доход. Без ложной скромности скажу, что миллионы инвесторов-любителей щедро вознаграждены за вложения в FidelityMagellan. Именно поэтому мне предложили написать эту книгу. Взаимные фонды — замечательное изобретение для людей, у которых нет ни времени, ни желания экспериментировать на фондовом рынке, а также для людей со скромными средствами, которые стремятся к диверсификации вложений.

Если вы решили заняться инвестициями на свой страх и риск, вам придется все делать самостоятельно. Иными словами, вы не должны обращать внимания на «списки хитов», рекомендации брокерских фирм и предложения под заголовком «Не упустите свой шанс» из ваших любимых информационных бюллетеней. Вы не должны также обращать внимания на то, что покупает Питер Линч или любой другой авторитет.

Существует как минимум три причины, по которым не следует обращать внимания на Питера Линча. Во-первых, он может ошибаться! (Длинный список убыточных акций из моего инвестиционного портфеля постоянно напоминает мне о том, что так называемые «умные» деньги, инвестируемые профессионалами, предельно глупы примерно в 40% случаев.) Во-вторых, даже если он и прав, вам никогда не узнать, когда его мнение изменилось и он продал эти акции. И в-третьих, у вас есть источники информации получше, которые всегда рядом с вами. А лучше они тем, что вы можете постоянно следить за ними, так же как и я слежу за своими.

Если вы будете чуть внимательнее к окружающему, то сможете обнаружить чрезвычайно прибыльные акции прямо на своем рабочем месте или в соседнем торговом центре, причем задолго до того, как их разглядит Уолл-стрит. Невозможно представить себе американского потребителя, пользующегося кредитными картами, который хотя бы десяток раз не проводил фундаментальный анализ компаний, а если вы имеете отношение к соответствующей отрасли, то совсем хорошо. Именно так вы сможете отыскать акции, стоимость которых возрастет в десять раз и более. С высоты своего положения в Fidelity я не раз и не два наблюдал это.

## **ЭТИ ЗАМЕЧАТЕЛЬНЫЕДЕСЯТИКРАТНИКИ**

На жаргоне Уолл-стрит десятикратником называются акции, на которых вы заработали в десять раз больше денег, чем вложили. Я подозреваю, что этот технический термин был заимствован из бейсбола, но там случается только четырехкратник, или хоум-ран. В моем бизнесе четырехкратник — это хорошо, но десятикратник является финансовым эквивалентом двух хоум-ранов и одного дубля. Если у вас когда-либо был десятикратник на фондовом рынке, вы знаете, какое приятное волнение это вызывает.

Страсть к зарабатыванию в десять раз больше, чем я вложил, проявилась у меня в самом начале инвестиционной карьеры. Первые акции, которые я купил, — акции компании Flying Tiger Airlines — оказались многократником, благодаря которому я смог закончить аспирантуру. В последние десять лет появление пятикратников, десятикратников и, изредка, двадцатикратников не раз помогало моему фонду обойти конкурентов, а в моем инвестиционном портфеле акции 1400 компаний. В небольшом портфеле даже один из таких передовиков может превратить безнадежное дело в прибыльное. Эффект просто удивителен.

Более всего он потрясает в условиях слабых фондовых рынков. Десятикратники встречаются и на слабых рынках! Вернемся в 1980 г., когда до заката великого бычьего рынка оставалось два года. Представьте себе, что 22 декабря 1980 г. вы вложили 10 000 долл. в акции указанных ниже десяти компаний и держали их до 4 октября 1983 г. Это стратегия А. Стратегия В отличается от нее лишь одним, а именно тем, что вы добавляете в портфель акции одиннадцатой компании, Stop & Shop, которые оказываются десятикратником.

Стратегия А превращает ваши 10 000 долл. в 13 040 долл., т.е. обеспечивает заурядную суммарную доходность на уровне 30,4% практически за трехлетний период (доходность индекса S&P 500 за тот же период составила 40,6%). Не исключено, что, посмотрев на это, вы скажете: «И почему я не обратился к профессионалам?» Но стоит добавить в портфель акции компании Stop & Shop, и ваши 10 000 долл. превращаются в 21 060 долл., обеспечивая суммарную доходность на уровне 110,6% и возможность похвастаться на Уолл-стрит.

| Стратегия А                                |                                |                                |                 |
|--|--------------------------------|--------------------------------|-----------------|
|  | Цена покупки,<br>долл.         | Цена продажи,<br>долл.         | Изменение,<br>% |
| Bethlehem Steel                            | 25 <sup>1</sup> / <sub>8</sub> | 23 <sup>1</sup> / <sub>8</sub> | -8,0            |
| Coca-Cola                                  | 32 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> | 52 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> | +60,3           |
| General Motors                             | 46 <sup>7</sup> / <sub>8</sub> | 74 <sup>3</sup> / <sub>8</sub> | +58,7           |
| W. R. Grace                                | 53 <sup>7</sup> / <sub>8</sub> | 48 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> | -9,5            |
| Kellogg                                    | 18 <sup>3</sup> / <sub>8</sub> | 29 <sup>7</sup> / <sub>8</sub> | +62,6           |
| Mfrs. Hanover                              | 33                             | 39 <sup>1</sup> / <sub>8</sub> | +18,5           |
| Merck                                      | 80                             | 98 <sup>1</sup> / <sub>8</sub> | +22,7           |
| Owens Corning                              | 26 <sup>7</sup> / <sub>8</sub> | 35 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> | +33,0           |
| Phelps Dodge                               | 39 <sup>5</sup> / <sub>8</sub> | 24 <sup>1</sup> / <sub>4</sub> | -38,8           |
| Schlumberger<br>(с учетом дробления акций) | 81 <sup>7</sup> / <sub>8</sub> | 51 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> | -36,8           |
|  |                                |                                | +162,7          |
| <b>Стратегия В — все то же самое плюс:</b> |                                |                                |                 |
| Stop & Shop                                | 6                              | 60                             | +900,0          |

Более того, если бы вы продолжали покупать акции Stop & Shop по мере улучшения перспектив компании, ваш совокупный доход мог бы еще удвоиться.

Для того чтобы обеспечить такие впечатляющие результаты, нужно было всего-то добавить одного крупного победителя к десяти рядовым компаниям. Чем точнее вы угадаете его, тем сильнее вы можете ошибаться в отношении всех остальных и все же одержать победу как инвестор.

## ЯБЛОКИ И ПОНЧИКИ

Может сложиться впечатление, что десятикратники встречаются только среди дешевых акций непонятных компаний вроде Braino Biofeedback или Cosmic R and D, т.е. среди акций, которых разумные инвесторы избегают. На самом деле десятикратников немало среди известных компаний. В их числе Dunkin' Donuts, Wal-Mart, Toys «R» Us, Stop & Shop и Subaru. Их продуктами вы восхищаетесь и пользуетесь, взять хотя бы автомобили Subaru. Кто бы мог подумать, что покупка вместе с автомобилем еще и акций компании могла сделать вас миллионером?

И тем не менее это так. Есть, правда, несколько условий. Во-первых, вы должны были купить акции в момент наиболее низких цен на них, составлявших в 1977 г. 2 долл. Во-вторых, вы должны были продать их в 1986 г. по самой высокой цене, которая составляла 312 долл. без

учета дробления акций из расчета 8 к 12. Это 156-кратник и финансовый эквивалент 39 хоум-ранов, так что если бы вы вложили 6410 долл. (ну конечно, это стоимость автомобиля!) в акции, то, продав их, получили бы ровно 1 млн долл. Этого вполне хватит не только на особняк, но и на пару автомобилей Jaguar в гараже.

Вряд ли можно сделать миллион, вложив в акции Dunkin' Donuts столько же, сколько вы истратили на пончики, — ну сколько пончиков может съесть человек? Но если взять сумму, которую вы истратили, покупая по два десятка пончиков в неделю на протяжении всего 1982 г. (270 долл.), и вложить ее в акции, то спустя четыре года они стоили бы 1539 долл. (шестикратник). Инвестиции в акции Dunkin' Donuts в размере 10 000 долл. через четыре года принесли бы 47 000 долл.

Купи вы в 1976 г. десяток пар джинсов за 180 долл. в магазине компании The Gap, они бы к сегодняшнему дню уже износились, а 10 акций компании Gap, приобретенных за те же 180 долл. (цена первоначального предложения составляла 18 долл. за акцию), стоили бы 4672,50 долл. на пике рыночных цен 1987 г. Инвестиции в акции The Gap в размере 10 000 долл. принесли бы 250 000 долл.

Если бы в течение 1973 г. во время деловых поездок вы 31 раз останавливались на ночлег в мотелях компании La Quinta Motor Inns (11,98 долл. за ночь) и вложили бы суммарную стоимость проживания (371,38 долл.) в акции La Quinta (23,21 акции), то десять лет спустя ваши акции стоили бы 4363,08 долл. Инвестиции в акции La Quinta в размере 10 000 долл. принесли бы 107 500 долл.

Если бы в 1969 г. вам пришлось оплачивать ритуальные услуги, предоставленные одним из многочисленных бюро компании Service Corporation International (980 долл.) и такую же сумму вы вложили бы в акции этой компании, то в 1987 г. ваши 70 акций стоили бы 14 352,19 долл. Инвестиции в SCI в размере 10 000 долл. принесли бы 137 000 долл.

Если бы тогда, в 1982 г., в течение недели вы купили за 2000 долл. один из первых компьютеров компании Apple, чтобы ваши дети могли лучше учиться и поступить в колледж, и вложили еще 2000 долл. в акции Apple, то к 1987 г. ваши вложения принесли бы 11 950 долл. Этого вполне достаточно, чтобы заплатить за год учебы в колледже.

## СИЛА ОБЩЕИЗВЕСТНОГО

Для получения такой впечатляющей доходности акции необходимо покупать и продавать лишь в определенные моменты. Но даже если вам не удастся поймать ценовой максимум или минимум, то при вложении средств в любую из упомянутых выше компаний ваш результат все равно будет лучше, чем при инвестировании в таинственные предприятия, бизнес которых никто из нас не понимает.

Известна история одного пожарника из Новой Англии. Еще в 1950-х гг. ему бросилось в глаза, что местный завод компании Tambrands (впоследствии компания изменила название на Tamra) быстро расширяется. Компания не может расти так быстро, если ее дела идут плохо, рассудил он, и вложил в акции Tambrands 2000 долл. На этом он, однако, не остановился и вкладывал еще по 2000 долл. ежегодно на протяжении следующих пяти лет. К 1972 г. пожарник стал миллионером, а ведь у него не было ничего похожего на акции компаний вроде Subaru.

Не знаю, обращался ли наш удачливый инвестор за советом к какому-либо брокеру или эксперту, но уверен, многие сказали бы, что его теория никуда не годится и что лучше для него держаться голубых фишек, т.е. акций, которые покупают институциональные инвесторы, или акций популярных в то время компаний сферы электроники. К счастью, пожарник сам принимал решения.

Может показаться, что лучшие инвестиционные идеи рождаются благодаря информации, которая циркулирует в высоких кругах и попадает к экспертам через терминалы системы Quotron. Однако лично я почерпнул немало идей из того же источника, что и тот пожарник. В течение года я встречаюсь с представителями сотен компаний и участвую во множестве совещаний с генеральными директорами, финансовыми аналитиками и коллегами из сектора взаимных фондов, но на крупных победителей натываюсь в ситуациях, не связанных с моей работой. Думаю, вы не хуже меня можете делать это.

Взять хотя бы компанию Taco Bell. На меня произвело впечатление их блюдо под названием «буррито» (лепешка с завернутой в нее начинкой), которое я отведал во время поездки в Калифорнию. Или компанию La Quinta Motor Inns — о ней мне рассказали в конкурирующей



системе гостиниц Holiday Inn. Или Volvo — члены моей семьи и мои друзья ездят на автомобилях этой марки. Или Apple Computers — у моих детей был такой компьютер дома, а потом системный администратор купил несколько «макинтошей» для нашего офиса. Или Service Corporation International — во время поездки в Техас их нашел аналитик Fidelity, специализирующийся на компаниях из сектора электроники (он совершенно не имел отношения к похоронным бюро, так что это была не его область). Или Dunkin' Donuts — мне понравился их кофе. Или вот недавний пример с обновленной компанией Pier 1 Imports, которую порекомендовала моя жена. Кэролин для меня — один из лучших источников идей. Это она открыла L'eggs.

L'eggs — прекрасный пример силы общеизвестного. Эта марка оказалась одной из наиболее успешных в 1970-е гг. В самом начале этого десятилетия, еще до вступления в должность управляющего фондом Fidelity Magellan, я работал там в качестве аналитика по ценным бумагам. Я занимался текстильной отраслью: ездил по стране, посещал фабрики, оценивал их прибыльность, определял коэффициент P/E и вникал в тонкости технологии. Однако полученные мною знания не шли ни в какое сравнение по ценности с открытиями Кэролин. Это не мои исследования навели меня на L'eggs, это она обнаружила продукт во время очередного похода в продовольственный магазин.

Именно там рядом с кассой стоял стеллаж с новым товаром — женскими колготками в яркой пластиковой упаковке в форме яйца. Компания Hanes проводила пробную продажу L'eggs в ряде районов страны, в том числе в пригороде Бостона. Представители Hanes опросили сотни женщин на выходе из супермаркетов и обнаружили, что многие из них купили колготки. При этом мало кто мог вспомнить название бренда. Менеджеры компании Hanes пришли в восторг — если продукт становится бестселлером без связи с брендом, то можно представить себе, как он будет продаваться после раскрутки бренда.

Чтобы оценить качество L'eggs, вовсе не обязательно быть аналитиком по текстильной промышленности. Все, что Кэролин нужно было сделать, — это купить пару колготок и попробовать их. Новинка отличалась повышенной плотностью, что уменьшало вероятность спуска петель по сравнению с обычными колготками. Кроме того, они очень хорошо сидели, но главным было удобство. Колготки L'eggs продавались так же, как жевательная резинка или лезвия для бритвы, за ними не нужно было специально ехать в универмаг.

До этого компания Hanes продавала колготки со своим традиционным брендом в универмагах и специализированных магазинах. Однако выяснилось, что женщины посещают универмаг в среднем раз в шесть недель, а в продовольственный магазин они ходят два раза в неделю. Таким образом, шансы покупки L'eggs повышаются в 12 раз. Идея продавать колготки в продовольственных магазинах оказалась невероятно результативной. И неудивительно, если подсчитать, сколько женщин с пластиковыми яйцами среди покупок подходят к кассе. А о том, что будет после проведения рекламной кампании, можно только догадываться.

Сколько женщин, купивших колготки, сотрудников магазинов, видевших, как покупают колготки, и мужей, видевших жен с новыми колготками, знали об успехе L'eggs? Миллионы. Спустя два-три года после запуска продукта можно было зайти в любой супермаркет и понять, что это — бестселлер. Оставалось сделать всего один шаг: выяснить, что производит L'eggs компания Hanes и что акции Hanes котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже.

После того как Кэролин обратила мое внимание на Hanes, я, по обыкновению, собрал о ней информацию. Все оказалось лучше, чем можно было ожидать, так что я с уверенностью того пожарника, который инвестировал в Tambrands, порекомендовал акции Hanes портфельным менеджерам Fidelity. Hanes вышла в шестикратники еще до того, как ее купила Consolidated Foods. Сейчас эта компания называется Sara Lee. L'eggs все еще приносят компании Sara Lee большие доходы, в последние десять лет объемы их продаж постоянно росли. Уверен, если бы Hanes не купили, ее акции стали бы пятидесятикратником.

Вся прелесть ситуации с L'eggs в том, что вам не нужно было знать о них с самого начала. Вы могли купить акции Hanes в первый год, на второй или даже на третий год после превращения L'eggs в национальный бренд, и все равно как минимум утроить вложенные деньги. Но многие этого не сделали, в частности мужья. Мужья (обычно именуемые «уполномоченные инвесторы»), по всей видимости, были слишком заняты покупкой акций компаний, связанных с использованием солнечной энергии или со спутниковыми тарелками, и теряли на них последние деньги.

Представьте себе моего друга Гарри Хаундстуса (фамилию я изменил, чтобы не обидеть бедолагу). Вообще-то, в каждом из нас есть немного от Хаундстуса. Так вот, этот

уполномоченный инвестор (наверное, в каждой семье есть такой) в очередной раз утром штудирует газету The Wall Street Journal и информационный бюллетень по фондовому рынку, годовая подписка на который обходится в 250 долл. Он выискивает новую захватывающую возможность для инвестиций, что-нибудь эдакое с ограниченным риском, но с большим потенциалом роста. И в Journal, и в бюллетене он видит благоприятный отзыв о компании Winchester Disk Drives, стремительно развивающейся небольшой фирме с многообещающим будущим.

Хаундстус не может отличить дисковод от тарелочек для стендовой стрельбы, но он звонит своему брокеру и узнает, что Merrill Lynch включил акции компании Winchester в список с рекомендацией «активно покупать».

Это не может быть простым совпадением, думает Хаундстус. Он быстро убеждает себя, что вложить заработанные потом и кровью 3000 долл. в акции Winchester — очень хорошая идея. В конце концов, он же провел исследование!

Генриетта, жена Хаундстуса, известная также как «лицо, ничего не смыслящее в серьезных инвестициях» (распределение ролей может быть прямо противоположным, но обычно оно не меняется), только что вернулась из торгового центра, где она обнаружила замечательный новый магазин женской одежды под названием The Limited. В магазине полно покупателей. Ей просто не терпится рассказать мужу о том, как приветливы там продавцы и как у них все потрясающе дешево. «Я купила Дженнифер полный гардероб на осень, — радостно восклицает она. — И всего-то за 275 долл.».

«275 долларов? — ворчит уполномоченный инвестор. — Пока ты там тратила деньги, я сидел дома и думал о том, как их заработать. И, представь себе, нашел решение — Winchester Disk Drives. Беспроигрышный вариант! Мы вложим в них 3000 долл.»

«Надеюсь, ты понимаешь, что делаешь, — говорит лицо, ничего не смыслящее в серьезных инвестициях. — Помнишь Navalight Photo Cell? Тот «беспроигрышный вариант» упал с 7 до 3,5 долл. Мы потеряли полторы тысячи».

«Да-а, но то был Navalight. А это Winchester. В Wall Street Journal сказано, что производство дисководов — одна из самых быстрорастущих отраслей десятилетия. Стоит ли упускать шанс?»

Продолжение нетрудно представить. У Winchester Disk Drives неудачный квартал, в отрасли появляются новые конкуренты, и цена акций падает с 10 долл. до 5. Поскольку уполномоченный инвестор не понимает происходящих процессов, он спешит продать акции и радуется, что потерял лишь 1500 долл. (чуть больше, чем стоимость пяти гардеробов Дженнифер).

Между тем без ведома Хаундстуса цена на акции компании The Limited, магазин которой произвел на Генриетту такое впечатление, выросла с 50 центов (с учетом дробления акций) в декабре 1979 г. до 9 долл. в 1983 г., что сделало их двадцатикратником. Даже если бы Хаундстус купил их по 9 долл. (и не сбросил при кратковременном падении курса до 5 долл.), то получил бы сумму, более чем в пять раз превышающую ту, что вложил, после взлета цены до 52 7/8 долл. Это был настоящий стократник, так что если бы Хаундстус вложил в свое время 10 000 долл., то заработал бы более миллиона.

Если бы миссис Хаундстус вместе с теми 275 долл., вложенными в гардероб, вложила еще 275 долл. в акции, то даже ее крошечные инвестиции позволили бы оплатить обучение дочери в течение одного семестра.

Но наш уполномоченный инвестор, у которого было достаточно времени, чтобы купить акции The Limited после продажи акций Winchester, не обращал внимания на подсказку жены. К тому времени в стране было уже четыреста магазинов Limited, которые пользовались популярностью, но Хаундстус был слишком занят, чтобы это заметить. Он следил за тем, что Бун Пикенс делал со своей компанией Mesa Petroleum.

В какой-то момент ближе к концу 1987 г., возможно, непосредственно перед скачком в 508 пунктов, Хаундстус наконец обнаруживает, что The Limited включена в список акций, рекомендуемых к приобретению его брокерской компанией, три журнала дали о ней положительный отзыв, компания стала любимчиком крупных институциональных инвесторов, а результаты ее деятельности отслеживаются уже тридцатью аналитиками. До уполномоченного инвестора дошло, что это солидное, уважаемое приобретение.

«Интересно, — бормочет он в один прекрасный день, обращаясь к жене. — Помнишь тот магазин, что тебе понравился, The Limited? Оказывается, он принадлежит публичной

компании. А это значит, мы можем купить их акции. Судя по специальному репортажу, который я только что видел по каналу PBS, это вполне приличные акции. Я слышал, что даже Forbes писал о них в передовице. Вряд ли "умные" деньги успели скупить все. Думаю, стоит потратить на них пару тысяч долларов из пенсионного фонда».

«А что, у нас еще есть пара тысяч долларов в пенсионном фонде?» — спрашивает скептически настроенная Генриетта.

«Конечно, есть, — рычит в ответ уполномоченный инвестор. — И скоро будет еще больше благодаря твоему любимому магазину».

«Но я перестала ходить в The Limited, — говорит Генриетта. — Цены там слишком высокие, и товаров уже нет особенных. Теперь то же самое есть и в других магазинах».

«Да какое это имеет значение! — вопит наш уполномоченный инвестор. — Я говорю не о походах в магазин, а об инвестициях».

Хаундстус покупает акции по цене 50 долл. почти на пике 1987 г. Вскоре цена начинает свое падение до уровня 16 долл., и на полпути к этому уровню он продает акции, снова радуясь тому, что сумел ограничить убытки.

## ЭТО ПУБЛИЧНАЯ КОМПАНИЯ?

Я упрекаю Хаундстуса в том, что он упустил The Limited, а сам тоже хорош, потому что также не купил эти акции, когда они росли в цене. А ведь моя жена видела те же толпы покупателей в торговом центре, что и его жена. Я купил акции The Limited, только когда компания стала популярной, а ее фундаментальные показатели стали ухудшаться, и все еще держу эти акции себе в убыток.

Я могу до бесконечности перечислять десятикратники, которые упустил, и в книге вы увидите еще немало печальных примеров. Когда дело доходит до игнорирования перспективных возможностей, то в этом я столь же искусен, как и любой другой. Однажды я стоял на самой замечательной игровой площадке века — на поле для гольфа Pebble Beach, и мне даже не пришло в голову спросить, публичная ли это компания. Меня слишком интересовали расстояния между метками для мяча и площадки для игры.

К счастью, вокруг достаточно десятикратников, так что мы, хотя и упустим большинство из них, все равно найдем свое. Для большого портфеля акций, такого, как мой, нужно найти несколько победителей, чтобы результат был ощутим. Для маленького портфеля, такого, как ваш, достаточно всего одного победителя.

Кроме того, инвестирование в знакомые компании, такие как L'eggs или Dunkin' Donuts, приятно тем, что, примеряя колготки или потягивая кофе, вы проводите такой же фундаментальный анализ, как и тот, за который платят аналитикам с Уолл-стрит. Посещать магазины и пробовать продукты — одна из важнейших частей работы аналитика.

Покупая на протяжении своей жизни автомобили и фотоаппараты, вы развиваете чутье в отношении того, что хорошо и что плохо, что хорошо продается, а что нет. Если вы узнаете о чем-то кроме автомобилей, то получаете знание, и главное, получаете его раньше Уолл-стрит. Зачем ждать, когда эксперт по ресторанам из Merrill Lynch начнет рекомендовать акции Dunkin' Donuts, когда вы уже видели восемь новых франчайзинговых кафе в вашем районе? Аналитик по ресторанам из Merrill Lynch не обратит внимания на Dunkin' Donuts (по причинам, которые я вскоре объясню) до тех пор, пока цена на акции не повысится в пять раз — с 2 долл. до 10, а вы можете заметить эти акции, когда цена их составляет 2 долл.

## ЧУДЕСА С ГИГАГЕРЦЕМ

Инвесторы-любители почему-то не воспринимают поездки по городу на машине и поедание пончиков как начальный этап исследования акций. Такое впечатление, что люди чувствуют себя более уверенно, вкладывая деньги в то, о чем они не имеют ни малейшего представления. Можно подумать, что на Уолл-стрит действует неписаное правило: «Если ты не понимаешь, что это такое, смело вкладывай в него сбережения всей своей жизни. Остерегайся предприятий, которые расположены за углом и которые на виду, ищи такую компанию, которая производит непостижимый продукт».

Мне тут на днях встретился один такой вариант. Если верить отчету, который кто-то оставил у меня на столе, это был фантастический шанс инвестировать в компанию, производящую «статическое ОЗУ (SRAM) объемом 1 мегабит, изготовленное по КМОП-технологии

(комплементарный металло-оксидный полупроводник); биполярный компьютер с сокращенным набором команд с плавающей точкой, матричным процессором ввода/вывода данных, оптимизирующим компилятором, памятью со сдвоенным 16-байтным портом, операционной системой Unix, поликремниевым эмиттером с мегафлоповой производительностью по оценке пакета Whetstone, высокой пропускной способностью, шестью гигагерцами, коммуникационным протоколом с двойной металлизацией, асинхронной обратной совместимостью, архитектурой периферийной шины, памятью с четырехкратным чередованием и временем срабатывания 15 наносекунд».

Конечно, никто не запрещает инвестировать в гигагерцы и мегафлопы, но если вы не можете сказать, идет речь о скачках или о чипе памяти, вам лучше держаться подальше от них, даже если ваш брокер будет звонить и рекомендовать акции этой компании как лучшую возможность десятилетия срубить немереные нанобаксы.

## ПРОКЛЯТИЕ «КАПУСТНОЙ ГРЯДКИ»

Значит ли это, что я советую покупать акции любого нового заведения быстрого питания, любой компании, у которой есть ходовой продукт, или любой публичной компании, открывающей магазин в местном торговом центре? Если бы все было так просто, я бы не потерял деньги на инвестициях в магазин Bildner's, расположенный напротив моего офиса. Лучше бы мне ограничиться их бутербродами и не связываться с акциями, полсотни которых сегодня едва хватит, чтобы рассчитаться за порцию тунца с ржаным хлебом. Но об этом чуть ниже.

А Coleco? Хотя эта тряпичная «Кукла с капустной грядки» стала самой продаваемой игрушкой XX в., это не спасло заурядную компанию с плохим бухгалтерским балансом. Ее акции быстро росли около года, подстегиваемые сначала домашними видеоиграми, а затем ажиотажем вокруг «Капустной грядки», но потом все равно упали с максимума 1983 г., составлявшего 65 долл., до 1¾ долл. незадолго до 1988 г., когда компания подала заявление о реорганизации в соответствии с главой 11 Закона о банкротстве.

Найти многообещающую компанию — только первый шаг. Следующий шаг — исследование, которое помогает отличить Toys «R» Us от Coleco, Apple Computer от Televideo или же Piedmont Airlines от People Express. Жаль, что я в свое время не удосужился разобраться в том, что происходит с People Express. Не исключено, что мне бы и в голову не пришло купить их акции.

Несмотря на мои неудачи, в течение тех двенадцати лет, что я управлял фондом Fidelity Magellan, стоимость его портфеля выросла более чем в двадцать раз, в определенной мере благодаря ряду малоизвестных акций, найденных и проанализированных мною. Уверен, любой инвестор может с успехом использовать ту же тактику. Не так уж много нужно, чтобы превзойти «умные» деньги, которые, как я уже говорил, не всегда умны.

Книга разделена на три части. В первой части «Готовимся к инвестированию» (главы 1–5) говорится о том, как оценить свою готовность самостоятельно выбирать акции, как составить мнение о конкурентах (портфельных менеджерах, институциональных инвесторах и прочих экспертах с Уолл-стрит), как определить рискованность акций относительно облигаций, как оценить свои финансовые потребности и как разработать методику успешного выбора акций. Во второй части «Ищем победителей» (главы 6–15) говорится о том, как найти наиболее перспективные инвестиционные возможности, что должно быть в привлекательной компании и чего в ней не должно быть, как пользоваться советами брокеров, годовой отчетностью и прочими информационными ресурсами, а также о том, что делать с многочисленными показателями (коэффициент P/E, балансовая стоимость, денежные потоки), которые часто используются при анализе акций. В третьей части «Долгосрочная перспектива» (главы 16–20) говорится о том, как формировать инвестиционный портфель, как контролировать состояние компаний, акции которых вы приобрели, когда покупать и когда продавать, о капризах опционов и фьючерсов, а также о некоторых общих соображениях относительно здоровья Уолл-стрит, американского бизнеса и фондового рынка — о том, с чем мне пришлось сталкиваться за двадцать лет инвестиционной деятельности.

Часть I

## Готовимся к инвестированию

Прежде чем задумываться о покупке акций, необходимо четко уяснить, насколько вы верите в корпоративную Америку, нужны ли вам вложения в акции, на какой результат вы рассчитываете, на какой срок собираетесь вкладывать деньги и как будете реагировать на неожиданные значительные падения цен. Лучше заранее сформулировать свои цели и прояснить установки (действительно ли я считаю, что акции более рискованны, чем облигации?). Нерешительный и недостаточно уверенный в себе человек — потенциальная жертва рынка, он теряет надежду и благоразумие в самый неподходящий момент и продает акции себе в убыток. Личная подготовка, помимо знаний и умения анализировать информацию, — вот, что отличает успешного инвестора от хронического неудачника. В конечном счете не фондовый рынок и не компании определяют судьбу инвестора, а он сам.

1

### Рождение инвестора

Врожденного умения правильно выбирать акции для инвестирования не бывает. Хотя желающих списать свои промахи на некие наследственные изъяны хватает и многие верят в существование прирожденных инвесторов, мой собственный пример опровергает это. Над моей колыбелью не было бегущей строки с котировками, и я не пробовал на зуб страницы с биржевыми сводками, демонстрируя талант подобно Пеле, который, наверное, в этом возрасте уже бил по мячу. Насколько мне известно, мой отец стоял на ступеньках роддома в ожидании моего появления на свет и не бегал ежеминутно, чтобы справиться о курсе акций General Motors, а моя мать не додумала принимать роды вопросами о дивидендах АТТ.

В день моего рождения, 19 января 1944 г., Dow Jones упал и снижался всю неделю, пока я находился в роддоме. Тогда я не мог знать, что это было первое проявление Закона Линча, который гласит: успехи Линча негативно сказываются на состоянии рынка. (Последний раз это подтвердилось летом 1987 г.: после заключения договора на издание этой книги, которую я расцениваю как профессиональное достижение, рынок потерял 1000 пунктов за два месяца. Мне следует дважды подумать, прежде чем продать права на создание фильма.)

Большинство моих родственников не доверяли фондовому рынку, и на то имелись веские причины. Моя мать была самой младшей из семи детей в семье, так что мои тети и дяди были уже взрослыми людьми к началу Великой депрессии и не понаслышке знали о биржевом крахе 1929 г. В нашей семье никто даже не заикался об акциях.

Единственным, кто однажды связался с акциями, был мой дед Джин Гриффин, вложивший деньги в Cities Service. Как крайне консервативный инвестор он выбрал Cities Service в уверенности, что компания занимается водоснабжением. Когда же во время поездки в Нью-Йорк выяснилось, что это нефтяная компания, он немедленно продал акции. С тех пор акции Cities Service выросли в цене в пятьдесят раз.

Недоверие к акциям преобладало в Америке на протяжении 1950-х и 1960-х гг., хотя рынок за это время вырос в три раза, а затем еще удвоился. Именно те годы моего детства, а вовсе не минувшие 1980-е были величайшим в истории периодом роста акций, но мои дядья говорили о них так, словно речь шла о грязных закулисных играх. «Никогда не связывайся с рынком, — предупреждали они. — Это слишком рискованно. Ты потеряешь все».

С позиций сегодняшнего дня я понимаю, что на фондовом рынке 1950-х гг. риск потерять все деньги был гораздо ниже, чем до этого периода или после него. А еще я понимаю, что поведение рынков предсказать трудно и что мелкие инвесторы имеют обыкновение впадать в пессимизм или оптимизм именно в тот момент, когда этого делать не следует: практика вложения средств в растущие акции и ухода с рынка, когда акции дешевеют, обречена на провал.

Мой отец, предприимчивый человек и бывший преподаватель математики, стал самым молодым старшим аудитором фирмы John Hancock. Когда мне было семь лет, у него обнаружилась опухоль мозга, и через три года он умер. После его кончины моей матери пришлось поступить на работу в компанию Ludlow Manufacturing, которую позднее поглотила Tuso Labs. Желая хоть как-то помочь ей, я решил найти работу с неполной занятостью. В 11 лет мне удалось стать кадди — мальчиком, который носит мячи и клюшки для игроков в гольф. Это произошло 7 июля 1955 г., в день, когда Dow Jones упал с 467 до 460 пунктов.

Для одиннадцатилетнего подростка, который уже открыл для себя гольф, подносить игрокам мячи и клюшки было пределом мечтаний. Мне платили за то, что я ходил по полю для гольфа. За полдня я получал больше, чем мальчишки на доставке газет за семь дней работы. Что могло быть лучше?

Еще в школе я начал осознавать не столь явные, но важные преимущества работы в гольф-клубе, особенно в таком эксклюзивном заведении, как Brae Burn в пригороде Бостона. Моими клиентами были президенты и директора крупных корпораций: Gillette, Polaroid и, самое главное, Fidelity. Помогая Джорджу Салливану отыскать мяч, я помогал себе в поиске места работы. Я был не единственным кадди, которые поняли, что кратчайший путь в совет директоров проходит через раздевалки клубов вроде Brae Burn.

Если вы хотите приобщиться к секретам фондового рынка, то лучшим местом для этого после гольф-клуба может быть только торговый зал крупной биржи. После каждого удачного удара члены клуба начинают с особым пылом расписывать свои успехи в инвестировании. Бывало, что за один раунд я пять раз подсказывал, как лучше ударить, а взамен получал пять рассказов о рыночной тактике и стратегии.

Хотя мне нечего было инвестировать, рассказы о чужих успехах заставили меня усомниться в правильности позиции моей семьи, которая считала фондовый рынок местом, где деньги только теряют. Как оказалось, многие из моих клиентов, наоборот, зарабатывают на фондовом рынке, и их удачи порой благоприятно отражались на состоянии моего кармана.

Кадди быстро начинает делить игроков на касты. На вершине — полубоги (редкое явление: отличный игрок в гольф, замечательный человек, щедрые чаевые), далее — средненькие игроки и средненькие чаевые, а на самом дне неприкасаемые — бездарные игроки с отвратительным характером и жалкими чаевыми. Чаще всего мне доставались средненькие игроки, но если бы пришлось выбирать между плохой игрой со щедрыми чаевыми и удачной игрой с мизерными чаевыми, я отдал бы предпочтение первому. Работа в качестве кадди укрепила мое убеждение в том, что иметь деньги полезно.

Я работал в гольф-клубе все время, пока учился в школе и Бостонском колледже, оплатить который помогла стипендия Фрэнсиса Уимета для кадди. В колледже, за исключением обязательных курсов, я избегал естественных наук, математики и бухучета — всего того, что является нормальной подготовкой к бизнесу. Меня больше привлекали гуманитарные дисциплины, и наряду с общей историей, психологией и политическими науками я изучал также метафизику, гносеологию, логику, религию и философию древних греков.

Оценивая тот период с позиций сегодняшнего дня, могу сказать, что изучение истории и философии было гораздо лучшей подготовкой к работе на фондовом рынке, чем, скажем, изучение статистики. Инвестирование в акции — искусство, а не наука, и те, кого приучили переводить все на жесткий язык цифр, оказываются в невыгодном положении. Если бы все поддавалось количественной оценке, то можно было бы арендовать ближайший суперкомпьютер Cray и сделать состояние. Но этого не происходит. Всю математическую премудрость, которая нужна на фондовом рынке (Chrysler получил 1 млрд долл., занял 500 млн долл. и т.д.), вы постигаете в четвертом классе средней школы.

Логика — вот тот предмет, который в наибольшей степени помогал мне в выборе акций, хотя бы потому, что научил меня видеть своеобразную алогичность Уолл-стрит. Вообще-то, на Уолл-стрит мыслят точно так же, как мыслили греки. Древние греки могли сидеть днями напролет и дискутировать о том, сколько зубов у лошади. Они полагали, что могут найти правильный ответ не сходя с места, без подсчета количества зубов у реальной лошади. Многие инвесторы сидят и размышляют, пойдут акции компании вверх или нет, как будто ответ приносит финансовая муза, а не исследование состояния дел в компании.

Когда-то люди, постоянно слышавшие петушиный крик на рассвете, думали, что это петух заставляет солнце всходить. Сейчас это звучит глупо, но на Уолл-стрит эксперты каждый день путают причину и следствие, выискивая объяснения роста рынка: юбки стали короче, суперкубок достался определенной спортивной команде, японцы чем-то недовольны, тренд изменил направление, на выборах предположительно одержат победу республиканцы, курсы акций занижены и т.д. Когда я слышу это, то вспоминаю о петухе.

В 1963 г. на втором курсе колледжа я первый раз купил акции — Flying Tiger Airlines — по 7 долл. Работа в качестве кадди и стипендия помогали мне оплачивать учебу в колледже, а то, что я жил дома, позволяло экономить на других расходах. Вскоре я смог поменять свою машину, купленную за 85 долл., на другую, стоившую 150 долл. Долгое время я не мог

воспользоваться рекомендациями, которые слышал на поле для гольфа, но теперь стал достаточно богатым, чтобы инвестировать!

Акции компании Flying Tiger были выбраны не случайно. Они являлись результатом скрупулезного анализа, базировавшегося на ошибочном предположении. Готовясь по одной из дисциплин, я прочитал статью, где говорилось о многообещающей перспективе воздушных грузоперевозок, а также о Flying Tiger. Вот почему я купил эти акции. Они выросли, но совсем по другой причине. Это произошло потому, что мы ввязались в войну во Вьетнаме и Flying Tiger сделала состояние на переброске войск и грузов в район Тихого океана и обратно.

Не прошло и двух лет, как цена на акции Flying Tiger выросла до 32¾ долл., и у меня появился первый пятикратник. Понемногу я продал их, чтобы оплатить свое последипломное образование. В школе бизнеса Уортона я учился частично на «стипендию», обеспеченную акциями Flying Tiger.

Если считать, что первые акции имеют для вашего финансового будущего такое же значение, как первая любовь для личной жизни, то мне невероятно повезло с Flying Tiger. Они убедили меня в существовании многократников и укрепили во мнении, что там, откуда появился этот, есть и другие.

На последнем курсе колледжа с подачи г-на Салливана, президента компании Fidelity — незадачливого игрока в гольф и отличного парня, не скупившегося на чаевые, я обратился в эту компанию с просьбой принять меня на временную работу в летний период. Компания Fidelity ассоциировалась с Нью-йоркским яхт-клубом, гольф-клубом Augusta National, Карнеги-холлом и скачками Kentucky Derby. Среди инвестиционных компаний она занимала такое же место, как Джордж Клуни среди актеров. Как в средние века монахи мечтали попасть в Вестминстерское аббатство, так и все, посвятившие себя бухгалтерскому учету, мечтали о работе именно в этой компании. На три летних вакансии было подано сто заявлений.

Fidelity так успешно продавала Америке паи взаимных фондов, что даже моя мать ежемесячно вкладывала в фонд Fidelity Capital по 100 долл. Этот фонд, возглавляемый Джерри Цаем, был одним из двух самых известных динамично развивавшихся фондов той знаменитой своей стремительностью эпохи. Вторым был Fidelity Trend, которым управлял Эдвард Джонсон III, также известный как Нед. Нед Джонсон был сыном основателя компании, легендарного Эдварда Джонсона II, прозванного Г-ном Джонсоном.

Fidelity Trend Неда Джонсона и Fidelity Capital Джерри Цая в период с 1958 по 1965 г. демонстрировали доходность намного выше, чем у конкурентов, и служили источником зависти для всей отрасли. Имея возможность учиться у таких людей и пользоваться их поддержкой, я начал понимать, что имел в виду Исаак Ньютон, когда сказал: «Если я видел дальше... то только потому, что стоял на плечах гигантов».

Задолго до успеха Неда его отец Г-н Джонсон изменил представление Америки об инвестировании в акции. По мнению Г-на Джонсона, в акции инвестируют не для того, чтобы сохранить капитал, а для того, чтобы заработать. Полученную прибыль снова инвестируют в акции и зарабатывают еще больше. «Акции, которые вы покупаете, все равно что жены, которым хранят верность», — говорил широко цитируемый Г-н Джонсон. Женский журнал Ms. точно не присудил бы ему никакой награды!

Я был в восторге от того, что меня приняли на работу в Fidelity и разместили в старом офисе Джерри Цая, который к тому времени перешел в Manhattan Fund в Нью-Йорке. В полном соответствии с Законом Линча начало моей работы в первую неделю мая 1966 г. ознаменовалось тем, что Dow Jones, находившийся в то время на уровне 925 пунктов, начал падать и опустился ниже 800 пунктов к сентябрю, когда я вернулся к учебе.

## СЛУЧАЙНОЕ КОЛЕБАНИЕ И MAINE SUGAR

Летним стажерам, не имевшим, как и я, опыта в корпоративных финансах или бухгалтерии, поручали собирать информацию о компаниях и писать отчеты наравне со штатными аналитиками. Весь этот пугающий бизнес вдруг потерял свою таинственность — даже чистые гуманитарии могли анализировать акции. Мне поручили целлюлозно-бумажную и издательскую отрасль, и в мои обязанности входило посещение и обследование таких компаний, как Sorg Paper и International Textbook, по всей стране. Поскольку авиакомпания в то время бастовали, я путешествовал на автобусе. К концу лета из всех компаний лучше всего я знал Greyhound, крупнейшего оператора автобусных перевозок.

После Fidelity я вернулся к учебе на втором курсе школы бизнеса Уортона с более скептическим отношением к теории фондового рынка. Мне казалось, что почти все, чему учат в Уортоне и что теоретически должно было содействовать успеху в инвестиционном бизнесе, могло привести лишь к неудаче. Я изучал статистику, теорию вероятностей и количественный анализ. Количественный анализ говорил мне, что увиденное в Fidelity не могло существовать в принципе.

Кроме того, я никак не мог соединить гипотезу эффективности рынка (утверждающую, что на фондовом рынке все «известно» и что цены всегда «рациональны») с гипотезой случайности колебаний (гласящей, что движение цен на рынке иррационально и абсолютно непредсказуемо). К тому времени мне довелось наблюдать достаточно необъяснимых колебаний цен, чтобы усомниться в той части теории, где речь шла о рациональности, а успехи выдающихся менеджеров Fidelity трудно было назвать непредсказуемыми.

Было также очевидно, что профессорам школы бизнеса Уортона, которые верили в количественный анализ и случайные колебания, было далеко по успешности до моих новых коллег из Fidelity, так что, выбирая между теорией и практикой, я отдал свой голос практикам. Очень сложно поддерживать популярную теорию об иррациональности рынка, когда знаешь кого-то, кто не только получил двадцатикратную прибыль на акциях Kentucky Fried Chicken, но и заранее объяснил, почему цена поднимется. Мое отвращение к витающим в облаках теоретикам и предсказателям сохраняется и по сей день.

Некоторые дисциплины в школе бизнеса Уортона все же заслуживали внимания, но даже если бы все они оказались бесполезными, учиться там стоило хотя бы потому, что в университетском городке я встретил Кэролин. (Мы поженились, когда я служил в армии, 11 мая 1968 г., в субботу. Рынок в тот день не работал, и у нас был медовый месяц продолжительностью в долгий уик-энд, в течение которого индекс Dow Jones потерял 13,93 пункта. Тогда я не придавал этому значения, подобная закономерность привлекла мое внимание позже.)

По окончании второго года обучения в школе бизнеса Уортона меня призвали в армию, что было частью программы подготовки офицеров запаса ROTC. С 1967 по 1969 г. в звании лейтенанта артиллерии я служил сначала в Техасе, а потом в Корее — весьма удачное назначение с учетом имевшейся на тот момент альтернативы. Лейтенанты-артиллеристы обычно оказывались во Вьетнаме. Единственный минус службы в Корее я видел в оторванности от биржи: фондового рынка в Сеуле не было. К тому времени мне уже не хватало Уолл-стрит.

Во время редких отпусков я наверстывал упущенное, покупая популярные акции, которые рекомендовали мне друзья и коллеги. Сами они предпочитали высоко котирующиеся акции, которые росли в цене, мне же рекомендовали консервативные выпуски, цены на которые стабильно снижались. Вообще-то я заработал кое-какие деньги на Ranger Oil, но больше потерял на Maine Sugar, которая казалась беспроектным вариантом, но тем не менее лопнула.

Представители Maine Sugar ездили по фермам и уговаривали фермеров штата Мэн, привыкших выращивать картофель, сажать сахарную свеклу в межсезонье. Это обещало чрезвычайно хорошую прибыль для Maine Sugar, не говоря уже о фермерах. Сахарная свекла, которая в севообороте отлично сочеталась с картофелем, не только позволяла фермерам заработать дополнительные деньги, но и улучшала почву. Компания Maine Sugar брала на себя оплату расходов на посевную, и все, что от фермеров требовалось, — это привезти урожай на огромный сахарорафинадный завод, построенный Maine Sugar.

Загвоздкой оказались фермеры штата Мэн с их предельной осторожностью. Вместо того чтобы засеять сахарной свеклой сотни акров, они в первый год опробовали новшество на четверти площадей, затем, когда все получилось, увеличили площади в два раза, и к тому времени, когда дело дошло до всех площадей, завод закрылся из-за нехватки сырья, а Maine Sugar обанкротилась. Цена акции упала до шести центов, на которые можно было купить шесть шариков жевательной резинки в автомате Lions Club.

После фиаско с Maine Sugar я дал себе зарок не покупать акций компаний, которые зависят от фермеров штата Мэн.

Я вернулся из Кореи в 1969 г. и пошел работать в Fidelity, но теперь уже как штатный сотрудник и аналитик по ценным бумагам. Фондовый рынок отреагировал на это падением (специалистам по Закону Линча — взять на заметку!). Стоило мне в июне 1974 г. получить повышение и пересест из кресла помощника в кресло директора аналитического отдела, как



Dow Jones рухнул и за три месяца потерял 250 пунктов. В мае 1977 г. я принял на себя руководство фондом Fidelity Magellan. Рынок, который находился в тот момент на уровне 899 пунктов, незамедлительно стал скользить вниз и через пять месяцев опустился до отметки 801 пункт.

Стоимость активов фонда Fidelity Magellan составляла 20 млн долл. В портфеле фонда были акции всего 40 компаний, а Нед Джонсон, глава Fidelity, рекомендовал сократить его еще больше — до 25. Я его вежливо выслушал и... довел число акций до 60. Через полгода их было уже 100, а немного спустя 150. Я делал это вовсе не из-за духа противоречия. Так получилось потому, что когда я видел выгодную сделку, то просто не мог устоять, а в те дни выгодные сделки были повсюду.

Отличавшийся широтой взглядов Нед Джонсон наблюдал за мной, но не вмешивался, лишь подбадривал. Наши подходы не совпадали, но это не мешало ему принимать мои, по крайней мере, пока они давали хорошие результаты.

Мой портфель продолжал расти, и наступил момент, когда одних только ссудо-сберегательных организаций в нем насчитывалось полторы сотни. Вместо того чтобы ограничиться парочкой, я покупал их подряд (разумеется, после того, как их отнесли к разряду перспективных). Мне было мало вложений в одну сеть магазинов. Купив акции Southland, материнской компании 7-Eleven, я не мог удержаться от покупки Circle K, National Convenience, Shop and Go, Hop-In Foods, Fairmont Foods, Sunshine Junior и т.д. и т.п. Покупка акций сотен компаний шла вразрез с представлениями Неда Джонсона о том, как нужно управлять фондом, но я продолжал работать.

Довольно скоро меня прозвали фондовым Уиллом Роджерсом<sup>3</sup>, намекая на то, что нет таких акций, которые бы мне не нравились. В Barron'sлюбят подобные шуточки — вы можете назвать хотя бы одну компанию, акций которой нет у Линча? Так как в настоящее время их у меня 1400, думаю, они в чем-то правы. Однако не сомневайтесь, я могу назвать немало акций, с которыми не стоило бы связываться.

Между тем активы Fidelity Magellan выросли до 9 млрд долл., что сделало фонд сравнимым по величине с половиной валового национального продукта Греции. Если говорить о доходности инвестиций, то Fidelity Magellan на протяжении одиннадцати лет значительно опережал Грецию, хотя Греция демонстрировала завидные результаты целых 2500 лет до этого.

Что касается Уилла Роджерса, то он дал, пожалуй, один из лучших советов инвесторам: «Не спекулируйте на акциях. Возьмите все свои сбережения, вложите их в хорошие акции и держите, пока они не вырастут в цене, а затем продайте. А если они не растут, то и не покупайте».

## 2

### Парадоксы Уолл-стрит

К числу общеизвестных несовместимых словосочетаний — «армейскаясообразительность», «учащийся преподаватель», «оглушительная тишина» — я бы отнес и «профессиональное инвестирование». Индивидуальному инвестору-любителю полезно взглянуть этот штамп под критическим углом. Вам откроется многое — по меньшей мере вы узнаете, кто скрывается под этим званием. На фондовом рынке именно они будут вашими соперниками, ведь институциональные инвесторы контролируют до 70% акций крупных компаний. Но это и хорошо. Профессиональным инвесторам приходится иметь дело с массой ограничений — культурных, социальных и правовых. Просто удивительно, как моей собственной организации удается добиваться успеха.

Конечно, далеко не всегда слова «профессионал» и «инвестор» несовместимы. Существуют и выдающиеся менеджеры фондов, и менеджеры-новаторы, и менеджеры с оригинальным подходом, инвестирующие свои средства туда, куда считают нужным. Например, Джон Темплтон — блистательный мастер своего дела, первым покоривший глобальный рынок и сделавший на нем состояние. Экономический кризис, потрясший США в 1972–1974 гг., не коснулся его клиентов по той простой причине, что он загодя вложил средства фонда в акции канадских и японских компаний. Помимо этого Темплтон одним из первых обратил внимание на японский аналог Dow Jones — индекс Nikkei — и не прогадал. С 1966 по 1988 г. — в отличие от Dow Jones, удвоившегося за это время, — Nikkei увеличился в семнадцать раз.

Другим не менее гениальным, свободомыслящим менеджером был покойный Макс Гейне, основатель инвестиционного фонда Mutual Shares. Его ученик Майкл Прайс с блеском продолжил традицию приобретения за полцены акций недооцененных компаний и выжидания момента, когда их можно будет продать за полную стоимость. Непревзойденным мастером по инвестированию средств в малопопулярные акции остается Джон Нэфф. Заметно преуспел в этом деле и Кен Хибнер из компании Loomis-Sayles.

Впечатляет успех операций с акциями мелких компаний еще одного инвестора — Питера Дерутта, выпускника Гарвардской школы права. Торговля акциями стала его страстью. Именно он открыл для меня компанию Toys «R» Us. Секрет его успеха в том, что он не заканчивал школ бизнеса. Вы только представьте, от какого объема вредных познаний ему не пришлось избавляться.

Джордж Сорос и Джимми Роджерс стали миллионерами, совершая операции, доступные лишь посвященным, — короткая продажа золота, покупка опционов пут, хеджирование австралийских облигаций. Что касается Уоррена Баффетта, самого выдающегося инвестора, то мы с ним выискиваем одни и те же финансовые возможности. Правда, покупает он, в отличие от меня, всю компанию целиком.

Однако все, кого можно включить в список незаурядных инвесторов, — лишь исключения из сонма серых, бездарных, нерасторопных, подобострастных и застенчивых менеджеров инвестиционных фондов, а также разного толка приспособленцев, консерваторов и подражателей, затесавшихся в их ряды.

Людей, занятых в нашем бизнесе, отличает определенный склад ума. Мы все читаем одни и те же газеты и журналы, прислушиваемся к советам одних и тех же экономистов. Мы, по сути, — однородное сообщество. В нем нет праздных людей. Вряд ли какой из менеджеров взаимных фондов был когда-то отчислен из средней школы за неуспеваемость. Сомневаюсь, что среди них есть бывшие серферы или водители грузовиков.

В наших рядах не так много молодежи. Согласно одной популярной теории — было время, ею увлекалась моя жена — гениальные изобретения и идеи рождаются в умах людей моложе тридцати лет. Но в жизни все иначе. Мне, например, уже сорок пять, но я неплохо руковожу Fidelity Magellan. Смело заявляю, что успехи в инвестировании не имеют никакого отношения к молодости. Более того, инвестор средних лет, за плечами которого солидный опыт рыночных сделок, обладает бесспорным преимуществом перед неискушенным юнцом.

Учитывая, что среди менеджеров инвестиционных фондов преобладают лица среднего возраста, вероятность появления в их рядах гениев с краев возрастного спектра практически отсутствует.

## **ЗАПАЗДЫВАНИЕ УОЛЛ-СТРИТ**

Достоинства каждой из найденных мною многообещающих акций настолько очевидны, что 99 из 100 профессионалов, будь они свободны в выборе, обязательно добавили бы их в свои портфели. Однако по определенным причинам, о которых я сейчас расскажу, этого не происходит. Между ними и десятикратниками слишком много барьеров.

При существующей системе акция не считается реально привлекательной до тех пор, пока ряд крупных организаций не признает ее, а авторитетные аналитики с Уолл-стрит, ведущих мониторинг отраслей и компаний, не включат в список рекомендуемых ценных бумаг. Остается только удивляться, как развивается торговля в условиях, когда масса людей не в состоянии сделать и шага без санкции со стороны.

Рассмотрим суть того, что я называю запаздыванием Уолл-стрит, на примере компании The Limited. В 1969 г., когда эта компания стала публичной, на нее не обратили внимания ни крупные организации, ни известные финансовые аналитики. Гарантом размещения акций выступила небольшая фирма Vergoe & Co., расположенная в г. Колумбус, штат Огайо, — там же, где и главный офис The Limited. Менеджер по продажам из Vergoe & Co. Питер Халлидей был одноклассником председателя совета директоров The Limited Лесли Векснера. По мнению Халлидея, компания не пользовалась вниманием Уолл-стрит лишь потому, что на тот момент Колумбус официально не претендовал на звание корпоративной Мекки.

Целых два года компанией интересовался всего один аналитик — Сьюзи Холмс из банка White Weld. В 1974 г. появился второй аналитик из First Boston: Мэгги Джиллиам случайно наткнулась на магазин компании во время снежной бури, из-за которой в аэропорту Чикаго отменили ее рейс. Чутье инвестора не подвело Мэгги.

Летом 1975 г. акции The Limited впервые приобрел институциональный инвестор — фонд T. Rowe Price New Horizons. К тому времени компания располагала торговой сетью из ста магазинов, разбросанных по всей стране. Тысячи наблюдательных покупателей вполне могли обратить внимание на успехи компании и провести собственный анализ ее деятельности. Однако к 1979 г. акционерами The Limited были всего два институциональных инвестора, на долю которых приходилось всего 0,6% находящихся в обращении акций. Основными держателями акций оставались сотрудники и руководители компании. Как мы увидим далее, нередко это хороший признак.

К 1981 г. торговая сеть бурно растущей компании расширилась до четырехсот магазинов, а ее акциями занимались всего шесть аналитиков. С тех пор, как компанию заметила Мэгги Джиллиам, прошло семь лет. К 1983 г. акции поднялись до 9 долл., а стоимость долгосрочных вложений, сделанных в 1979 г., когда акции после дробления продавались по 50 центов, увеличилась в 18 раз.

В 1984 г. стоимость акций упала почти в два раза — до 5 долл., однако положение компании было хорошим, и инвесторы получили еще один шанс сделать выгодное вложение. (Как будет показано ниже, если компания имеет положительные фундаментальные показатели, то разумнее всего воздержаться от продажи акций, а еще лучше — докупить новые.) Лишь к 1985 г., когда стоимость акций взлетела до 15 долл., созрели и аналитики. Да что там созрели, они наперегонки стали включать акции The Limited в списки с рекомендацией «покупать». Агрессивная скупка акций институциональными инвесторами привела к скачку курса до 527/8 долл. Фундаментальные показатели компании уже не оправдывали такую стоимость. К тому моменту за акциями следило более тридцати аналитиков, точнее 37, и многие из них поспели лишь к падению акций The Limited.

Среди компаний, оказывающих населению ритуальные услуги, у меня есть фаворит — Service Corporation International (SCI). Публичной эта компания стала в 1969 г. Первые десять лет на нее не обращал внимания ни один аналитик! Чтобы попасть в поле зрения Уолл-стрит, потребовались огромные усилия. Вначале SCI привлекла внимание инвестиционной компании Underwood, Neuhaus & Co, затем — в 1982 г. — крупной брокерской фирмы Shearson. К тому времени акции компании превратились в пятикратник.

Купив акции SCI в 1983 г. по 12 долл. и продав их в 1987 г. на пике по 303/8 долл., вы могли удвоить состояние. Но еще заманчивее было бы вложить в акции в 1978 г. и сыграть в сорокакратник.

Все эти годы компания демонстрировала отличные фундаментальные показатели. Но тысячи людей знали ее не поэтому, а по той простой причине, что им время от времени приходилось присутствовать на похоронах. Профессионалы же с Уолл-стрит проглядели SCI, поскольку компании по оказанию ритуальных услуг не подпадают ни под одну стандартную классификацию отраслей. Этот бизнес нельзя отнести ни к сфере услуг по организации досуга, ни к сфере производства товаров длительного пользования.

На протяжении 1970-х гг., когда компания Subaru стремительно развивалась, ею интересовались всего три-четыре аналитика. В период с 1977 по 1986 г. компания Dunkin' Donuts стала двадцатипятикратником. Тем не менее сегодня за ее акциями следят только две крупные фирмы, а еще пять лет назад не было ни одной. Чтобы привлечь внимание всего нескольких региональных брокерских фирм вроде Adams, Harkness, and Hill из Бостона, Dunkin' Donuts потребовался заметный рыночный успех. Вам же, чтобы заинтересоваться компанией, нужно лишь отведать ее знаменитых пончиков.

В 1981 г. акции Per Boys (о них я не раз упомяну в этой книге) не стоили и доллара. Лишь в 1985 г., когда они поднялись до 91/2 долл., компания попала в поле зрения трех аналитиков. Только когда стоимость акций компании Stop & Shop возросла с 5 до 50 долл., в полку ее аналитиков прибыло — к одному прибавились еще трое.

Примеры можно приводить до бесконечности, но, как мне кажется, уже понятно, к чему я клоню. Акции IBM, например, отслеживают 56 брокерских аналитиков, а акции Exxon — 44.

## ПРОВЕРИЛИ ЧЕТВЕРО

Тот, кто полагает, что среднестатистический профессионал с Уолл-стрит занят поисками оснований, по которым стоит покупать перспективные акции, плохо знает Уолл-стрит. Менеджер инвестиционного фонда, как правило, ищет причины, по которым не стоит покупать эти акции. Они могут служить оправданием, если отвергнутые акции вдруг вырастут в цене.

Типичные оправдания выглядят так: «слишком маленькая компания», «компания еще не успела зарекомендовать себя», «компания не относится к растущей отрасли экономики», «неопытное руководство», «персонал компании входит в профсоюз» и «они не выдержат конкуренции». Последний аргумент звучал в конкретных случаях вот как: «Stop & Shop ни за что не пробиться, ее съест 7-Eleven», «Pic "N" Save не устоять перед Sears», «агентство Rent-A-Car бессильно против Hertz and Avis». Подобные заявления, будь они основаны на тщательных рыночных исследованиях, не лишены рационального зерна. Беда в том, что к ним прибегают для придания веса скоропалительным суждениям и огульным запретам.

Когда на карту поставлено выживание, не каждый профессионал отважится купить никому не известную La Quinta. Из двух вариантов — возможность крупного выигрыша на акциях неизвестной компании и гарантированное отсутствие больших потерь на акциях признанной всеми компании — нормальный менеджер взаимного фонда, пенсионного фонда или корпоративного портфеля предпочитает второй. Успех — это чудесно, но важнее — сохранить лицо в случае провала. Профессионалы с Уолл-стрит живут по неписаному правилу: «Потеря места вам не грозит, если вы теряете деньги клиента на акциях IBM».

Если IBM падает, а вы держите ее акции, то клиенты и начальники сетуют: «Что там, черт возьми, творится с IBM?» Если же вы теряете на акциях какой-нибудь La Quinta Motor Inns, то к ответу призывают вас: «О чем ты думал, когда покупал их?» Вот почему акции La Quinta Motor Inns, отслеживаемые двумя аналитиками и продаваемые по 3 долл., не интересуют портфельных менеджеров, для которых важнее собственная безопасность. Не интересуют их и акции компании Wal-Mart по 4 долл., пока ее неприметный магазинчик существует лишь в каком-то городишке Арканзаса. Они начнут покупать только тогда, когда магазины Wal-Mart откроются во всех густонаселенных районах Америки, когда за компанией будут следить полсотни аналитиков, а председатель правления Wal-Mart появится на страницах журнала People в образе эксцентричного миллиардера, который ездит на работу на грузовике. К тому времени котировки акций вырастут до 40 долл.

В наихудшей форме подобная осторожность проявляется в пенсионных департаментах банков и в страховых компаниях, которые покупают и продают акции в соответствии с заранее утвержденными списками. Девять из десяти менеджеров пенсионных фондов придерживаются таких списков, чтобы не допустить «разброса доходности». Как показывает следующий пример, разброс доходности грозит им большими неприятностями.

Смит и Джонс, президенты двух компаний, встречаются на поле для гольфа. Их пенсионными счетами управляет National Bank, расположенный в Ривер-Сити. Перед игрой у них заходит разговор на волнующую обоих тему пенсионных счетов, и неожиданно выясняется, что за прошлый год пенсионные накопления у Смита выросли на 40%, а у Джонса — на 28%. Казалось бы, этому можно только порадоваться. Но Джонс вне себя от ярости. В понедельник утром он звонит в банк и требует объяснений, почему доходность его вложений оказалась ниже, чем у Смита, ведь оба счета управляются одним и тем же пенсионным отделом. «Если такое повторится еще раз, — негодует Джонс, — мы откажемся от ваших услуг».

Такого досадного недоразумения не случилось бы, если бы менеджеры пенсионного отдела для всех счетов подбирали акции из одного и того же списка. Тогда результаты и Смита, и Джонса были бы одинаковыми или достаточно близкими, чтобы не вызвать недовольство с чьей-либо стороны. Такие результаты, почти по определению, весьма посредственны, но некоторые предпочитают посредственность, лишь бы все было одинаковым.

Нормально, когда список, скажем из тридцати перспективных акций, составляется независимым аналитиком или менеджером фонда, который вполне может сформировать динамичный портфель. Однако на практике каждая акция списка должна быть одобрена всеми тридцатью руководителями. Среди выдающихся литературных и музыкальных произведений нет такого, которое было создано коллективными усилиями, не бывает и выдающихся инвестиционных портфелей, составленных сообща.

Все это напоминает мне героев рассказа Воннегута. В нем талантливые мастера, чтобы не обидеть своих бездарных коллег, преднамеренно чинят себе неудобства — отличные танцоры танцуют с грузом, даровитые художники рисуют со связанными пальцами и т.д.

Мне также вспоминается листок с надписью «Проверили четверо», что вкладывают в карман новой рубашки. По такому же принципу происходит отбор акций в списки. Руководители, принимающие решение, едва ли знают акции, которые они утверждают. Они не посещают компаний и не занимаются изучением новых продуктов. Они всего лишь подписываются под тем, что им предложено. Я представляю эту картину всякий раз, когда покупаю рубашки.

Портфельные менеджеры и менеджеры инвестиционных фондов очень ответственно подходят к подбору акций для своих портфелей. В этом нет ничего удивительного. От их услуг могут отказаться так же легко, как от услуг дискотечных танцоров или тренеров футбольных команд. Тренеры по крайней мере могут отдыхать в межсезонье. Менеджерам фондов нельзя расслабляться никогда, ведь их игра идет круглый год. Отчеты менеджеров о прибылях и убытках анализируются ежеквартально клиентами и начальниками, которые ждут результатов. Мне как инвестору, работающему с широкой публикой, приходится легче, нежели менеджеру, подбирающему акции для своих коллег-профессионалов. Пайщики Fidelity Magellan — это в основном мелкие инвесторы. У них есть полное право продать свои паи в любой момент, но они не анализируют мой портфель и не пытаются контролировать мои действия. Именно с этим столкнулся г-н Бун Доггл из банка Blind Trust, управляющего пенсионными счетами компании White Bread, Inc.

Бун Доггл хорошо разбирается в акциях. Он семь лет работает в этом банке, и на его счету немало блестящих инвестиционных решений. Он настолько самостоятелен в своей работе, что не нуждается в сторонней помощи. Сэм Флинт, вице-президент White Bread, Inc., считает, что тоже хорошо разбирается в акциях. Раз в квартал он критически анализирует портфель акций, отобранных Буном Догглом для его компании. В промежутках Догглу приходится по два раза на дню отвечать на его телефонные расспросы. Это превращается в пытку, Догглу становится дурно при одном только упоминании о Флинте и его компании. На разговоры о том, как надо выбирать акции, уходит столько времени, что работать просто некогда.

В целом менеджеры инвестиционных фондов тратят треть рабочего времени на объяснение своих действий — сначала непосредственному начальству, а потом клиентам вроде Флинта из White Bread. Существует даже негласное правило: чем крупнее клиент, тем больше времени на разговоры с ним должен отводить портфельный менеджер. И оно соблюдается во всех случаях, за редкими исключениями для таких клиентов, как Ford Motor, Eastman Kodak и Eaton. Допустим, Флинт, анализирующий последние результаты Доггла по пенсионному фонду, видит акции компании Херох в портфеле. В текущий момент они торгуются по 52 долл. Флинт пробегает колонку затрат и обнаруживает, что они куплены по 32 долл. «Потрясающе! — радостно восклицает он. — Лучшего и желать нельзя».

Флинт смотрит дальше и видит акции компании Sears. Их текущая цена 347/8долл., а цена покупки — 25 долл. «Превосходно», — говорит он. К счастью для Доггла, цены покупки приведены без указания даты. Флинт даже не подозревает, что акции Херох и Sears приобретены еще в 1967 г., когда в моде были брюки клеш. Ему и невдомек, что, если принять во внимание срок их пребывания в портфеле, рентабельность капитала будет ниже, чем в фонде денежного рынка.

Вот Флинт наталкивается на Seven Oaks International. Кстати, акции этой компании уже давно входят в число моих фаворитов. Вы когда-нибудь задумывались над тем, что происходит с купонами на скидку — 15 центов на кетчуп Heinz, 25 центов на моющие средства Windex и т.д. — после того как вы их вырезаете из газеты и сдаете в кассу супермаркета? В супермаркете их пакуют и отправляют в Мехико на завод Seven Oaks. Там их сортируют, учитывают и оплачивают — точь-в-точь, как чеки в федеральных резервных банках. Эта монотонная и скучная работа приносит Seven Oaks большие деньги, а их акционеры не остаются в накладе. Акции компаний именно такого типа — неприметных, незатейливых, но высокодоходных — я отдаю предпочтение.

Флинт впервые слышит об этой компании. Он судит о ней только по отчету — акции куплены фондом по 10 долл., а продаются по 6 долл. «Это еще что такое? — возмущается Флинт. — Падение в цене на 40%!» На обоснование присутствия этих акций Доггл тратит уйму времени. После двух-трех подобных случаев он зарекается покупать акции малознакомых компаний и клянется хранить верность компаниям типа Херох и Sears. А от Seven Oaks, думает Доггл, надо избавиться при первой же возможности и навсегда вычеркнуть ее имя из списка.

Полагаясь на «коллективное мнение» и убеждая себя, что выбирать акции вместе с толпой безопаснее, он забывает о житейской мудрости, которую сформулировал то ли Эсхил, то ли Гете, то ли телевизионный инопланетянин Альф:

В таких делах третий лишний.

Несмотря на то, что с фундаментальными показателям Seven Oaks не случилось ничего ужасного (я в этом не сомневаюсь, поскольку сам акционер этой компании), и на то, что компания может стать десятикратником, ее акции будут проданы. Все дело в том, что их не

жалует сам Флинт. А в портфеле останутся как раз те акции, которые следовало бы продать. В нашем бизнесе практику беспорядочных продаж убыточных в текущий момент акций окрестили «уничтожение свидетельств».

Опытные портфельные менеджеры справляются с «уничтожением свидетельств» настолько быстро и умело, что, похоже, эта практика уже стала частью механизма самосохранения. Если так, то у будущих поколений она может превратиться в безусловный рефлекс. Страусы с рождения знают, как прятать голову в песок.

Если Бун Доггл не успеет вовремя «схоронить» акции, его уволят, и шанс попрактиковаться в уничтожении свидетельств получит его преемник, которому передадут инвестиционный портфель. Каждый новичок стремится зарекомендовать себя с положительной стороны, а это означает — держать Херох и избавиться от Seven Oaks.

Пока мои коллеги не закричали хором «Фол!», позволю себе еще раз похвалить профессионалов, представляющих исключения. Портфельные менеджеры многих банков за пределами Нью-Йорка блестяще справляются с подбором акций на протяжении длительного времени. Многие компании, особенно средние по величине, достигли высот в управлении пенсионными счетами. По стране в целом в страховых, пенсионных и трастовых фондах работают десятки выдающихся инвесторов.

## УСТРИЧНЫЕ РОКФЕЛЛЕРЫ

Менеджеры инвестиционных фондов, которые все же хотят купить достойные акции вопреки всем ограничениям социально-политического характера, наталкиваются на множество требований и правил. В одних банках трастовые департаменты не разрешают покупать акции компаний, где присутствуют профсоюзы. В других существует запрет на вложения в нерастущие отрасли экономики или в определенные отраслевые группы — электроэнергетические, нефтяные и сталелитейные компании. Порой дело доходит даже до того, что менеджерам фондов не разрешается покупать акции компаний, названия которых начинаются с буквы «р», или предписывается приобретать акции только в те месяцы, в названии которых есть буква «р». Такое правило позаимствовано не иначе как у тех, кто знает, когда лучше есть устрицы.

Правила игры устанавливают все же не банки и не взаимные фонды, а Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission — SEC). Например, по решению SEC взаимные фонды вроде Fidelity не имеют права держать более 10% акций отдельно взятой компании и вкладывать более 5% своих активов в акции одной компании.

Подобные ограничения направлены на благо самого же фонда — они защищают его от неоправданной концентрации ресурсов (о чем я подробнее расскажу далее), а также не допускают поглощения компаний на манер Карла Айкана (подробности ниже). В итоге крупные фонды не могут выйти за пределы первой сотни в списке из десятка тысяч публичных компаний.

Допустим, вы управляете пенсионным фондом с активами в 1 млрд долл. Во избежание разброса доходности вы пользуетесь списком из 40 акций, одобренных по методу «Проверили четверо». Так как в каждую компанию разрешено вкладывать не более 5% активов, то можно приобрести 20 пакетов акций стоимостью по 50 млн долл. Ваш предел — 40 пакетов акций по 25 млн долл.

Теперь задача — найти такие компании, где на сумму 25 млн долл. вы приобретете не более 10% выпущенных акций. Такой подход отсекает множество возможностей, в частности небольшие быстрорастущие компании, которые как раз и становятся десятикратниками. Иными словами, вы просто не можете купить акции Seven Oaks International или Dunkin' Donuts.

Деятельность некоторых фондов ограничена правилом рыночной капитализации: они не могут покупать акции компаний, капитализация которых меньше, скажем, 100 млн долл. (Капитализация компании определяется путем умножения числа акций в обращении на их текущую цену.) Компания, 20 млн акций которой торгуются по цене 1,75 долл., с рыночной капитализацией в 35 млн долл. недоступна для фонда. Однако стоит акциям этой компании вырасти до 5,25 долл., а капитализации — до 105 млн долл., как она сразу же попадает в поле зрения фонда. Парадоксально, но крупные фонды вправе покупать акции небольших компаний лишь после того, как цены на их акции потеряют привлекательность.

В итоге пенсионные портфели замыкаются на демонстрирующих 10%-ный рост скучных завсегдаемых списка Fortune 500, от которых не стоит ждать приятных сюрпризов. Они фактически обречены на покупку IBM, Xerox и Chrysler. К тому же, если акции Chrysler упали, их не купят, пока они полностью не восстановятся. Даже такая уважаемая и компетентная фирма по управлению капиталом, как Scudder, Stevens and Clark, перестала интересоваться ими незадолго до того, как они достигли минимума (31/2 долл.), и вернула их в свой список лишь после подъема цены до 30 долл.

Неудивительно, что многие менеджеры пенсионных фондов не дотягивают до среднерыночной доходности. Доверяя управление инвестициями банку, вы, чаще всего, можете рассчитывать только на посредственный результат.

Совсем другое дело — взаимные фонды. Мне, например, не приходится покупать акции по утвержденному списку, и у меня над душой не стоят назойливые Флинты. Нет, я не хочу сказать, что руководство и прочие контролеры не следят за моими успехами, не задают трудных вопросов и не анализируют периодически мои результаты. Просто никто не говорит мне, что я должен держать Xerox или избегать Seven Oaks.

Самый большой недостаток такого фонда — размер. Чем крупнее взаимный фонд, тем труднее ему превзойти конкурентов. Ожидать, что 9-миллиардный фонд обойдет 800-миллионный фонд, все равно что ждать от Ларри Берда с увесистой гирей на поясе блестящего баскетбола. Крупным фонды, как и всему крупному в природе, присущ один недостаток — с увеличением размера им требуется все больше энергии, чтобы сдвинуться с места.

Fidelity Magellan, однако, даже с 9 млрд долл. продолжает побеждать в конкурентной борьбе. Каждый год то один, то другой прорицатель предсказывает наш провал, но этого не происходит. С июня 1985 г. фонд Magellan, уже тогда крупнейший в стране, обходит 98% всех взаимных фондов.

Этим я обязан Seven Oaks, Chrysler, Taco Bells, Pep Boys и другим найденным мною быстрорастущим, вышедшим из кризиса и малопопулярным компаниям. Я покупаю именно те акции, которые традиционные фонды старательно избегают. Иными словами, я продолжаю мыслить как индивидуальный инвестор-любитель.

## САМ СЕБЕ ХОЗЯИН

Вам совершенно не обязательно походить на институциональных инвесторов. Тот, кто копирует их подходы, неизбежно получает их результаты, которые далеко не всегда хороши. Ни к чему вам и выработать некий любительский стиль — вы и так инвестор-непрофессионал. Если вы серфер, водитель грузового автомобиля, школьник-недоучка или эксцентричный пенсионер, то у вас уже есть конкурентное преимущество. Вас ждут десятикратники, недоступные профессионалам с Уолл-стрит.

Над вами нет Флинтов, готовых раскритиковать квартальные или полугодовые результаты и замучить расспросами о том, почему вместо IBM куплено агентство Rent-A-Car. Объясняться вам придется только с женой да, пожалуй, с фондовым брокером. Но брокер будет благосклонно относиться к любым странностям и уж точно не уволит вас за покупку Seven Oaks, пока вы платите комиссионные. Что до жены (т.е. лица, ничего не смыслящего в серьезных инвестициях), то разве она еще не продемонстрировала свою терпимость к вашим инвестиционным неудачам?

(Если все же ваша спутница приходит в ужас от результатов инвестирования, всегда можно припрятать отчеты, которые ежемесячно приходят по почте. Это не следует воспринимать как рекомендацию, я просто показываю, что у индивидуального инвестора есть возможности, о которых менеджер взаимного фонда и помыслить не может.)

Вам не нужно бесконечно оправдываться перед коллегой за свой выбор. Никто не запрещает вам покупать акции, которые стоят меньше 6 долл., акции компаний, название которых начинается с «р» или в которых действует профсоюз. Вас не будут допекать ворчанием: «Впервые слышу о компании Wal-Mart» или «Дурацкое название Dunkin' Donuts, Джон Рокфеллер не стал бы вкладывать в какие-то пончики». Вас не упрекнут, если, продав акции по 11 долл., вы выкупите их по 19 долл., что может быть вполне разумным. Профессионалам такой ход недоступен, иначе их просто отлучат от терминалов системы Quotron.

Никто не заставляет вас приобретать 1400 разных акций или распределять капитал между 100 акциями. Вы можете держать одну, четыре или десять акций. Если нет компаний с хорошими

фундаментальными показателями, вы вправе отложить покупку акций до наступления более благоприятных условий. Менеджеры взаимных фондов лишены этой возможности. Они не могут продать акции полностью, а если пытаются, то все одновременно, а потому никогда не получают приличных цен.

Главное, вы можете открыть перспективные инвестиционные возможности рядом со своим домом или на работе за месяцы и годы до того, как о них узнают аналитики и менеджеры взаимных фондов.

Вместе с тем не исключено, что вы не созданы для игры на фондовом рынке. Эта проблема нуждается в серьезном обдумывании, поскольку фондовый рынок требует убежденности и безжалостен к тем, кто лишен уверенности.

3

## Инвестиции или игра?

Джентльмены предпочитают облигации.

Эндрю Меллон

После крупных биржевых крахов вроде октябрьского 1987 г. некоторые инвесторы переключают внимание на облигации. С вопросом, что лучше: акции или облигации — стоит разобраться заранее и в спокойной обстановке. Иначе решать его придется в самый неподходящий момент, когда фондовый рынок падает и все бросаются покупать депозитные сертификаты. Именно так и случилось недавно.

Инвестиции в долговые инструменты — облигации, денежные рынки и депозитные сертификаты — это вложения, приносящие процентный доход. Получение процента, особенно сложного, само по себе неплохо. Судите сами. В 1626 г. индейцы отдали свою землю — остров Манхэттен — группе иммигрантов в обмен на побрякушки ценой 24 долл. За этот поступок индейцев высмеивают уже четвертое столетие. Между тем из этой сделки они могли бы извлечь больше выгоды, чем те, кому достался целый остров.

За эти годы 24 долл., вложенные под 8% (допустим, что индейцы все же обменяли безделушки на наличные деньги), с учетом сложного процента превратились бы почти в 30 трлн долл. По данным Службы внутренних доходов, недвижимость муниципального округа Манхэттен оценивается всего в 28,1 млрд долл. Однако это оценочная стоимость. Понятно, что на открытом рынке она может вырасти вдвое. Выходит, цена Манхэттена 56,2 млрд долл. Но и в этом случае индейцы выиграли бы более 29 трлн долл.

Конечно, индейцы вряд ли могли получить 8% в те времена. Тогда заемщики платили намного меньше. Допустим, индейцам удалось вложить деньги под 6%, тогда сегодня они имели бы 34,7 млрд долл. — и это без расходов по ремонту зданий и стрижке газонов в Центральном парке. Вот к какому результату приводит разница всего в 2% при начислении сложных процентов на протяжении более трех столетий.

Каким бы фантастическим ни казался результат, он говорит об одном: инвестиции в долговые инструменты — неплохое дело.

Облигации стали особенно популярными в последние двадцать лет. Заметьте, именно двадцать, а не пятьдесят. До этого процентная ставка не превышала 4%. В последние же десять лет процентная ставка по долгосрочным обязательствам взлетела до 16%, а потом снизилась до 8%. Те, кто купил 20-летние облигации казначейства США в 1980 г., обнаружили, что их номинальная стоимость почти удвоилась, а они и сейчас получают 16% с первоначального вложения. Сегодня 20-летние казначейские облигации ощутимо переигрывают фондовый рынок, несмотря на то, что тот находится на подъеме. Мало того, для получения такого результата не нужны услуги ни аналитиков, ни брокеров.

Долгосрочные казначейские облигации наиболее надежны с точки зрения процентных платежей. Они не подлежат досрочному выкупу, а если и выкупаются, то не раньше чем за пять лет до установленного срока погашения. Инвесторы нередко обнаруживают, что многие корпоративные и муниципальные облигации могут погашаться намного раньше срока. Иными словами, заемщики вправе выкупить их в любой удобный для себя момент. Держатели облигаций оказываются в том же положении, что и собственники, у которых конфискуют имущество с выплатой компенсации. Как только процентные ставки начинают снижаться, вселяя в инвестора надежду на выигрыш, сделка расторгается, и инвестору возвращают



первоначальные вложения. Если же процентные ставки изменяются не в пользу инвестора, то избавиться от облигаций без потерь не удастся.

Почти все корпоративные облигации выпускаются с правом досрочного погашения. Поэтому лучше покупать казначейские бумаги, если вы хотите выиграть от падения процентных ставок.

## ЛИБЕРАЛИЗАЦИЯ СФЕРЫ СБЕРЕЖЕНИЙ

Традиционно облигации имели высокую номинальную стоимость и были недоступными для мелких инвесторов, у которых оставалось две возможности выйти на долговой рынок: открыть сберегательный счет или купить малоинтересные сберегательные облигации США. С появлением облигационных фондов инвестиции в облигации стали доступны не только магнатам, а фонды денежного рынка позволили миллионам владельцев сберегательных счетов вырваться из банковского плена раз и навсегда. Брюсу Бенту и Гарри Брауну, которые придумали счета денежного рынка и положили начало исходу вкладчиков из ссудо-сберегательных организаций, следует поставить памятник. В 1971 г. они открыли первый в истории фонд денежного рынка The Reserve Fund.

Их идею подхватил и развил мой шеф Нед Джонсон, который ввел практику выписывания чеков. До этого фонды денежного рынка были наиболее привлекательными для небольших компаний, которые использовали их для кратковременного размещения недельной заработной платы персонала. Возможность выписывать чеки сделала фонд денежного рынка универсальным, поскольку он стал выполнять функции как сберегательных, так и чековых счетов.

Одно дело отказаться от акций в пользу сберегательного счета с его вечной 5%-ной ставкой, и совсем другое — в пользу денежного рынка, который предлагает лучшие краткосрочные ставки и доходность которого повышается с ростом действующих процентных ставок.

Если вы держали средства на денежном рынке после 1978 г., то в этом нет ничего зазорного. Вас не коснулись два серьезных падения фондового рынка. Ваша доходность за это время не опускалась ниже 6%. Вы не потеряли ни цента из основной суммы. В 1981 г., когда краткосрочные процентные ставки подскочили до 17%, а фондовый рынок потерял 5%, ваш относительный выигрыш составил 22%.

Во время умопомрачительного взлета фондового рынка в период с 29 сентября 1986 г. по 25 августа 1987 г., когда Dow Jones поднялся с 1775 до 2722 пунктов, вы (представим, что у вас никогда не было акций) наверняка проклинали себя за упущенную возможность. На какое-то время вы даже перестали говорить друзьям, что держите все свои средства на денежном рынке. Легче было признаться в магазинной краже, чем в таком позоре.

Но после биржевого краха, когда Dow Jones вернулся к уровню 1738 пунктов, вы реабилитировались. Ведь вас совершенно не затронуло потрясение 19 октября. На фоне резкого падения цен акций денежный рынок обогнал по доходности фондовый рынок: 6,12% против 5,25% (S&P 500).

## ВОССТАНОВЛЕНИЕ ФОНДОВОГО РЫНКА

Однако через пару месяцев фондовый рынок восстановился, и акции вновь обошли по доходности и фонды денежного рынка, и долгосрочные облигации. Так всегда бывает в долгосрочной перспективе. Исторически вложения в акции, безусловно, выгоднее вложений в долговые инструменты. С 1927 г. обыкновенные акции имели среднюю доходность 9,8% в год, в то время как корпоративные облигации — 5%, правительственные облигации — 4,4%, а казначейские векселя — 3,4%.

С учетом долгосрочного уровня инфляции, рассчитанной по индексу потребительских цен и равной 3% в год, реальная доходность обыкновенных акций составляет 6,8% в год. Реальная доходность казначейских векселей, которые считаются самым консервативным и рациональным инструментом вложения денег, равна нулю. И это действительно так.

Разница в доходности обыкновенных акций (9,8%) и корпоративных облигаций (5%) может показаться незначительной. Но это не так. Вот вам финансовая сказка. Представим, что в 1927 г. некий современный Рип ван Винкль впал в летаргический сон на 60 лет, успев вложить в облигации 20 тыс. долл. под 5%. К моменту пробуждения ему причиталось бы 373 584 долл. Этих денег с лихвой хватило бы на покупку приличной квартиры, автомобиля марки Volvo и услуги парикмахера. Но если бы он вложил средства в акции с годовой доходностью 9,8%, его

выигрыш составил бы 5 459 720 долл. (Поскольку Рип спал, кризисы 1929 и 1987 гг. не могли спугнуть его с рынка.)

Если бы у вас была возможность вложить в 1927 г. по 1000 долл. в перечисленные ниже инструменты, то через 60 лет сложные проценты при отсутствии налогообложения принесли бы вам:

|                             |               |
|-----------------------------|---------------|
| Казначейские векселя        | 7 400 долл.   |
| Правительственные облигации | 13 200 долл.  |
| Корпоративные облигации     | 17 600 долл.  |
| Обыкновенные акции          | 272 000 долл. |

Несмотря ни на какие экономические кризисы, депрессии и спады, войны, перестановки в правительстве и изменения длины юбок, акции приносят в пятнадцать раз больше, чем корпоративные облигации, и в тридцать раз больше, чем казначейские векселя!

Этому есть логическое объяснение. Покупая акции, инвестор становится партнером компании. Он участвует в ее развитии и процветании. Покупая облигации, инвестор превращается в мелкого кредитора. Все, на что он может рассчитывать, — это возврат основной суммы плюс проценты.

Представьте себе человека, который многие годы держит облигации McDonald's. Все, что его связывает с компанией, — выплаты по долговым обязательствам. А ведь это лишь малая часть того, чего стоит компания. Оно и понятно. Держатели облигаций просто получают обратно свои деньги, так же, как и владельцы банковских депозитных сертификатов. Акционеры же становятся богаче, они ведь совладельцы компании. Облигации никогда не приносят десятикратных прибылей. Ну разве что инвестор специализируется на дефолтных облигациях.

## РИСКИ

«А как же риски? — спросите вы, особенно ввиду последнего обвала цен акций. — Разве акции не рискованнее облигаций?» Конечно, вложения в акции рискованное дело. Нигде не написано, что по акциям вам что-то должны. Я не раз убеждался на собственном опыте, что это так.

Рискованными могут быть даже голубые фишки, которые кажутся самыми надежными. Акции компании RCA считались выгодным и безопасным объектом вложения, пригодным даже для вдов и сирот. Однако в 1986 г. она была приобретена компанией GE по 66,50 долл. за акцию, т.е. почти по цене 1967 г., которая всего на 74% превышала максимум 1929 г. (38,25 долл. с учетом дробления). Иными словами, за 57 лет владения акциями солидной, всемирно известной и успешной компании прирост капитала составил менее 1% в год. А компания Bethlehem Steel торгуется по цене намного ниже максимума 1958 г., составлявшего 60 долл.

Взгляните на список компаний, составлявших индекс Dow Jones в 1896 г. Кто-нибудь из вас слышал об American Cotton Oil, Distilling and Cattle Feeding, Laclede Gas и U.S. Leather Preferred? Акции этих некогда известных компаний давно канули в Лету.

В списке 1916 г. мы видим Baldwin Locomotive, которая продержалась до 1924 г. В 1926 г. в список входили известные тогда компании Paramount Famous Lasky и Remington Typewriter. В 1927 г. место последней заняла United Drug. В 1928 г. список расширился с 20 до 30 компаний, появились такие компании, как Nash Motors, Postum, Wright Aeronautical и Victor Talking Machine. Две последние выбыли в 1929 г. Victor Talking Machine была поглощена RCA, к чему это привело, вы уже знаете. В 1950 г. появляется Corn Products Refining, а в 1959 г. ее место занимает Swift & Co.

Выходит, большие состояния недолговечны и нет никакой гарантии, что крупная компания не превратится в маленькую. Словом, беспроегрышных голубых фишек не бывает.

Покупка правильно выбранных акций по высоким ценам в неудачный момент чревата большими убытками. Взять, к примеру, падение рынка в 1972–1974 гг., когда целый ряд надежных акций значительно потерял в стоимости. Так, Bristol-Myers понизились с 9 до 4 долл., Teledyne — с 11 до 3 долл., McDonald's — с 15 до 4 долл. А ведь это компании с хорошей репутацией, не какие-то однодневки. Покупка неправильно выбранных акций ведет к еще большему убытку. Временами кажется, что теоретическая 9,8%-ная доходность акций на практике недостижима. В 1966 г. промышленный индекс Dow Jones достиг максимума в 995,15 пункта, который продержался вплоть до 1972 г. В свою очередь, максимум 1972–1973 гг. был превзойден лишь в 1982 г.

Однако и облигации, за исключением, пожалуй, совсем уж краткосрочных бумаг и некоторых облигационных фондов, не лишены риска. При росте процентных ставок у инвестора остаются две не очень радостные перспективы — низкая доходность или продажа облигации со значительной скидкой. Если вы не расположены к риску, то фонд денежного рынка или банк — самое подходящее для вас место. Иначе риска не избежать.

Считается, что муниципальные облигации надежны не меньше чем деньги в сейфе. Однако и по ним случаются дефолты. (Самый громкий дефолт связан с муниципальной системой энергоснабжения штата Вашингтон и ее злополучными облигациями Whoops.) Конечно, облигации погашаются в 99,9% случаев. Но есть и другие причины убытков, помимо дефолта. Попробуйте держать 30-летнюю облигацию с 6%-ным купоном в период галопирующей инфляции, и вы увидите, что станет с ее стоимостью.

Многие вкладывают средства в фонды, которые покупают облигации Правительственной национальной ипотечной ассоциации (Ginnie Mae). Они не подозревают, насколько волатильными стали рынки облигаций, и верят рекламе, которая обещает «100%-ную гарантию правительства». Выплата процентов им и вправду гарантирована. Но никто не гарантирует защиту стоимости паев в облигационном фонде от роста процентных ставок и падения рынка облигаций. Деловые журналы пестрят примерами того, что происходит с этими фондами, когда процентная ставка увеличивается на полпроцента. В наши дни неустойчивость фондов облигаций ничуть не меньше, чем неустойчивость фондов акций. Волатильность процентных ставок, которая позволяет удачливым игрокам делать большие деньги на облигациях, превращает вложения в облигации больше похожими на игру.

## АКЦИИ И СТАД-ПОКЕР

По правде говоря, полностью разделить инвестирование и игру невозможно. Китайской стены или границы между надежными и сомнительными объектами инвестирования попросту не существует. Обыкновенные акции стали рассматриваться в качестве «разумных инвестиций» лишь в конце 1920-х гг. До этого их отвергали как сомнительные инструменты — и не без основания. В те годы переоцененный рынок делал покупку акций в значительной мере игрой.

В течение двадцати лет после краха Уолл-стрит, ознаменовавшего начало Великой депрессии, фондовый рынок воспринимался большинством лишь как место азартной игры. Скептическое отношение к нему развеялось только к 1960-м гг., когда акции вновь обрели статус инвестиций. Но и тогда в условиях переоцененного рынка акции в большинстве своем были очень рискованными. Исторически отношение к акциям менялось регулярно и, как правило, невпопад: их то причисляли к объектам инвестирования, то отвергали как рискованную игру. Инвестиции в акции обычно считают целесообразными именно тогда, когда этого делать не стоит.

Долгое время акции крупных компаний считались объектом инвестиций, а акции мелких компаний — спекуляцией. В последние годы акции мелких компаний переместились в категорию инвестиционную, а в спекулятивную попали фьючерсы и опционы.

Меня всегда умиляет, когда люди характеризуют свои инвестиции как «консервативные спекуляции» или «здоровые спекуляции». Чаще всего это означает, что они хотят быть инвесторами, но опасаются, как бы это не оказалось игрой. Кстати, некоторые пары, которые не могут определиться с серьезностью отношений, тоже прикрываются фразами вроде «мы просто встречаемся».

Прежде всего необходимо признать, что любые денежные операции сопряжены с риском. Тогда можно дифференцировать игру и инвестирование в зависимости не от вида деятельности (покупка акций или облигаций, ставки на скачках и пр.), а от мастерства, специализации и предприимчивости участника. Для матерого эксперта по гандикапу, у которого есть система, относительно надежным источником долгосрочного дохода будут ставки на лошадей. По надежности они ничем не уступят инвестициям во взаимный фонд или в акции General Electric. Другое дело — легкомысленный и импульсивный инвестор, который гоняется за горячими выпусками, беспорядочно продает и покупает. Для него «инвестирование» в акции будет не лучше, чем ставки на лошадь с самой пышной гривой или с наездником в малиновом камзоле.

Для легкомысленных и импульсивных игроков у меня лишь один совет: забудьте об Уолл-стрит и отправляйтесь в Хайалиа, Монте-Карло, Саратогу, Насо, Санта-Аниту или Баден-Баден. Проигравшись в приятной обстановке, вы по крайней мере можете сказать, что хорошо

развлеклись. Когда теряешь на акциях, вид расхаживающего по офису брокера вряд ли может служить утешением.

И еще. Проиграв на скачках, можно просто швырнуть бесполезные билеты на пол и забыть о них. Прогорев же с акциями, опционами и т.п., каждую весну придется переживать немало тяжелых минут с налоговым бухгалтером.

Для меня инвестирование — это просто игра, в которой можно получить преимущество. Не важно перед кем — перед казино Атлантик-Сити, перед индексом S&P 500 или рынком облигаций. Собственно говоря, фондовый рынок напоминает мне игру в стад-покер.

Семикарточный стад-покер приносит стабильный долгосрочный доход тому, кто умеет обращаться с картами. Четыре карты сдаются в открытую. Игроку видны не только свои карты, но и большая часть карт противников. Когда сдана третья и четвертая карта, уже понятно, кто может выиграть, а кто проиграть. То же и на Уолл-стрит. Там достаточно открытой информации, если, конечно, знаешь, где ее искать.

Всего нескольких базовых вопросов позволяют понять, какие компании будут расти и процветать, какие — нет, а какие — совершенно непостижимы. Никто наверняка не знает, что будет. Каждое событие — скачкообразный рост прибыли, продажа убыточного филиала или выход на новый рынок — подобно сдаваемой карте. Пока карты сулят хорошие шансы на успех, вы остаетесь в игре.

Тот, кто регулярно играет в стад-покер, быстро понимает, что удача всегда на стороне одних и тех же счастливиц. Они тщательно просчитывают свои шансы по мере того, как открываются карты. Это позволяет им максимизировать доход от вложений. Победители повышают ставки, когда везет, а когда нет — выходят из игры. Неудачники бьются до последнего, надеясь на чудо, и остаются в глубоком проигрыше. А чудеса в стад-покере и на Уолл-стрит случаются достаточно часто, чтобы сделать игру привлекательной для неудачников.

Победители философски относятся к невезению. Бывает, что трех тузов бьет флеш-рояль. Они мирятся с этим и играют снова и снова в уверенности, что их система принесет результат со временем. Победители на фондовом рынке также мирятся с периодическими потерями, падениями цен и неожиданностями. Отдельные неудачи не выбивают их из игры. Если на основании глубокого изучения компании H & R Block были куплены ее акции, а порядок налогообложения неожиданно изменился, подорвав основу бизнеса (маловероятный сценарий), то они принимают удар и ищут новые акции. Победители понимают, что фондовый рынок — это не чистая наука и не шахматы, где выигрышная позиция всегда ведет к победе. Если семь акций из десяти дают ожидаемый результат, я в восторге. Если шесть — я доволен. Шести удачных акций из десяти вполне достаточно, чтобы превзойти Уолл-стрит.

Правильная игра с течением времени позволяет снизить риски фондового рынка, как, впрочем, и риски стад-покера. При неправильной игре (т.е. при покупке переоцененных акций) даже приобретение Bristol-Myers или Heinz может привести к большим убыткам. Последнее случается с теми, кто думает, что игра с голубыми фишками освобождает их от необходимости думать. Они рискуют лишиться половины своих вложений в мгновение ока и компенсировать потери лишь лет через восемь. В начале 1970-х гг. миллионы долларов, по недомыслию вложенные в переоцененные акции, оказались выброшенными на ветер. Означает ли это, что инвестиции в акции Bristol-Myers или McDonald's рискованны? Да, но только из-за подхода людей к инвестированию.

С другой стороны, сделанные после основательного анализа вложения в рискованные акции General Public Utilities, которой принадлежит АЭС Three Mile Island, где произошла авария, оказываются более выгодными, чем купленные в неудачный момент акции старой доброй компании Kellogg.

Как-то раз, желая обезопасить капитал тещи, миссис Чарльз Хофф, я посоветовал ей приобрести акции очень надежной компании Houston Industries. Она оказалась действительно «надежной» — за десять лет акции не изменились ни на цент. Решив «поиграть» на деньги мамы, я купил ей «рискованные» акции Consolidated Edison. Они выросли в цене шестикратно. На деле акции Con Ed были не такими уж и рискованными для тех, кто постоянно следил за фундаментальными показателями компании. Крупные победители выходят как раз из категории высокорискованных компаний. Между тем риск в большей мере связан с самими инвесторами, а не с категориями компаний.

Главное преимущество тех, кто принимает неопределенность при инвестировании в акции, — огромное вознаграждение за правильную оценку возможностей. Это ясно видно из отчетов о доходности взаимных фондов, составленных службой Johnson Chart Service, г. Буффало, штат Нью-Йорк. В них просматривается интересная закономерность: чем рискованнее стратегия фонда, тем выше его результат. Если бы вы в 1963 г. вложили 10 000 долл. в средний облигационный фонд, то через 15 лет получили 31 338 долл. Те же 10 000 долл., вложенные в сбалансированный фонд (акции и облигации), превратились бы в 44 343 долл.; в фонд роста и дохода (только акции) — 53 157 долл.; в фонд агрессивного роста (только акции) — 76 556 долл.

Игра на фондовом рынке, безусловно, стоит свеч, пока инвестор знает, как нужно играть. Пока вы держите акции, все время открываются новые карты. Сегодня, когда я думаю об этом, инвестирование в акции кажется мне игрой не в семикарточный стад-покер, а в семидесятикарточный. А если у вас десять акций, это равносильно игре десятью семидесятикарточными комбинациями одновременно.

4

## Зеркальный тест

«General Electric — хорошее вложение?» — совсем не тот вопрос, с которого я начинаю исследование акций. Даже если General Electric надежная компания, это не означает, что вам нужно покупать ее акции. Нет смысла и штудировать финансовые разделы газет до тех пор, пока вы не посмотрите на себя в зеркало. Прежде чем покупать какие-либо акции, вам следует ответить на три вопроса: 1) Есть ли у меня собственный дом? 2) Нужны ли мне деньги? 3) Есть ли у меня качества, необходимые для успеха при инвестировании в акции? Будут ли акции хорошим или плохим вложением, зависит в большей мере от ваших ответов на эти три вопроса, а не от информации из The Wall Street Journal.

### 1. Есть ли у меня собственный дом?

Как сказали бы на Уолл-стрит: «Дом! Что за вопрос?» Прежде чем вкладывать что-либо в акции, вам следует купить дом. Это очень хорошее вложение, доступное почти каждому. Конечно, есть и исключения, например дома, построенные над подземными пустотами, или дома на затопляемых территориях, но в 99 случаях из 100 дом — выгодное приобретение.

Часто ли вы слышите жалобы от друзей или знакомых: «Мой дом — такое неудачное вложение»? Уверен, что нет. Миллионы дилетантов очень удачно вложили средства в свои дома. Бывает, что семье нужно быстро переехать в другое место, и она продает дом с убытком, но редко кто умудряется терять деньги при продаже домов несколько раз кряду, как это сплошь и рядом происходит с акциями. И уж совсем невероятен случай, когда кто-то, проснувшись в одно прекрасное утро, обнаруживает, что его дом объявлен банкротом или прекратил свое существование. Об акциях такого сказать нельзя.

Люди, гениальные во всем, что касается их домов, превращаются в идиотов, когда дело доходит до акций, вовсе не случайно. Условия инвестирования в дом очень благоприятны для домовладельца. Банки позволяют вам вступить во владение при уплате всего 20% стоимости, а иногда и того меньше, иными словами, предоставляют значительный финансовый рычаг. (Правда, и акции можно купить в долг, за 50% от их стоимости, что на рынке называется покупкой на марже. Но каждый раз, когда цена на эти акции падает, вам придется вносить дополнительные средства. В случае с домом этого не происходит. Вам не придется вносить дополнительные средства при понижении рыночной стоимости, даже если дом находится в депрессивных нефтедобывающих штатах. Агенты по недвижимости не будут звонить вам по ночам, чтобы сообщить: «Завтра до 11 утра вы должны внести 20 000 долл., иначе придется продать две спальни». Держатели акций, купленных в долг, нередко вынуждены продавать их. Это — еще одно преимущество владения домом.)

Если при наличии финансового рычага вы получаете дом стоимостью 100 000 долл. за 20%, а стоимость жилья растет на 5% в год, то доходность ваших первоначальных вложений составит 25% в год. При этом процентные платежи по кредиту вычитаются из налогооблагаемой базы. Такая доходность на фондовом рынке сделала бы вас богаче Буна Пикенса.

В качестве бонуса вы получаете федеральный налоговый вычет в размере местного налога на недвижимость. Помимо этого дом — прекрасная защита от инфляции, отличное убежище для

средств во время рецессии, да еще и крыша над головой. И, наконец, если вы продаете дом, то полученные средства можно вложить в более дорогое жилье и получить освобождение от уплаты подоходного налога.

Обычное развитие событий выглядит так: вы покупаете маленький домик (стартовый дом), затем дом средних размеров и, наконец, большой дом, который в определенный момент становится ненужным. После того как дети вырастут и уедут, вы продадите большой дом и переедете в более скромное жилище, получив при этом внушительный доход. Он не облагается налогом — один раз в жизни вы получаете льготу в отношении непредвиденного дохода от продажи дома. С акциями все иначе, доходы от операций с ними облагаются налогом всегда и по максимальным ставкам.

Вы можете в течение 40 лет покупать и продавать дома и при этом не платить налоги, а напоследок получить прелестную налоговую льготу. Даже если и придется что-то платить, то к тому моменту вы перейдете в более низкий налоговый разряд, и платежи будут не слишком большими.

Старая поговорка Уолл-стрит «Никогда не вкладывай деньги в то, что нужно кормить или ремонтировать» применима к скаковым лошадям, но не к домам.

Есть и другие причины, по которым инвестиции в дома успешнее, чем в акции. Вряд ли вы броситесь избавляться от дома при виде заголовка «Цены на жилье падают» в разделе о недвижимости воскресной газеты. Там не публикуют цены закрытия в пятницу с указанием вашего адреса. Нет такой информации и в бегущей строке в нижней части телевизионного экрана, а диктор не зачитывает списки домов, которые подешевели сильнее других: «Цена на дом по адресу Орчард Лейн, 100 упала сегодня на 10%. Соседи не могут назвать причины такого резкого снижения».

Инвестиции в дома, как и в акции, оказываются выгодными в долгосрочной перспективе. Человек занимает дом обычно не один год, насколько я помню, средний срок владения домом составляет семь лет. Для сравнения: 87% акций, котирующихся на Нью-Йоркской фондовой бирже, переходят из рук в руки каждый год. Дома внушают большую уверенность, чем акции. Для того, чтобы выехать из дома, нужен грузовик, а для того, чтобы избавиться от акций, — лишь один телефонный звонок.

И, наконец, вложения в дом удачны еще и потому, что вы знаете, как нужно подходить к выбору — от чердака до подвала и какие вопросы следует задавать. Умение выбирать дома передается из поколения в поколение. Когда вы росли, на ваших глазах родители выясняли, как работают коммунальные службы, где находятся школы, хорошо ли действует канализация, загрязнена ли местность и каковы налоги. Вам известны правила, например «Не покупай самый дорогой дом в квартале». Вы определяете, что прилегает к дому со стороны центра и со стороны окраины. Вы объезжаете округу и смотрите, что благоустраивается, что заброшено, скольким домам требуется ремонт. Затем, прежде чем предложить цену, вы нанимаете специалистов, которые определяют, не заражен ли дом термитами, не протекает ли крыша, нет ли гнили, не прохудились ли трубы, исправна ли электропроводка и нет ли трещин в фундаменте.

Неудивительно, что на рынке недвижимости люди делают деньги, а на фондовом рынке теряют их. На поиск дома у них уходят месяцы, а на выбор акций минуты. В действительности на поиск подходящей микроволновки тратится больше времени, чем на выбор хороших возможностей инвестирования.

## 2. Нужны ли мне деньги?

Итак, мы добрались до второго вопроса. Прежде чем покупать акции, стоит проанализировать семейный бюджет. Например, если через два-три года вам придется платить за обучение ребенка в колледже, то не покупайте на эти деньги акции. Допустим, вы вдова (в книгах по фондовым рынкам всегда фигурируют вдовы), и ваш сын Декстер, который сейчас учится в одном из старших классов средней школы, имеет шансы поступить в Гарвардский университет, но без стипендии. Поскольку вам не осилить оплату обучения, вы не можете устоять перед искушением увеличить свой капитал за счет вложений в надежные голубые фишки.

В данном случае даже покупка голубых фишек слишком рискованна. В отсутствие сюрпризов, если говорить о периоде в 10–20 лет, акции ведут себя довольно предсказуемо. Сказать же, вырастут они или упадут через два-три года, можно разве что подбросив монетку. Цены на

голубые фишки могут снизиться и не меняться три года, а то и пять лет. Если рынок «поскользнется на банановой кожуре», то Декстеру придется идти на вечернее отделение. Возможно, вы уже в возрасте, и вам приходится жить на фиксированный доход, или молоды, но не хотите работать, а предпочитаете жить на фиксированный доход от родительского наследства. И в том, и в другом случае лучше держаться подальше от фондового рынка. Существуют сложные формулы для определения процентной доли активов, которую можно вложить в акции, но я знаю простой способ, который одинаково хорош и для Уолл-стрит, и для скачек. Вкладывать можно только такую сумму, потеря которой не повлияет на вашу повседневную жизнь в обозримом будущем.

### **3. Есть ли у меня качества, необходимые для успеха при инвестировании в акции?**

Этот вопрос — самый важный из всех. На мой взгляд, список качеств должен включать в себя терпение, уверенность в себе, здравый смысл, устойчивость к отрицательным эмоциям, восприимчивость, беспристрастность, упорство, скромность, гибкость, готовность к самостоятельному исследованию, такую же готовность к признанию ошибок и способность не поддаваться общей панике. С точки зрения коэффициента интеллекта (IQ) лучшие инвесторы находятся в диапазоне чуть выше нижних 10% и чуть ниже верхних 3%. Настоящие гении слишком увлекаются теоретизированием, а реальное поведение акций, более простое, чем они представляют, никогда не оправдывает их ожиданий.

Важна также способность принимать решения в отсутствие полной информации. На Уолл-стрит ясности нет почти никогда, а если она и появляется, то слишком поздно, чтобы на ней делать деньги. Ученый ум, которому необходима полнота данных, сюда не впишется.

И, наконец, очень важно не поддаваться своим слабостям и не идти на поводу интуиции. Редкий инвестор втайне не тешится мыслью о своей способности предсказывать цены на акции или золото, предвидеть изменение процентных ставок, хотя ошибается снова и снова. Поразительнее всего, что наибольшая уверенность в скором росте акций или подъеме экономики появляется как раз перед тем, как происходит обратное. Это наглядно демонстрируют популярные инвестиционно-консультационные службы, которые имеют обыкновение поддаваться бычьему или медвежьему настроению в неподходящие моменты.

Согласно информации Investor's Intelligence, которая отслеживает настроения инвесторов, в конце 1972 г. накануне падения акций оптимизм был высок как никогда и только 15% консультантов проявляли пессимизм. В самом начале оживления фондового рынка в 1974 г. настроения инвесторов были как никогда пессимистичными, а 65% консультантов высказывали опасения, что худшее еще впереди. Перед тем как рынок в 1977 г. пошел вниз, авторы новостных бюллетеней излучали оптимизм (только 10% из них разделяли медвежьи настроения). В 1982 г. перед началом великого бычьего рынка 55% консультантов были пессимистами, а непосредственно перед большим обвалом 19 октября 1987 г. 80% консультантов демонстрировали бычье настроение.

Проблема вовсе не в том, что инвесторы и их консультанты хронически бестолковы или невосприимчивы. Просто к моменту получения сигнала ситуация уже меняется. Когда позитивной финансовой информации становится достаточно для того, чтобы большинство инвесторов почувствовали уверенность в краткосрочных перспективах, экономика уже испытывает трудности.

Как еще объяснить тот факт, что большое количество инвесторов (в том числе генеральные директора компаний и искушенные бизнесмены) больше всего сторонились акций именно тогда, когда они показывали наилучшие результаты (т.е. с середины 1930-х до конца 1960-х гг.), и менее всего опасались акций именно в те периоды, когда они показывали наихудшие результаты (т.е. в начале 1970-х гг. и осенью 1987 г.). Если следовать этой логике, то успех книги Рави Батра «Великая депрессия 1990 г.» можно считать чуть ли не гарантией процветания нации.

Настроения инвесторов меняются удивительно быстро даже тогда, когда реальность остается неизменной. За одну-две недели до октябрьского краха те, кому довелось проехать через Атланту, Орландо или Чикаго, восхищались размахом нового строительства и отмечали в разговорах: «Да у них тут экономический бум!» А всего несколько дней спустя, уверен, они смотрели на те же здания и говорили: «Да-а, здесь точно есть проблемы. Интересно, кому они будут продавать эти квартиры и сдавать в аренду офисные помещения?»

Людам присущи качества, которые не позволяют им правильно прогнозировать рынок. Излишне доверчивый инвестор постоянно пребывает в одном из трех эмоциональных состояний: беспокойство, удовлетворенность, капитуляция. Когда рынок падает и экономика слабеет, его охватывает беспокойство, не позволяющее покупать акции хороших компаний по низким ценам. Затем после покупки акций уже по более высоким ценам, он испытывает удовлетворение, поскольку цены продолжают расти. Именно в этот момент следует побеспокоиться и проверить фундаментальные показатели компании, но он этого не делает. И, наконец, когда наступают трудные времена и цены падают ниже того, что было заплачено, инвестор капитулирует и продает все в приступе раздражения.

Некоторые воображают себя «долгосрочными инвесторами», но выдерживают лишь до очередного значительного падения цен (или образования крошечной прибыли). Тогда они быстро превращаются в краткосрочных инвесторов и продают акции с крупным убытком или случайной, очень маленькой прибылью. В таком нестабильном бизнесе очень легко впасть в панику. За то время, что я управлял фондом Magellan, он восемь раз терял от 10 до 35% во время медвежьих периодов, а в 1987 г. он после роста на 40% в августе потерял 11% к декабрю. Тот год мы завершили с прибылью в 1%, и я едва сохранил репутацию человека, у которого нет ни одного года с убытком, — постучим по дереву. Недавно я прочел, что цена средней акции в течение года колеблется в пределах 50%. Если это правда, а в XX столетии, похоже, так оно и было, то акции, торгующиеся сейчас по 50 долл., в течение ближайших 12 месяцев могут вырасти до 60 долл. или упасть до 40 долл. Иными словами, максимум года (60 долл.) на 50% выше минимума (40 долл.). Если вы из тех, кто не может удержаться от покупки по 50 долл., докупает по 60 долл. («Видишь, я был прав, они все-таки растут»), а затем продает в отчаянии по 40 долл. («Да, я ошибся. Они упали»), то и целое собрание сочинений из серии «Полезные советы» вам не поможет.

Некоторые вообразили себя инвесторами, действующими вопреки общим настроениям рынка, в уверенности, что могут получить прибыль, двигаясь вперед, когда остальной мир движется назад. Однако сама идея этого пришла им в голову лишь после того, как она стала общепринятой. По-настоящему против рынка идет не тот инвестор, который занимает противоположную позицию в горячих акциях (т.е. осуществляет короткую продажу акций, которые все покупают). По-настоящему против рынка идет тот, кто выжидает, пока все успокоится, и покупает акции, к которым потерял интерес, которые вызывают зевоту на Уолл-стрит.

Когда говорит Э. Хаттон, предполагается, что его все слушают<sup>4</sup>, но в этом и проблема. Всем следовало бы уснуть. Когда дело доходит до предсказаний поведения рынка, на первое место выходит не умение слушать, а умение засыпать. Хитрость не в умении доверять своей интуиции, а в умении не обращать на нее внимания. Не продавайте акции до тех пор, пока фундаментальные показатели компании не ухудшатся.

В противном случае ваша единственная надежда — формула финансового успеха Пола Гетти: «Рано вставайте, много работайте, богатейте».

## 5

### **Хороший ли сейчас рынок? Лучше не спрашивайте**

Когда после публичного выступления наступает очередь ответов на вопросы, меня неизменно спрашивают: хороший сейчас рынок или плохой? На каждого, кто интересуется конкретными вещами, например насколько солидна или правильно оценена компания Goodyear Tire, всегда приходятся четверо, желающих знать, как долго сохранится бычий рынок и не замаячил ли на горизонте медведь. Любителям прогнозов я всегда отвечаю, что точно знаю лишь одно: всякий раз, когда меня повышают в должности, рынок идет вниз. Но стоит мне это сказать, как раздается вопрос о том, когда ждать моего очередного продвижения по служебной лестнице.

Чтобы делать деньги на акциях, совсем не обязательно уметь предсказывать поведение фондового рынка, в противном случае я не заработал бы на них ничего. Несколько самых катастрофических падений рынка произошли на моих глазах, но я не предсказал бы их, даже если бы от этого зависела моя жизнь. В середине лета 1987 г. я не предупредил никого, а главное себя, о неминуемом снижении рынка на 1000 пунктов.

Я был не единственным, кто не разглядел приближения катастрофы. Меня окружала внушительная толпа известных пророков, предсказателей и прочих экспертов, которые тоже



ничего не подозревали. Как сказал один умный прогнозист, если вам приходится предсказывать, то пересматривайте свой прогноз почаще.

Никто не позвонил и не предупредил меня о надвигавшемся октябрьском крахе, а если бы все, якобы предвидевшие его, продали свои акции, то рынок упал бы на 1000 пунктов намного раньше из-за наплыва информированных продавцов.

За год я встречаюсь с руководителями тысяч компаний и вижу массу высказываний сторонников вложений в золото, приверженцев процентных ставок, наблюдателей за действиями Федеральной резервной системы и финансовых мистиков, мелькающих в газетах. Тысячи экспертов анализируют индикаторы перенапряжения рынка, фигуры движения цен, соотношение объемов опционов пут и колл, политику ФРС в отношении денежной массы, уровни иностранных инвестиций, движение созвездий на небосводе, рост мха на дубах, однако их прогнозы движения рынка не точнее предсказаний римских жрецов относительно даты нашествия варваров.

Никто не посылал предупредительных сигналов и перед началом краха фондового рынка в 1973–1974 гг. В школе бизнеса меня учили, что рынок растет на 9% в год. Однако с тех пор 9%-ного роста так ни разу и не наблюдалось, а я все еще не нашел надежных индикаторов, которые показывали бы, насколько рынок повысится или понизится или хотя бы будет расти или падать. Все крупные подъемы и падения рынка оказывались для меня неожиданностью.

Поскольку фондовый рынок так или иначе связан с общим экономическим состоянием, люди пытаются перехитрить его с помощью прогнозирования уровня инфляции и деловой активности, экономических бумов и спадов, направления движения процентных ставок. Между процентными ставками и фондовым рынком действительно наблюдается заметная корреляция, но кому удавалось предсказывать процентные ставки с регулярностью, достойной внимания? В США 60 000 экономистов, многие из которых занимаются исключительно прогнозированием деловой активности и уровня процентных ставок. Будь у них возможность сделать это успешно пару раз подряд, все они стали бы миллионерами. Они бросили бы работу и поселились на Бимини, где попивали бы ром и развлекались ловлей марлинов. Но, насколько мне известно, большинство из них все еще работают по найму, а это говорит само за себя. Как сказал один наблюдательный человек, если всех экономистов мира взять и уволить, было бы неплохо.

Ну, может быть, не всех экономистов. Например, не тех, которые сейчас читают эту книгу, и уж точно не таких, как Эд Хайман из C. J. Lawrence, которого интересуют стоимость отходов, уровни запасов, железнодорожные перевозки и совершенно не волнуют кривые Лаффера и фазы Луны. Против экономистов-прагматиков я ничего не имею.

Согласно одной теории рецессии случаются один раз в пять лет, но на практике этого не происходит. Я заглянул в Конституцию, и там ничего нет о том, что раз в пять лет у нас должна быть рецессия. Конечно, хотелось бы получить предупреждение до того, как мы войдем в рецессию, чтобы скорректировать инвестиционный портфель. Но шансы вычислить ее начало равны нулю. Некоторые ждут, когда прозвенит звонок, сигнализирующий об окончании рецессии и начале нового бычьего рынка. Беда в том, что звонки никогда не работают. Помните, ясность появляется только тогда, когда уже ничего нельзя сделать.

С июля 1981 г. по ноябрь 1982 г. мы пережили 16-месячную рецессию. Это был самый ужасный период из тех, что я помню. Здравомыслящие профессионалы подумывали о том, не заняться ли охотой или рыбалкой, потому что вскоре все равно всем придется жить в лесу и собирать желуди. Безработица составляла 14%, инфляция — 15%, а базовая ставка кредитования первоклассных заемщиков — 20%, но и на этот раз никто не позвонил мне и не сказал, что нас ожидает такое. Задним числом многие заявляли, что ожидали нечто подобное, но никто не предупредил меня до того, как все случилось.

Затем, в период наибольшего пессимизма, когда восемь из десяти инвесторов готовы были поклясться, что мы возвращаемся в 1930-е гг., фондовый рынок восстановился, и вдруг все в этом мире стало хорошо.

## ГОТОВНОСТЬ К ПРОШЛОМУ

Каким бы образом ни появлялись наши заключения о состоянии финансовых рынков, похоже, мы всегда готовимся к тому, что уже случилось, а не к тому, что будет. Подобная «готовность к прошлому» — это наша реакция на то, что мы проглядели приближение прошлого события.

На следующий день после краха рынка 19 октября люди стали беспокоиться, что рынок может рухнуть еще раз. Это уже произошло, и мы пережили обвал (хотя и не смогли предсказать его), а потом замерли в ожидании повторения. Тот, кто покинул рынок, чтобы не проиграть в следующий раз, как и в прошлый, снова проиграл, когда рынок пошел вверх.

Самое смешное, что следующий раз никогда не бывает таким, как прошлый, однако мы все равно готовимся именно к прошлому. Это напоминает мне концепцию мироздания племен майя.

Согласно мифологии майя конец света наступал четыре раза. Каждый раз майя получали урок и давали зарок подготовиться к следующему разу лучше, но они всегда готовились к прошлой угрозе. Сначала было наводнение. Спасшиеся усвоили урок — переселились на лесистые возвышенности, соорудили дамбы и построили жилища на деревьях. Но все усилия были напрасными, поскольку в следующий раз все уничтожил огонь.

Те, кто спасся, ушли от леса подальше. Они построили новые дома из камня вдоль горных расщелин. Вскоре после этого концом света стало землетрясение. Я не помню, что за беда случилась в четвертый раз, возможно, рецессия, но в любом случае майя не были к ней готовы. Их слишком занимало строительство убежищ на случай следующего землетрясения.

Две тысячи лет спустя мы по-прежнему ищем признаки будущей угрозы в прошлом, но это помогает только в том случае, когда известно, какой будет следующая угроза. Не так давно люди боялись, что цены на нефть упадут до 5 долл. за баррель и начнется кризис. За два года до этого они же опасались, что цены на нефть вырастут до 100 долл. за баррель и начнется кризис. Было время, когда беспокойство вызывал слишком быстрый рост денежной массы. Теперь все обеспокоены тем, что она растет слишком медленно. Когда в прошлый раз мы были готовы к инфляции, случилась рецессия. После этого мы подготовились к еще более глубокой рецессии, а получили инфляцию.

Когда-нибудь наступит еще одна рецессия, которая очень плохо скажется на фондовом рынке, но это будет не инфляция, которая тоже очень плохо сказывается на фондовом рынке. А может быть, рецессия уже была к тому моменту, когда книга попала в ваши руки. А может быть, ее не будет еще десяток лет. И вы всерьез думаете, я могу сказать вам, когда и что случится?

## ТЕОРИЯ ПРИЕМОВ С КОКТЕЙЛЕМ

Если профессиональные экономисты не могут предсказать состояние экономики, а профессиональные прогнозисты не могут предсказать поведение рынков, то могут ли это сделать инвесторы-любители? Вы уже знаете ответ на этот вопрос, а если нет, то я предложу вам собственную теорию прогнозирования рынка, так называемую «теорию приемов с коктейлем». Она — результат участия в бесчисленных приемах, на которых я стоял посреди гостиной в толпе и слушал, что говорят об акциях окружающие.

На первой стадии роста рынка после довольно продолжительного спада, когда никто не ждет оживления, люди даже не заикаются об акциях. Если кто-то в ответ на вопрос о моей профессии узнает, что я управляющий взаимным фондом, то он, вежливо поклонившись, поворачивается и уходит. А если не уходит, то быстро переводит разговор на баскетбольный матч с участием бостонской команды Celtics, предстоящие выборы или погоду. Не успеешь и глазом моргнуть, как он уже стоит рядом со стоматологом и обсуждает проблему зубного налета.

Когда с десяток человек предпочитают беседовать со стоматологом о зубном налете, а не с управляющим взаимным фондом об акциях, есть шансы, что фондовый рынок вскоре пойдет вверх.

На второй стадии после того, как я называю свою профессию, мои новые знакомые задерживаются чуть дольше и даже успевают посетовать на рискованность акций, прежде чем примкнуть к стоматологу. В разговорах за коктейлем все еще преобладает тема зубного налета. Рынок вырос на 15% относительно первой стадии, однако мало кто обращает на это внимание.

На третьей стадии, когда рынок вырос уже на 30%, стоматолога обходят стороной, а меня весь вечер окружает толпа. Полные энтузиазма гости один за другим отводят меня в сторону и спрашивают, акции каких компаний следует покупать. Не отстает от них и стоматолог. Все присутствующие на вечеринке вложили деньги в те или иные акции и теперь обсуждают ситуацию.

На четвертой стадии меня тоже окружает толпа, но на этот раз для того, чтобы сказать мне, какие акции следует покупать. Даже у стоматолога есть три-четыре идеи. В последующие дни я слежу за рекомендованными им акциями, и оказывается, что все они выросли. Если соседи дают мне рекомендации, а я жалею, что не последовал им, то, значит, рынок достиг пика и вскоре упадет.

Хотите верьте, хотите нет, но не думайте, что это лучший мой инструмент. Я вообще не верю в прогнозирование рынков. Я верю в отличные компании, особенно те, которые недооценены и/или еще не получили признания. Неважно, какой Dow Jones сегодня — 1000, 2000 или 3000 пунктов, лучше держать Marriott, Merck и McDonald's, а не Avon Products, Bethlehem Steel и Xerox, которые были у вас в последние десять лет. Вложения в Marriott, Merck или McDonald's также лучше вложений в облигации и фонды денежного рынка.

Если бы вы купили акции отличных компаний в 1925 г. и не расстались с ними во время краха Уолл-стрит и Великой депрессии (признаю, что это нелегко), то к 1936 г. ваш результат был бы очень недурным.

## КАКОЙ ИМЕННО ФОНДОВЫЙ РЫНОК?

Состояние рынка не должно иметь для вас никакого значения. Если мне удалось убедить вас хотя бы в этом, то книга выполнила свою задачу. А если вы не верите мне, то поверьте Уоррену Баффетту. «Для меня, — написал он, — фондового рынка как такового не существует. Он нужен только как источник справочной информации о том, не предлагает ли кто-нибудь сделать что-нибудь глупое».

Баффетт превратил свой фонд Berkshire Hathaway в чрезвычайно прибыльное предприятие. В начале 1960-х гг. пай его фонда стоил 7 долл., а сегодня он стоит 4900 долл. Пара тысяч долларов, вложенных в то время в Berkshire Hathaway, превратились в семисоткратник, т.е. в 1,4 млн долл. Это характеризует Баффетта как великолепного инвестора. Однако величайшим инвестором всех времен его делает совсем другое: когда он считал, что акции сильно переоценены, он распродал все и возвращал деньги своим партнерам со значительной для них прибылью. Добровольный возврат денег, которые другие несут вам, чтобы вы управляли ими, — это нечто уникальное в истории финансов.

Мне бы очень хотелось уметь прогнозировать поведение рынков и предсказывать рецессии, но поскольку это невозможно, то я, как и Баффетт, довольствуюсь поиском прибыльных компаний. Я зарабатываю деньги даже при отвратительном состоянии рынков. Некоторые из моих любимых десятикратников сильнее всего росли именно при плохом состоянии рынка. Акции Taseco Bell шли вверх в течение двух последних рецессий. Фондовый рынок понижался лишь в 1981 г., однако это был отличный момент для покупки акций Dreyfus, которые как раз начали свой фантастический рост с 2 до 40 долл. Увы, этот двадцатикратник ваш покорный слуга успешно пропустил.

Приведу еще один аргумент. Предположим, что вам удалось предсказать очередной экономический бум с абсолютной точностью и вы решили заработать на своей прозорливости путем покупки акций с высоким потенциалом роста. Заметьте, что и в этом случае вам приходится выбирать акции точно так же, как и в отсутствие прозорливости.

Итак, если вы знаете о приближении бума на рынке недвижимости во Флориде, но выбираете наугад акции Radice, то в результате теряете 95% ваших инвестиций. Если вы знаете о приближении компьютерного бума, но выбираете акции Fortune Systems без предварительного исследования, то вас ожидает падение этих акций с 22 долл. в 1983 г. до 17/8 долл. в 1984 г. Если вы знаете о наступлении в начале 1980-х гг. бычьего периода на рынке авиаперевозок, то что толку от вложений в People Express (которая сразу же купила ферму) или Pan Am (акции которой упали с 9 долл. в 1983 г. до 4 долл. в 1984 г. из-за неумелого руководства)?

Допустим, вам известно об оживлении сталелитейной отрасли, вы берете список сталелитейных компаний, прикрепляете его к доске для игры в дартс и попадаете дротиком в LTV. Акции LTV снижаются с 26 1/2 до 11 1/8 долл. в период с 1981 по 1986 г. Примерно в тот же период акции Nucor поднимаются с 10 до 50 долл. (У меня были акции обеих компаний, и зачем только я продал Nucor и оставил LTV? Наверное, я тоже бросал дротики.)

Раз за разом правильный выбор рынка приводит к потере половины активов, потому что вы выбирали не те акции. Если вы полагаетесь на то, что рынок потянет ваши акции за собой, то с таким же успехом можете отправиться на автобусе в Атлантик-Сити и поставить на красное или черное. Если вы просыпаетесь утром в уверенности, что надо срочно покупать акции,

потому как рынок в этом году пойдет вверх, то вам следует выдернуть телефонный шнур из розетки и держаться как можно дальше от ближайшего брокера. Вы надеетесь на то, что рынок вас вытянет, но шансов на это у вас никаких.

Если вам не хватает забот, то беспокойтесь о том, растет ли производство постельного белья у компании West Point-Pepperell, или о том, хорошо ли идут дела у Тасо Bell с ее новым блюдом «буррито сьоприм». Правильно выбирайте акции, а рынок сам о себе позаботится.

Конечно, нельзя утверждать, что такого понятия, как «переоцененный рынок», не существует, просто нет смысла по этому поводу беспокоиться. Вы узнаете о том, что рынок переоценен, в тот момент, когда не сможете найти ни одной компании, акции которой можно купить по приемлемой цене или которая удовлетворяет вашим инвестиционным критериям. Причиной, по которой Баффетт возвращал деньги партнерам, была, по его словам, невозможность найти акции, достойные включения в инвестиционный портфель. Он изучил сотни компаний и не нашел ни одной, которую стоило бы купить, исходя из фундаментальных показателей.

Сигнал «покупать» я слышу только тогда, когда компания мне нравится. В этом случае приобретение акций не бывает преждевременным или запоздалым.

## Основные идеи первой части

- Не переоценивайте знания и мудрость профессионалов.
- Опирайтесь на то, что вы знаете.
- Ищите возможности, которые на Уолл-стрит еще не нашли и не признали, т.е. компании, которых нет «на экране радара» Уолл-стрит.
- Прежде чем покупать акции, вложите средства в дом.
- Инвестируйте в компании, а не в фондовый рынок.
- Не обращайте внимания на краткосрочные колебания цен.
- Обыкновенные акции могут принести большую прибыль.
- Обыкновенные акции могут принести большие убытки.
- Предсказывать состояние экономики бесполезно.
- Предсказывать направление краткосрочного движения фондового рынка бесполезно.
- Долгосрочная доходность акций относительно предсказуема и значительно выше долгосрочной доходности облигаций.
- Слежение за компанией, акции которой вы держите, похоже на бесконечную партию в стад-покер.
- Обыкновенные акции как объект инвестирования годятся не для всех, и даже не всех этапов жизни отдельно взятого человека.
- Средний человек узнает об интересных местных компаниях и продуктах намного раньше профессионалов.
- Присущее вам преимущество помогает делать деньги на акциях.
- На фондовом рынке одна синица в руке стоит 10 журавлей в небе.
- 
- Часть II

## Выбираем победителей

- Здесь мы поговорим о том, как воспользоваться своим преимуществом; как найти самые перспективные инвестиционные возможности; как оценить имеющиеся инвестиции и чего можно ожидать от каждой из шести категорий акций; какой должна быть идеальная компания и какую компанию следует обходить стороной; что значит прибыль для успеха или провала акций; какие вопросы нужно задавать при исследовании акций; как следить за делами компании; как добывать информацию и как оценивать контрольные показатели — денежные средства, заемные средства, коэффициент «цена/прибыль», валовая прибыль, балансовая стоимость, дивиденды и др.

## Как найти десятикратник

Поиск десятикратника лучше всего начинать дома. Не в буквальном смысле этого слова, а, скажем, в ближайшем торговом центре или еще лучше на своей работе. Ведь первые признаки успеха большинства уже упомянутых десятикратников — Dunkin' Donuts, The Limited, Subaru, Dreyfus, McDonald's, Tambrands и Pep Boys — были очевидными для многих в самых разных уголках страны. И пожарник из Новой Англии, и жители центральной части штата Огайо, где появились первые заведения Kentucky Fried Chicken, и посетители магазинов Pick «N» Save могли сказать «Это превосходно! Интересно, а что у них с акциями?», задолго до того, как Уолл-стрит заинтересовалась этими компаниями.

Средний человек наталкивается на перспективные компании два-три раза в год, а иногда и чаще. Например, успехи Pep Boys были очевидными не только для ее руководителей и служащих, но и для адвокатов и аудиторов, поставщиков, сотрудников рекламных агентств, художников-оформителей, строителей новых магазинов и даже уборщиц. Сигнал получили тысячи потенциальных инвесторов. А что говорить о сотнях тысяч покупателей?

В то же время сотрудник Pep Boys, который занимался страхованием своей компании, не мог не заметить роста стоимости полисов, что является верным признаком подъема страховой индустрии. Не исключено, что он задумался о включении акций страховых компаний в свой портфель. А может быть, строители, работающие на Pep Boys, обратили внимание на стабильность цен на цемент. Раз так, значит, поставщики цемента переживают хорошие времена.

В торговых цепочках перед людьми, которые делают вещи, продают их, занимаются уборкой, контролируют качество, открываются многочисленные инвестиционные возможности. В индустрии взаимных фондов, где работаю я, вряд ли кто из продавцов, служащих, секретарей, аналитиков, бухгалтеров, телефонных операторов и программистов проглядел бум начала 1980-х гг., в результате которого акции взаимных фондов резко взлетели.

Чтобы заметить рост Exxon или повышение цен на нефть, необязательно быть вице-президентом компании. Это по силам разнорабочему, геологу, буровику, поставщику, владельцу бензоколонки, автомеханику и водителю.

Необязательно работать в Kodak, чтобы понять, как скажется появление недорогих, простых в обращении высококачественных 35-миллиметровых фотоаппаратов из Японии на объеме продаж фотопленки. Это ясно любому продавцу пленки, владельцу и продавцу фотомагазина. Да и свадебный фотограф вряд ли не заметит, что многие гости щелкают своими фотоаппаратами, мешая ему работать.

Любители кино знают не хуже Стивена Спилберга, какой из новых блокбастеров или сериалов кинокомпаний Paramount и Orion Pictures принесет им сверхприбыль. Любой актер, статист, директор, каскадер, осветитель, гример или билетер задумается о покупке акций Orion при виде аншлагов шесть недель кряду.

А может быть, вы учитель в школе, где решено опробовать новое устройство для контроля посещаемости. С этим новшеством учителям не придется тратить массу времени на переключку. На месте учителей я бы первым делом поинтересовался: «Кто производит эти устройства?»

Чем хороша компания Automatic Data Processing, которая за неделю обрабатывает девять миллионов зарплатных чеков для 180 000 мелких и средних организаций? Да тем, что это блестящая инвестиционная возможность: компания стала публичной в 1961 г. и с тех пор ежегодно демонстрирует рост прибыли. Минимальный прирост (11%) пришелся на время экономического спада 1982–1983 гг., когда многие компании показывали убытки.

Глядя на название Automatic Data Processing, можно подумать, что это очередная высокотехнологичная компания, которых я стараюсь избегать. На самом деле компания не компьютерная. Она просто использует компьютеры для обработки зарплатных чеков, а пользователи больше всего выигрывают от высоких технологий. Под влиянием конкуренции компьютеры дешевеют, фирмы вроде Automatic Data Processing покупают их по более низким ценам и сокращают затраты. Результат — рост прибыли.

Акции этой компании, размещенные при первоначальном предложении по шесть центов (с учетом дробления), без лишнего шума выросли к настоящему времени до 40 долл. Иными словами, они превратились в шестисоткратник. Их максимальная цена перед октябрьским обвалом 1987 г. составляла 54 долл. Собственные средства компании вдвое превышают заемные средства, и признаков замедления роста не наблюдается.

Успех Automatic Data Processing видели не только руководители и работники 180 000 небольших компаний-клиентов, но и добрая половина финансистов с Уолл-стрит. Дело в том, что крупнейшими клиентами Automatic Data Processing являются брокерские организации. Пока мы выбиваемся из сил в поисках акций-победителей, эти акции сами ищут нас.

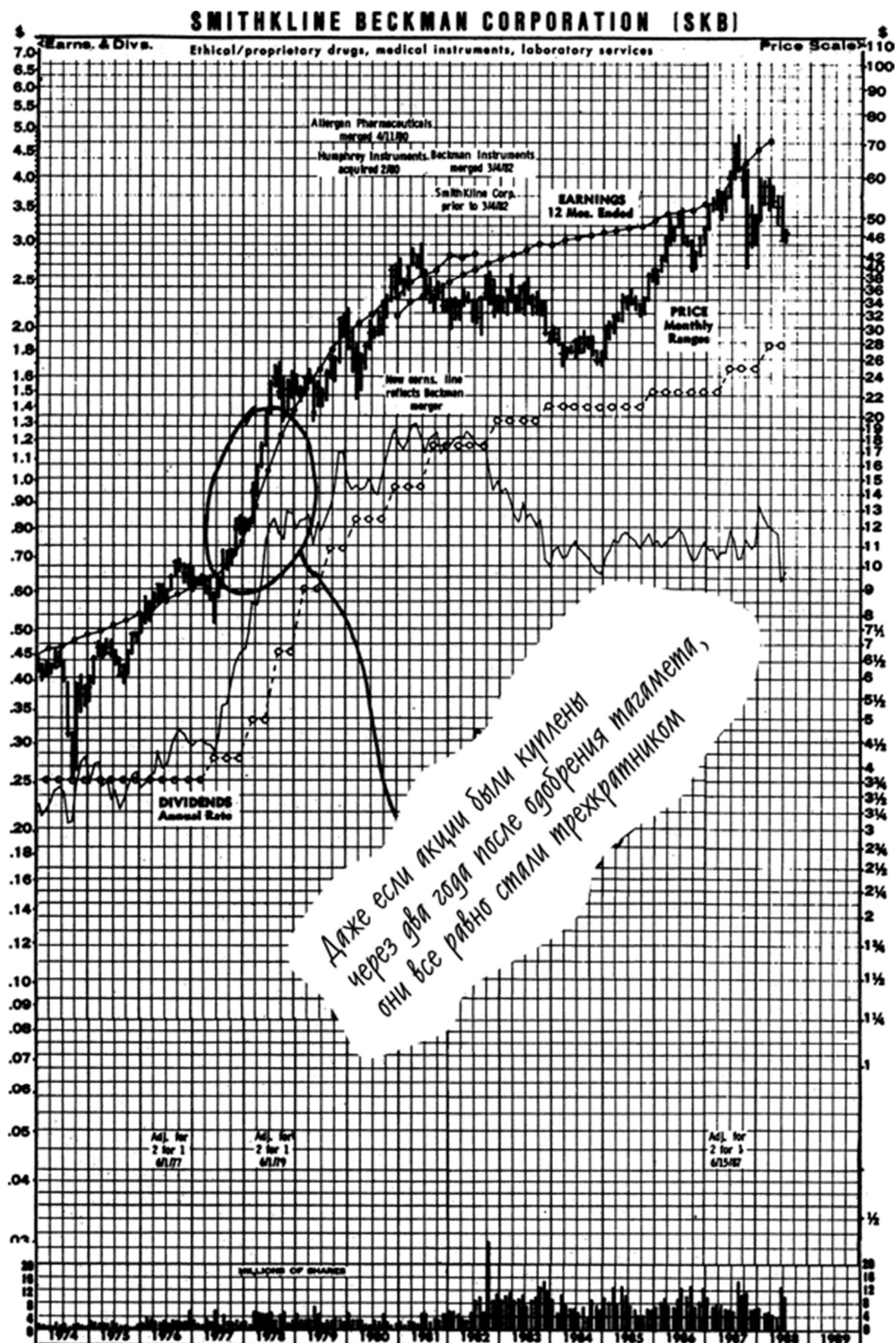
## Десятикратник на язвенной болезни

Возможно ли такое? Что если пенсионер живет в десяти милях от ближайшего светофора, питается со своего огорода и не имеет телевизора? Не исключено, что раньше или позже ему придется посетить врача. Деревенская жизнь наградила его язвой и одновременно предоставила возможность познакомиться с компанией SmithKline Beckman.

Препарат «Тагамет» появился в аптеках в 1976 г. О чудо-лекарстве узнали сотни врачей, тысячи пациентов и миллионы их друзей и родственников. А также аптекари, отпускающие это лекарство, и курьеры, у которых заказы на доставку лекарства занимали полдня. Для больных тагамет оказался настоящим подарком, а для инвесторов — золотой жилой.

С точки зрения больного, идеальным является лекарство, которое излечивает раз и навсегда. С точки зрения инвестора, идеальным является лекарство, которое больному приходится принимать постоянно. Тагамет был из разряда последних. Страдающим язвой он приносил облегчение на некоторое время, после чего они снова и снова принимали его. Выгоду от этого получали акционеры SmithKline Beckman, производившей тагамет. В значительной мере из-за тагамета акции компании выросли с 7 1/2 долл. (1977 г.) до максимума в 72 долл. (1987 г.).

Больные и врачи имели значительное преимущество перед профессионалами Уолл-стрит. Хотя кое-кто из профессионалов наверняка страдает от язвенной болезни — работа уж больно беспокойная, — SmithKline Beckman в списке с рекомендацией «покупать» не было, поскольку ее акции начали заметно расти не сразу. За время клинических испытаний препарата в 1974–1976 гг. стоимость акций поднялась с 4 до 7 долл. Когда тагамет был одобрен, акции продавались по 11 долл. Ну а потом они резко взлетели до 72 долл. (см. график) 5.



Тем, кто прозевал тагамет, второй шанс дала компания Glaxo, производитель еще одного чудо-лекарства для язвенников. Зантак проходил клинические испытания в начале 1980-х гг. и был одобрен в 1983 г. Потребители приняли зантак так же хорошо, как и тагамет, поэтому прибыль Glaxo оказалась столь же высокой. В период с середины 1983 по 1987 г. акции Glaxo выросли с 7,50 до 30 долл.

Покупали ли акции SmithKline или Glaxo врачи, назначавшие своим пациентам тагамет и зантак? Сомневаюсь. Они скорее вкладывали средства в акции нефтяных компаний. Вряд ли их обошли слухи о том, что Union Oil of California является кандидатом на поглощение. Ну а руководство Union Oil, вероятнее всего, покупало акции фармацевтических компаний, в частности горячие выпуски вроде American Surgery Centers, которые в 1982 г. продавались по 18,50 долл., а теперь стоят 5 центов.

Если бы среди врачей провели опрос, ручаюсь, единицы сказали бы, что держат акции медицинских компаний, а большинство — акции нефтяных компаний. Подобный опрос владельцев обувных магазинов показал бы, что большинство из них предпочитает акции аэрокосмических компаний. А инженеры аэрокосмических компаний, скорее всего, инвестируют в акции производителей обуви. Не знаю, почему чужие акции, словно яблоки из чужого сада, кажутся лучше.

По-видимому, успешные инвестиции представляются такими маловероятными, что кажется, они возможны только где-то очень далеко, в ином мире, не на земле, а на небесах. Вот почему врачу, знающему фармацевтический бизнес изнутри, комфортнее инвестировать в Schlumberger, обслуживающую нефтегазовую отрасль, в которой он ничего не смыслит. А руководство Schlumberger, скорее всего, держит акции Johnson & Johnson или American Home Products.

По правде говоря, совсем необязательно знать все о компании, чтобы предугадать рост ее акций. Главное понимать следующее: 1) специалисты нефтяной отрасли лучше врачей знают, когда нужно покупать или продавать акции Schlumberger; 2) врачи лучше специалистов нефтяной отрасли знают, когда следует инвестировать в успешные лекарства. У того, кто

имеет конкурентное преимущество, всегда больше шансов обойти других, которые позже узнают о важных изменениях в соответствующей отрасли.

Нефтяник, вложивший по совету брокера сбережения в SmithKline, узнает о том, что большие отказались от тагамета и перешли на лекарство, выпускаемое конкурентом, только тогда, когда SmithKline упадет на 40%, а плохие новости будут полностью «учтены» в цене. Используя слово «учет», Уолл-стрит намекает на свою способность предугадывать неожиданные события.

Зато именно нефтяник первым уловит признаки оживления в нефтедобывающих штатах. Оживления, которое приведет к росту Schlumberger.

Бывает, что купленные наудачу акции приносят большую прибыль. Однако, на мой взгляд, такой подход сродни состязаниям в неравных условиях, например, когда марафонец решает показать результат в бобслее.

## Двойное преимущество

Мы рассуждаем о руководителях нефтяных компаний и их знаниях и тут же переходим к покупателям, стоящим у кассы магазина Per Boys, с их знаниями. Однако вряд ли стоит ставить всех на одну доску. Одни до тонкостей понимают специфику отрасли. Другие могут похвастаться лишь потребительской осведомленностью об определенном товаре. Вместе с тем опыт и тех, и других по-своему полезен при выборе акций.

Преимущество профессионала в том, что он хорошо знает, когда надо покупать, а когда воздержаться от покупки акций относительно известных компаний, особенно в циклических отраслях. Работник химической промышленности первым видит, что спрос на поливинилхлорид растет, что цены идут вверх, а запасы сокращаются. Он в силу своего положения знает, что на рынке отсутствуют новые конкуренты, нового строительства нет, а для открытия нового завода требуется два-три года. Все это создает условия для роста прибыли компаний, производящих поливинилхлорид.

Если владелец магазина автомобильных шин Goodyear после трехлетнего застоя вдруг начинает с трудом удовлетворять новые заказы, то он получает сильный сигнал, указывающий на возможность подъема компании Goodyear. Ему известно, что ее шины новой модели — одни из лучших. Остается позвонить брокеру и запросить информацию об этом производителе шин, не дожидаясь, пока он сам позвонит и начнет расхваливать Wang Laboratories.

Какая ему польза от компании Wang, если его работа не связана с компьютерами? Что он знает лучше тысяч других людей? Если ничего, то в Wang у него никаких преимуществ. Те же, кто продает, производит или распространяет шины, имеют преимущество в компании Goodyear. Перед людьми, имеющими отношение к цепочкам поставок производящих отраслей, открываются бесчисленные инвестиционные возможности.

Обнаружить перспективные акции можно и в сфере обслуживания, и в страховом бизнесе, и в издательском секторе. Покупатели и продавцы прекрасно знают, где образовался дефицит, а где предложение избыточно, прекрасно видят изменения цен и спроса. Впрочем, в автомобильной отрасли ценность такой информации невелика, поскольку отчеты о продажах автомобилей составляются каждые десять дней. Уолл-стрит просто одержима автомобилями. Однако в большинстве случаев простой обыватель может опередить финансовых аналитиков на шесть-двенадцать месяцев. Это дает ему невероятное преимущество в прогнозировании роста прибыли компании. А прибыль, как я покажу чуть позже, влияет на рост курса акций.

Совсем необязательно ориентироваться на рост продаж. Компании могут обладать потрясающими скрытыми активами, не отраженными в балансе. Специалист по недвижимости может обнаружить, что одной из сетей универмагов принадлежат четыре квартала в деловом центре Атланты, которые учтены на балансе в ценах, существовавших до Гражданской войны. Это, несомненно, скрытый актив. Похожие находки случаются в золото- и нефтедобывающей отрасли, у лесозаготовителей и на телевизионных станциях.

Ищите компанию, где стоимость активов на акцию превышает рыночную цену акции. В этом случае можно купить акции задаром. Я сам не раз так делал.

Тысячи работников компании Storer Communications и ее филиалов, а также бесчисленное множество работников кабельного и сетевого телевидения вполне могли узнать о том, что стоимость имущества Storer на акцию составляла 100 долл. при курсе акций 30 долл. Руководство прекрасно знало об этом, а сценаристам и разработчикам телепрограмм,



телеоператорам и кабелеукладчикам стоило бы поинтересоваться. После этого нужно было только купить акции Storer по 30, 35, 40 или 50 долл. и ждать, когда подтянутся эксперты с Уолл-стрит. В конце 1985 г. компанию выкупили и превратили в частную по цене 93,50 долл. за акцию, что, как выяснилось в 1988 г., было почти что даром.

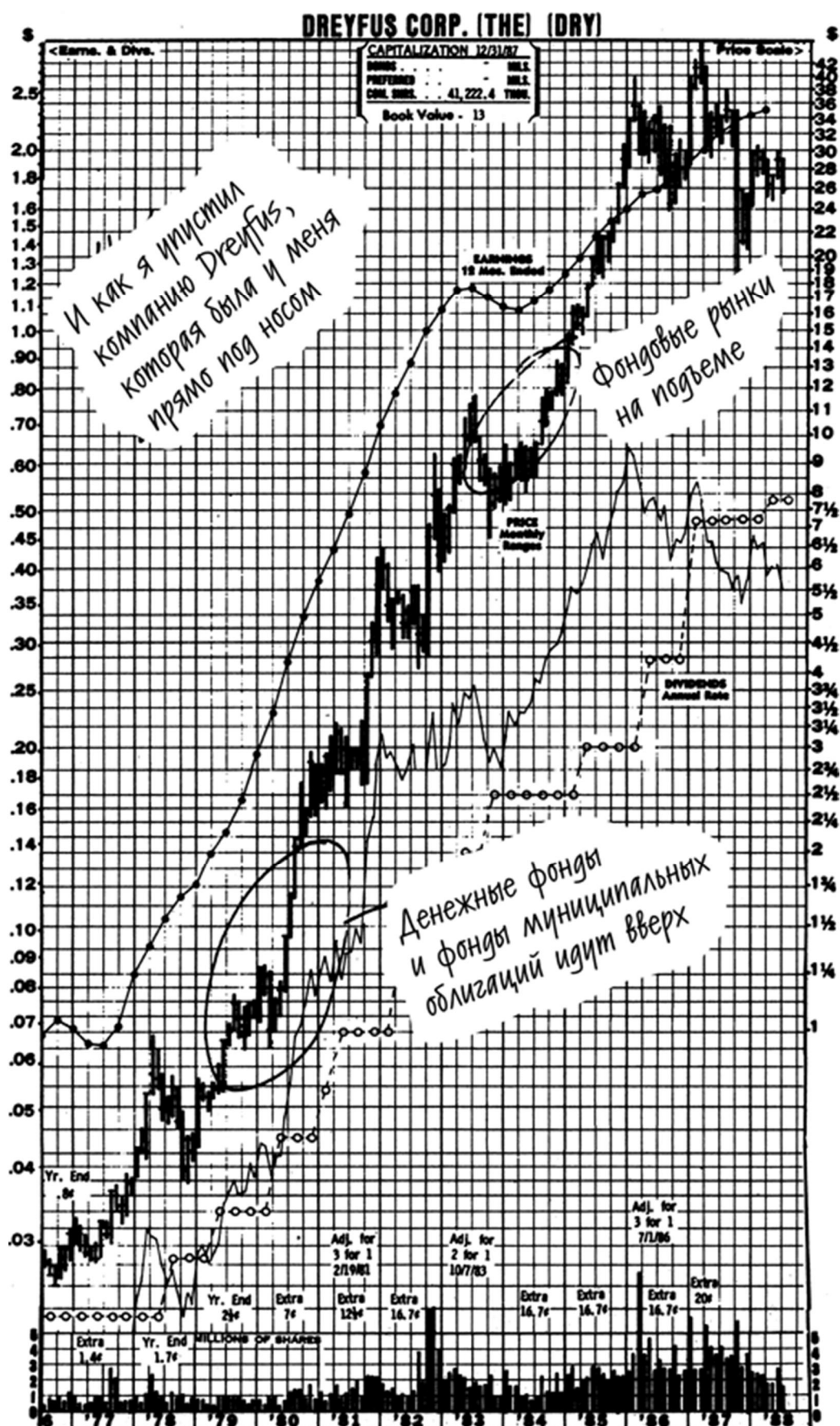
Я бы мог заполнить всю книгу примерами того, какое преимущество дает обычному инвестору знание того или иного бизнеса. Кроме этого, есть еще и преимущество потребителя, которое очень помогает находить победителей среди новых, небольших и быстро растущих компаний, особенно розничных. Каким бы преимуществом вы ни обладали, главное, что у вас появляется возможность создать собственную систему выбора акций, независимую от Уолл-стрит, которая всегда узнает новости с опозданием.

## **Мое чудесное преимущество**

Кто, как не ваш покорный слуга, сидящий в офисе Fidelity, должен был иметь преимущество во время бума на рынке финансовых услуг и взаимных фондов? Я получил чудесный шанс отыграть за промах с Pebble Beach, которой принадлежит лучшее поле для гольфа. Все же меня можно простить за это. Ведь гольф и парусный спорт — мои увлечения, а взаимные фонды — работа.

Ею я занимаюсь почти двадцать лет и знаком с половиной руководителей финансовых учреждений. Я отслеживаю дневные взлеты и падения курсов и могу уловить важные тенденции за несколько месяцев до того, как их заметят аналитики Уолл-стрит. У меня были все возможности заработать на подъеме начала 1980-х гг.

Его не могли не заметить работники типографий, которые не успевали печатать проспекты эмиссии взаимных фондов. Его должны были видеть торговые представители фондов, которые колесили по стране на своих Winnebago и привозили активы в миллиарды долларов. Его должны были ощущать работники технических служб, на глазах которых расширялись офисы Federated, Franklin, Dreyfus и Fidelity. Компании, занимавшиеся продажей паев взаимных фондов, процветали как никогда в истории. Ажиотаж был налицо.



Fidelity — непубличная компания, поэтому во время ажиотажа инвестировать в нее было нельзя. Ну а Dreyfus? Хотите увидеть график ее роста? В 1977 г. ее акции торговались по 40 центов, а в 1986 г. — почти по 40 долл. За девять лет они превратились в стократник, и это по большей части на вялом рынке. Акции Franklin выросли в 138 раз, а акции Federated до поглощения компанией Aetna — в 50 раз. Они были у меня под носом. Я досконально знал все, что происходило с Dreyfus, Franklin и Federated. Все складывалось удачно, прибыль росла, движение было очевидным (см. график).

Знаете, сколько я на этом заработал? Нисколько. Я не купил ни единой акции этих компаний: ни Dreyfus, ни Franklin, ни Federated. Я упустил великолепный шанс, а когда спохватился, было слишком поздно. Наверное, меня, как тех врачей, слишком занимала компания Union Oil of California.

График движения цены акций Dreyfus ассоциируется у меня с идеей, которую я пытаюсь втолковать вам с самого начала: вкладывайте в то, в чем разбираетесь. Никому не стоит упускать такой шанс второй раз. Я, например, не упустил. Это был обвал рынка 1987 г. (см. главу 17).

Ниже приведен список десятикратников, которые за время работы в Magellan я либо проглядел, либо продал слишком рано. Некоторые из них принесли мне скромный доход, остальные же обернулись денежными потерями из-за неудачного выбора момента или просто рассеянности. Список заканчивается на букве «m», но только потому, что мне надоело его продолжать. Он далеко не полон, поэтому остается только гадать, сколько возможностей было упущено.

#### УПУЩЕННЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ

|                           |                       |                      |
|---------------------------|-----------------------|----------------------|
| AAR                       | Carson Pirie Scott    | General Cinema       |
| Adams-Millis              | Carter Wallace        | Giant Food           |
| Affiliated Publications   | Chicago Milwaukee     | Handleman            |
| Albertson's               | Chris-Craft           | Harland (John)       |
| Alexander & Baldwin       | Commercial Metals     | Helene Curtis        |
| Alexander's               | Community Psychiatric | Hershey Foods        |
| Allegheny Corp.           | Cray Research         | Hillenbrand          |
| Alza                      | Dean Foods            | Hospital Corp. Amer. |
| American Family           | Deluxe Check Printers | Houghton Mifflin     |
| American Greetings        | Dillard's             | Humana               |
| American International    | Dow Jones             | Jostens              |
| Ames Department Stores    | Dun & Bradstreet      | Limited (The)        |
| Anheuser-Busch            | EG&G                  | Liz Claiborne        |
| Automatic Data Processing | Emerson Radio         | Lockheed             |
| Aydin                     | Ethyl                 | Loews                |
| Ball                      | Figgie International  | Manor Care           |
| Bard (CR)                 | First Boston          | Marriott             |
| Bemis                     | Flightsafety Intl.    | McGraw Hill          |
| Bergen Brunswig           | Flowers               | Media General        |
| Betz Labs                 | Forest Labs           | Melville             |
| Brunswick                 | Fuqua Industries      | Meredith             |
| Capital Cities            | The Gap               | Molex                |
| Carolina Freight          | Geico                 | Mylan                |

6

7

## Нашел! Нашел! Но вот что?

Если компания и ее акции привлекли ваше внимание — на работе, в магазине, в ресторане, с подачи брокера, тещи или даже судебного надзирателя Айвена Боски<sup>6</sup>, — это не значит, что нужно сразу же покупать. Если заведения Dunkin' Donuts всегда переполнены, а у компании Reynolds Metals больше заказов на поставку алюминия, чем она может выполнить, — это не значит, что нужно сразу инвестировать в их акции. Пока не значит. Все, что вы получили к настоящему моменту, — это лишь повод присмотреться к компании поближе.

Исходную информацию (то, что привлекло ваше внимание к компании) следует воспринимать как анонимное рекомендательное письмо, случайно попавшее в ваш почтовый ящик. Это удержит вас от покупки акции просто потому, что вам что-то понравилось, или, еще хуже, из-за авторитета рекомендателя: «Дядя Гарри покупает их, а он богат и знает, что делает» или «Я покупаю то же, что и дядя Гарри, ведь в прошлый раз его акции удвоились в цене».

Исследование компании — дело не такое уж и сложное, от силы на пару часов. В следующих главах я расскажу, как с ним справляюсь я и какие источники информации наиболее полезны.

На мой взгляд, подготовительная работа важна для успеха не меньше, чем обет не обращать внимания на краткосрочные колебания рыночной конъюнктуры. Возможно, кто-то зарабатывает на акциях и без исследований, о которых я собираюсь рассказать, но к чему лишний раз рисковать? Инвестирование без исследований подобно игре в стад-покер не глядя в карты.

По определенным причинам анализ акций представляют настолько непонятным и технически сложным, что обычно осторожные потребители вкладывают свои сбережения совершенно бездумно. Семейная пара, которая не жалеет двух выходных на поиск самых выгодных расценок на авиарейс до Лондона, покупает 500 акций авиакомпании KLM, не уделив и пяти минут ее изучению.

Вспомним упомянутое во введении семейство Хаундстусов. Они считают себя такими осмотрительными потребителями, что изучают ярлыки на наволочках, анализируют вес и цену на упаковках хозяйственного мыла, высчитывают наилучшее соотношение потребляемой мощности и светоотдачи у электрических ламп. Однако их сбережения совершенно не увеличиваются из-за провалов Хаундстуса на фондовом рынке.

Вот и сейчас Хаундстус, устроившись в глубоком кресле, читает в Consumer Reports статью о плотности и впитывающей способности пяти популярных марок туалетной бумаги. Он размышляет, не стоит ли ему переключиться на туалетную бумагу Charmin. Но будет ли он так же тщательно изучать годовой отчет Procter and Gamble, производителя Charmin, прежде чем вложить в его акции 5000 долл.? Нет, конечно. Хаундстус просто купит эти акции, а потом отправит годовой отчет Procter and Gamble в мусорную корзину.

Синдром Charmin весьма распространен, но он легко лечится. Нужно лишь приложить к отбору акций не меньше усилий, чем вы тратите на покупку продуктов питания. Даже если акции уже куплены, это не помешает, поскольку какие-то из них могут не отвечать вашим ожиданиям. Все дело в том, что акции бывают разных категорий и доходность каждой из них имеет

определенные пределы. Следующий шаг в изучении акций — выяснение некоторых их характеристик.

## КАКОВЫ РЕЗУЛЬТАТЫ?

То, о чем идет речь, хорошо видно на примере Procter and Gamble. Как вы помните, я уже говорил о том, что в 1970-х гг. одним из двух наиболее прибыльных новых товаров являлись колготки L'eggs. Другим были подгузники Pampers. Популярность Pampers была очевидна как родным малыша, так и их друзьям. На их упаковке красовалось название производителя, Procter and Gamble.

Но стоило ли покупать его акции только из-за популярности Pampers? Нет, если вы не провели исследования. Всего лишь пять минут, и вы заметите, что в огромной компании Procter and Gamble на Pampers приходится очень небольшая доля прибыли. Конечно, этот продукт оказывает определенное влияние на результаты Procter and Gamble, но не в такой мере, как L'eggs на результаты менее крупной компании Hanes.

Если выбор акции продиктован популярностью конкретного товара, производимого компанией, первым делом следует выяснить, как успех этого товара сказывается на финансовых результатах производителя. Помнится, в феврале 1988 г. инвесторы с энтузиазмом восприняли информацию о креме «Ретин-А» для ухода за кожей производства Johnson & Johnson. Крем был известен с 1971 г. как средство от угрей, но недавно медики предположили, что он может помогать при пигментных пятнах и других дефектах кожи. Газеты запестрили статьями, в которых о креме говорилось как о средстве против старения и морщин. Можно было подумать, что Johnson & Johnson обнаружила источник молодости.

И что происходит? За два дня (21–22 января 1988 г.) акции Johnson & Johnson подскакивают на 8 долл. и приносят компании дополнительную рыночную стоимость в 1,4 млрд долл. В шумихе инвесторы Наверное забыли, что в прошлом году продажи ретин-А принесли компании всего 30 млн долл., а крем для нового применения должен еще получить разрешение Администрации по контролю пищевых продуктов и лекарственных препаратов.

Примерно в то же время был еще один случай, когда инвесторы действовали более осмотрительно. Результаты медицинского исследования показали, что прием аспирина через день может снизить риск инфаркта у мужчин. Хотя исследования проводились с использованием буфферина — аспирина производства Bristol-Myers, акции этой компании поднялись лишь на 50 центов — до 427/8 долл. Многие, видимо, учли, что внутренние продажи буфферина за прошлый год в размере 75 млн долл. составили менее 1,5% от совокупного дохода Bristol-Myers.

Намного удачнее была игра с акциями Sterling Drug, производителя аспирина Bayer, до того, как компанию поглотила Eastman Kodak. В совокупных доходах Sterling доля продаж аспирина составляла 6,5%, а в прибыли — 15%. В ассортименте товаров Sterling аспирин был самым прибыльным.

## КРУПНЫЕ КОМПАНИИ, СКРОМНЫЙ РОСТ

Результаты, которых можно ожидать от акций, во многом зависят от размера компании. Насколько велика компания, чьи акции вас заинтересовали? Акции крупных компаний не демонстрируют значительного роста за исключением редких случаев. На некоторых рынках они дают хорошие результаты, но наибольший рост показывают маленькие компании. Никто не покупает акции такого гиганта, как Coca-Cola, в расчете на рост в четыре раза за два года. Если купить Coca-Cola по хорошей цене, то можно утроить вложения за шесть лет, но за два года выиграть джекпот не удастся.

Я не имею ничего против Procter and Gamble и Coca-Cola, в последнее время обе показывают превосходные результаты. Просто следует помнить, что это крупные компании, в отношении которых не стоит питать пустые надежды и строить нереальные ожидания.

Иногда после полосы неудач крупная компания оказывается в затруднительном положении, и после выхода из кризиса ее акции делают рывок. Так было с Chrysler, Ford и Bethlehem Steel. В трудные для Burlington Northern годы ее акции упали с 12 до 6 долл., а впоследствии подскочили до 70 долл. Эти необычные случаи попадают в категорию возрождений. В нормальных условиях мультимиллиардные компании вроде Chrysler, Burlington Northern,

DuPont, Dow Chemical, Procter and Gamble и Coca-Cola просто не могут расти так, чтобы стать десятикратниками.

С математической точки зрения удвоение или утроение размера General Electric в обозримом будущем невозможно. Она уже и так выросла настолько, что на нее приходится почти 1% ВВП США. Из каждого потраченного вами доллара GE получает почти 1 цент. Только подумайте, в триллионах, потраченных за год американскими потребителями, из каждого доллара почти цент приходится на товары и услуги GE (электрические лампочки, бытовая техника, страхование, теле- и радиовещательная корпорация NBC и др.).

Казалось бы, компания все сделала правильно — провела обоснованные поглощения, снизила издержки, разработала новые успешные товары, избавилась от ненужных дочерних предприятий, избежала втягивания в компьютерный бизнес (продал свою ошибку компании Honeywell), а ее акции растут еле-еле. Усилия руководства GE тут ни при чем. Акциям такой огромной компании только и остается, что расти очень медленно.

GE выпустила в обращение 900 млн акций, а ее совокупная рыночная стоимость равна 39 млрд долл. Годовая прибыль, превышающая 3 млрд долл., достаточна для включения компании в список Fortune 500. Ничто не может ускорить рост GE, разве что захват всего мира. Поскольку именно быстрый рост толкает акции вверх, стоит ли удивляться тому, что акции GE растут медленно, а акции La Quinta — стремительно.

При прочих равных условиях более высокий результат дают небольшие компании. В последнем десятилетии на Pic «N» Save можно было заработать больше, чем на Sears, хотя обе компании представляют собой розничные сети. Теперь, когда компания Waste Management стала мультимиллиардным конгломератом, она, скорее всего, будет отставать от быстро растущих новых участников рынка сбора и переработки мусора. Во время последнего оживления сталелитейной промышленности акционеры небольшой компании Nucor выиграли больше, чем акционеры U.S. Steel (теперь USX). Во время прошлого подъема фармацевтической отрасли небольшая SmithKline Beckman обошла более крупную компанию American Home Products.

## ШЕСТЬ КАТЕГОРИЙ

После того, как я определил относительный размер компании в соответствующей отрасли, я отношу ее к одной из шести категорий: медленно растущая, умеренно растущая, быстро растущая, циклическая, выходящая из кризиса и имеющая недооцененные активы. Способов классификации акций не меньше, чем фондовых брокеров, но, на мой взгляд, эти шесть категорий охватывают все полезные отличия, необходимые инвестору при анализе.

Растут не только компании и отрасли, но и целые страны (ВВП). Каким бы ни был субъект экономики, его рост означает, что в нынешнем году он произвел чего-либо (автомобилей, ботинок, гамбургеров) больше, чем в прошлом. Президент Эйзенхауэр как-то сказал: «Мы имеем то, что существует сейчас, а не то, что было раньше». Это довольно неплохое определение экономического роста.

Отслеживание темпов роста отраслей — это целая индустрия. Строятся бесконечные графики, составляются таблицы, сопоставляются данные. С компаниями дела обстоят несколько сложнее, поскольку их рост может быть измерен разными способами: рост продаж, рост прибыли, рост доходов и т.д. Однако, когда говорят о растущей компании, предполагают, что она расширяется. Год от года у нее растут продажи, производство и прибыли.

Рост отдельной компании сравнивают с ростом экономики в целом. Медленно растущие компании, как вы могли догадаться, демонстрируют очень слабый рост — примерно на уровне ВВП страны (в последнее время примерно 3% в год). Быстро растущие компании развиваются стремительно. Бывает, они растут на 20–30% в год, а то и больше. Именно их акции склонны к взрывному росту.

Компании трех из шести категорий (медленно, умеренно и быстро растущие) имеют растущие акции, которые я подразделяю на лежебок, крепышей и суперакции. Последние заслуживают особого внимания.

### Медленно растущие компании

Считается, что рост этих крупных и стареющих компаний должен несколько опережать рост валового национального продукта. Медленно растущие компании не всегда были такими. Они

начинали как быстро растущие, но потом либо достигли предела своих возможностей, либо устали работать с полной отдачей. Когда вся отрасль переживает спад (а это, похоже, постоянное явление), большинство ее компаний также снижают темпы.

Сегодня среди медленно растущих самыми известными являются электроэнергетические компании, которые в 1950–1960-х гг. развивались быстрыми темпами, превышающими рост ВВП более чем в два раза. То были успешные компании с хорошими акциями. В условиях, когда все больше людей устанавливали кондиционеры, покупали большие холодильные, морозильные камеры и все больше платили за электричество, электроэнергетические компании, особенно в южных штатах, росли на десятки процентов. В 1970-х гг. тарифы на электроэнергию резко увеличились, потребители научились экономить электроэнергию, и электроэнергетика снизила темпы роста.

Рано или поздно любая популярная быстро растущая отрасль превращается в медленно растущую, а многочисленные аналитики и предсказатели попадают впросак. Так хочется думать, что ничего не изменится, однако в действительности все иначе. Когда-то Alcoa пользовалась репутацией такой же динамично развивающейся компании, как нынешняя Apple Computer, поскольку тогда алюминиевая промышленность была на подъеме. В 1920-х гг. шло бурное развитие железных дорог, и когда Уолтер Крайслер ушел из железнодорожной компании в автомобилестроительную, его зарплата понизилась. «Это же не железные дороги, г-н Крайслер», — объяснили ему.

Автомобилестроение превратилось в быстро растущую отрасль, а через некоторое время то же произошло со сталелитейной промышленностью, затем с химической, электроэнергетической и компьютерной индустрией. Сегодня даже компьютерная отрасль снижает темпы роста, по крайней мере в секторах мейнфреймов и мини-компьютеров. IBM и Digital завтра могут оказаться медленно растущими компаниями.

Медленно растущие компании довольно легко идентифицируются с помощью графиков движения цен акций, которые можно взять у брокера или в местной библиотеке. График медленно растущей компании вроде Houston Industries напоминает топографическую карту штата Делавэр, где, как вы, наверное, знаете, нет резких перепадов высот. Сравните его с графиком Wal-Mart, похожим на взлет ракеты, и вы поймете, что эта компания точно не медленно растущая (см. рисунки).

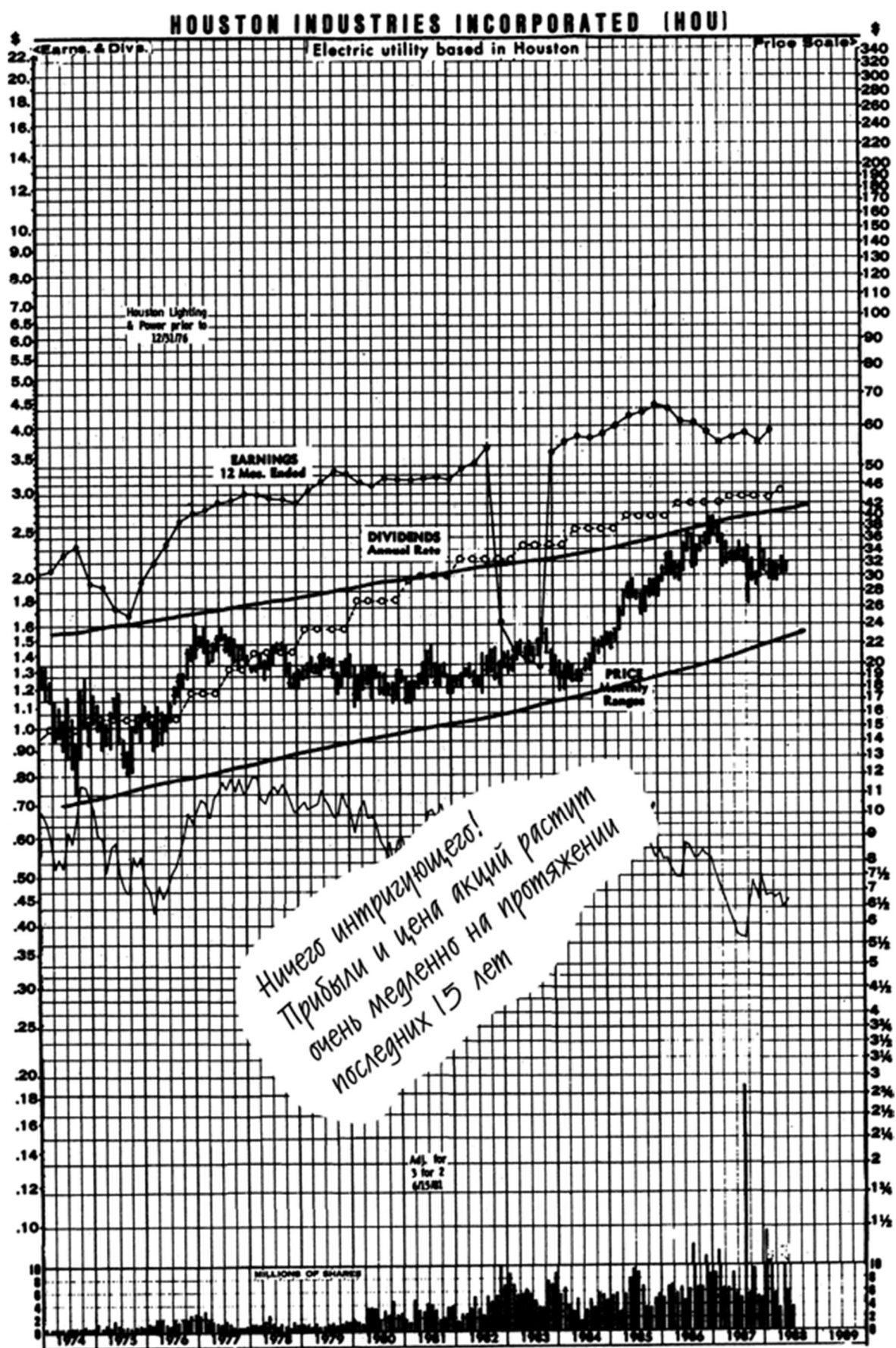
Другим признаком медленно растущей компании являются регулярные и щедрые дивиденды. В главе 13 я покажу, что компании выплачивают щедрые дивиденды, когда не видят путей расширения бизнеса. Для руководства компаний расширение бизнеса, повышающее авторитет, намного предпочтительнее, чем тупая выплата дивидендов, не требующая воображения.

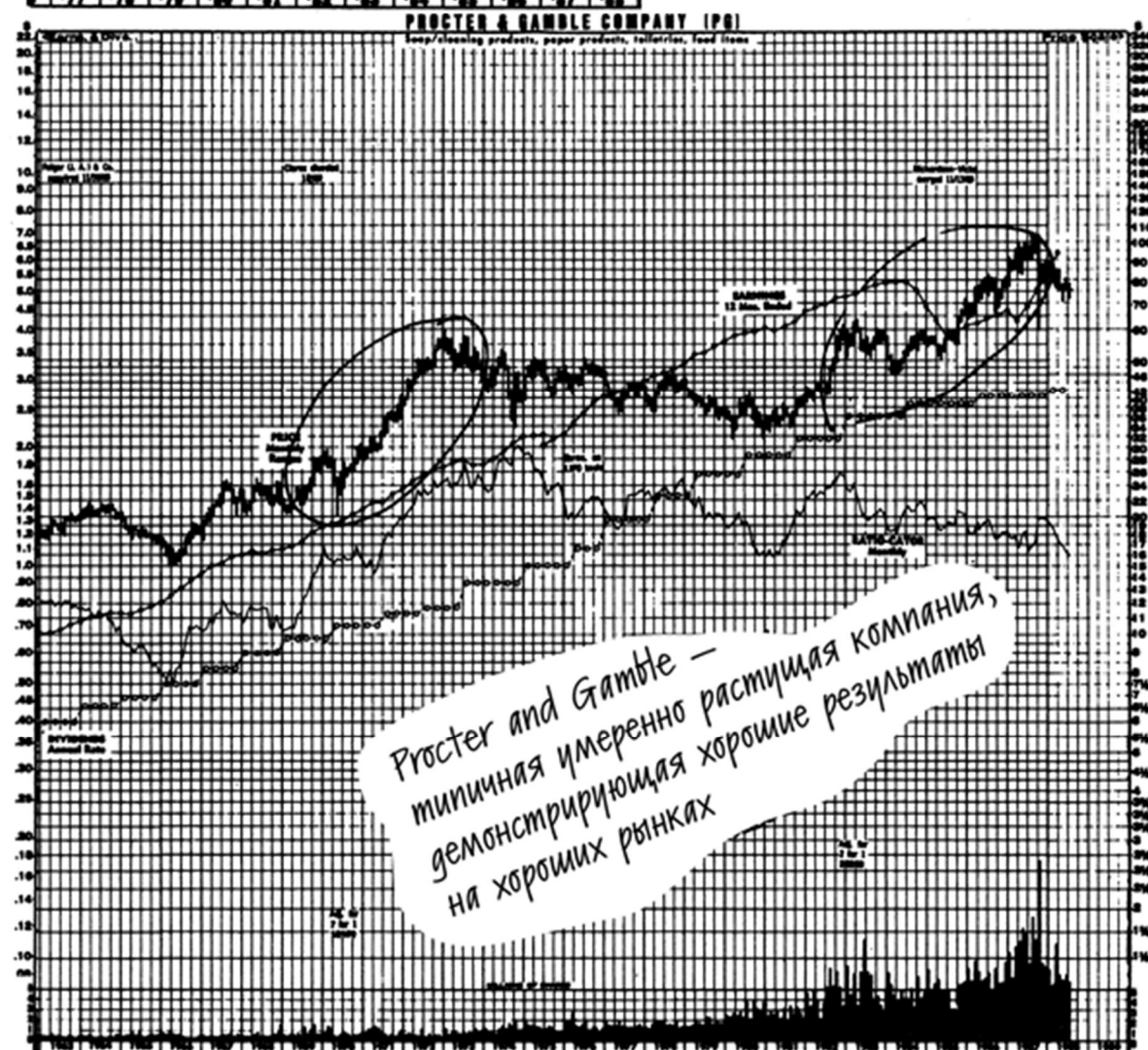
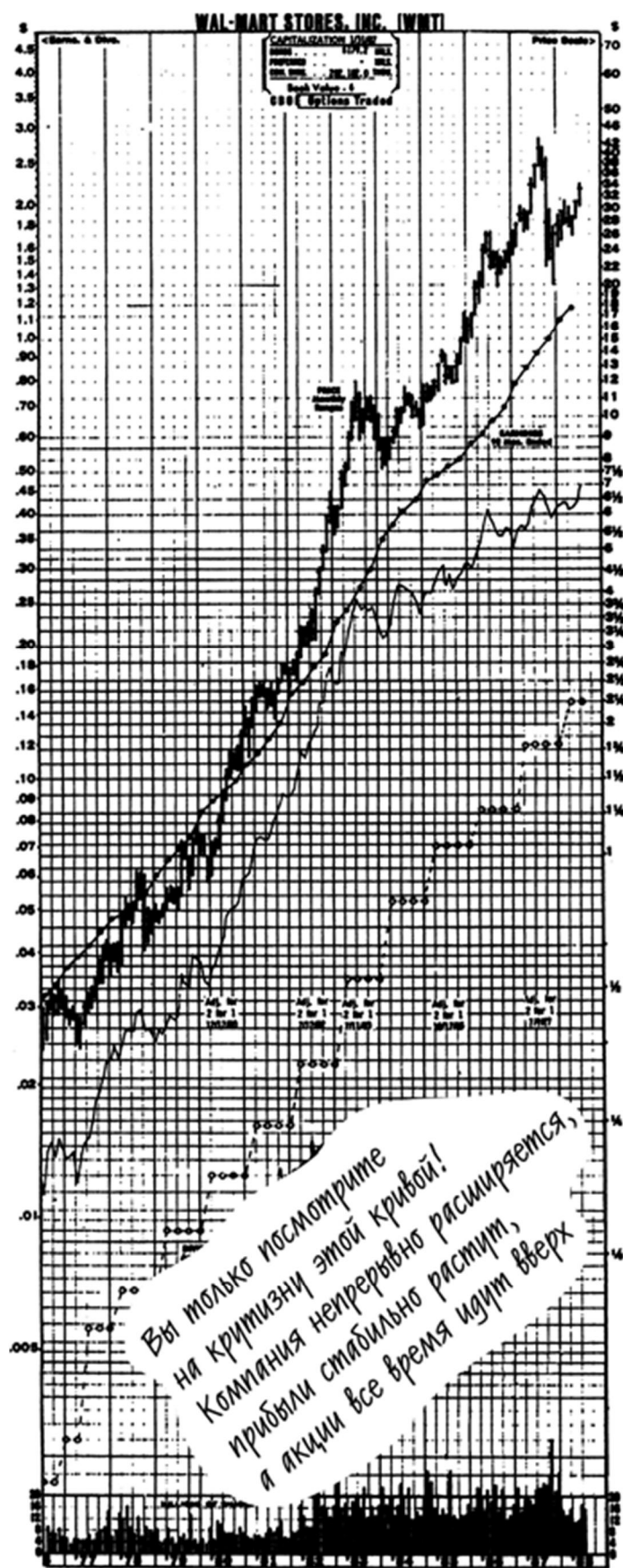
Это не означает, что директора, принимающие решение о выплате дивидендов, поступают неправильно. Во многих случаях прибыль компании лучше всего использовать именно таким образом (см. главу 13).

В моем портфеле совсем мало акций, демонстрирующих 2–4%-ный рост, по той простой причине, что мне не нравятся медленные компании. Если именно рост прибыли делает компанию богаче, то какой смысл тратить время на лежебок?

## **Умеренно растущие компании**

В их число входят Coca-Cola, Bristol-Myers, Procter and Gamble, дочерние компании Bell, Hershey's, Ralston Purina и Colgate-Palmolive. Этих мультимиллиардных великанов нельзя назвать быстрыми, но они куда проворнее медленно растущих компаний. График Procter and Gamble, как вы можете видеть, не такой плоский, как карта Делавэра, но это и не Эверест. Графики умеренно растущих компаний напоминают предгорье: годовой рост прибыли достигает 10–12%.





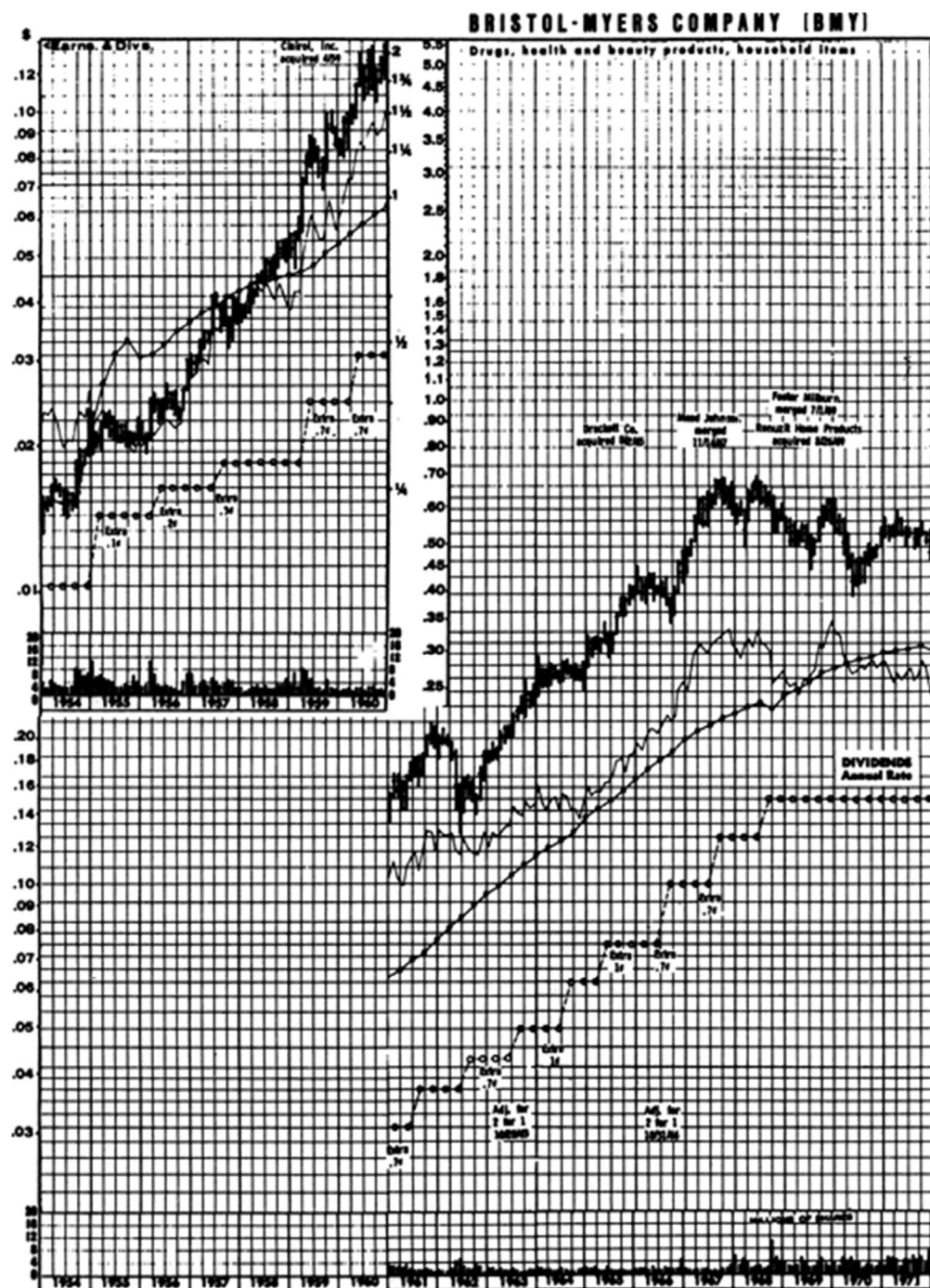
При покупке в удачный момент и по правильной цене акции умеренно растущих компаний могут принести солидную прибыль. На графике Procter and Gamble видно, что в 1980-е гг. ее акции демонстрировали хорошую доходность. Однако тот, кто купил их в 1963 г., увеличил свое состояние лишь вчетверо. Держать акцию двадцать пять лет ради такого дохода — не самая блестящая перспектива, поскольку это ничуть не лучше вложений в облигации или в фонд денежного рынка.

Кстати, если кто-то хвастается, что удвоил или утроил деньги на акциях умеренно растущей компании (или любой другой компании), поинтересуйтесь, как долго он их держал. В



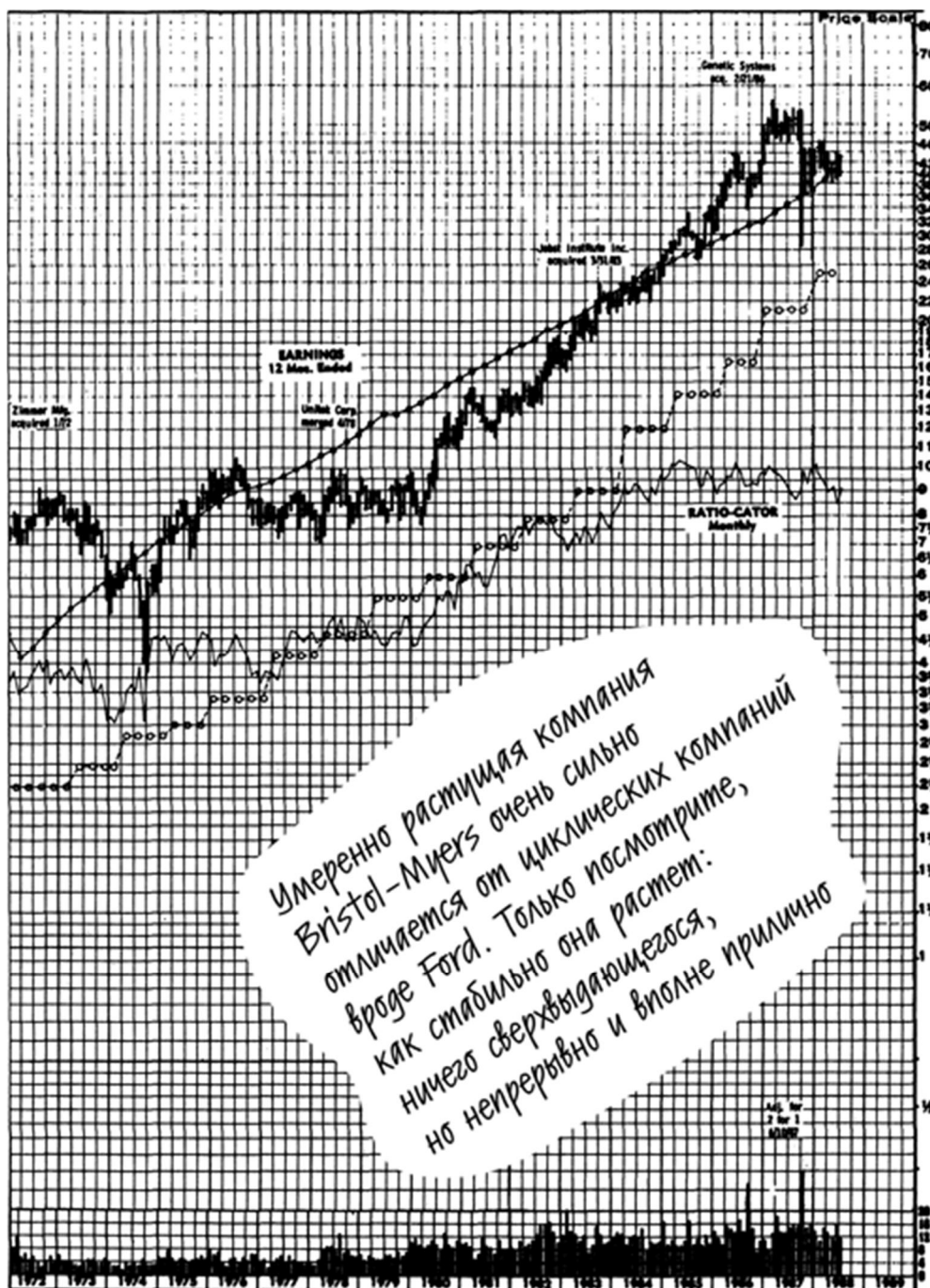
большинстве случаев риск владения акциями лишает собственника всех преимуществ и не окупается.

Начиная с 1980 г. успехи умеренно растущих компаний на рынке были хорошими, но не блистательными. В основном это крупные компании, и десятикратник среди них — большая редкость. Так что, если вы держите что-нибудь вроде Bristol-Myers и акции через год-другой поднимаются на 50%, то стоит подумать об их продаже. Сколько можно выжать из Colgate-Palmolive? В отличие от Subaru миллионером она вас не сделает, не случись, конечно, что-нибудь неожиданное, но об этом все давно бы уже знали.



В нормальной ситуации за два года от акций Colgate-Palmolive можно ожидать максимум 50%-ного роста. Умеренно растущие компании приносят более высокую прибыль, чем Shoney's или Service Corporation International. Я их обычно покупаю в расчете на 30–50%-ный прирост капитала, а затем продаю и покупаю новые акции, которые еще не выросли в цене.

В моем портфеле всегда есть акции умеренно растущих компаний, потому как они обеспечивают неплохую защиту во время спадов и экономических трудностей. Например, в 1981–1982 гг., когда страна, а вместе с ней и рынок, переживала острый кризис, цена акций Bristol-Myers менялась незначительно (см. график). Конечно, во время кризиса 1973–1974 гг. результат был не таким хорошим, но тогда никто не избежал потерь, да и акции были сильно переоценены. В целом Bristol-Myers, Kellogg, Coca-Cola, MMM, Ralston Purina и Procter and Gamble очень неплохи в периоды кризисов. Вы знаете, что они наверняка не обанкротятся, а после выхода из кризиса быстро восстановят свою стоимость.



Умеренно растущая компания Bristol-Myers очень сильно отстает от циклических компаний вроде Ford. Только посмотрите, как стабильно она растет: ничего сверхвыдающегося, но непрерывно и вполне прилично

За двадцать лет акции Bristol-Myers падали на протяжении всего лишь одного квартала, а акции Kellogg за тридцать лет не падали ни разу. В том, что Kellogg успешно переживает экономические спады, нет ничего удивительного. Как бы трудно ни было, люди все равно едят кукурузные хлопья. Они реже путешествуют, откладывают приобретение нового автомобиля, покупают меньше одежды и дорогих безделушек, реже заказывают омаров в ресторане, но поглощают кукурузные хлопья ничуть не меньше. А может быть, даже больше, чтобы компенсировать недостаток омаров.

Во время спада не экономят и на собачьем корме, поэтому акции Ralston Purina — относительно надежное вложение. Кстати, пока я пишу эти строки, мои коллеги уже начали скупать акции Kellogg и Ralston Purina в ожидании скорого спада.

## Быстро растущие компании

Это мои излюбленные приобретения: акции небольших и энергичных новых компаний, которые растут на 20–25% в год. Если выбирать с умом, то вам откроется кладезь десяти-, сорока- и даже двухсоткратников. С небольшим портфелем, в который входят одна или две таких компании, можно сделать карьеру.

Быстро растущая компания не обязательно относится к быстро развивающейся отрасли. Я бы даже предпочел, чтобы так оно и было (см. главу 8). Она может появиться и в медленно растущей отрасли. Например, пивоваренная промышленность — медленно растущий сектор, но компания Anheuser-Busch растет быстро за счет расширения рыночной доли и переманивания потребителей конкурирующих брендов. Темп роста гостиничного бизнеса не превышает 2% в год, однако компания Marriott растет на 20% в результате того, что ей удалось за десять лет завоевать крупный сегмент этого рынка.

То же самое произошло с Taco Bells в секторе быстрого питания, с Wal-Mart в секторе универсальных магазинов и с Gap в секторе розничной торговли одеждой. Эти молодые компании добились локального успеха, а затем стали применять удачную модель во всех новых магазинах по разным городам. Выход на новые рынки приводит к феноменальному росту прибыли, и акции достигают головокружительных высот.

У быстро растущих компаний множество рисков, особенно у молодых, для которых характерны чрезмерная активность и недостаток финансирования. История компаний с недостаточным финансированием, столкнувшихся с проблемами, заканчивается, как правило, главой 11 Закона о банкротствах. Уолл-стрит не жалуется быстро растущие компании, которые нередко распыляют ресурсы, теряют темпы роста и обесценивают свои акции.

Я уже рассказывал о том, как электроэнергетические компании, особенно в южных штатах, стали медленно растущими. В 1960-е гг. бурно развивалась химия полимеров. Пластики настолько занимали умы людей, что в фильме «Выпускник» короткая рекомендация герою Дастина Хоффмана по выбору карьеры — «пластмассы» — воспринималась как символ времени. Начав производство пластмасс, Dow Chemical испытала мощнейший подъем и несколько лет развивалась быстрыми темпами. Затем рост замедлился, и Dow превратилась в рядового труженика химической промышленности, склонного к цикличности.

В 1960-х гг. бурно развивалось производство алюминия и ковровых покрытий, но как только эти отрасли обретали зрелость, отраслевые игроки снижали темпы роста, а рынок их акций становился скучным.

Если с небольшими быстро растущими компаниями связан риск прекращения деятельности, то с более крупными связан риск стремительного падения стоимости при первых же неудачах. Как только быстро растущая компания становится крупной, она попадает в то же положение, что и Гулливер в стране лилипутов. Ей просто негде развернуться.

Однако пока эти компании держатся, их акции находятся в числе победителей. Я ищу компании с хорошим балансом и солидной прибылью. Вся хитрость в том, чтобы угадать, когда компания перестанет расти, и сколько стоит платить за ее рост.

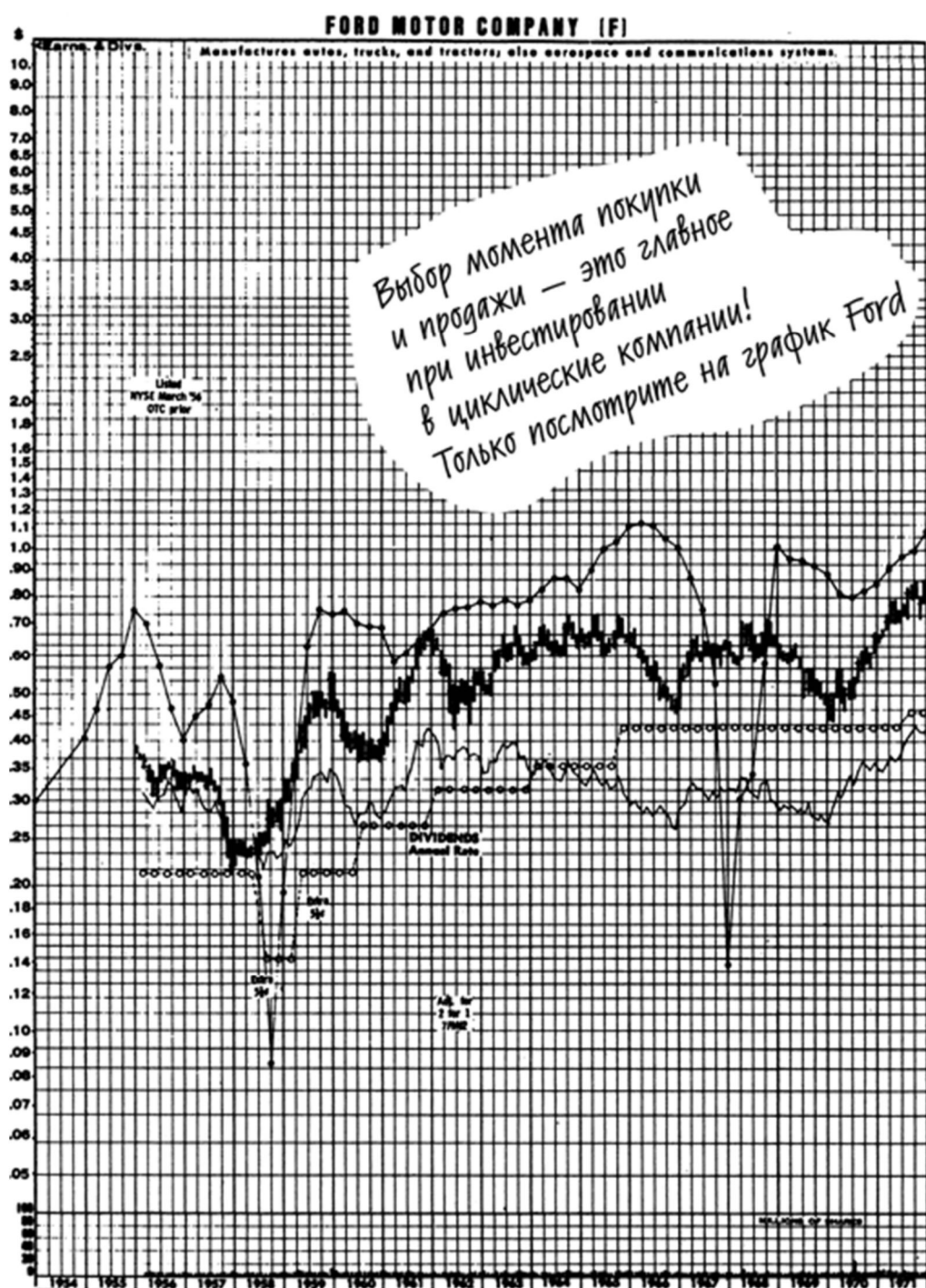
### **Циклические компании**

У циклических компаний продажи и прибыль растут и падают регулярно, хотя и не всегда предсказуемо. В растущей отрасли бизнес растет непрерывно, а в циклической — растет и сокращается, затем снова растет и снова сокращается.

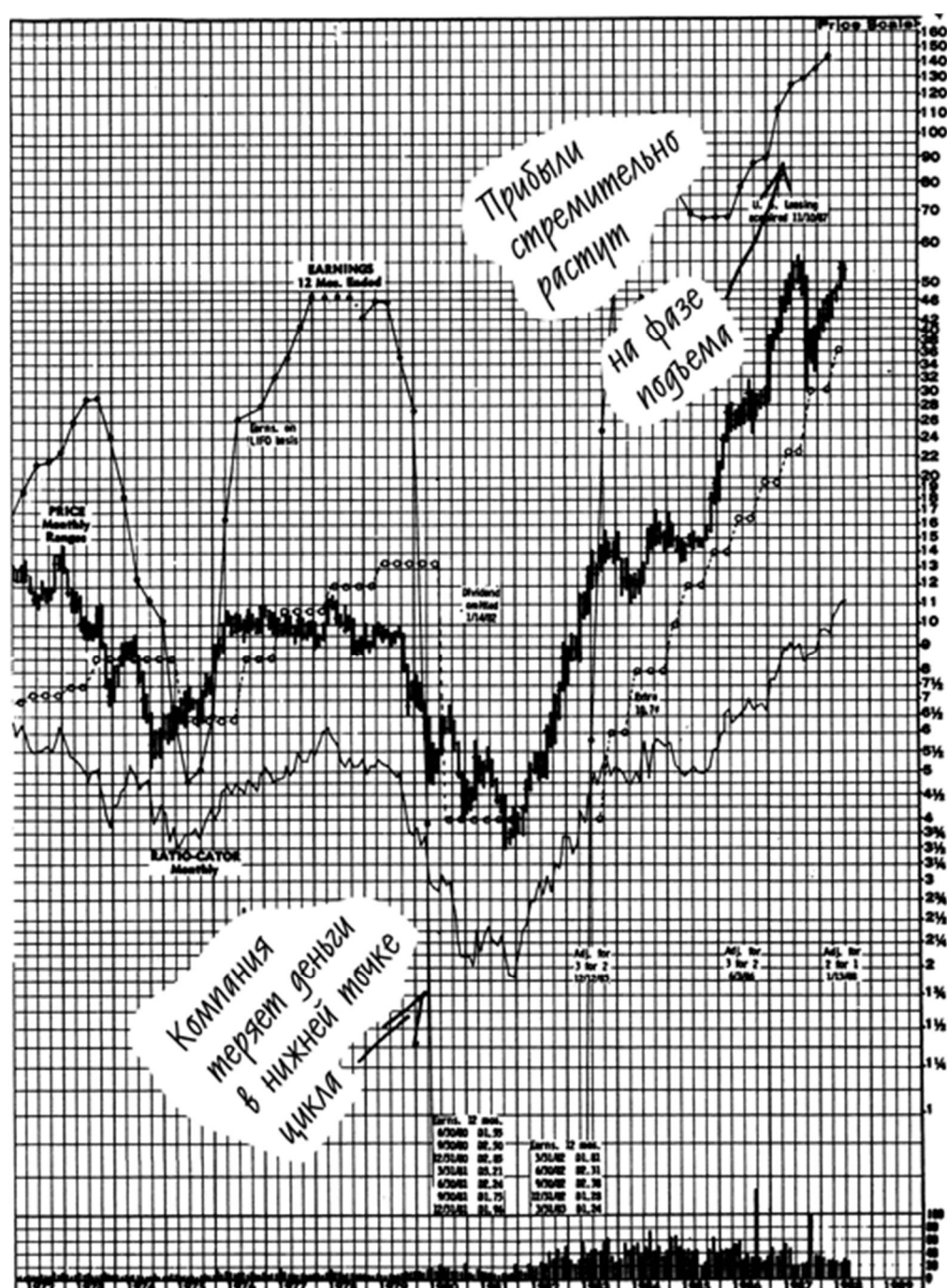
Циклическими являются автомобилестроительные, авиатранспортные, шинные, сталелитейные и химические компании. Даже оборонные предприятия проявляют определенную цикличность, поскольку их прибыли растут и падают в зависимости от государственной политики, проводимой той или иной администрацией.

На графиках отчетливо виден циклический характер AMR Corporation, материнской компании American Airlines, и Ford Motor. Графики циклических компаний напоминают показания детектора лжи или карту Альпийских гор.

При выходе из рецессии и оживлении экономики циклические компании быстро добиваются успеха, и их акции идут вверх намного быстрее акций умеренно растущих компаний. Это вполне объяснимо, поскольку в условиях сильной экономики люди покупают новые автомобили и чаще летают самолетами, повышается спрос на сталь, химическую продукцию и т.д. При движении в обратном направлении циклические компании страдают сильнее, а вместе с ними и акционеры. Если купить их акции не на той фазе цикла, можно быстро потерять больше половины вложений, а следующего подъема, не исключено, придется дожидаться не один год.



С циклическими акциями легче всего попасть впросак. Именно на них неосмотрительный инвестор частенько теряет деньги. Дело в том, что основные циклические компании — крупные и известные предприятия, которые очень похожи на надежные умеренно растущие компании. Акции Ford относятся к голубым фишкам, и можно решить, что они будут вести себя точно так же, как и голубые фишки Bristol-Myers (см. графики). Но это далеко не так. Акции Ford сильно колеблются, поскольку компания то теряет миллиарды долларов во время спадов, то зарабатывает миллиарды в периоды подъема. Если умеренно растущая компания вроде Bristol-Myers в период депрессивного рынка или экономического кризиса национального масштаба может потерять половину стоимости, то циклическая компания вроде Ford все 80%. Именно это и произошло с Ford в начале 1980-х гг. Следует знать, что акции Ford и Bristol-Myers не одно и то же.



Выбор момента покупки и продажи критически важен при игре с циклическими акциями. Вы должны ясно видеть первые признаки ослабления и восстановления компании. При инвестировании в циклические компании преимуществом обладают те, чья работа связана с алюминием, сталью, авиалиниями, автомобилями и т.д.

## Компании, выходящие из кризиса

Кандидатами на оздоровление являются компании, которые пережили сильные потрясения, находятся в упадке и нередко использовали защиту в виде главы 11 Закона о банкротствах. Они не похожи на медленно растущие компании, поскольку не растут вообще. Не похожи они и на циклические компании, у которых за спадом идет подъем. Это потенциальные покойники вроде Chrysler. Chrysler — циклическая компания, у которой нисходящая фаза цикла оказалась настолько глубокой, что никто уже не надеялся на ее возрождение. Плохо управляемой циклической компании всегда грозит опасность разделить судьбу Chrysler или, в чуть меньшей степени, Ford.

Банкротство Penn Central было одним из самых болезненных в истории Уолл-стрит. Возможность краха голубой фишки, великой старой компании и солидного предприятия казалась такой же маловероятной, как и падение в реку моста Джорджа Вашингтона. Это событие подорвало веру целого поколения инвесторов, однако, несмотря на кризис, выход у компании все же был. Penn Central стала превосходным образцом оздоровления.

Акции вышедших из кризиса компаний, как это доказали Chrysler, Ford, Penn Central, General Public Utilities и многие другие, очень быстро наверстывают потерянное. Самым приятным в инвестировании в акции успешно преодолевших кризис компаний является то, что их взлеты и падения менее всего зависят от общерыночной конъюнктуры.

Я заработал для своих акционеров немало денег на акциях Chrysler, которые начал покупать в начале 1982 г. по 6 долл. (без учета более поздних дроблений). На моих глазах они менее чем за два года выросли впятеро, а за пять лет — в пятнадцать раз. В какой-то момент в акции Chrysler было вложено 5% средств моего фонда. Хотя другие акции в моем портфеле демонстрировали еще больший рост, эффект ни одной из них не мог сравниться с эффектом акций Chrysler, доля которых была намного выше. И это при том, что акции Chrysler приобретались не по самой низкой цене!

Те фанаты Chrysler, которые были смелее, купили ее акции по 1,50 долл. и получили тридцатидвухкратник. В любом случае Chrysler оказалась удачным вложением. Так же, как и Lockheed, акции которой торговались в 1973 г. по 1 долл. Даже после финансовой поддержки

со стороны государства их можно было купить по 4 долл. в 1977 г. и продать за 60 долл. в 1986 г. Lockheed я прозевал.

В абсолютном выражении я заработал больше всего на возрождении Chrysler и Penn Central, т.е. крупных компаний, акций которых было достаточно много, чтобы приобрести значимый для всего фонда пакет.

Составить список неудавшихся попыток оздоровления можно разве что по памяти, поскольку компании-неудачницы просто исчезают из отчетов S&P, книг графиков и учетных регистров фондовых брокеров. Я мог бы до бесконечности перечислять не сумевшие выйти из кризиса компании, акции которых мне не стоило покупать, однако одна мысль об этом вызывает у меня головную боль.

Вместе с тем отдельные удачи компаний, выходящих из кризиса, делают их акции весьма привлекательными и, в целом, прибыльными.

Существует несколько разновидностей компаний, выходящих из кризиса. В разное время я держал акции каждой из них. В случае компаний типа «поддержите-а-не-то-пожалееете», например Chrysler или Lockheed, надежды возлагаются на гарантированный правительством кредит. Есть компании типа «кто-бы-мог-подумать», например Con Edison. Трудно было представить, что на акциях электроэнергетической компании можнотак прогореть (к 1974 г. они упали с 10 до 3 долл.), и еще труднее было представить, что на них можно столько заработать (к 1987 г. они выросли с 3 до 52 долл.).

Бывают компании типа «маленькая-неприятность-которой-не-ожидали», например Three Mile Island. Небольшую трагедию восприняли чересчур серьезно, а где маленькая трагедия, там большие возможности. На акциях General Public Utilities, владельце Three Mile Island, я заработал неплохие деньги. Любой мог их заработать. Нужно было лишь иметь терпение, следить за новостями и относиться к ним хладнокровно.

Ситуация на атомной станции, где в 1979 г. произошло расплавление активной зоны одного из блоков, со временем стабилизировалась. В 1985 г. компания GPU заявила о намерении запустить однотипный ядерный реактор, который в результате аварии не пострадал, однако был заглушен. Запуск реактора послужил хорошим знаком для акционеров, а еще лучшим знаком стало соглашение об участии других электрогенерирующих компаний в финансировании ликвидации последствий аварии. Акции GPU можно было купить по низкой цене в течение почти семи лет, пока не утихла шумиха и не появились хорошие новости. Минимума в 33/8 долл. они достигли в 1980 г., в конце 1985 г. торговались по 15 долл., а к октябрю 1988 г. выросли до 38 долл.

Я стараюсь держаться подальше от трагедий с гораздо более тяжелыми последствиями, таких как бхопальская катастрофа в Индии на заводе Union Carbide. Там произошла утечка смертельного газа, унесшая тысячи жизней, и вопрос о том, какую компенсацию придется выплачивать семьям пострадавших, оставался открытым. Так, акции компании Johns-Manville я быстро продал с небольшим убытком, когда понял, что ее обязательства невозможно предсказать.

Встречаются еще компании типа «безупречно-хорошая-внутри-банкрота», например Toys «R» Us. Когда она отделилась от менее успешной материнской компании Interstate Department Stores, ее акции выросли в 57 раз.

Penn Central — пример компании типа «максимизация-акционерной-стоимости-через-реструктуризацию». В наши дни Уолл-стрит стала благосклонно относиться к реструктуризации, а акционеры тепло приветствуют генеральных директоров, заявляющих о планах реструктуризации. Реструктуризация — это способ освободиться от убыточных дочерних предприятий, которые вообще не имело смысла поглощать. В свое время покупку этих злополучных предприятий тоже встречали аплодисментами и называли диверсификацией. Я называю это диверсификцией.

У меня есть что рассказать о ней. Единственный плюс диверсификции в том, что некоторые компании, оказавшиеся с ее помощью в плачевном состоянии, становятся потенциальными кандидатами на оздоровление. Это происходит сейчас с Goodyear. Она вышла из нефтяного бизнеса, продала застойные филиалы и заново посвятила себя тому, что умеет делать лучше всего, — производству шин. Merck, избавившись от Calgon и ряда других непрофильных направлений, вновь сосредоточила усилия на выпуске патентованных лекарств. Четыре ее новых лекарства проходят клинические испытания, два уже одобрены Администрацией по контролю пищевых продуктов и лекарственных препаратов, и ее прибыли растут.

## Компании с недооцененными активами

К этой категории относятся компании, имеющие нечто ценное, о чем знаете вы, но не подозревает Уолл-стрит. При том количестве аналитиков и корпоративных рейдеров, которые рыщут в поисках информации, может показаться, что Уолл-стрит известно все, но поверьте, это не так. В игре с недооцененными активами наибольшее преимущество на стороне того, кто знает ситуацию на местах.

Активом может быть простая куча денег или недвижимость. Не могу не упомянуть еще раз в этой связи о Pebble Beach. В конце 1976 г. ее акции продавались по 141/2 долл., и компания с учетом количества акций в обращении (1,7 млн) оценивалась всего в 25 млн долл. Через неполные три года, в мае 1979 г., Twentieth Century-Fox выкупила компанию за 72 млн долл. (421/2 долл. за акцию), а на следующий после покупки день продала всего лишь один из активов Pebble Beach, гравийный карьер, за 30 млн долл. Иными словами, дороже того, что прежние инвесторы платили за всю компанию в 1976 г. Новые же инвесторы получили за бесценок прилегающую территорию, включая 2700 акров лесного массива Дель-Монте и полуостров Монтерей, трехсотлетние деревья, гостиницу и два поля для гольфа.

Акции Pebble Beach обращались на внебиржевом рынке и были не у всех на виду, чего не скажешь об акциях Newhall Land and Farming, которые торговались на Нью-йоркской фондовой бирже. Их более чем двадцатикратный рост был очень заметным событием. Компании принадлежало два крупных земельных участка: Коуэлл-Ранч в районе бухты Сан-Франциско и Ньюхолл-Ранч, гораздо более крупный и дорогой, в тридцати милях к северу от Лос-Анджелеса. Ньюхолл-Ранч — благоустроенная территория с парком развлечений, крупным офисным комплексом и строящимся торговым центром.

Каждый день через Ньюхолл-Ранч проезжают сотни тысяч калифорнийцев. Страховые оценщики, ипотечные банкиры и агенты по недвижимости, совершающие сделки в Ньюхолле, конечно знали и о размерах этого участка, и о росте цен на недвижимость в Калифорнии. У скольких людей были дома в окрестностях Ньюхолл-Ранч и возможность наблюдать рост стоимости земли намного раньше, чем его заметили аналитики с Уолл-стрит? Сколько из них догадались поинтересоваться акциями, выросшими в двадцать раз с начала 1970-х гг. и вчетверо с 1980 г.? Если бы я жил в Калифорнии, то не упустил бы такой возможности. По крайней мере, думаю, что не упустил бы.

Как-то меня занесло в небольшую заурядную скотоводческую компанию Aliso, что во Флориде рядом с городком Ла-Белль на краю национального парка Эверглейдс. Все, что я там увидел, — это виргинские сосны, карликовые пальмы, немного пасущихся коров да пару десятков работников, создававших видимость деятельности. Ничего привлекательного. Акции Aliso можно было купить не дороже 20 долл., однако через десять лет стоимость одной только земли в расчете на акцию перевалила за 200 долл. Один смысленый парень по имени Бен Хилл Гриффин-младший потихоньку скупал акции Aliso и ждал внимания Уолл-стрит. К сегодняшнему дню он наверняка сделал на них целое состояние.

У многих публичных железнодорожных компаний вроде Burlington Northern, Union Pacific и Santa Fe Southern Pacific огромная земельная собственность: в XIX веке государство отдало железнодорожным магнатам полстраны. Эти компании обладают правами на добычу нефти, газа и минерального сырья, а также на заготовку леса.

Недооцененные активы есть у производителей металла и нефтедобытчиков, газетных издательств и телевизионных станций, производителей патентованных лекарств. Даже убытки могут оказаться активом. Взять хотя бы Penn Central. При восстановлении после банкротства Penn Central получила право переноса огромных учитываемых при налогообложении убытков, и, когда у нее появилась прибыль, она просто не платила налоги. В те годы налог на прибыль составлял 50%, поэтому Penn Central пользовалась 50%-ным преимуществом.

Случай Penn Central можно назвать классической игрой на недооцененных активах. У компании было все: перенос убытков, денежные средства, обширные землевладения во Флориде и других местах, уголь в Западной Виргинии и право пользования воздушным пространством над Манхэттеном. Любой, кто имел отношение к Penn Central, мог сообразить, что ее акции многого стоят. Они выросли в восемь раз.

Сейчас я держу акции Liberty Corp., страховой компании, чьи телевизионные активы стоили больше ее акций. Когда вы знаете, что стоимость телевизионных активов составляет 30 долл. на акцию, а рыночная цена акций — 30 долл., можно взять карманный калькулятор и вычесть

30 долл. из 30 долл. Результат, т.е. стоимость инвестиций в ценную страховую компанию, — ноль.

Я жалею, что не купил побольше акций кабельной компании Telecommunications, Inc., которые в 1977 г. продавались по 12 центов, а через десять лет — по 31 долл., т.е. выросли в 250 раз. Моя позиция по этой крупнейшей кабельной компании США была очень небольшой из-за того, что я не оценил по достоинству стоимость ее активов. Она имела низкую прибыль, а ее долги внушали беспокойство. По традиционным меркам этот кабельный бизнес был бесперспективным. Однако ее активы (в виде абонентов кабельного телевидения) с лихвой компенсировали эти недостатки. Все, кто был близок к компании, могли это заметить, и я тоже. К сожалению, я так и не решился на серьезные вложения в кабельную индустрию, несмотря на настояния менеджера Magellan Морриса Смита, который время от времени стучал кулаком по моему столу, убеждая меня купить больше акций. Разумеется, он оказался прав — и вот по какой причине.

Пятнадцать лет назад каждый абонент приносил покупателю лицензии на кабельное вещание 200 долл., десять лет назад — 400 долл., пять лет назад — 1000 долл., а сегодня — ни много ни мало 2200 долл. Для тех, кто занят в кабельной индустрии, это не новость. Миллионы абонентов Telecommunications, Inc. представляли собой колоссальный актив.

Думаю, я упустил такую возможность потому, что в моем городе кабельное телевидение появилось только в 1986 г., а в моем доме — в 1987 г. У меня не было возможности оценить по достоинству стоимость этой индустрии. Узнать о ней по рассказам так же бесполезно, как готовиться к свиданию вслепую. Пока сам не соприкоснешься с фактами, ничего не работает.

Если бы я знал, как младшая дочь Бет полюбит канал Disney, Энни — канал Nickelodeon, а старшая дочь Мэри — MTV, с каким удовольствием Кэролин будет смотреть фильмы с участием Бетт Дэвис, а я — новости CNN и спортивный канал, то понял бы, что кабельное телевидение стало такой же неотъемлемой частью жизни, как водопровод и электричество. Переоценить важность личного опыта при оценке компаний и рыночных тенденций невозможно.

Компании с недооцененными активами можно найти повсюду. Конечно, для этого необходимо понимание того, что делает компания, но когда оно есть, вам требуется лишь терпение.

## ВЗЛЕТЫ И ПАДЕНИЯ

Компании не остаются навечно в одной и той же категории. За долгие годы работы я не раз и не два наблюдал, как компания, в начале пути обладающая одними характеристиками, в конце становится совсем другой. Быстро растущие компании могут быть поначалу очень интересными, но потом, как и люди, выдыхаются. Они не могут поддерживать темпы роста в десятки процентов бесконечно долго и рано или поздно, исчерпав силы, скатываются к уровню медленно или умеренно растущих компаний. Именно так было с бизнесом в сферах ковровых покрытий, пластмасс, калькуляторов, дисководов, медицинского обслуживания и компьютеров. Масса компаний, от Dow Chemical до Tampra Electric, демонстрировавших стремительный рост в одном десятилетии, в другом оказывались совершенно заурядными. А вот Stop & Shop из медленно растущей компании превратилась в быстро растущую — нестандартный пример движения в обратном направлении.

Прежние чемпионы роста Advanced Micro Devices и Texas Instruments стали циклическими компаниями. Циклические компании, столкнувшись с серьезными финансовыми проблемами, проходят через банкротство и возрождаются. Chrysler, типичная циклическая компания, практически вышла из бизнеса, но преодолела кризис, а затем вновь стала циклической. Сталелитейная компания LTV была когда-то циклической, а теперь она в процессе возрождения.

Растущие компании, которым мало достигнутого, увлекаются диверсификацией, терпят неудачи, а потом пытаются преодолеть кризис. У такой быстро растущей компании, как Holiday Inn, неизбежно падают темпы роста, а вместе с ними и акции, пока какие-нибудь проницательные инвесторы не разглядят в ней владельца ценных объектов недвижимости и не обнаружат возможность игры на активах. Вот история розничных компаний Federated и Allied Stores. Их купили только из-за активов — универсальных магазинов в престижных районах и крупных торговых центров. McDonald's — классическая быстро растущая компания, у которой в будущем могут обнаружиться недооцененные активы на рынке недвижимости из-за тысяч принадлежащих ей ресторанов.



Компании вроде Penn Central могут попадать в две категории одновременно. За свою историю Disney успела побывать во всех ипостасях: много лет назад она обладала всеми признаками быстро растущей компании, затем по размеру и финансовому состоянию стала походить на умеренно растущую компанию, в следующий период на первое место вышли ее огромные активы в виде недвижимости, старых художественных и мультипликационных фильмов. В середине 1980-х гг. компания переживала кризис и предпринимала попытки преодолеть его.

International Nickel (в 1976 г. переименована в Inco) вначале была растущей компанией, затем стала циклической и, наконец, вышедшей из кризиса. С этой компанией, издавна входящей в индекс Dow Jones, связаны мои первые успехи в качестве аналитика Fidelity. В декабре 1970 г. я рекомендовал продавать акций Inco по 477/8 долл. Ее фундаментальные показатели показали мне не слишком привлекательными. Мои аргументы (снижение спроса на никель, увеличение мощностей производителей, высокие затраты на рабочую силу) сочли убедительными, и значительная часть акций Inco, принадлежавших Fidelity, была продана по чуть более низкой цене. Курс акций, однако, менялся очень слабо. К апрелю он понизился всего до 441/2 долл., и я уже начал сомневаться в правильности своего прогноза.

Портфельные менеджеры, мягко говоря, «разделяли» мои сомнения. Наконец рынок отреагировал на сложившуюся ситуацию, в 1971 г. акции упали до 25 долл., в 1978 г. — до 14 долл., а в 1982 г. — до 8 долл. Спустя семнадцать лет после того, как молодой аналитик рекомендовал продавать акции Inco, уже зрелый менеджер фонда купил для Fidelity Magellan крупный пакет акций той же компании, но находившейся теперь на стадии выхода из кризиса.

## АКЦИЯ АКЦИИ РОЗНЬ

Если вы не можете определить, к какой категории относятся акции, задайте вопрос своему брокеру. Если акции рекомендованы им, тем более нужно его спросить — иначе как узнать, на что рассчитывать? На медленный или быстрый рост, защиту во время спада, выход из кризиса, циклическое изменение или игру на активах?

Строить стратегию на общих принципах типа «продать после того, как вложения удвоятся», «продать через два года» или «продать, если цена упадет на 10%» совершенно недальновидно. Общей формулы, применимой ко всем категориям акций, просто не существует.

Следует отличать Procter and Gamble от Bethlehem Steel, Digital Equipment от Alico. Нет смысла держать акции коммунальной компании и ожидать от них таких же успехов, как от акций Philip Morris, если только это не акции выходящей из кризиса компании. Не стоит считать молодую компанию с потенциалом Wal-Mart умеренно растущей и продавать ее, дождавшись 50%-ного прироста, когда он может составить 1000%. С другой стороны, если акции Ralston Purina удвоились в цене, а фундаментальные показатели компании выглядят неважно, то безумие держать их дальше.

Об акциях Bristol-Myers, купленных по хорошей цене, можно забыть на двадцать лет, чего нельзя сделать с акциями Texas Air. Во время спада акции неустойчивых компаний из циклических отраслей — не самый лучший выбор.

Классификация акций — только начало исследования. Она дает вам возможность судить о том, на какую историю можно рассчитывать. Следующий этап — сбор информации о компании, которая поможет вам понять, как события разворачиваются на деле.

8

## Идеальная акция

Оценивать состояние компании намного легче, если понимаешь существо бизнеса. Вот почему я предпочитаю вкладывать средства в производство колготок и в сети мотелей, а не в производство спутников связи и волоконной оптики. Чем проще компания, тем больше она мне нравится. Когда говорят: «Этой лавочкой может управлять любой дурак» — я воспринимаю это как плюс, поскольку нет гарантии, что дурак и в самом деле не окажется у руля.

Доведись мне выбирать между прекрасной компанией с отличным руководством в сложной отрасли с высоким уровнем конкуренции и скучной компанией с посредственным руководством в незамысловатой отрасли без конкуренции, то я бы предпочел последнюю. Причина проста: ее легче контролировать. За долгие годы поглощения пончиков и приобретения шин у меня

выработалось своего рода чувство такой продукции, чего не скажешь о лазерных лучах или микропроцессорах.

Фраза «С этим бизнесом справится любой дурак» — один из признаков идеальной компании, об акциях которой можно только мечтать. Хотя идеальной компании в реальной жизни не найти, попробуйте вообразить ее, и вы поймете, как она должна выглядеть. Наиболее существенны следующие тринадцать признаков.

## 1. Скучное, а еще лучше нелепое название

Идеальная акция должна принадлежать идеальной компании, идеальная компания должна заниматься предельно простой деятельностью, а предельно простая деятельность должна иметь скучное название. Чем скучнее, тем лучше. Например, Automatic Data Processing — неплохое начало.

Automatic Data Processing, однако, не настолько скучно, как Bob Evans Farms. Что может быть зауряднее акций под названием Bob Evans? От самого названия уже веет тоской, но именно в этом одна из причин перспективности акций. Однако даже Bob Evans Farms не лучший вариант, так же как и Shoney's или Crown, Cork, and Seal. Им далеко до Pep Boys—Manny, Moe, and Jack.

Из всех известных мне названий Pep Boys—Manny, Moe, and Jack — самое многообещающее. Оно лучше, чем скучное, оно нелепое. Ну кто захочет вложить деньги в компанию, название которой ассоциируется с комедийным телесериалом «Три бездельника»? Какой аналитик с Уолл-стрит или портфельный менеджер в здравом уме порекомендует акции с названием Pep Boys—Manny, Moe, and Jack, пока не убедится в их сверхдоходности? Но к тому времени они вырастут в десять раз.

Громогласное заявление на приеме с коктейлем о том, что вы держите Pep Boys, вряд ли привлечет к вам публику, но стоит только прошептать «GeneSplice International», как все начинают прислушиваться. Между тем акции GeneSplice International только и делают, что падают, а акции Pep Boys—Manny, Moe, and Jack растут все выше и выше.

Тот, кто обнаружит такие акции достаточно рано, может даже получить скидку за нелепость названия. Вот почему я всегда выискиваю компании вроде Pep Boys, Bob Evans или Consolidated Rock. Что касается последней, то к сожалению эта замечательная «цементная»<sup>7</sup> компания изменила свое название сначала на Conrock, а затем на более стильное Calmat. Пока она называлась Consolidated Rock, никто ее не замечал.

## 2. Скучная деятельность

Еще заманчивее, когда компания со скучным названием занимается чем-то совершенно скучным. Например, компания Crown, Cork, and Seal производит консервные банки и бутылочные пробки. Что может быть скучнее? В журнале Time рядом с интервью с Ли Якоккой вы не найдете интервью с генеральным директором Crown, Cork, and Seal, и это только плюс. Зато с акциями компании уж точно не соскучишься.

Я уже упоминал о Seven Oaks International — компании, которая занимается обработкой купонов, дающих право на скидку в продуктовых магазинах. Так вот, взлет ее акций с 4 до 33 долл. вряд ли оставит кого равнодушным. На фоне успехов Seven Oaks International и Crown, Cork, and Seal компания IBM смотрится как ревю в стиле Лас-Вегаса. А агентство Rent-A-Car? Это чудесное предприятие при тесном сотрудничестве со страховой компанией обеспечивает клиентов автомобилями на то время, пока их собственные машины находятся в ремонте. Первоначальное публичное размещение акций, которое агентство осуществило по цене 4 долл., осталось незамеченным на Уолл-стрит. Какой уважающий себя финансовый магнат будет думать о том, на чем ездят люди, пока их автомобили стоят в мастерской? На проспект эмиссии агентства могли не обратить внимания точно так же, как не обращают внимания на рекламу обезболивающего средства. Его акции, однако, когда я последний раз интересовался ими, стоили уже 16 долл.

Компания, которая занимается скучными вещами, почти так же хороша, как и та, что имеет скучное название. Сочетание того и другого дает потрясающий эффект. Оно гарантирует, что профессиональные инвесторы не будут замечать компанию до тех пор, пока хорошие результаты не заставят их начать скупку акций, которая еще больше подхлестнет цену. Если у компании высокая прибыль и сильный баланс, но она занимается скучным делом, то ее акции

долгое время идут по низкой цене. Как только компания станет модной и переоцененной, ее акции можно смело продавать падким на моду.

### 3. Неприятное занятие

Компанию, чья деятельность вызывает не только скуку, но и отвращение, можно считать исключительно удачной находкой. В идеале занятие компании должно заставлять людей передергиваться и вызывать тошноту. Взять хотя бы компанию Safety-Kleen. Название ее выглядит многообещающе — компания, в имени которой на месте буквы «С» стоит «К», заслуживает внимания. Плюсом является и то, что когда-то Safety-Kleen была связана с Chicago Rawhide (см. «Отделившийся бизнес» в этой главе).

Safety-Kleen предлагает автомастерским установки для мойки грязных деталей. Установки освобождают автомехаников от необходимости промывать детали вручную в бензине, поэтому автомастерские охотно платят за услугу. Время от времени работники Safety-Kleen удаляют из установки отстой и масло и отправляют их на переработку. Они занимаются этой черной работой уже давно, но вы не увидите сюжета о ней ни на одном телеканале.

Удалением грязного машинного масла Safety-Kleen не ограничилась. Она освоила производство жироуловителей для ресторанов и систем для улавливания других загрязнений. Какой аналитик захочет писать об этом, какой портфельный менеджер захочет включить Safety-Kleen в свой список бумаг, рекомендованных к покупке? Желающих не так много. Именно этим и привлекательна Safety-Kleen. У нее, как и у Automatic Data Processing, непрерывно растет прибыль, а вместе с ней и акции.

Ну а Envirodyne? Об этой компании я узнал несколько лет назад от Томаса Суини, который был тогда аналитиком Fidelity по продуктам лесопереработки, а теперь управляет Fidelity Capital Appreciation Fund. Ее название вполне соответствует первому из признаков идеальной компании: оно напоминает нечто разрушающее озоновый слой, но на самом деле имеет отношение к обеденному столу. Clear Shields, один из ее филиалов, производит пластиковые вилки и соломинки, иными словами, представляет собой идеальный бизнес, с которым любой дурак справится. На деле, однако, им управляют высококлассные менеджеры, имеющие значительные доли в капитале компании.

По производству столовых приборов из пластика Envirodyne занимает второе место, по производству пластиковых соломинок — третье, но главное не в этом, а в том, что она — самый низкокзатратный производитель в отрасли.

В 1985 г. Envirodyne начала вести переговоры по покупке Viskase, ведущего производителя натуральных оболочек для сосисок и колбас. В результате Viskase был куплен у Union Carbide почти что даром. В 1986 г. она приобрела Filmco, ведущего производителя пищевой упаковочной ПВХ-пленки. Пластиковые вилки, оболочки для сосисок, упаковочная пленка... — еще немного, и без ее продукции не обойдется ни один семейный пикник.

В результате этих поглощений с 1985 по 1987 г. прибыль компании выросла с 34 центов на акцию до 2 долл. и в 1988 г. должна достичь 2,5 долл. Компания успешно погасила долги, связанные с поглощениями, за счет собственных денежных потоков. Я купил ее акции в 1985 г. за 3 долл. На пике в 1988 г. они торговались по 367/8 долл.

### 4. Отделившийся бизнес

Компании, появившиеся в результате отделения направлений деятельности или частей существующего бизнеса, подобно Safety-Kleen, которая вышла из недр Chicago Rawhide, или Toys «R» Us, отпочковавшаяся от Interstate Department Stores, нередко становятся удивительно привлекательными объектами инвестирования. Dart & Kraft, возникшая когда-то в результате слияния, в конечном итоге разделилась для того, чтобы Kraft снова стала чисто пищевой компанией. Dart, которой принадлежит Tupperware, при отделении получила название Premark International и превратилась в превосходный объект инвестирования. То же самое произошло и с Kraft, которую в 1988 г. поглотила Phillip Morris.

Крупные компании не хотят, чтобы отделенные подразделения оказались в беде и бросили их тень. Отделенный бизнес имеет, как правило, сильный баланс и полностью готов к самостоятельной деятельности. Независимость развязывает руки новому руководству, которое может сократить затраты и найти нестандартные пути повышения прибылей в краткосрочной и долгосрочной перспективе.

Ниже приведены две группы отделившихся компаний: первая демонстрирует высокие результаты, а вторая — посредственные.

| ВЫСОКАЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ |                       |                           |                                |                                |                                |
|--------------------------|-----------------------|---------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| Материнская компания     | Отделившаяся компания | Цена первых торгов, долл. | Минимум, долл.                 | Максимум, долл.                | Цена на 31.10.1988, долл.      |
| Teledyne                 | Argonaut <sup>1</sup> | 18                        | 15                             | 52 <sup>1</sup> / <sub>8</sub> | 43 <sup>1</sup> / <sub>4</sub> |
|                          | Amer. Ecology         | 4                         | 2 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>  | 50 <sup>1</sup> / <sub>4</sub> | 12 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> |
| US Gypsum                | AP Green              | 11                        | 11                             | 26                             | 26 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> |
| IU Intl.                 | Gotaas Larsen         | 6                         | 2 <sup>5</sup> / <sub>8</sub>  | 36 <sup>1</sup> / <sub>4</sub> | 47 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> |
| Masco Corp.              | Masco Ind.            | 2                         | 1 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>  | 18 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> | 11 <sup>3</sup> / <sub>8</sub> |
| Kraft                    | Premark Intl.         | 19                        | 17 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> | 36 <sup>1</sup> / <sub>4</sub> | 29 <sup>7</sup> / <sub>8</sub> |
| Tandy                    | Intertan              | 10                        | 10                             | 31 <sup>1</sup> / <sub>4</sub> | 35 <sup>1</sup> / <sub>4</sub> |
| Singer                   | SSMC                  | 13                        | 11 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> | 31 <sup>1</sup> / <sub>8</sub> | 23                             |
| Natomas                  | Amer. President       | 16                        | 13 <sup>7</sup> / <sub>8</sub> | 51                             | 32 <sup>3</sup> / <sub>8</sub> |
| Interlake                | Acme Steel            | 8                         | 7 <sup>5</sup> / <sub>8</sub>  | 24 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> | 23 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> |
| Transamer.               | Imo Delaval           | 8                         | 6 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>  | 23                             | 18 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> |
| Transunion               | Intl. Shiphold.       | 2                         | 2 <sup>3</sup> / <sub>8</sub>  | 20                             | 17                             |
| Gen. Mills               | Kenner Parker         | 16                        | 13 <sup>7</sup> / <sub>8</sub> | 51 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> | — <sup>2</sup>                 |
| Borg Warner              | York Int.             | 14                        | 13 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> | 59 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> | 51 <sup>5</sup> / <sub>8</sub> |
| Time Inc.                | Temple Inland         | 34                        | 20 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> | 68 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> | 50 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> |

| НИЗКАЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ |                               |                                |                                |                                |                                |
|-------------------------|-------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| Материнская компания    | Отделившаяся компания         | Цена первых торгов, долл.      | Минимум, долл.                 | Максимум, долл.                | Цена на 31.10.1988, долл.      |
| Penn Cent.              | Sprague Tech.                 | 15                             | 7 <sup>1</sup> / <sub>8</sub>  | 20                             | 12 <sup>1</sup> / <sub>8</sub> |
| John Blair              | Advo Systems                  | 6                              | 4                              | 12 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> | 3 <sup>7</sup> / <sub>8</sub>  |
| Datapoint               | Intellogic Trace <sup>3</sup> | 8                              | 2 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>  | 18 <sup>1</sup> / <sub>8</sub> | 3 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>  |
| Coca-Cola               | Coca-Cola Ent.                | 15 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> | 10 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> | 21 <sup>1</sup> / <sub>4</sub> | 14 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> |

<sup>1</sup> Argonaut и American Ecology отделились от Teledyne, которая сама по себе демонстрирует отличные результаты.

<sup>2</sup> Поглощена компанией Tonca в октябре 1987 г. по цене 49,50 долл. за акцию.

<sup>3</sup> После отделения оказалась проблемной компанией.

Материалы об отделении, рассылаемые акционерам, обычно готовятся наспех и потому получаются небрежными и неполными, что превращает их в нечто лучшее, чем стандартная годовая отчетность. Уолл-стрит зачастую не понимает идею отделения и практически не обращает внимания на новых игроков. Инвесторам нередко навязывают акции новоиспеченной компании в виде бонуса или дивиденда за участие в капитале материнской компании. Институциональные инвесторы расстанутся с такими акциями так же легко, как расстанутся с карманной мелочью или найденными деньгами. Все это верные приметы акций отделившихся компаний.

Здесь море возможностей для инвестора-любителя, особенно после недавнего бума слияний и поглощений. Компании под угрозой враждебного поглощения частенько спасаются от рейдеров путем продажи или отделения подразделений, которые потом становятся публичным бизнесом. После поглощения компании обычной практикой является продажа ее частей, которые также обретают самостоятельность и превращаются в объекты инвестирования. Если вы узнали об отделении или получили несколько акций новой компании, немедленно исследуйте перспективы дальнейших инвестиций. Через месяц другой после завершения отделения проверьте, не скупает ли кто из инсайдеров, руководителей и директоров акции. Это красноречиво характеризует уверенность руководства в перспективах компании.

Самое крупное отделение связано с АТТ, в результате расчленения которой появились компании с общим прозвищем Baby Bells: Ameritech, Bell Atlantic, Bell South, Nynex, Pacific Telesis, Southwestern Bell и US West. Пока материнская компания развивалась ни шатко ни валко, в семи новых компаниях средний прирост капитала с ноября 1983 г. по октябрь 1988 г. составил 114%. С учетом дивидендов совокупная доходность приблизилась к 170%. Это вдвое выше среднерыночного уровня и выше доходности большинства известных взаимных фондов, включая и тот, которым управляет ваш покорный слуга.

Получив свободу, семь региональных компаний сумели повысить свои доходы, снизить затраты и заработать хорошую прибыль. Они получили весь местный и региональный бизнес, желтые страницы и 50 центов с каждого доллара, поступающего АТТ за междугородную связь. Их ниша была превосходна. Крупные вложения в современное оборудование остались позади, поэтому им не пришлось разводнять акционерный капитал, выпуская дополнительные акции. Вполне естественным образом Baby Bells начали конкурировать друг с другом и с самодовольной материнской компанией. Последняя постепенно теряла господство в высокодоходной сфере аренды оборудования, тратила силы на борьбу с новыми конкурентами Sprint и MCI и несла большие убытки в секторе компьютерных коммуникаций.

Инвесторам, державшим акции старой АТТ, отвели восемнадцать месяцев на принятие решения, что делать. Они могли продать акции АТТ и поставить на этом точку; оставить акции АТТ вместе с полученными акциями Baby Bells или продать акции АТТ и сохранить акции Baby Bells. Те из них, кто не поленился и провел исследование, продали АТТ и не только сохранили Baby Bells, но и максимально увеличили их долю в своих портфелях.

Акционеры АТТ, которых насчитывалось 2,96 млн, получили горы информационных материалов с разъяснением планов Baby Bells. Новые компании выложили все свои намерения. Миллионы сотрудников АТТ и ее бесчисленные поставщики ясно видели, что происходит. Знающих было слишком много, чтобы преимущество инвестора-любителя досталось лишь отдельным счастливым случаям. Уж если на то пошло, то каждый владелец телефона ощущал приближение больших перемен. Я тоже не остался в стороне, но мой выигрыш оказался скромным, поскольку трудно было представить, что традиционно консервативным компаниям удастся добиться успеха так быстро.

## **5. Отсутствие интереса со стороны институциональных инвесторов и аналитиков**

Акции, которые мало привлекают или вообще не интересуют институциональных инвесторов, — потенциальные победители. Найдите компанию, где ни разу не побывал аналитик и которую не знает ни один из них, и у вас в руках двойной победитель. Я едва не прыгаю от радости, когда в компании говорят, что в последний раз там видели аналитика три года назад. Это совсем не редкость в банках, ссудо-сберегательных и страховых компаниях. Их тысячи, а Уолл-стрит интересуют не более сотни.

Не меньший интерес я проявляю и к некогда популярным акциям, от которых отвернулись профессионалы. Такое случилось с Chrysler и Exxon вблизи минимума, как раз перед разворотом.

Информацию о вложениях институциональных инвесторов можно найти в следующих источниках: Vicker's Institutional Holdings Guide, Nelson's Directory of Investment Research и Spectrum Surveys, издаваемом компанией CDA Investment Technologies. Не менее полезны Value Line Investment Survey и книги с отрывными листами агентства S&P, которые обычно предоставляются фондовыми брокерами.

## **6. Слухи о причастности к токсичным отходам или мафии**

Трудно представить более идеальную отрасль, чем утилизация отходов. После натуральных оболочек для колбасных изделий, жира и грязного масла ничто не отвращает людей больше, чем сточные воды и токсичные отходы. Вот почему я очень обрадовался, когда однажды ко мне в офис пожаловали руководители компании по утилизации твердых отходов. Они прибыли в город для участия в конференции по твердым отходам и привезли с собой стенды и кучу слайдов — только представьте, как чудесно это должно было выглядеть. Но одеты они были не в привычные всем голубые хлопчатобумажные наглухо застегнутые робы, которые мы видим изо дня в день, а в тенниски с надписью «Твердые отходы». Ну прямо члены команды по боулингу с одноименным названием! Однако нет ничего лучше именно таких руководителей.

Те счастливицы, которые купили акции Waste Management, Inc., уже знают, что они выросли почти в сто раз.

Перспективы у Waste Management еще лучше, чем у Safety-Kleen, потому как эта компания связана с немыслимыми вещами: токсичными отходами и мафией. Тот, кто полагает, что мафия управляет итальянскими ресторанами, газетными киосками, химчистками, стройплощадками и прессами для получения оливкового масла, наверняка думает, что мафия контролирует и переработку мусора. Такое фантастическое представление сыграло на руку тем, кто раньше всех приобрел акции Waste Management, которые, как это обычно бывает, были недооцененными.

Наверное, это слухи о причастности мафии к утилизации отходов отпугнули инвесторов, опасавшихся мафии в гостиничном и игорном бизнесе. Помните, какой ужас навевали акции казино, которые сегодня готов купить каждый? Считалось, что уважаемым инвесторам нельзя связываться с этими акциями, потому как казино — это сама мафия. Но стоило акциям и прибылям взлететь, и мафия отошла на второй план. С приходом в этот бизнес компаний Holiday Inn и Hilton инвестиции в акции казино стали обычным делом.

## 7. Гнетущее впечатление

Мой фаворит в этой категории — Service Corporation International (SCI), которая к тому же имеет скучное название. Я узнал об этой компании от Джорджа Вандерхайдена, бывшего аналитика Fidelity в сфере электроники, успешно руководящего сегодня Fidelity Destiny Fund.

Помимо токсичных отходов Уолл-стрит не любит все, что имеет отношение к смерти. А SCI напрямую связана с ритуальными услугами.

На протяжении нескольких лет эта хьюстонская компания скупает местные семейные предприятия, занимающиеся похоронным бизнесом, как это делала Gannett с провинциальными газетами. SCI превратилась в своего рода McDonald's в сфере ритуальных услуг. Предмет ее внимания — активный бизнес, организующий не менее десятка похорон в неделю, мелкими похоронными бюро, для которых пара похорон в неделю является нормой, она не интересуется.

Последний подсчет показал, что SCI принадлежат 461 похоронное бюро, 121 кладбище, 76 цветочных магазинов, 21 производственно-складской центр и 3 службы доставки гробов — классическая вертикально интегрированная компания. Вершиной ее славы стали похороны Говарда Хьюза.

SCI первая ввела полисы предварительной оплаты или резервирования услуг, завоевавшие большую популярность. Они позволяли любому оплатить собственные похороны и гроб заранее, когда есть деньги, и избавиться от расходов своих родственников. Даже если стоимость ритуальных услуг утроится к тому моменту, когда они понадобятся, тело предадут земле по старым ценам. Это выгодно семье покойного и еще выгоднее компании.

SCI получает деньги от предварительной оплаты сразу, и ее касса постоянно пополняется. Если она будет получать за полисы 50 млн долл. каждый год, то эти деньги превратятся в миллиарды к тому времени, когда придется выполнять обязательства. Не так давно компания расширила свои операции и стала предлагать полисы другим похоронным бюро. В последние пять лет предварительные продажи похоронных услуг росли на 40% в год.

Бывает, что история успеха дополняется неожиданной удачей. Именно это произошло с SCI, которая заключила очень выгодную сделку с American General, компанией, заинтересованной в покупке принадлежавшего SCI земельного участка в Хьюстоне. В обмен American General предложила 20%-ный пакет акций SCI. SCI не только вернула без затрат свои акции, но и получила право продолжать работу на старом месте в течение двух лет, пока не переберется в другой район Хьюстона.

SCI замечательна тем, что долгие годы профессиональные инвесторы избегали ее. Даже фантастические достижения компании не помогали, руководителям SCI оставалось только устроить демонстрацию на катафалках для привлечения внимания. Те инвесторы-любители, которые были в курсе событий, могли купить акции гарантированного победителя с устойчиво растущей прибылью намного дешевле, чем ходовые акции компании из какой-нибудь популярной отрасли. Инвестиционная возможность была идеальной — компания работала как часы, каждый мог убедиться в этом сам, прибыль стабильно росла, бизнес быстро, практически без заимствований расширялся, а Уолл-стрит смотрела в другую сторону.

Лишь в 1986 г. SCI обрела наконец поклонников среди институциональных инвесторов, которые скупили более 50% акций, и стала пользоваться вниманием со стороны аналитиков. К тому моменту, когда акции SCI признали на Уолл-стрит, они превратились в двадцатикратник, а потом сильно сдали по сравнению с рынком. Помимо давления со стороны институциональных инвесторов (доля которых к этому времени была очень высокой) и брокеров на компанию отрицательно повлияло поглощение двух фирм, занимающихся производством гробов. К тому же резко повысилась стоимость приобретения перспективных похоронных бюро и кладбищ, поэтому рост доходов от продажи полисов оказался ниже ожидаемого.

## 8. Нерастущая отрасль

Многие предпочитают инвестировать в быстро растущие отрасли, где много шума и суеты. Но только не я. Мне по душе медленно растущие отрасли вроде пластмассовых ножей и вилок, если на горизонте нет совсем нерастущей отрасли вроде ритуальных услуг. Вот где появляются самые крупные победители.

В наэлектризованной атмосфере быстро растущей отрасли уже ничто не может взволновать, разве что падение акций. Производство ковровых покрытий в 1950-е гг., электроники в 1960-е гг. и компьютеров в 1980-е гг. росло захватывающе быстро, однако процветание многочисленных компаний в этих секторах было недолгим. Все потому, что в популярных отраслях на каждый продукт приходится тысяча выпускников Массачусетского технологического университета, занятых удешевлением производства путем его переноса на Тайвань. Стоит одной компьютерной компании создать лучший в мире текстовый процессор, как десять конкурентов вкладывают 100 млн долл. в разработку еще более совершенного и выпускают его на рынок уже через восемь месяцев. Такого не случается с бутылочными пробками, услугами по учету купонов, переработкой грязного масла и сетями мотелей.

SCI помогло то, что в отрасли ритуальных услуг практически нет роста. Похоронный бизнес в стране растет всего на 1% в год. Это слишком мало, чтобы заинтересовать любителей бурной деятельности, которые предпочитают компьютеры. Зато этот бизнес стабилен, а его клиентская база надежна как ни одна другая.

В нерастущей отрасли, особенно той, которая занимается скучнейшим делом и вызывает у людей неприятные ассоциации, нет проблем с конкуренцией. В ней не нужно опасаться наплыва новых соперников — желающих просто не находится. Это создает условия для непрерывного развития и укрепления позиции на рынке подобно SCI. В ее собственности 5% похоронных бюро страны, и ничто не мешает ей довести рыночную долю до 10–15%. С SCI не станет связываться ни один выпускник Школы бизнеса Уортона, а в инвестиционных банках вряд ли поймут того, кто пожелает специализироваться на акциях фирм, собирающих грязное масло в автомастерских.

## 9. Своя ниша

Акциям Twentieth Century-Fox я бы предпочел акции местного гравийного карьера, потому что у кинокомпании много конкурентов, а гравийный карьер имеет свою нишу. Twentieth Century-Fox поняла это, когда купила Pebble Beach вместе с ее карьером.

Гравийный карьер, несомненно, более надежный бизнес, чем ювелирный. В ювелирном бизнесе конкуренция идет между ювелирами города, штата и даже других стран, потому что ювелирные изделия можно купить во время отпуска где угодно и привезти домой. Владельцы же единственного в Бруклине гравийного карьера фактически монополисты, которым непопулярность их бизнеса дает дополнительную защиту.

Работники карьера называют свой продукт «конгломерат», но даже такое благородное название не меняет существа камня, песка и гравия как одних из самых дешевых материалов. Парадокс в том, что тонна их смеси стоит примерно 3 долл. стакан апельсинового сока стоит столько же, сколько и полтонны щебня, который, если есть грузовик, можно отвезти домой и вывалить на газон.

Ценность гравийного карьера в том, что с ним никто не может конкурировать. Ближайший конкурент, находящийся в другом округе, вряд ли повезет камень в чужой район, поскольку транспортные расходы съедят всю его прибыль. Каким бы хорошим ни был камень из Чикаго, владелец чикагского карьера никогда не появится на вашей территории в Бруклине или Детройте. Из-за большого веса камня производство конгломерата — эксклюзивный бизнес. Для его защиты не нужно платить дюжине адвокатов.

Владельцы и акционеры эксклюзивного бизнеса прекрасно знают его стоимость. Inco является крупнейшим производителем никеля в мире сегодня и будет им через пятьдесят лет. Когда мне довелось побывать на медном руднике Бингем-Каньоне (штат Юта) и увидеть масштабы разработок, я вдруг понял, что ни в Японии, ни в Корее никто никогда не изобретет нечто подобное.

Имея эксклюзивную лицензию в какой-либо сфере, можно поднимать цены. В случае с гравийным карьером можно поднять цены до уровня, при котором владелец ближайшего карьера станет подумывать о возможности конкурентной борьбы. Он и сам устанавливает цены таким же способом.

Амортизация экскаваторов, камнедробилок и прочей тяжелой техники позволяет заметно снизить налоги плюс налоговая скидка на истощение природных ресурсов вроде той, что получают за свои нефтяные и газовые месторождения компании Exxon и Atlantic Richfield. Трудно даже представить, чтобы кто-то с гравийным карьером обанкротился. Итак, если у вас нет собственного карьера, то лучшее, что остается делать, это покупать акции производителей

конгломерата вроде Vulcan Materials, Calmat, Boston Sand & Gravel, Dravo и Florida Rock. При продаже частей бизнеса крупные компании вроде Martin-Marietta, General Dynamics и Ashland непременно оставляют себе гравийные карьеры.

Я постоянно высматриваю нишевые компании. Наличие ниши — обязательный атрибут идеальной компании. Первой компанией, купленной Уорреном Баффеттом, была Нью-Бедфордская текстильная фабрика в штате Массачусетс, которая, как вскоре стало понятно, представляла совсем не нишевый бизнес. Потерпев неудачу в текстильной отрасли, он переключился на нишевые компании, которые принесли его акционерам миллионы. Баффетт одним из первых обратил внимание на стоимость газетных и телевизионных компаний, господствовавших на рынке, и начал с газеты Washington Post. Руководствуясь теми же соображениями, я приобрел максимально возможное количество акций Affiliated Publications, владельца местной газеты Boston Globe. Разве может проиграть Globe, которой принадлежит 90% дохода от печатной рекламы в Бостоне?

Если Globe имеет одну рыночную нишу, то у Times Mirror Company их несколько: Los Angeles Times, Newsday, Hartford Courant и Baltimore Sun. Компании Gannett принадлежит 90 ежедневных газет, большинство из которых являются единственными крупными ежедневными изданиями в административных центрах округов. Инвесторы, которые в начале 1970-х гг. осознали преимущества эксклюзивных лицензий на газетный и кабельный бизнес, получили набор десятикратников, когда акции кабельных компаний и средств массовой информации стали популярными на Уолл-стрит.

Любой работавший в Washington Post журналист, рекламный агент или редактор мог обратить внимание на рост прибыли и осознать стоимость ниши. Газетный бизнес очень перспективен по целому ряду причин.

Фармацевтические и химические компании также имеют ниши — продукты, которые, кроме них, никто не имеет права производить. SmithKline потратила не один год, чтобы получить патент на тагамет. Как только она стала его обладателем, угроза со стороны конкурентов, вкладывающих в исследования миллиарды долларов, исчезла. Им пришлось разрабатывать новое лекарство, доказывать его непохожесть на другие лекарства и три года испытывать его в клинических условиях, чтобы получить разрешение государства на его продажу. Кроме того, нужно еще доказать, что новое лекарство не убивает крыс, хотя похоже, что от большинства из них крысы все жедохнут. Как минимум, их здоровье ухудшается. Только представьте, однажды я заработал на крысах деньги, вложив в акции лаборатории по их разведению Charles River Breeding Labs. Такой бизнес многим не по душе.

Нишевыми продуктами химических компаний являются пестициды и гербициды. Получить разрешение на производство ядохимиката ничуть не легче, чем на лекарство. Пестицид или гербицид, запатентованный и одобренный федеральным правительством, превращается в станок для печатания денег. У Monsanto их сегодня несколько.

Торговые марки вроде Robitussin, Tylenol, Coca-Cola и Marlboro почти так же хороши, как и нишевые товары. Доверие публики к безалкогольному напитку или лекарству от кашля покупается огромной ценой. На это уходят долгие годы.

## **10. Продукт, который покупают постоянно**

С моей точки зрения, лучше вкладывать средства в компании, производящие лекарства, безалкогольные напитки, бритвенные лезвия и сигареты, а не в производителей игрушек. Конечно, и в этой отрасли кто-нибудь может создать замечательную куклу — мечту любого ребенка. Но ребенку нужно не более одной куклы. Через восемь месяцев этот товар снимут с продажи, чтобы предложить новую куклу-мечту, созданную другим производителем.

Зачем испытывать судьбу на неустойчивом рынке, если вокруг полно стабильных компаний?

## **11. Пользователь технологии**

Вместо инвестиций в компьютерные компании, которые борются за выживание в бесконечной ценовой войне, почему бы не вложить деньги в компанию, которой ценовая война на руку, например Automatic Data Processing? По мере снижения цен на компьютеры сокращаются затраты Automatic Data и растет ее прибыль. Или вместо компании, производящей автоматические сканеры, почему бы не инвестировать в супермаркеты, устанавливающие эти сканеры? Если один сканер снизит затраты супермаркета всего на 3%, то прибыль владельца сети супермаркетов может вырасти в два раза.



## 12. Акции покупают инсайдеры

Нет лучшего свидетельства перспективности акций, чем деньги, которые в них вкладывают работники компании. Инсайдеры в целом — чистые продавцы: на одну купленную акцию они продают 2,3 акции. После падения Dow Jones на 1000 пунктов в период с августа по октябрь 1987 г. обнадеживало лишь то, что на одну проданную инсайдерами акцию приходилось четыре купленных. Хоть они не утратили веру.

Когда инсайдеры активно скупают акции, можно как минимум не опасаться, что компания в ближайшие шесть месяцев обанкротится. Бьюсь об заклад, что за всю историю среди компаний, в которые вкладываются деньги инсайдеров, не было и трех быстро обанкротившихся.

В долгосрочной перспективе инвестиции инсайдеров дают еще одно преимущество. Руководители, которые держат акции своей компании, заботятся о выгоде акционеров, а те, которые просто получают заработную плату, — о своей собственной. Чем крупнее компания, тем выше оплата труда руководства. Это толкает менеджеров на расширение бизнеса любой ценой, нередко в ущерб акционерам. Такое происходит реже в тех компаниях, где руководители имеют большие пакеты акций.

Неплохо, если генеральный директор или президент компании с зарплатой в миллионы долларов покупает несколько тысяч акций своего предприятия, однако лучше, когда рядовые работники увеличивают участие в капитале компании. Если вы видите, что работник с годовым окладом 45 000 долл. покупает акции на 10 000 долл., можно не сомневаться — это вотум доверия. Вот почему для меня предпочтительнее семь вице-президентов, приобретающих по 1000 акций, а не президент, купивший 5000 акций.

Если акции падают после того, как их купят инсайдеры, и у вас появляется шанс купить их дешевле, это еще лучше.

Покупки инсайдеров отследить несложно. Каждый раз, когда руководитель покупает или продает акции, он обязан представить отчет по форме 4 в SEC. Эта информация публикуется в информационных бюллетенях, например Vicker's Weekly Insider Report и The Insiders, а также в таких изданиях, как Barron's, The Wall Street Journal и Investor's Daily. Во многих местных деловых газетах есть сведения об операциях инсайдеров. Соответствующая колонка есть, например, в Boston Business Journal. Информацию можно получить у брокера или в местной библиотеке, если она выписывает информационные бюллетени. Агентство Value Line публикует сводные таблицы операций инсайдеров.

(Продажа акций инсайдерами обычно ничего не значит, и реагировать на нее глупо. Если акции выросли с 3 до 12 долл., а девять руководителей начинают их продавать, то я бы насторожился, особенно когда речь идет о значительной доле пакетов. Но в большинстве случаев продажи инсайдеров не являются прямым свидетельством трудностей в компании. Есть масса причин, по которым инсайдерам приходится продавать акции. Деньги могут потребоваться для оплаты обучения детей, покупки нового дома, погашения долга или диверсификации портфеля. Но для покупки у инсайдеров есть только одна причина: они считают, что стоимость акций занижена и в конечном итоге вырастет.)

## 13. Выкуп акций

Самый простой и лучший способ вознаграждения инвесторов — выкуп компанией собственных акций. Если компания уверена в будущем, почему бы ей не вложить деньги в себя, как это делают акционеры? Объявление о массовом выкупе акций 20 октября 1987 г. после краха остановило бы падение и стабилизировало бы обстановку на пике паники. В долгосрочной перспективе такие выкупы непременно приносят инвесторам прибыль.

Выкуп приводит к сокращению количества акций в обращении. Это чудесным образом отражается на величине прибыли на акцию и в конечном итоге на цене акции. У компании, выкупившей половину своих акций, при неизменной прибыли величина прибыли на акцию удваивается. Мало кому удастся достичь такого результата путем снижения затрат или увеличения объемов продаж.

Еххон выкупает свои акции потому, что это дешевле бурения нефтяных скважин. Поиск нового месторождения нефти может обойтись в 6 долл. на баррель, и если каждая из акций представляет 3 долл. на баррель нефтяных запасов, то их изъятие из обращения

эквивалентно открытию месторождения на Нью-Йоркской фондовой бирже всего за 3 долл. на баррель.

Еще не так давно о таком разумном шаге не было и речи. Одной из первой компаний, решившихся на выкуп акций еще в 1960-х гг., была International Dairy Queen, но ее примеру последовали немногие. Славная фирма Crown, Cork, and Seal выкупает понемногу свои акции на протяжении последних двадцати лет. Она не выплачивает дивидендов и не занимается поглощениями, однако вывод акций из обращения дает отличный эффект. Если так будет продолжаться и дальше, то однажды у нее может остаться всего 1000 акций, каждая стоимостью 10 млн долл.

Председатель правления Teledyne Генри Синглтон периодически делает предложения по выкупу акций по гораздо более высокой цене, чем их предлагают на фондовой бирже. Когда акции Teledyne продавались по 5 долл., он мог заплатить 7 долл., когда они стоили 10 долл., то — 14 долл. и т.д. С самого начала он давал акционерам возможность продать акции с хорошей премией. Столь наглядная демонстрация уверенности в себе намного убедительнее, чем данные годового отчета.

Обычные альтернативы выкупу акций: 1) повышение дивидендов; 2) разработка новых продуктов; 3) освоение новых видов деятельности и 4) поглощения. Gillette испробовала все четыре с упором на последние три. Относительный размер необычайно прибыльного производства бритвенных приборов этой компании постепенно сокращался в результате поглощения менее доходных видов бизнеса. Если бы компания регулярно занималась выкупом и повышала дивиденды вместо того, чтобы отвлекать капитал на производство косметики, туалетных принадлежностей, шариковых ручек, зажигалок, блендеров, офисных товаров, зубных щеток, средств по уходу за волосами, электронных часов и прочего, то ее акции могли бы стоить более 100 долл., а не 35 долл. как сегодня. Дела Gillette пошли на лад после того, как она стала избавляться от убыточных направлений деятельности и сконцентрировала усилия на основном бритвенном бизнесе, где у нее доминирующее положение на рынке.

Действием обратным выкупу акций является выпуск новых акций, или разводнение капитала. International Harvester, ныне Navistar, продала миллионы дополнительных акций, чтобы получить деньги для выхода из кризиса в сфере производства сельскохозяйственного оборудования (см. график). Chrysler, если помните, поступила наоборот: по мере оздоровления бизнеса она выкупала акции и warrants (см. график). Navistar восстановила свою прибыльность, однако из-за чрезмерного разводнения капитала воздействие получаемой прибыли на цену акций минимально, а акционеры мало что получили от оздоровления компании.

## САМАЯ ВЫДАЮЩАЯСЯ КОМПАНИЯ

Если бы меня попросили назвать чудо-компанию, в которой сочетаются все худшие черты Waste Management, Pep Boys, Safety-Kleen, гравийных карьеров и производителей бутылочных пробок, это была бы Cajun Cleansers. Она занимается скучнейшим бизнесом — удалением с мебели, редких книг и ткани пятен плесени, которая появляется при повышенной влажности. Cajun Cleansers недавно отделилась от Louisiana BayouFeedback.

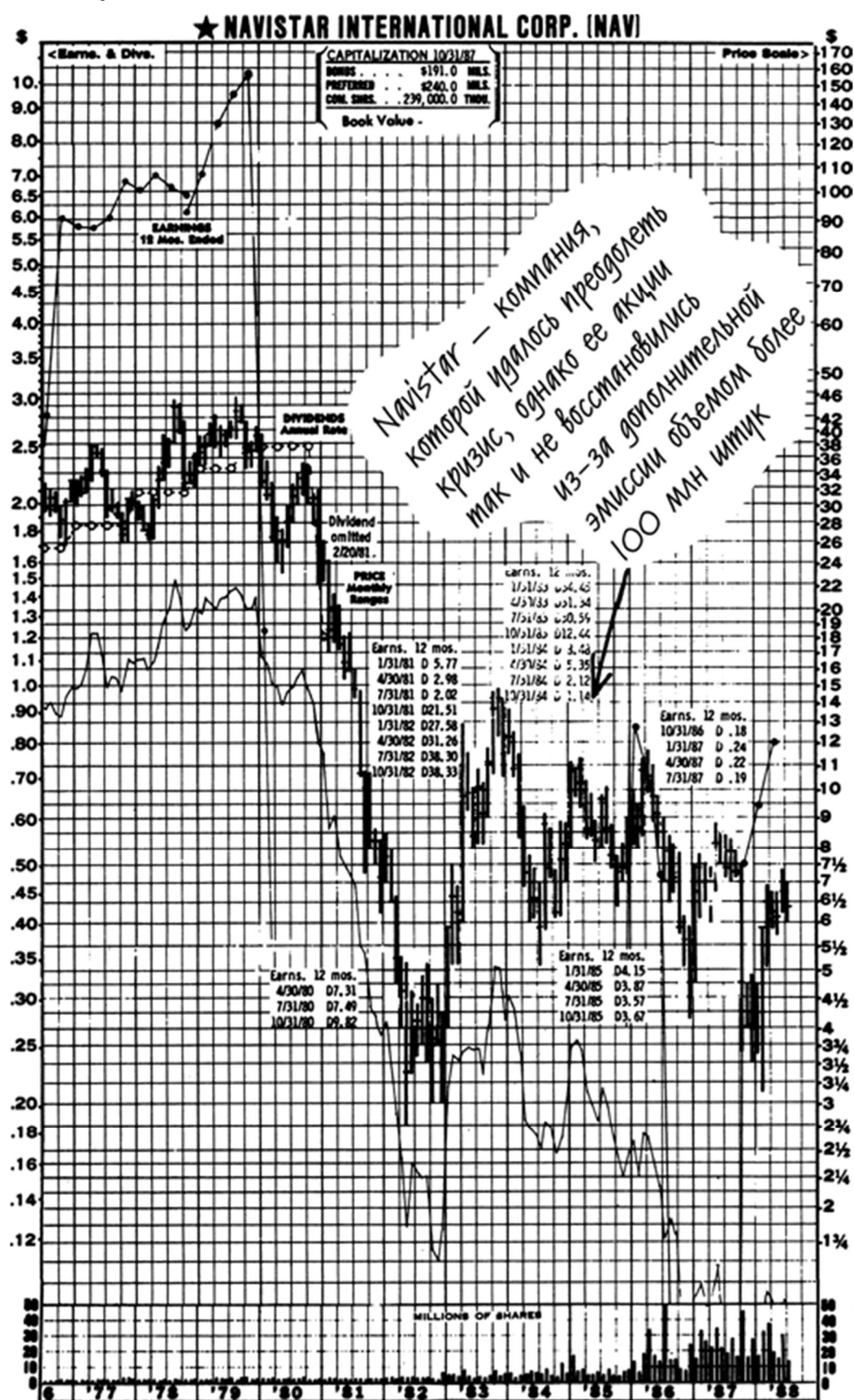
Поскольку головной офис компании расположен в болотистой части Луизианы, добраться до него можно на самолете с двумя пересадками, а затем из аэропорта на пикапе. В Cajun Cleansers не бывал ни один аналитик из Нью-Йорка или Бостона, а институциональные инвесторы не купили ни одной ее акции.

Попробуйте упомянуть о ней на приеме с коктейлем, и вы моментально лишитесь собеседников. Ее нелепое название отпугивает всех, кто слышит его.

Тем не менее компания очень популярна в болотистых и глухих районах, где ее услуги пользуются невероятным успехом. Размах операций Cajun Cleansers должен вырасти еще больше в связи с получением патента на гель для удаления всех видов пятен с одежды, мебели, ковров, кафеля и даже алюминиевого сайдинга. Патент открывает нишу, о которой Cajun давно мечтала.

Кроме этого, компания собирается предложить пожизненное страховое обслуживание миллионам американцев, которые готовы заплатить авансом за гарантированное удаление любых загрязнений и пятен в будущем.

О Сајун с ее патентом вы не найдете упоминания ни в одном популярном журнале, за исключением, может быть, тех, которые верят, что Элвис все еще жив<sup>8</sup>. Семь лет назад при первоначальном публичном размещении акций Сајун цена открытия составила 8 долл. и очень быстро поднялась до 10 долл. Именно по такому курсу директора компании покупали акции.





Я услышал о Cajun от дальнего родственника, который клялся, что только она способна избавить от пятен плесени кожаные пиджаки, долгое время провисевшие в сыром шкафу. Поверхностное исследование показало, что последние четыре года темп роста прибыли Cajun составлял 20%, у нее не было ни одного неудачного квартала, в балансе отсутствуют заемные средства, а во время последней рецессии дела компании шли хорошо. На месте же выяснилось, что производством геля может управлять даже ребенок.

За день до того, как я решил купить акции Cajun Cleansers, знаменитый экономист Генри Кауфман предрек рост процентных ставок, а глава Федеральной резервной системы во время игры в боулинг поскользнулся и повредил спину. Такое стечение обстоятельств вызвало падение фондового рынка, а вместе с ним и акций Cajun Cleansers на 15%. В итоге я купил ее акции по 7,50 долл. — на целых 2,50 долл. дешевле, чем директора компании.

Вот такая картина. Не судите строго. Дайте помечтать.

9

## Акции, которые я избегаю

Чего бы я не стал покупать, так это самых популярных акций в какой-нибудь популярной отрасли. Иными словами, широко разрекламированных акций, о которых говорят в транспорте и на которые инвестор нередко клюет под влиянием стадного инстинкта.

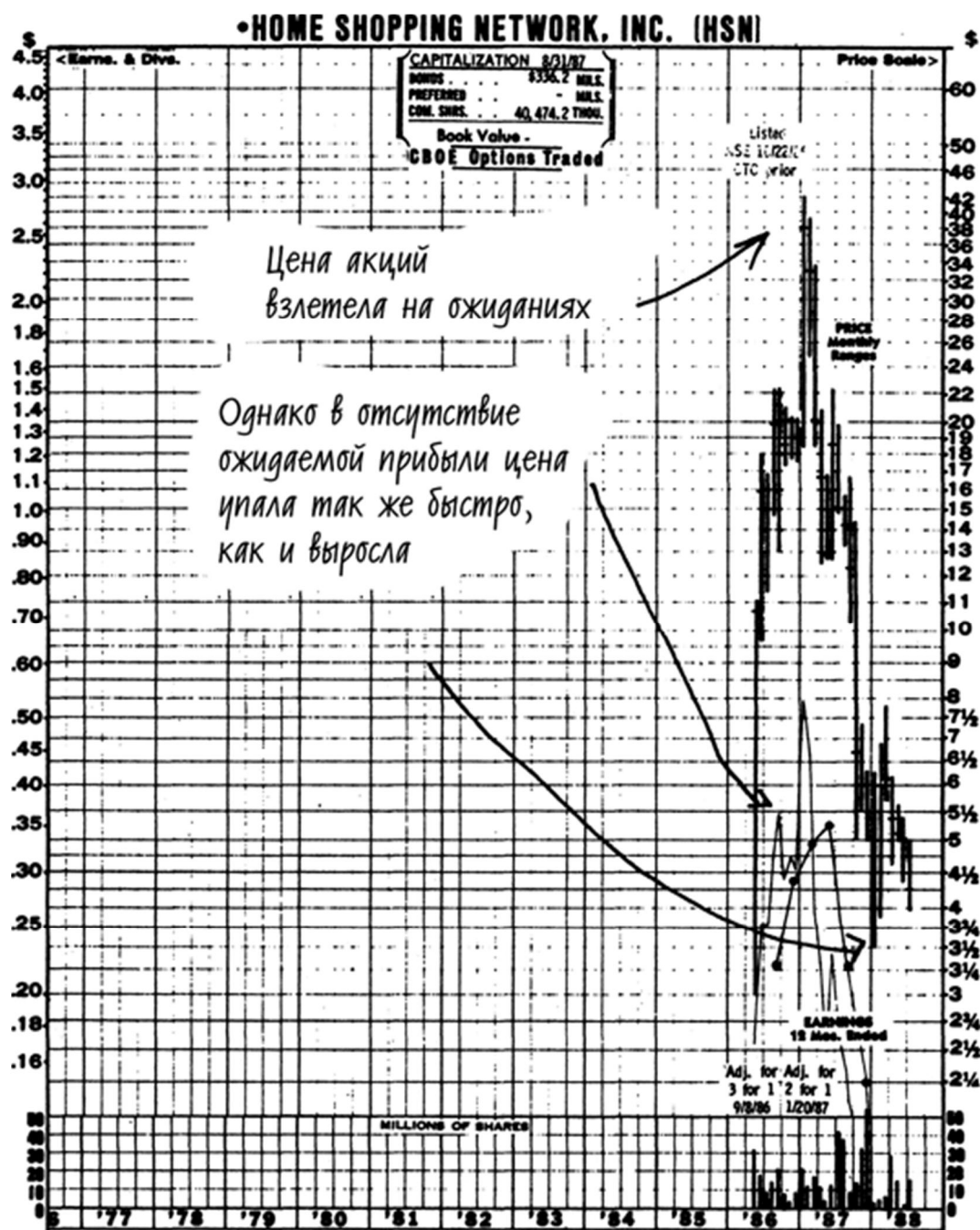
Популярные акции могут быстро расти без всякой связи с фундаментальными показателями, однако и падают они так же быстро, поскольку, кроме пустой надежды, за ними ничего нет. Если вы не знаете, когда надо сбрасывать такие акции (а то, что вы с ними связались, говорит именно об этом), ваша прибыль в мгновение ока превратится в убыток по той простой причине, что цены падают быстро и редко останавливаются на уровне цены покупки.

На графике Home Shopping Network хорошо видно, как быстро горячие акции из популярного сектора телемаркетинга, взлетевшие за 16 месяцев с 3 до 47 долл., возвращаются к исходному уровню в 3 1/2 долл. (с учетом дробления). Тем, кто расстался с ними по 47 долл.,

здорово повезло, чего не скажешь о тех, кому они достались на пике. Что стояло за ростом цены этих акций, прибыли и перспективы? Нет, его причиной были всего лишь ожидания.

Структура баланса компании стремительно ухудшалась (компания влезла в долги, чтобы купить телевизионные станции), возникли проблемы с телефонами, появились конкуренты. А потом, сколько циркониевых ожерелий может носить один человек?

Я уже приводил примеры популярных отраслей, взлет которых завершился падением. Мобильные дома, цифровые часы и организации страхового медицинского обеспечения были настолько популярными видами бизнеса, что большие ожидания затмевали реальные показатели. Когда аналитики предсказывают вечный рост на десятки процентов в год, отрасль непременно идет на спад.



Тот, кто живет на доходы от инвестиций в горячие акции из очередной популярной отрасли, рискует оказаться на социальном пособии.

Отрасль ковровых покрытий одно время пользовалась невероятной популярностью. Когда я был мальчишкой, каждая американская домохозяйка мечтала о ковровом покрытии от стены до стены. Сначала появилась новая технология ворсования, которая значительно сократила расход волокна, а потом автоматизировали ткацкое производство, в результате чего цены за ярд упали с 28 до 4 долл. Ковролин, как только он подешевел, стали использовать в школах, офисах, аэропортах и миллионах домов по всей стране.

Деревянный пол был когда-то дешевле ковровина, а теперь более дешевым стал ковролин, поэтому высшие слои общества переключились с ковровых покрытий на деревянные полы, а массовый потребитель — наоборот. Продажи ковровина выросли многократно, пять или шесть крупных производителей стали зарабатывать больше, чем могли потратить, а их бизнес расширялся с поразительной скоростью. Именно тогда аналитики стали говорить фондовым брокерам о том, что ковровиновый бум будет длиться вечно, брокеры поделились этим со своими клиентами, а те начали покупать акции производителей ковровина. Тем временем на рынке появилась еще пара сотен конкурентов, развернулась нешуточная борьба за покупателя, цены упали, а вместе с ними и прибыли.

Быстро растущие и популярные отрасли притягивают толпы жаждущих заняться прибыльным бизнесом. Предприниматели и венчурные капиталисты только и ждут момента, чтобы включиться в него. Если есть беспроектная идея, которую нельзя защитить ни патентом, ни нишей, то одновременно с первыми успехами появится масса подражателей. Подражание — бич коммерции.

Помните, что произошло с производителями дисководов? По словам экспертов, эта замечательная отрасль должна была расти на 52% в год — и они не ошиблись, так и

случилось. Однако прибылью в ней и не пахло из-за жесткой конкуренции между тридцатью или тридцатью пятью участниками.

Ну а обслуживание нефтедобывающего сектора? В проспекте эмиссии достаточно было написать слово «нефть», и акции покупали, даже если компания имела отношения к нефти не больше, чем магазин на автозаправочной станции.

В 1981 г. во время конференции по энергетике в Колорадо я присутствовал на банкете, гвоздем которого было выступление Тома Брауна, учредителя и генерального директора Tom Brown, Inc., популярной компании нефтедобывающего сектора, чьи акции продавались тогда по 50 долл. Он рассказал, как в ответ на хвастливое заявление своего знакомого о том, что тот занял короткую позицию в акциях Tom Brown (т.е. сделал ставку на их падение), заметил: «Тебе, дружище, должно быть, ненавистны деньги, раз ты сделал это. Гляди, не останься без штанов к Рождеству». Г-н Браун выставил своего знакомого дураком, однако через четыре года акции компании торговались уже по 1 долл. Тот знакомый г-на Брауна, думаю, был в восторге от заработанного состояния. Если кто и остался без штанов, так это постоянные акционеры, имевшие длинные позиции. Они избежали бы такой участи, если бы не клюнули на популярность акций из популярной отрасли или изучили бы их получше. Все, что стояло за Tom Brown, Inc., — это несколько непродуктивных скважин, сомнительные нефтеносные участки, внушительные долги и плохой баланс.

В 1960-х гг. не было более популярных акций, чем Xerox. Производство копировальной техники было процветающим бизнесом, а Xerox контролировала все его составляющие. Появился даже глагол «ксерокопировать», это говорило о несомненном успехе. Именно так считало большинство аналитиков. В 1972 г., когда акции стоили 170 долл., они прогнозировали их бесконечный рост. Но на рынке появились японские компании, а также IBM и Eastman Kodak. Вскоре уже двадцать фирм производили устройства для сухого копирования. Xerox упала духом, приобрела непрофильный бизнес, с которыми не справилась, и ее акции обесценились на 84%. Не лучше оказались и успехи некоторых конкурентов.

Более двадцати лет копировальная техника остается в почете и пользуется устойчивым спросом, однако это не приносит ее производителям успеха.

Сравним доходность акций Xerox и акций Phillip Morris, компании, которая торгует сигаретами и относится в США к отрасли отрицательного роста. За последние пятнадцать лет акции Xerox упали со 160 до 60 долл., а акции Phillip Morris выросли с 14 до 90 долл.. Прибыль Phillip Morris растет из года в год за счет расширения рынков сбыта за границей, повышения цен и сокращения затрат. Торговые марки компании — Marlboro, Virginia Slims, Benson & Hedges, Merit и др. — имеют свои ниши. Отрасли отрицательного роста не привлекают к себе толпы конкурентов.

## **ОСТЕРЕГАЙТЕСЬ «ВТОРЫХ»**

Не стал бы я покупать и акции компании, рекламирующей себя как вторую IBM, вторую McDonald's, вторую Disney и т.д. В моей практике тот, кто называл себя «вторым», никогда не был им на деле — ни на Бродвее, ни в списке бестселлеров, ни в Национальной баскетбольной ассоциации, ни на Уолл-стрит. Сколько раз объявляли о появлении второго Вилли Мейза<sup>9</sup> или второго «Моби Дика»? Конец всегда был один — новоявленную звезду бейсбола отчисляли из команды, а очередной эпохальный роман заканчивал жизнь на полке уцененной литературы. Такое случается и с акциями.

Когда акцию преподносят как «вторую», это нередко предвещает провал не только имитатора, но и оригинала, на который кивают. Когда появляются «вторые IBM», нетрудно сообразить, что сама IBM переживает не лучшие времена. Если сегодня среди компьютерных компаний не видно желающих стать IBM, значит, перспективы осажденного оригинала не так уж плохи.

Как только Circuit City Stores, бывшая Wards, добилась успехов в розничной торговле электроникой, возникла целая группа «вторых» (First Family, Good Guys, Highland Superstores, Crazy Eddie и Fretters), однако она каким-то образом избежала участи IBM. После 1984 г., когда Circuit City Stores стала торговаться на Нью-Йоркской фондовой бирже, ее акции выросли в четыре раза, а акции всех «вторых» упали на 56–96%.

«Вторая Toys "R" Us» — Child World — потерпела неудачу. Не лучше была судьба и Warehouse Club, «второй Price Club».

## **ИЗБЕГАЙТЕ ДИВЕРСИФИКАЦИЙ**

Прибыльные компании вместо выкупа акций или повышения дивидендов нередко тратят деньги на неразумные поглощения. Приверженец диверсификации выискивает такой товар, который, во-первых, переоценен, а во-вторых, полностью выходит за рамки его понимания. Это гарантирует максимальные убытки.

Раз в десятилетие компании кидаются то в безудержную диверсификацию (когда на привлекательные поглощения тратятся миллиарды), то в безудержную реструктуризацию (когда теперь уже малопривлекательные поглощенные фирмы продаются дешевле первоначальной стоимости). То же происходит с людьми и их парусными лодками.

Цепочку, в которой за поглощением следует разочарование, продажа, новое поглощение и новое разочарование, можно, пожалуй, рассматривать как канал трансфертных платежей со стороны акционеров крупной и богатой компании в пользу акционеров небольшой поглощаемой фирмы, поскольку в таких сделках большие компании нередко переплачивают. Причина этих непонятных мне сделок, возможно, в том, что поглощение любой ценой небольших фирм привлекает руководство компании больше, чем выкуп акций или простая выплата дивидендов, не требующая фантазии.

Психологам стоит присмотреться к этому явлению. Некоторые компании, как и отдельные люди, совершенно не переносят благополучие.

С точки зрения инвестора, диверсификация имеет лишь два положительных момента — получение в собственность акций поглощенной компании и реструктуризация, которая может привести к появлению кандидатов на оздоровление среди жертв диверсификации.

Примеров диверсификации так много, что даже не знаю, с чего начать. Вот, например, Mobil Oil, которая приобрела Marcor Inc. Одним из направлений деятельности Marcor был совершенно незнакомый Mobil Oil розничный бизнес, который висел на ее шее многие годы. Другой основной бизнес Marcor — Container Corporation — был продан по очень низкой цене. Еще больше миллионов Mobil выложила на поглощение переоцененной Superior Oil.

С 1980 г., когда цены на нефть достигли своего максимума, акции Mobil выросли на 10%, а акции Exxon удвоились. Exxon после пары неудачных приобретений — Reliance Electric и провалившегося венчурного бизнеса — отказалась от диверсификации и вернулась к своему основному делу. Избыток денежных средств она стала использовать для выкупа собственных акций. Акционеры Exxon получили гораздо больше, чем акционеры Mobil, хотя ее руководство и занялось оздоровлением компании. В 1988 г. оно продало Montgomery Ward.

Я уже говорил о безрассудных действиях Gillette. Она купила производителя домашних аптечек, занялась производством цифровых часов, а затем объявила о прекращении этих видов деятельности и списании всех затрат. На моей памяти это единственный случай, когда крупная компания объявила о выходе из убыточного бизнеса до того, как все поняли, что она вошла в него. После этого Gillette провела ряд реформ и скорректировала свою политику.

Компании General Mills принадлежали китайские и итальянские рестораны, гриль-рестораны, компания по производству игрушек Parker Brothers, производитель рубашек Izod, фирмы, торгующие монетами и почтовыми марками, туристические фирмы, розничная сеть швейной компании Eddie Bauer и обувная компания Footjoy. Большинство своих приобретений она сделала в 1960-х гг.

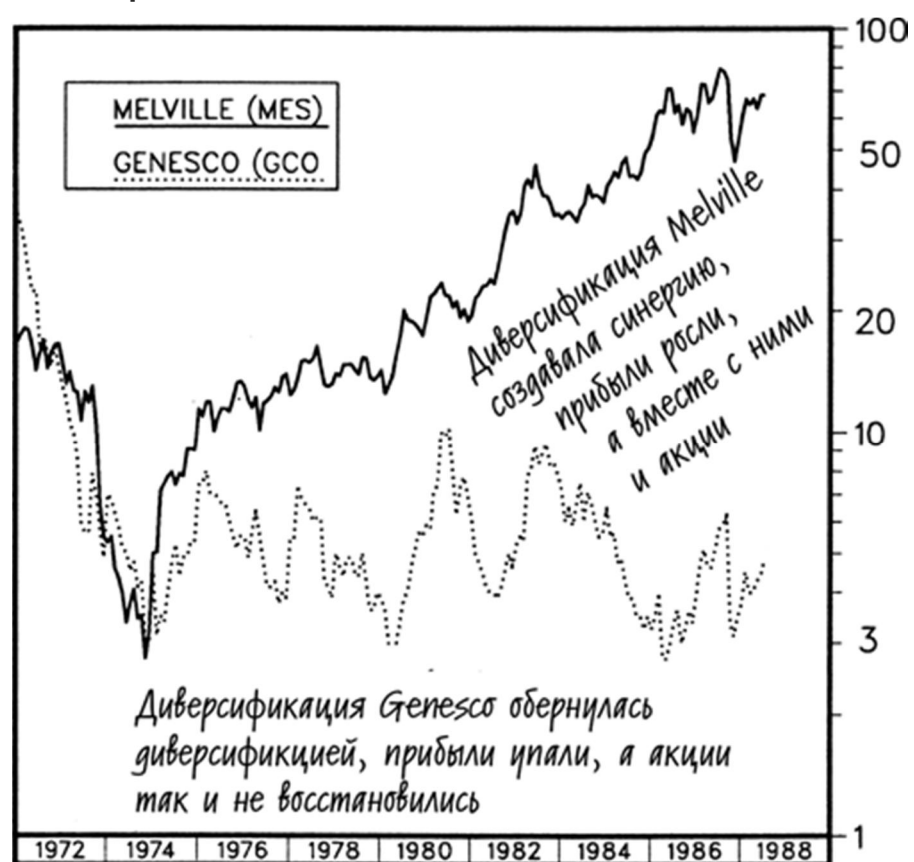
После диверсификации Римской империи, в результате которой она распространила свое влияние на всю Европу и Северную Африку, следующая волна пришла на 1960-е. Трудно найти хоть одну уважающую себя компанию, которая не расширила бы набор видов деятельности в эти годы, когда все верили, что «лучшие и умнейшие», справлявшиеся с одним бизнесом, справятся и с двумя.

Allied Chemical скупала все, кроме кухонных раковин, хотя не исключено, что среди ее приобретений все же был их производитель. За диверсификацию взялись было Times Mirror и Merck, однако вовремя спохватились и вернулись к своей основной деятельности — издательскому делу и фармацевтическому бизнесу.

U.S. Industries за один год совершила триста поглощений. Ей бы подошло название «одно-в-день». Beatrice Foods переключилась со съедобного на несъедобное и поглощала все, что под руку попадало.

Эра поглощений завершилась обвалом рынка в 1973–1974 гг., когда до Уолл-стрит наконец дошло, что «лучшие и умнейшие» попросту переоценили свои возможности и даже самые гениальные из них не сумели превратить всех купленных лягушек в принцесс.

Нельзя сказать, что поглощения вообще лишены смысла. Это очень хорошая стратегия в ситуации, когда основной бизнес находится в ужасном состоянии. Мы бы никогда не узнали об Уоррене Баффетте и его Berkshire Hathaway, если бы он остался в текстильной отрасли. То же относится и к семейству Тишей. Они начали с сети кинотеатров Loew's, на полученные доходы купили табачную компанию Lorillard, которая помогла поглотить страховую компанию CNA, ну а последняя принесла им крупный пакет акций CBS. Вся хитрость в том, чтобы правильно выбирать кандидатов на поглощение и затем успешно ими управлять.



Интересно сравнить две обувные компании — Melville и Genesco, из которых первая осуществила успешную диверсификацию, а вторая — диверсификацию (см. графики). Тридцать лет назад мужская обувь Melville за редкими исключениями продавалась в сети ее магазинов Thom McAn. Продажи выросли, когда компания стала арендовать обувные отделы в других универмагах, особенно в сети магазинов Kmart. Расширение Kmart, начавшееся в 1962 г., привело к взрывному росту прибыли Melville. Имея многолетний опыт дисконтной розничной торговли обувью, компания занялась поглощениями, но действовала не без оглядки: прежде чем осуществить следующее поглощение, она добивалась успеха в предыдущем. В 1969 г. ею была приобретена сеть дисконтных аптек CVS, в 1976 г. — сеть дисконтных магазинов одежды Marshall's и в 1981 г. — Kay Bee Toys. Параллельно Melville сокращала число своих обувных фабрик: если в 1965 г. их было двадцать две, то к 1982 г. осталась одна. Производитель обуви успешно трансформировался в диверсифицированную фирму розничной торговли.

Genesco, в отличие от Melville, была одержима поглощениями. После 1956 г. она поглотила универмаги Bonwit Teller, Henri Bendel, Tiffany и Kress, затем приобрела консалтинговую фирму по вопросам безопасности, продавца женских и мужских ювелирных украшений, магазины товаров для вязания, тканей и джинсовых изделий, а также множество других оптово-розничных предприятий. При этом Genesco не оставляла попыток остаться производителем обуви. За семнадцать лет, с 1956 по 1973 г., компания провела 150 поглощений. Эти приобретения значительно повысили совокупный объем продаж, но, хотя на бумаге Genesco укрупнялась, ее фундаментальные показатели только ухудшались.

Различия в стратегиях Melville и Genescov конечном счете сказались на размерах прибыли и доходности акций. В период медвежьего рынка 1973–1974 гг. акции обеих компаний упали. Однако прибыли Melville стабильно росли, ее акции поднялись и к 1987 г. превратились в тридцатикратник. Что касается Genesco, то после 1974 г. ее финансовое положение только ухудшалось, а акции так и не восстановились.

Почему Melville удалось достичь успеха, а Genesco нет? Ответ на вопрос тесно связан с понятием синергии. Синергия — это модное название теории «два-плюс-два-равно-пяти», по которой объединенные родственные компании имеют больший потенциал, чем сумма потенциалов отдельных компаний.

Так, теория синергии предполагает, что для Marriott, владеющей гостиницами и ресторанами, было бы логичным приобретение сети ресторанов Big Boy и компании, занимающейся организацией питания в тюрьмах и университетах. (Студенты подтвердят, что между тюремным и университетским питанием много синергии.) Но что может знать Marriott об автомобильных деталях и видеоиграх?

На практике поглощения иногда приводят к появлению синергии, а иногда нет. Gillette, ведущий производитель бритвенных лезвий, добилась синергии, когда приобрела Foamy,



производителя кремов для бритья. Однако этого не произошло с шампунями, лосьонами и другими туалетными принадлежностями, производство которых оказалось под контролем Gillette. А вот Berkshire Hathaway, компания Баффетта, чего только ни приобретала — от кондитерских и мебельных магазинов до газет, и каждый раз результат был замечательным. И это у компании, которая специализируется на поглощениях.

Если приспичило приобрести что-нибудь, лучше если это будет родственный бизнес, хотя в целом поглощения не вызывают у меня симпатии. Компании, имеющие избыток денежных средств и готовые переплатить за поглощение, склонны возлагать на целевые компании слишком большие надежды и плохо управлять ими. Вместо этого я бы предпочел увидеть энергичный выкуп акций, который является синергией в чистом виде.

## ОСТЕРЕГАЙТЕСЬ АКЦИЙ, РАСТУЩИХ НА СЛУХАХ

Мне постоянно звонят люди, которые рекомендуют серьезные компании для Magellan, а потом, понизив голос, добавляют: «А еще у меня есть замечательная компания лично для вас. Фонду она, наверное, неинтересна, но вам стоит к ней присмотреться. У нее потрясающие перспективы, и она может оказаться победителем».

Это рискованные акции, о которых ходят удивительные слухи. Они быстро разлетаются по округе, из них вы узнаете о компаниях, которые предлагают продукты переработки сока папайи в качестве средства от боли в спине (Smith Labs); лекарства из тропических растений от всех болезней; высокотехнологичные штучки; коровьи моноклональные антитела (Bioresponse); различные чудодейственные добавки и методы получения энергии, противоречащие законам физики. Нередко такие компании вот-вот должны решить ту или иную острую проблему национального масштаба: устранить дефицит нефти, положить конец наркомании и победить СПИД. Однако решения, которые они предлагают, либо надуманы, либо невероятно сложны.

Мне особенно нравится KMS Industries, которая, судя по годовым отчетам, в 1980–1982 гг. занималась «фотоэлементами на основе аморфного кремния», в 1984 г. переключилась на «видеомультимплекторы» и «оптические стержни», в 1985 г. перешла к «обработке материалов с использованием объемного химического взрыва», а в 1986 г. увлеклась «программой по инерциальному удержанию плазмы», «ударным сжатием с помощью лазера» и «визуальным иммунологическим анализом». За это время ее акции упали с 40 до 21/2 долл. Они не стали мелкими акциями ценой ниже 1 долл. лишь благодаря обратному дроблению в соотношении 8 : 1. А вот акции Smith Labs упали с максимума в 25 долл. до 1 долл.

Я посетил головной офис Bioresponse в Сан-Франциско после встречи с их представителем в Бостоне. На верхнем этаже здания в довольно захудалом квартале Сан-Франциско (что само по себе неплохо) в одном конце зала находилось руководство, а в другом — коровы. Пока я беседовал с президентом и бухгалтером, лаборанты в белых халатах забирали лимфу у животных. Эта процедура менее затратна, чем забор лимфы у мышей, с которыми обычно работают. Инсулина, полученного от двух коров, могло хватить на всю страну, а одного грамма коровьей лимфы достаточно для миллиона диагностических тестов.

За акциями Bioresponse следил целый ряд брокерских фирм, а Dean Witter, Montgomery Securities, Furman Selz и J.C. Bradford рекомендовали покупать их. Я купил акции Bioresponse при вторичном размещении в феврале 1983 г. по 91/4 долл. Они выросли до 16 долл., а сейчас практически ничего не стоят. К счастью, я успел продать их с небольшими потерями.

Акции, растущие на слухах, гипнотизируют людей, а рассказы о них обычно вызывают к эмоциям. Это как раз тот случай, когда шипение настолько завораживает, что отсутствия бифштекса не замечают. Для покрытия убытков от регулярного инвестирования в подобные акции нужна дополнительная работа. Хотя такие акции могут вырасти незадолго до падения, в долгосрочной перспективе они не принесли мне ничего, кроме убытков.

Вот несколько примеров: World of Wonder; Pizza Time Theater (владелец Чак Чиз купил ферму); One Potato, Two (символ акций SPUD); National Health Care (упала с 14 долл. до 50 центов); Alhambra Mines (им так и не удалось найти нормального рудника); MGF Oil (мелкие акции); American Surgery Centers (к чему им пациенты!); Asbetec Industries (сейчас торгуется по 1/2 долл.); American Solar King (можно найти на «розовых листках» с забытыми акциями); Televideo (пошла под откос); Priam (мне следовало бы держаться подальше от дисководов); Vector Graphics Microcomputers (мне следовало бы держаться подальше и от микрокомпьютеров); GD Ritzys (быстрое питание, но далеко не McDonald's); Integrated Circuits; Comdial Corp и Bowmar.

Общим для этих рискованных компаний, кроме того, что вы теряете на них деньги, является ореол перспективности, не имеющий под собой основы. Вот в чем суть акций, растущих на слухах.

Инвестор избавлен от необходимости контролировать прибыль таких компаний, поскольку ее, как правило, нет. Не возникает проблем и с анализом коэффициента P/E — его тоже нет. Зато недостатка в микроскопах, докторских степенях, больших надеждах и деньгах от продажи акций не наблюдается.

Я постоянно говорю себе (но, видимо, не всегда слышу), что компания с феноменальными перспективами не может потерять инвестиционную привлекательность через год или два. Почему бы не отложить покупку ее акций до тех пор, пока она не заработает репутацию, не начнет показывать прибыль? Акции зарекомендовавшей себя компании вполне могут стать десятикратником. В случае сомнений покупку лучше отложить.

Нередко вокруг многообещающих, но рискованных компаний поднимается ажиотаж, и люди начинают скупать акции при первоначальном публичном размещении (IPO) из боязни опоздать. Это редко приносит успех, хотя известны случаи, когда первые покупатели получали фантастическую прибыль всего за один день. Например, 4 октября 1980 г. при публичном размещении акций Genentech первоначальная цена составляла 35 долл., днем акции достигли максимума в 89 долл., а потом понизились до 7 1/4 долл. Magellan получил совсем небольшой пакет этих акций (купить акции по цене первоначального предложения удается не всегда). Мне больше повезло с акциями Apple Computer, которые я продал в первый же день с прибылью 20%, поскольку имел возможность купить их столько, сколько хотел. Дело в том, что за день до публичного размещения власти штата Массачусетс приняли решение о продаже акций Apple только опытным покупателям, поскольку для широкой публики они слишком рискованны. В следующий раз я купил акции Apple уже после того, как она обанкротилась и превратилась в компанию, выходящую из кризиса.

Покупка акций новоиспеченной публичной компании сопряжена с большим риском, потому что о ней слишком мало информации. Хотя в моем портфеле были компании, которые показывали хорошие результаты продолжительное время (например, Federal Express, которая стала двадцатипятикратником), в долгосрочной перспективе успехи трех из четырех компаний оставляют желать лучшего.

Намного результативнее IPO отделившихся компаний и компаний, имеющих хорошую историю. В их числе Toys «R» Us, Rent-A-Car и Safety-Kleen. Они уже были известными, что позволяло исследовать их так же, как Ford или Coca-Cola.

## **ОСТЕРЕГАЙТЕСЬ КОМПАНИЙ, ЗАВИСИМЫХ ОТ КРУПНЫХ КЛИЕНТОВ**

Компания, которая продает 25–50% своей продукции единственному покупателю, находится в неустойчивом положении. SCI Systems (не путайте с похоронной компанией) имеет хорошее управление и является основным поставщиком компьютерных компонентов для IBM. Однако никто не гарантирует, что однажды IBM не начнет производить эти компоненты самостоятельно, не откажется от них за ненадобностью или не расторгнет контракт с SCI. Если потеря одного покупателя грозит поставщику катастрофой, я бы поостерегся инвестировать в его акции. Производители дисководов вроде Tandon всегда стояли на грани краха, потому что слишком зависели от небольшого числа клиентов.

Даже если не брать в расчет угрозы расторжения контракта, у крупного клиента достаточно рычагов, позволяющих добиваться снижения цен и других уступок, которые сокращают прибыль поставщика. При таких условиях вероятность успешных инвестиций невысока.

## **ОСТЕРЕГАЙТЕСЬ БРОСКИХ НАЗВАНИЙ**

Как жаль, что Хегох не взяла себе название вроде David's Dry Copies, которое заставило бы больше народу относиться к ней с недоверием. Скучное название у хорошей компании отталкивает покупателей, а яркое название у посредственной компании притягивает инвесторов, поскольку дает ложное ощущение надежности. Люди влюбляются в названия, где есть слова передовой, ведущий или микро, что-нибудь загадочное, интригующий акроним, наконец. UAL сменила название на Allegis в надежде привлечь внимание людей современных с претензией на стиль. Хорошо, что Crown, Cork, and Seal сохранила свое название без

изменений. Если бы она прислушалась к консультантам по корпоративному имиджу и стала называться CroCorSea, то с самого начала ей был бы гарантирован большой интерес со стороны институциональных инвесторов.

10

## Прибыль, прибыль, и еще раз прибыль

Допустим, вас заинтересовала компания Sensormatic, которая разработала систему предотвращения магазинных краж. Ее акции выросли с 2 до 42 долл. в 1979–1983 гг. Брокер характеризует Sensormatic как небольшую и быстро растущую компанию. Или другой вариант: ваш портфель включает акции двух умеренно растущих и трех циклических компаний. Есть ли гарантия, что Sensormatic или те акции, которые у вас уже есть, будут расти? А если покупать, то какую цену считать обоснованной?

По существу, это вопросы о том, что создает стоимость компании и почему ее стоимость завтра будет выше, чем сегодня. На этот счет есть множество мнений, но лично я всегда свожу ответ к прибыли и активам. К прибыли в особенности. Порой на то, чтобы цена акций пришла в соответствие со стоимостью компании, нужны годы, а периоды спада длятся так долго, что инвесторы начинают сомневаться в возможности этого. Тем не менее стоимость компании неизменно побеждает, по крайней мере свидетельств достаточно, чтобы верить в это.

Анализ акций на основе прибыли и активов ничем не отличается от оценки местной прачечной самообслуживания, аптеки или многоквартирного дома, который вы собираетесь купить. Не следует забывать, что акция — не лотерейный билет. Это доля собственности в компании.

На прибыль и активы можно взглянуть и по-другому. Если вы компания, то ваши прибыль и активы будут определять, сколько инвестор предложит за долю в бизнесе. Оценка самого себя наподобие General Motors очень поучительна и помогает понять содержание этого этапа исследования.

К активам следует отнести ваше недвижимое имущество, автомобили, мебель, одежду, ковры, лодки, инструменты, ювелирные украшения, клюшки для гольфа и все, что можно продать, если вы решите ликвидировать себя или прекратить деятельность. Разумеется, вам придется вычестить все непогашенные ипотечные кредиты, автокредиты и прочие займы, полученные от банков, родственников или соседей, неоплаченные счета, долговые расписки, карточные долги и т.п. Полученный остаток и будет балансовой или экономической стоимостью ваших материальных активов. (Если результат отрицательный, то вы — потенциальный банкрот.)

До тех пор, пока вас не ликвидируют и не продадут кредиторам, ваша стоимость определяется способностью зарабатывать прибыль. За свою трудовую жизнь вы можете заработать тысячи, сотни тысяч и даже миллионы долларов — в зависимости от размера заработной платы и трудоспособности. Совокупные результаты могут, однако, сильно варьировать.

Теперь самое время определиться с принадлежностью к той или иной категории компаний, которые были описаны ранее. Это неплохое развлечение в кругу друзей.

Те, у кого стабильная работа с невысокой зарплатой и скромными перспективами, являются эквивалентом медленно растущих компаний, например электроэнергетических вроде American Electric Power. Библиотекари, учителя и полицейские относятся к категории медленно растущих.

Те, кто получает хорошие зарплаты и имеет предсказуемые прибавки, например менеджеры среднего звена, являются эквивалентом умеренно растущих компаний типа Coca-Cola и Ralston Purina.

Фермеры, работники гостиниц и сезонные работники на курортах, игроки в хай-алай и владельцы летних лагерей, которые зарабатывают деньги в сезон, а затем пытаются растянуть их на период длительного безденежья, являются эквивалентом циклических компаний. В эту категорию могут входить также писатели и актеры, однако возможность резкого повышения доходов делает их кандидатами на переход в категорию быстро растущих компаний.

Бездельники, бенефициары трастовых фондов, землевладельцы, кутилы и прочие, живущие за счет семейного состояния и не слишком утруждающие себя люди, являются игроками на активах, аналогичных золотодобывающим и железнодорожным компаниям. Главная их

проблема в том, что останется от активов после погашения долгов и расчета с кредиторами извинных магазинов и турфирм.

Беспризорники, бродяги, нищие, банкроты, уволенные работники и безработные в целом являются кандидатами на выход из кризиса, пока у них остается хоть капелька энергии и предприимчивости.

Актеры, изобретатели, застройщики, мелкие предприниматели, спортсмены, музыканты и преступники потенциально — эквиваленты быстро растущих компаний. В этой группе риск потерпеть неудачу намного выше, чем в группе умеренно растущих, но уж если случается успех, то доход мгновенно возрастает в десять, двадцать и даже сто раз, что превращает человека в эквивалент Taco Bells или Stop & Shop.

Покупая акции быстро растущей компании, вы фактически ставите на вероятность значительного роста ее прибыли в будущем. Что лучше: вложить деньги в молодую Dunkin' Donuts в лице Харрисона Форда или в Coca-Cola в лице корпоративного адвоката? Пока Харрисон Форд работает плотником в Лос-Анджелесе, разумнее выглядят вложения в представителя Coca-Cola, но стоит г-ну Форду сняться в культовом фильме «Звездные войны», как его доход становится совсем иным.

Вряд ли доход адвоката подскочит в десять раз, если только он не выиграет крупный бракоразводный процесс, зато парень, который занимается очисткой небольших судов от ракушек и пишет романы, может стать следующим Хемингуэем. (Читайте книги, прежде чем инвестировать!) Вот почему инвесторы выискивают перспективные быстро растущие компании и ставят на рост их акций, даже при отсутствии прибыли в текущий момент или незначительности величины прибыли на акцию по сравнению с ее ценой.

Значимость прибыли демонстрирует любой график, где помимо кривой изменения цены акций есть кривая прибыли. Книжки графиков имеются в любой брокерской фирме, и просматривать их очень полезно. Движение двух кривых всегда согласованно, даже если кривая цен акций отклоняется от кривой прибыли, то раньше или позже возвращается к ней.

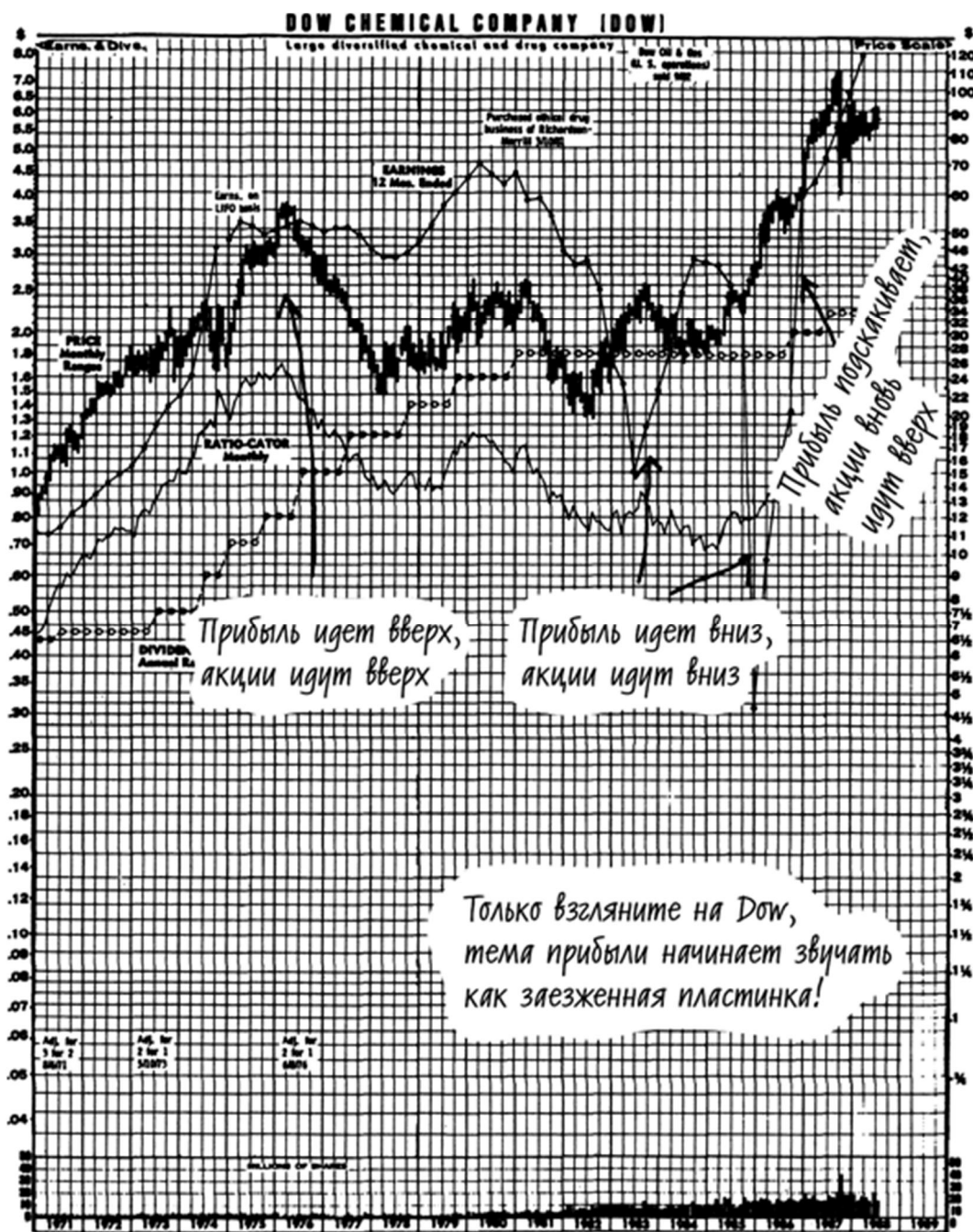
Одни пытаются выяснить, в чем именно причина успеха японцев и корейцев, но судьба акций в конечном счете определяется прибылью. Другие ориентируются на часовые колебания рынка, но в долгосрочной перспективе определяющим фактором все равно является прибыль. Есть, конечно, исключения, но если вы присмотритесь к графикам принадлежащих вам акций, то ясно увидите зависимость, о которой я говорю.

В последние десять лет были спады и инфляции, цены на нефть то росли, то падали, и все это время цены на акции изменялись вслед за прибылью. Взгляните на график Dow Chemical. Растет прибыль — растут и акции. Так было с 1971 по 1975 г. и затем с 1985 по 1988 г. В промежутке между 1975 и 1985 гг. прибыль была неустойчивой и цены на акции тоже.

Как видно на графике, акции Avon с 1958 по 1972 г. выросли с 3 до 140 долл., пока прибыль компании шла вверх. Чрезмерный оптимизм привел к тому, что цена акций стала расти быстрее прибыли. Но в 1973 г. чудеса закончились. Акции рухнули, потому что рухнула прибыль, и такой исход можно было предвидеть. За десять месяцев до обвала статья, анонсированная на обложке журнала Forbes, предупредила об этом.

Или взять Masco Corporation, которая изобрела шаровой кран и тридцать лет кряду наслаждалась ростом прибыли в военное и мирное время, в периоды спадов и инфляции. С 1957 по 1987 г. ее прибыль выросла в 800 раз, а акции — в 1300. Это, пожалуй, лучшие акции за всю историю капитализма. А что еще ожидать от компании, имевшей первоначально удивительно нелепое название Masco Screw Products? Ничто не могло ее остановить, пока прибыль росла.

Посмотрите на график Shoney's, сети ресторанов, которая демонстрировала рост прибыли 116 кварталов подряд (29 лет), — немногие компании могут похвастаться таким достижением. Как и следовало ожидать, цена акций стабильно росла. Видно, что несколько раз цена акций опережает прибыль, но быстро возвращается.



Та же картина и у еще одной успешной быстро растущей компании — Marriott. А вот компания The Limited. В конце 1970-х ее прибыль упала, а вместе с ней и акции. Затем прибыль резко пошла вверх, и акции тоже. Но стоило акциям оторваться от прибыли, это случилось в 1983 и 1987 гг., как наступал краткосрочный обвал. То же происходило с бесчисленными компаниями во время обвала в октябре 1987 г.

## КОЭФФИЦИЕНТ P/E

В любом серьезном анализе прибыли фигурирует отношение цены акции к прибыли, известное также как коэффициент или мультипликатор P/E. Этот коэффициент численно характеризует взаимосвязь между ценой акции и прибылью компании. Значения коэффициента P/E для всех акций публикуются ежедневно в большинстве крупных газет. В газете The Wall Street Journal они, например, выглядят так.

| THE WALL STREET JOURNAL TUESDAY, SEPTEMBER 13, 1988 |                                |               |      |     |       |      |                                |                                |       |                               |
|---|--------------------------------|---------------|------|-----|-------|------|--------------------------------|--------------------------------|-------|-------------------------------|
| 52 Weeks  |                                | Yld P-E Sales |      |     |       |      | Net                            |                                |       |                               |
| High  | Low                            | Stock         | Div. | %   | Ratio | 100s | High                           | Low                            | Close | Chg.                          |
| 43 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>                      | 21 <sup>5</sup> / <sub>8</sub> | Kmart         | 1,32 | 3,8 | 10    | 4696 | 35 <sup>1</sup> / <sub>8</sub> | 34 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> | 35    | + <sup>3</sup> / <sub>8</sub> |

Коэффициент P/E, как и кривая прибыли, помогает понять, переоценены или недооценены акции относительно потенциальной прибыли компании.

(Иногда в газете можно увидеть необычно высокий коэффициент P/E. Это нередко объясняется тем, что компания отнесла долгосрочные убытки на краткосрочную прибыль. Если коэффициент P/E выглядит необычно, спросите о причине своего брокера.)

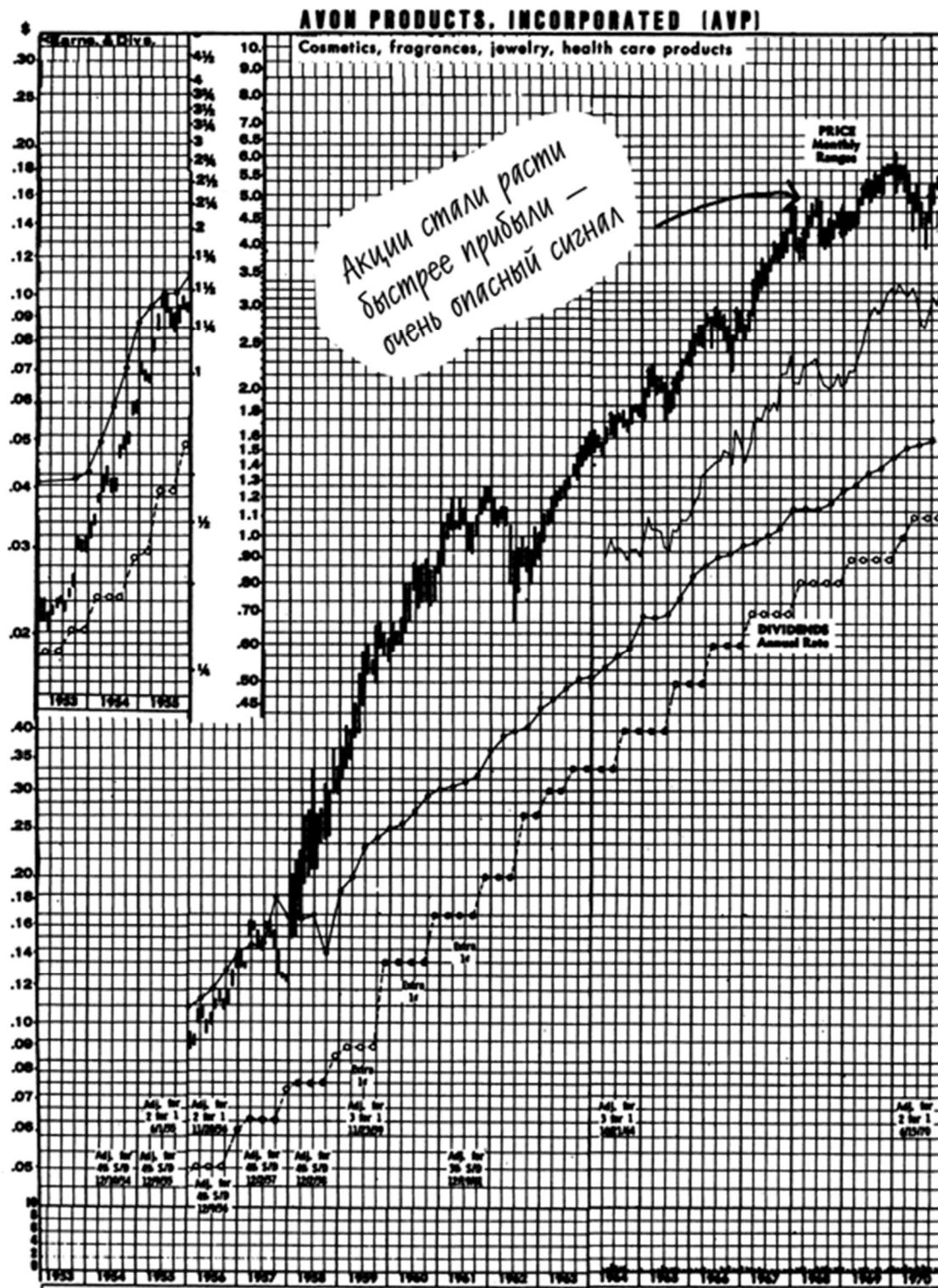
Например, я вижу в The Wall Street Journal, что у Kmart коэффициент P/E равен 10. Это результат деления текущей цены акций (35 долл.) на прибыль компании за последние двенадцать месяцев, или финансовый год (в данном случае 3,50 долл. на акцию): 35 долл. : 3,50 долл. = 10.

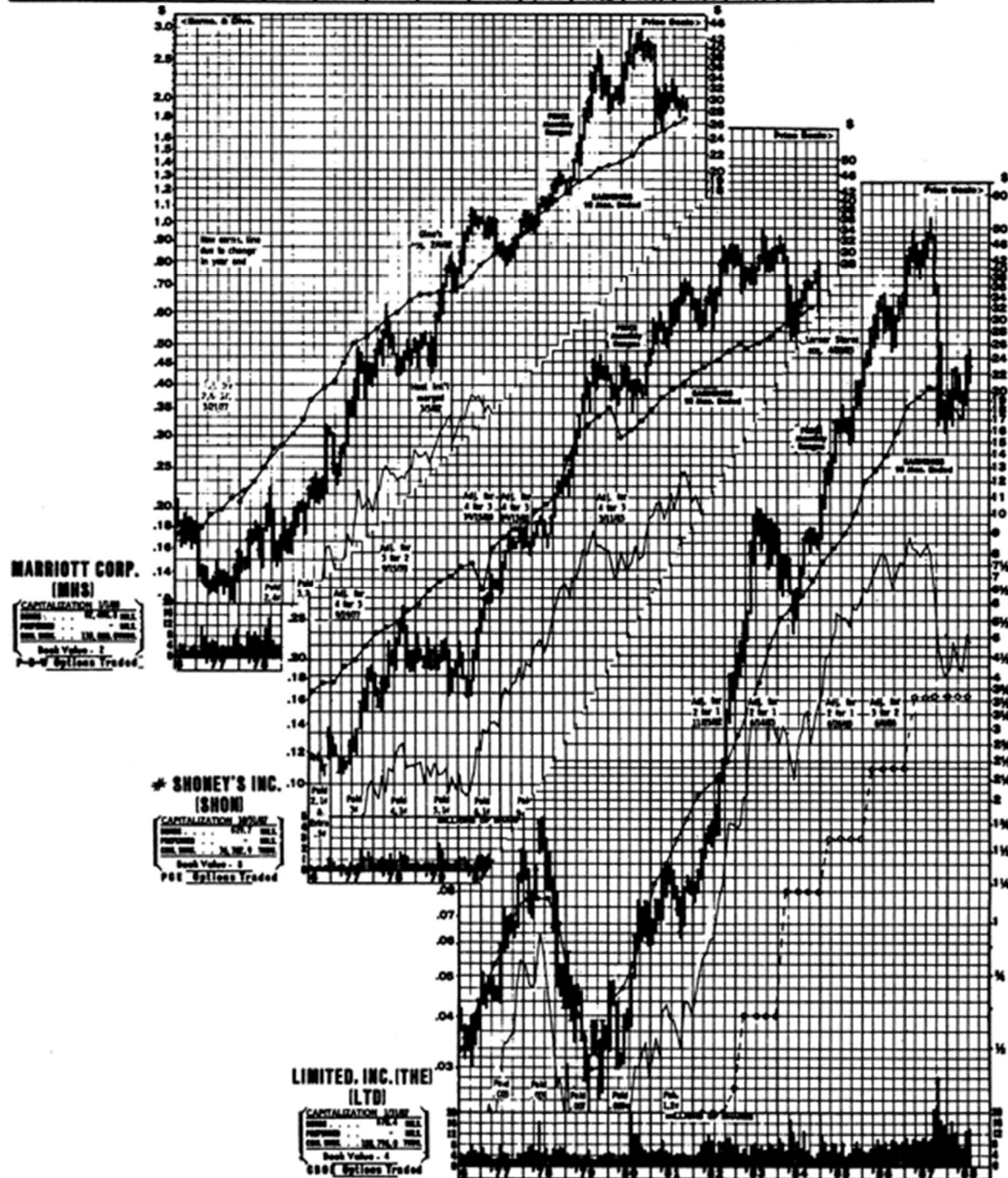
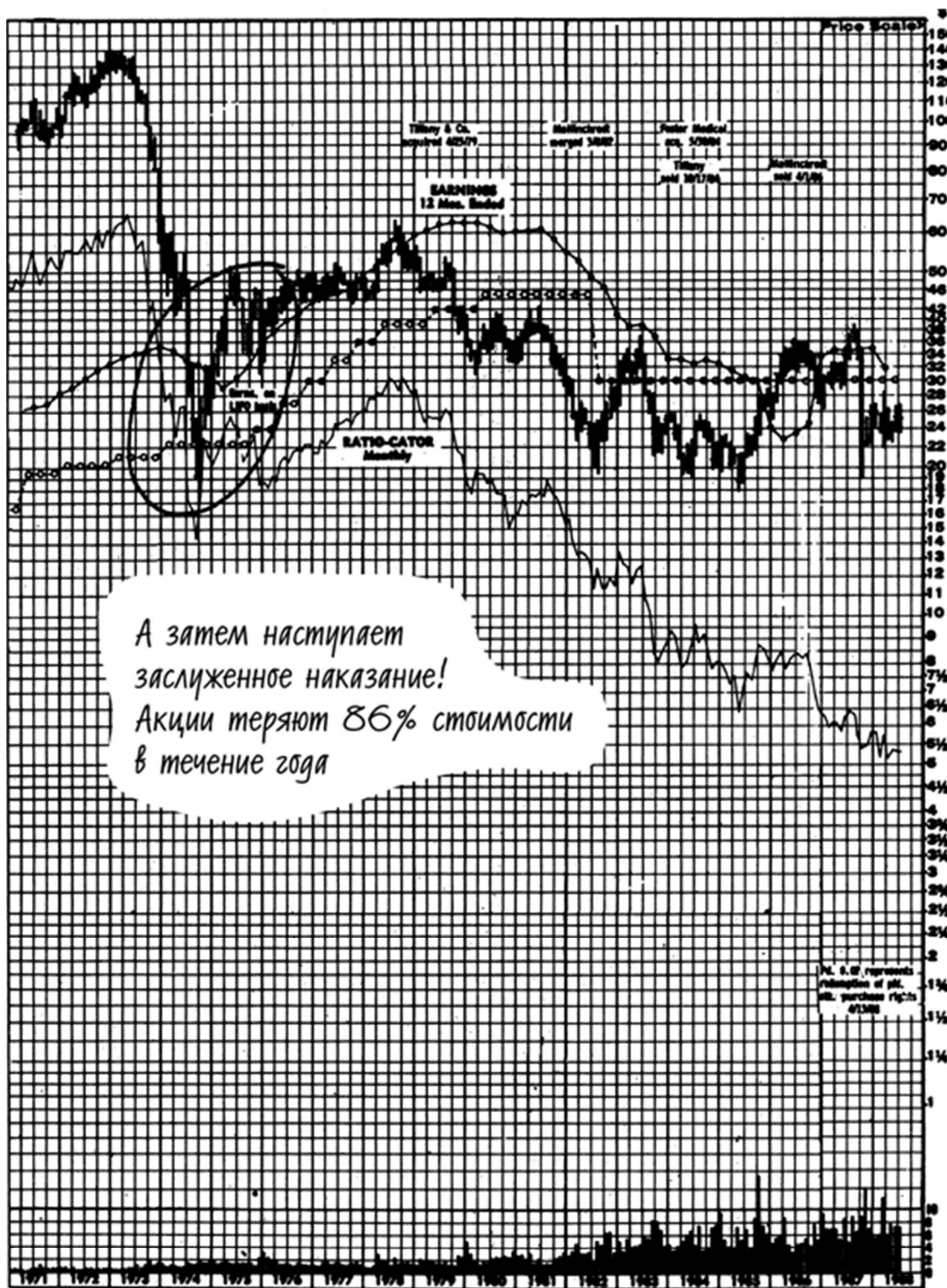
Коэффициент P/E можно рассматривать как число лет, за которые окупятся первоначальные инвестиции, конечно, при условии, что прибыль не изменится. Допустим, инвестор покупает 100 акций Kmart на сумму 3500 долл. При текущей прибыли 3,50 долл. на акцию за год 100 акций принесут прибыль в 350 долл., а за десять лет окупят первоначальные инвестиции в размере 3500 долл. Инвестору необязательно делать эти вычисления, поскольку сам коэффициент P/E говорит о том, что срок окупаемости составляет 10 лет.

Если вы покупаете акции, цена которых в два раза выше прибыли (P/E = 2), то ваши первоначальные вложения окупятся через два года, а если их цена выше прибыли в 40 раз (P/E = 40), то через сорок лет. К тому времени Шер может стать прабабушкой. Если так, то зачем люди покупают акции с высоким P/E, когда вокруг столько инвестиционных

возможностей с низким P/E? Ответ прост: они ищут Харрисона Форда на складе пиломатериалов. Прибыли компаний не менее изменчивы, чем доходы людей.

Существование акций с P/E, равным 40, и P/E, равным 3, говорит о том, что инвесторы рассчитывают на высокую будущую прибыль одних компаний и скептически относятся к перспективам других компаний. Достаточно заглянуть в газету, чтобы убедиться, насколько широк диапазон значений коэффициента P/E.





(Чтобы быстро определить, переоценена ли акция, нужно сопоставить кривую цен с кривой прибыли. Тот, кто купил акции таких компаний роста, как Shoney's, The Limited и Marriott, когда цены значительно отклонились вниз от кривой прибыли, и продал их, когда цены поднялись намного выше нее, наверняка получил неплохой выигрыш. [Это, без сомнения, сработало бы и в случае Avon!] Я не сторонник такой практики, но и не отвергаю ее.)

Вы также обнаружите, что самые низкие значения P/E у медленно растущих компаний, самые высокие — у быстро растущих, а промежуточные — у циклических. И это понятно, если следовать логике вышесказанного. Средний P/E акций коммунальной компании (7–9) ниже среднего P/E акций умеренно растущей компании (10–14), который в свою очередь ниже среднего P/E акций быстро растущей компании (14–20). Некоторые охотники за дешевыми приобретениями считают, что можно покупать любые акции с низким P/E, однако мне такая стратегия кажется бессмысленной. Нельзя сравнивать яблоки с апельсинами. Коэффициент P/E, низкий для Dow Chemical, совсем необязательно равен P/E, низкому для Wal-Mart.

## ЕЩЕ НЕМНОГО О P/E

Всестороннее исследование коэффициентов P/E в различных отраслях и группах компаний может занять целую книгу, которую никто не станет читать. Глупо замыкаться на P/E, но и оставлять его без внимания тоже нельзя. Лучшим источником информации для анализа P/E может стать ваш брокер. Для начала у него можно уточнить, на каком уровне по отношению к среднеотраслевым находятся коэффициенты P/E ваших акций — на низком, высоком или среднем. Если в ответ вы услышите, что «акции компании продаются с дисконтом к отрасли», то знайте, ее P/E находится на низком уровне.

Брокер может предоставить вам исторические данные о P/E компании, их можно найти и в отчетах S&P, которые также имеются в брокерских фирмах. Перед покупкой акций полезно узнать значения P/E за ряд лет, чтобы понять, какой уровень P/E является нормальным для компании. (Новые компании, конечно, не могут похвастаться такой информацией.)

При покупке Coca-Cola, например, поинтересуйтесь, соответствует ли то, что вы платите за ее прибыль, тому, что платили другие в прошлом. Коэффициент P/E дает такую информацию.

(Еще один хороший источник исторических значений P/E — Value Line Investment Survey, издание, которое имеется во всех крупных библиотеках и у большинства брокеров. По сути, Value Line содержит всю необходимую инвестору-любителю информацию. Это самое лучшее, что может быть после персонального аналитика по ценным бумагам.)

Если вы совершенно не смыслите в коэффициентах P/E, запомните одно — акции с чрезмерно высоким P/E покупать не стоит. Это избавит вас от многих неприятностей и значительных убытков. За редким исключением слишком высокий P/E такая же обуза для акции, как и слишком тяжелое седло для скаковой лошади.

Компания с высоким P/E должна демонстрировать невероятный рост прибыли, чтобы оправдать высокую цену своих акций. В 1972 г. McDonald's была такой же великой компанией, как и во все остальные времена, однако ее акции торговались по 75 долл. и P/E достигал 50. Таких ожиданий она оправдать не смогла, ее акции упали с 75 до 25 долл., а P/E принял более реальное значение 13. McDonald's пребывала в полном порядке. В 1972 г. она была просто переоценена.

А вот история популярной в 1960-е гг. компании Росса Перо Electronic Data Systems (EDS). Я не поверил своим глазам, когда увидел отчет брокера о ней. Ее P/E достигал 500! Чтобы вернуть инвестиции в EDS, потребовалось бы пять веков при неизменном уровне прибыли. Мало того, аналитик, составивший отчет, отметил, что это консервативная оценка, в действительности коэффициент должен быть равным 1000.

Если бы кто вложил деньги в акции компании с P/E 1000 во времена короля Артура и прибыль при этом оставалась неизменной, то он достиг бы безубыточности только к нашим дням.

Жаль, что этот отчет не сохранился, его бы следовало повесить в рамке на стену в офисе рядом с отчетом другой брокерской фирмы со словами: «В связи с банкротством компании мы исключаем ее из нашего списка акций, рекомендованных к покупке».

В последующие годы компания EDS демонстрировала очень хорошие результаты. Стремительно росли ее прибыль и продажи, и все, что она ни делала, имело невероятный успех. Акции EDS — совсем другая история. В 1974 г. их цена упала с 40 до 3 долл., но не по причине разлада в головном офисе, а потому, что они были самыми переоцененными из всех когда-либо виденных мною акций. Очень часто говорят, что будущие результаты деятельности компаний «дисконтированы» в цене акций. Инвесторы EDS в таком случае дисконтировали свое будущее. Подробнее об EDS чуть позже.

Когда Avon Products торговалась по 140 долл., она имела очень высокий коэффициент P/E — 64, хотя до EDS ему было далеко. Важно отметить, что Avon — огромная компания. Даже



маленькой компании требуется чудо, чтобы оправдать P/E 64, а компании размером с Avon, продажи которой уже перевалили за миллиард, для этого нужно продавать косметику и лосьоны на мегамиллиарды. Кстатi, кто-то подсчитал, что компании Avon для оправдания такого коэффициента нужно зарабатывать больше, чем сталелитейная отрасль, нефтяная отрасль и штат Калифорния вместе взятые. Но это предельно оптимистичный сценарий. Ну сколько пузырьков лосьона и одеколona можно продать на самом деле? На деле прибыль Avon не росла совсем. Она даже снизилась, и в 1974 г. акции резко упали до 185/8 долл.

Та же беда случилась и с Polaroid. Эта не менее солидная компания, процветавшая тридцать два года, за 18 месяцев потеряла 89% своей стоимости. В 1973 г. ее акции продавались по 143 долл., в 1974 г. они упали до 141/8 долл., в 1980 г. подскочили до 60 долл., а в 1981 г. вновь снизились до 19 долл. На максимуме 1973 г. P/E компании достиг 50. Это объяснялось тем, что инвесторы ожидали невероятного роста показателей компании в результате выпуска нового фотоаппарата SX-70, однако фотоаппарат и пленка оказались переоцененными, обнаружилось недоработки, и люди утратили интерес к новинке.

Кроме того, ожидания были настолько нереальными, что для их реализации компании Polaroid пришлось бы продать по четыре фотоаппарата каждой американской семье. Даже бешеный успех продукта не имел бы особого значения для акций. Средний же успех привел к провалу по всем показателям.

## Р/Е РЫНКА

Компании находятся не в вакууме, рынок акций в целом тоже имеет свой коэффициент P/E. Это хороший индикатор состояния, позволяющий судить, переоценен рынок или недооценен. Хотя я не советовал обращать внимание на рынок, но если несколько акций торгуются по завышенным относительно прибыли ценам, не исключено, что и с остальными происходит то же самое. Так было накануне финансового краха 1973–1974 гг., так было, хотя и в меньшей степени, перед обвалом 1987 г.

В последние пять лет бычьего рынка, с 1982 по 1987 г., общерыночный коэффициент P/E вырос с 8 до 16. Иными словами, в 1987 г. за одну и ту же прибыль инвесторы были готовы заплатить вдвое больше того, что они платили в 1982 г., — явный сигнал переоцененности акций.

Конечно, на значение коэффициента P/E сильно влияют процентные ставки, поскольку с их падением и снижением привлекательности облигаций инвесторы щедрее платят за акции. Однако взвинтить P/E способен и необузданный оптимизм, который появляется на бычьем рынке. Именно это произошло в случаях EDS, Avon и Polaroid. В тот период быстро растущие компании имели фантастические P/E, медленно растущие компании — P/E, типичные для быстро растущих компаний, а P/E рынка достиг максимума, равного 20, в 1971 г.

Любой, кто анализировал коэффициенты P/E, мог сообразить, что это натуральное безумие, но почему-то все помалкивали. В 1973–1974 гг. рынок испытал самую жесткую коррекцию с 1930-х гг.

## БУДУЩАЯ ПРИБЫЛЬ

Будущие прибыли — вот камень преткновения. Как их предсказать? Текущая прибыль позволяет судить в лучшем случае о справедливости цены акций. Этого достаточно, чтобы не клюнуть на Polaroid или Avon с P/E 40 и не переплатить за Bristol-Myers, Coca-Cola и McDonald's. Однако на самом деле все хотят знать, что произойдет с прибылью в следующем месяце, году, десятилетии.

Считается, что она должна расти, и это предположение отражается в цене любых акций.

Поиском ответа на вопрос о будущем росте и будущей прибыли заняты армии аналитиков и статистиков, но ошибки для них не редкость. Чтобы убедиться в этом, достаточно открыть любой финансовый журнал — со словом «прибыль» почти всегда соседствует слово «неожиданность». Не думайте, однако, что я начну утверждать, будто успешный прогноз прибыли или ее роста может дать любой желающий.

Стоит серьезно заняться вопросом, как выясняется, что акции могут падать при растущей прибыли просто потому, что профессиональные аналитики и их институциональные клиенты ожидали более высокого роста, или расти при падающей прибыли из-за того, что те же весельчаки ожидали более сильного падения. Хотя такие отклонения являются

краткосрочными, они все же омрачают жизнь тем акционерам, которые обращают на них внимание.

Если предсказать будущую прибыль нельзя, то выяснить, как компания планирует повышать свою прибыль, вам вполне по силам. После этого остается лишь время от времени проверять, работает ли план.

Вот пять способов, с помощью которых компания может повысить прибыль<sup>10</sup>: сократить издержки, повысить цены, выйти на новые рынки, больше продавать на старых рынках и, наконец, оздоровить или избавиться от убыточных видов деятельности. Именно на эти аспекты следует обращать внимание при исследовании компании. Если у вас имеется какое-либо преимущество, оно будет только плюсом.

11

## Двухминутное упражнение

Итак, вы выяснили, с какими компаниями имеете дело — с медленно, умеренно или быстро растущими, с выходящими из кризиса, имеющими недооцененные активы или циклическими. Коэффициент P/E позволил вам понять, недооценены или переоценены акции при текущей цене относительно ближайших перспектив. Следующий шаг — как можно больше узнать о том, что компания делает для достижения экономического благополучия и ускорения роста, или об ожидаемых благоприятных событиях. Иными словами, все то, что называют «история».

За исключением, пожалуй, компаний с недооцененными активами (когда можно просто сидеть и ждать широкого признания стоимости недвижимости или запасов нефти), для роста прибыли необходимы определенные действия. Чем лучше вы представляете содержание этих действий, тем проще следить за реализацией сценария.

Отчеты аналитиков о компании, предоставленные брокером, и краткие обзоры из Value Line дают профессиональную версию истории, но, если у вас есть преимущество, связанное с компанией или отраслью, вы можете составить собственный сценарий с полезными деталями.

Прежде чем купить акции, я пытаюсь за пару минут перечислить причины моего интереса к компании, что ей нужно для достижения успеха и подводные камни на ее пути. Сделать это можно мысленно или вслух перед коллегами, находящимися поблизости. Если вам удалось изложить историю компании своим домашним, друзьям или собаке (я имею в виду вовсе не фразу типа «Один парень в автобусе сказал, что Caesars Worlds стоит на пороге поглощения») и так, что ее поймет даже ребенок, значит, вы хорошо владеете ситуацией.

Вот некоторые моменты, которых можно коснуться в этом рассказе.

В медленно растущей компании вас, скорее всего, привлекают дивиденды (а для чего еще держат акции таких компаний?). Следовательно, основные моменты можно сформулировать так: «Эта компания демонстрирует рост прибыли на протяжении последних десяти лет и имеет привлекательную доходность. Она не только никогда не снижала дивиденды и не задерживала их выплату, а наоборот, повышала их даже во время трех последних спадов. Это телефонная компания, и новые услуги в сфере сотовой связи могут подстегнуть темпы ее роста».

В циклической компании главное — деловая конъюнктура, запасы и цены. «Последние три года автоиндустрия находилась в кризисе, однако в этом году ситуация улучшилась. Об этом свидетельствует повсеместный рост продаж автомобилей. Новые модели GM пользуются спросом, за последние восемнадцать месяцев компания закрыла пять неэффективных заводов, снизила на 20% затраты на рабочую силу, а ее прибыль вот-вот резко вырастет».

Если у компании имеются недооцененные активы, то какие именно и сколько они стоят? «Акции продаются по 8 долл., однако одно только производство видеокассет оценивается в 4 долл. на акцию, а недвижимость — в 7 долл. Эти акции сами по себе неплохи, да плюс доля в компании, приобретенная за минус 3 долл. Инсайдеры активно покупают акции компании, у нее устойчивая прибыль и нет значительных заимствований».

В случае компании, выходящей из кризиса, основной вопрос в том, что делается для оздоровления и насколько успешны предпринимаемые действия. «General Mills успешно ликвидирует последствия своей диверсификации. Она сократила число видов деятельности с двенадцати до двух. За проданные компании — Eddie Bauer, Talbot's, Kenner и Parker Brothers — General Mills получила хорошую цену и вернулась к тому, что у нее получается лучше всего: ресторанам и фасованным продуктам. Компания выкупила миллионы

собственных акций. Ее дочернее предприятие Gorton, поставщик морепродуктов, увеличило рыночную долю с 7 до 25%. Компания начала выпуск низкокалорийных йогуртов, бисквитных пирожных без холестерина Bisquick и шоколадных пирожных для выпечки в микроволновке. Ее прибыль резко идет вверх».

В умеренно растущей компании главное — коэффициент P/E, недавние скачки цены акций и меры, предпринимаемые для увеличения темпов роста. О ней можно сказать примерно так: «Coca-Cola торгуется в нижней части своего диапазона P/E. Два года цена акций практически не двигалась. Компания улучшила свои позиции по нескольким направлениям. Она продала половину своей доли в Columbia Pictures на публичном рынке. Расширение производства диетических напитков значительно ускорилось. По сравнению с прошлым годом потребление Соке в Японии выросло на 36%, а в Испании — на 26%. Это феноменальный успех. Продажи на внешнем рынке в целом идут отлично. Используя отдельное предложение акций Coca-Cola Enterprises, компания выкупила многих независимых региональных дистрибьюторов. Теперь она лучше контролирует распределение своей продукции и внутренние продажи. В сумме это позволяет ей получить более высокие результаты, чем все ожидают».

В случае быстро растущей компании главный вопрос, где и как она может поддерживать быстрый рост. «La Quinta — сеть мотелей, зародившаяся в Техасе. Там компания была очень прибыльной. Ей удалось использовать свою формулу успеха в Арканзасе и Луизиане. В прошлом году количество ее мотелей увеличилось на 20% больше, чем в позапрошлом году. Ее прибыль растет от квартала к кварталу. Компания рассчитывает на быстрое расширение в будущем. Ее заимствования нельзя назвать чрезмерными. Мотельный бизнес в целом является медленно растущим и высококонкурентным, однако La Quinta нашла свою нишу. Она насытит рынок еще не скоро».

Я перечислил лишь основные элементы рассказа, при желании его можно сделать более детальным. Чем больше подробностей вы знаете, тем лучше. На составление истории компании у меня, как правило, уходит несколько часов, хотя такая трата времени не всегда оправданна. Приведу пару примеров. Один раз я проверил все досконально, а в другой что-то упустил. Первой компанией была La Quinta, акции которой превратились в пятнадцатикратник, а второй — Bildner's, пятнадцатикратник наоборот.

## ИСТОРИЯ LA QUINTA

В какой-то момент я пришел к выводу, что в индустрии мотелей начинается циклический подъем. У меня уже были акции United Inns, крупнейшей сети, имеющей франшизу Holiday Inns, и я приглядывался к другим возможностям. Во время телефонного разговора с вице-президентом United Inns я заинтересовался, кого они считают наиболее успешным конкурентом.

Расспросы о конкурентах — один из моих любимых методов получения информации о перспективных акциях. Руководители компаний высказываются о конкурентах отрицательно в 95% случаев, но это ни о чем не говорит. Если же кто-то из них признает успехи конкурента, можно не сомневаться, что этот конкурент действительно силен. Нет ничего лучше скупой похвалы со стороны конкурента.

«La Quinta Motor Inns, — уверенно ответил вице-президент United Inns, — это просто молодец. Они буквально вытесняют нас в Хьюстоне и Далласе». Его тон произвел на меня впечатление.

Так я узнал о La Quinta. Сразу же после разговора, окрыленный полученной идеей, я позвонил в головной офис La Quinta в Сан-Антонио, Уолтеру Биглеру, с намерением познакомиться с его компанией. Господин Биглер сообщил, что через два дня будет в Бостоне по случаю конференции в Гарварде и с удовольствием расскажет о своей компании.

Итак, человек из United Inns наводит меня на перспективную компанию, а спустя пять минут человек из La Quinta заявляет, что через два дня будет в Бостоне. Такое совпадение смахивает на сговор с целью втянуть меня в проигрышную сделку с миллионами акций. Однако после презентации Биглера я понял, что никакого сговора нет, а проигрышем мог быть только отказ от покупки этих замечательных акций.

Концепция отличалась простотой. La Quinta предлагала номера такого же качества, что и Holiday Inn, но дешевле. Комнаты имели тот же размер, что и в Holiday Inn, кровати были не менее упругими (у мотелей есть консультанты по кроватям, которые за этим следят), ваннные комнаты и бассейны ничем не уступали, однако цены были на 30% ниже. Возможно ли такое? Меня раздирало любопытство, и Биглер все объяснил.

La Quinta избавилась от свадебных апартаментов, конференц-залов, большой приемной, кухни и ресторана — от всего, что не давало прибыли, но существенно увеличивало затраты. По замыслу, рядом с каждым мотелем должен быть ресторан сети Denny's или другое круглосуточное заведение. La Quinta не нужно быть собственницей Denny's. Она отдавала решение проблемы питания другим. Holiday Inns не могла похвастаться своей кухней, поэтому шаг La Quinta не был отказом от ключевого конкурентного фактора. Так La Quinta избежала крупных капиталовложений и большой головной боли. Оказывается, рестораны приносят большинству гостиниц и мотелей убытки и 95% жалоб клиентов.

Я стараюсь вынести что-то новое для себя из каждого разговора, касающегося инвестиций. Например, от господина Биглера я узнал, что клиенты гостиниц и мотелей обычно платят одну тысячную стоимости номера за ночь. В нью-йоркской Plaza Hotel, номер которой стоит 400 000 долл., одна ночь обойдется клиенту примерно в 400 долл., а в дешевом мотеле, где номер стоит за 20 000 долл., — в 20 долл. Поскольку затраты La Quinta на строительство были на 30% меньше, чем у Holiday Inn, она могла снизить цены на 30% и получать такую же прибыль.

Меня интересовало, в какой нише работает компания. Ведь на каждом перекрестке и без нее достаточно мотелей. Господин Биглер сказал, что компания ориентирована на определенную категорию клиентов: мелких бизнесменов. Они, с одной стороны, не хотят останавливаться в бюджетных мотелях, а с другой — не прочь сэкономить на более дешевом эквиваленте Holiday Inn. La Quinta предлагала им те же удобства и нередко в более доступных местах.

Holiday Inn, которая стремилась быть всем для всех путешествующих, чаще всего строила гостиницы вблизи крупных магистралей. La Quinta размещала свои мотели рядом с деловыми районами, правительственными зданиями, больницами и промышленными комплексами, куда обычно приезжают бизнесмены. Поскольку эта публика, в отличие от отдыхающих, предпочитает бронировать номера заранее, La Quinta получила стабильную и более предсказуемую клиентуру.

Никто больше не работал в этом рыночном сегменте, занимающем среднее положение между Hilton наверху и бюджетными гостиницами внизу. Кроме того, у новых конкурентов не было возможности потеснить La Quinta незаметно для Уолл-стрит. Вот почему я предпочитаю акции гостиниц и ресторанов акциям технологических компаний. В тот момент, когда вы инвестируете в заманчивую новую технологию, в какой-нибудь другой лаборатории появляется более новая и еще более заманчивая технология. Зачатки же новых гостиничных и ресторанных сетей где-нибудь да засветятся, ведь построить сотню зданий за ночь просто невозможно, ну а если они разбросаны по разным уголкам страны, то их влияние ничтожно.

Теперь о затратах. Молодые небольшие компании, которые берутся за дорогостоящие проекты, например строительство гостиниц, могут годами нести долговое бремя. Биглер, однако, меня успокоил. La Quinta значительно снизила затраты в результате строительства гостиниц на 120 номеров вместо 250, самостоятельного надзора за ходом строительства и использования типовых проектов. Более того, гостиницей на 120 номеров могла управлять семейная пара пенсионного возраста, проживающая в самой гостинице, что сокращало накладные расходы. Но самым главным было то, что La Quinta заключила договор с крупными страховыми компаниями, которые предоставили финансирование на выгодных условиях в обмен на небольшую долю прибыли.

Страховые компании как партнеры La Quinta делили с ней и успехи, и неудачи, а потому не были заинтересованы в предъявлении таких требований по кредитам, которые могли бы привести к банкротству в случае затруднений. Именно доступ к финансам страховых компаний помогал La Quinta быстро развиваться в капиталоемком бизнесе, не обременяя себя банковскими кредитами (см. главу 13).

Скоро стало ясно, что Биглер и его работодатели продумали все. La Quinta оказалась настоящей находкой, совсем не из числа тех, что «могли бы стать», «возможно, станут» или «скоро превратятся». Если у компании нет реальных достижений, не вкладывайте в нее деньги.

К тому времени, как Биглер побывал в моем офисе, La Quinta работала уже четыре или пять лет. За это время она обосновалась в нескольких новых регионах. Компания росла с поразительной быстротой — на 50% в год, а ее акции имели P/E 10 и были настоящим подарком. Я знал, сколько новых мотелей La Quinta планировала построить, и мог следить за ее будущими успехами.

В довершение я обнаружил, что в 1978 г. за компанией наблюдали всего три брокерские фирмы, а крупным институциональным инвесторам принадлежало менее 20% акций.

Единственный, на мой взгляд, недостаток La Quinta заключался в том, что она была недостаточно скучной.

После этого разговора я три раза останавливался в гостиницах La Quinta во время поездок, связанных с изучением других компаний. Я оценивал упругость кроватей, пробовал ногой воду в бассейнах (там, где помельче, я ведь не умею плавать), дергал занавески, выкручивал полотенца и в итоге убедился, что La Quinta ничем не уступала Holiday Inn.

История La Quinta подтвердилась до последней детали, но я чуть было не отказался от покупки ее акций. Удвоение акций в цене за прошлый год беспокойства не вызывало, поскольку текущий уровень P/E при существующем темпе роста делал их приобретение выгодным. Меня насторожило то, что один из влиятельных инсайдеров продал свои акции вдвое дешевле цены, приведенной в газете. (Позднее выяснилось, что этот член семьи учредителей La Quinta просто диверсифицировал свой портфель акций.)

К счастью, мысль о том, что продажа акций инсайдерами не всегда повод для отказа от инвестиций, взяла верх, и я приобрел для Magellan максимально возможное количество акций La Quinta. Они превратились в одиннадцатикратник и на спад пошли только через десять лет в результате кризиса в энергопроизводящих штатах. Относительно недавно La Quinta стала представлять собой интригующую комбинацию игрока на активах и компании, выходящей из кризиса.

## ПРОСЧЕТ С BILDNER'S

Ошибка, которой не случилось с La Quinta, произошла в случае с J. Bildner & Sons. Мои вложения в Bildner's — наглядный результат решения, принятого в состоянии эйфории, когда человек задает какие угодно вопросы, кроме главного.

Bildner's — магазин деликатесов напротив моего офиса в Бостоне. Одно время такой магазин был и в пригороде, где я живу. Среди прочего Bildner's продает сэндвичи для гурманов и готовые горячие блюда. Он представляет собой нечто среднее между обычным продовольственным магазином и трехзвездочным рестораном. Мне очень хорошо знаком вкус тех сэндвичей, поскольку я покупал их на протяжении нескольких лет. В этом было мое преимущество: я по личному опыту знал, что у Bildner's лучшие в Бостоне хлеб и сэндвичи.

История началась с того, что Bildner's собралась открыть филиалы в других городах и для привлечения необходимого капитала решила на публичное размещение акций. На мой взгляд, это был хороший шаг. Компания имела идеальную нишу — миллионы офисных работников, которые терпеть не могли сэндвичей в пластиковой упаковке для микроволновой печи, но не хотели вставать к плите.

Готовые блюда от Bildner's были настоящим спасением для работающих семейных пар, которые слишком уставали, чтобы заниматься готовкой, но предпочитали получить нечто схожее с домашним. По дороге домой они могли завернуть в Bildner's и выбрать аналог того, что приготовили бы сами, например что-нибудь из фасоли с бернским соусом и миндалем.

Я, как постоянный покупатель магазина напротив офиса, имел полное представление о нем. Это был один из первых магазинов Bildner's: чистый, с эффективным обслуживанием и толпой довольных покупателей он ничем не отличался от 7-Eleven. К тому же, как выяснилось, компания была великолепным генератором прибыли. Новость о том, что Bildner's планирует разместить акции и на полученные средства открыть новые магазины, живо заинтересовала меня.

Из проспекта эмиссии я узнал, что компания не собиралась обременять себя чрезмерными банковскими кредитами. Это было плюсом. Она отказывалась от покупки недвижимости в пользу аренды помещений под магазины. Это было еще одним плюсом. Без дополнительного исследования я купил акции Bildner's по цене первоначального предложения (13 долл.) в сентябре 1986 г.

Вскоре после размещения акций Bildner's открыла в двух бостонских универмагах фирменные отделы, но потерпела неудачу. Затем она открыла еще три новых магазина в центре Манхэттена, но они не выдержали конкуренции с гастрономами. Компания вышла на рынки других городов, включая Атланту. Очень быстро расходы Bildner's превысили поступления от публичного размещения акций, и компания оказалась в сложном финансовом положении. Одна-две ошибки не нанесли бы большого ущерба, однако компания утратила осторожность и раз за разом терпела поражения. Хотя провалы отрезвили ее (Джим Билднер все же был образованным, трудолюбивым и преданным делу человеком), когда деньги закончились,

второго шанса уже не было. Прискорбно, конечно, поскольку я считал, что Bildner's могла стать второй Taco Bells. (Неужели я и вправду сказал «вторая Taco Bells»? Пожалуй, это довлекло над нею с самого начала.)

В конечном итоге акции упали до 1/8долл., а компания вернулась к своим первоначальным магазинам, включая тот, что напротив моего офиса. Перед Bildner's теперь стояла новая сверхзадача — избежать банкротства, но недавно она все же прибегла к защите Закона о банкротстве. Я потихонечку продал свои акции с убытком от 50 до 95%.

Сандвичи Bildner's по-прежнему хороши, но каждый из них напоминает мне о допущенной ошибке. Я поторопился и не проверил работоспособность этой бизнес-идеи в других местах. Успешное воспроизведение модели — вот что превращает местную фирму, торгующую лепешками, в Taco Bells, а местный магазин одежды — в The Limited, но пока компания не доказала, что ей это удастся, нет смысла покупать акции.

Если прототип компании находится в Техасе, разумнее отложить покупку ее акций до тех пор, пока она не подтвердит способность получать прибыль в Иллинойсе или Мэне. Я забыл выяснить самую малость: работает ли модель Bildner's в другом месте? Мне следовало бы обратить внимание на недостаток квалифицированных менеджеров, ограниченность финансовых ресурсов и способность преодолевать первые ошибки.

Никогда не поздно отказаться от инвестиций в непроверенное предприятие. Если бы я повременил с Bildner's, то, скорее всего, не купил бы ее акций. Да и продать их мне следовало бы пораньше. Уже после первых неудач было понятно, что у Bildner's проблемы. Именно тогда надо было сбрасывать акции, не дожидаясь ухудшения расклада. Должно быть, я просто уснул за игрой.

А их сандвичи все равно хороши!

12

## Сбор информации

Хотя позиция менеджера фонда имеет множество минусов, у него все же есть преимущество: представители компаний разговаривают с ним столько, сколько он захочет, хоть семь раз в неделю. Просто удивительно, как меняется отношение к вам, когда хотят, чтобы вы купили миллион акций. В поисках перспективных компаний я постоянно разъезжаю по стране. Председатели советов директоров, президенты, вице-президенты и аналитики информируют меня о капиталовложениях, планах по расширению, программах снижения затрат и обо всем прочем, связанном с будущими результатами. Портфельные менеджеры обмениваются со своими коллегами полученной информацией. А если у меня нет возможности посетить компанию, она приходит ко мне сама.

У инвесторов-любителей ситуация иная, однако, думаю, нет мало-мальски значимой информации, которую они не могли бы узнать. Все нужные данные доступны любому желающему. Раньше такого не было, а теперь так. В наши дни компании обязаны раскрывать практически всю информацию в проспектах эмиссии, квартальных и годовых отчетах. Отраслевые ассоциации издают материалы о положении дел в отрасли. (Компании также охотно высылают информационные бюллетени. В них нередко попадают полезные сведения.)

Верят, однако, больше слухам, а не публичной информации. Именно поэтому обрывку подслушанного в ресторане разговора — «дела Goodyear идут в гору» — придают больший вес, чем материалам самой Goodyear. Здесь срабатывает старый принцип оракула: чем загадочнее источник, тем убедительнее совет. Инвесторы постоянно держат ухо востро, но все, что нужно знать, существует в письменном виде. Если бы на годовых и квартальных отчетах ставили гриф «Секретно» и рассылали в обычных конвертах, то, пожалуй, их читало бы больше народу.

Хотите узнать больше, чем есть в годовом отчете, задайте вопрос брокеру, позвоните в компанию, посетите ее. Можно, наконец, провести элементарное исследование, которое на жаргоне инвесторов называется «пнуть колесо».

## ВЫТЯНУТЬ МАКСИМУМ ИЗ БРОКЕРА

Тот, кто покупает и продает акции не у дисконтного брокера, а через брокерскую фирму полного профиля, платит комиссию, обычно составляющую 30 центов на акцию. Это немного, но за нее вы должны получить нечто большее, чем рождественская открытка и информация о последних достижениях фирмы. Заметьте, брокеру необходимо всего 4 секунды, чтобы заполнить бланк заявки на покупку или продажу, и 15 секунд, чтобы передать ее исполнителям. Иногда эту работу выполняет курьер или посыльный.

Интересно, почему люди, которым в голову не придет рассчитывать за бензин на автозаправочной станции с комплексным обслуживанием до тех пор, пока в автомобиле не проверят уровень масла и не вымоют окна, ничего не требуют от брокера полного профиля? От силы они звонят ему пару раз в неделю и спрашивают: «Как там мои акции?» или «Как дела на этом рынке?» Однако определение текущей стоимости портфеля никак не тянет на инвестиционный анализ. Брокер может также играть роль опекуна, рыночного прогнозиста и утешителя при неблагоприятном движении цен. Но ничто из перечисленного реально не помогает поиску хороших компаний.

Еще в начале XIX в. поэт Шелли обнаружил фондовых брокеров (или, по крайней мере, одного брокера), охотно помогающих клиентам. «Не странно ль, что из всех моих знакомых единственно щедрым, не обделенным богатством, оказался фондовый брокер?» Сегодня вряд ли от какого брокера стоит ждать крупных пожертвований в пользу клиентов, зато в качестве источника информации он может стать лучшим другом инвестора. Брокеры могут снабжать вас отчетами S&P, инвестиционными бюллетенями, годовыми и квартальными отчетами, извещениями о проведении общего собрания, обзорами Value Line и материалами аналитиков. У них можно запросить информацию о коэффициентах P/E, темпах роста, покупке акций инсайдерами и доле институциональных инвесторов. Они охотно все предоставят, как только убедятся в серьезности намерений инвестора.

Инвестор может использовать брокера в качестве консультанта (смелый поступок, который иногда приносит результаты) и попросить его рассказать за пару минут о рекомендуемых акциях. Возможно, инвестору придется задать несколько наводящих вопросов. Типичный диалог:

БРОКЕР: Мы рекомендуем Zayge. Это особый случай.

ВЫ: Вы уверены, что это хороший выбор?

БРОКЕР: Да, мы в этом уверены.

ВЫ: Прекрасно. Я их покупаю.

Можно трансформировать следующим образом:

БРОКЕР: Мы рекомендуем La Quinta Motor Inns. Они недавно включены в наш список акций, рекомендуемых к покупке.

ВЫ: К какой категории относится эта компания? Она циклическая, медленно растущая, быстро растущая или какая-то другая?

БРОКЕР: Определенно она быстро растущая.

ВЫ: Насколько быстро? Какой прирост прибыли она демонстрирует в последнее время?

БРОКЕР: Навскидку затрудняюсь ответить. Могу уточнить.

ВЫ: Буду признателен. Не могли бы вы заодно сообщить исторические значения коэффициента P/E?

БРОКЕР: Конечно.

ВЫ: Почему акции La Quinta выгодно покупать именно сейчас? Каково состояние рынка? Прибыльны ли мотели La Quinta? Чем вызвано расширение компании? Есть ли у нее заимствования? Как финансируется рост компании без выпуска новых акций и разводнения прибыли? Покупают ли акции инсайдеры?

БРОКЕР: Полагаю, основная часть этих вопросов будет раскрыта в отчете нашего аналитика.

ВЫ: Пришлите мне экземпляр отчета. Я изучу его и верну. Еще я хотел бы получить графики цен акций и прибыли компании за последние пять лет. Меня интересуют дивиденды, есть ли они и всегда ли выплачивались. Заодно выясните, какая доля акций принадлежит институциональным инвесторам. И еще, как давно ваш аналитик отслеживает акции этой компании?

БРОКЕР: Это все?

ВЫ: Я отвечу после того, как прочту отчет. Затем, возможно, позвоню в компанию...

БРОКЕР: Слишком не затягивайте. Сейчас удачный момент для покупки.

ВЫ: Прямо сейчас, в октябре? Знаете, что по этому поводу сказал Марк Твен: «Октябрь — один из самых опасных месяцев для спекуляций с акциями. Не менее опасны июль, январь, сентябрь, апрель, ноябрь, май, март, июнь, декабрь, август и февраль».

## ПОЗВОНИТЬ В КОМПАНИЮ

Профессиональные инвесторы всегда звонят в компании, а инвесторы-любители даже и не думают об этом. Если имеются конкретные вопросы, то их можно адресовать отделу по связям с инвесторами. Вот что брокер может сделать еще: сообщить номер телефона компании. Многие компании будут рады поговорить с владельцем ста акций из г. Топика. В небольшой фирме собеседником может оказаться сам президент.

Если прием в отделе по связям с инвесторами окажется холодным (что маловероятно), скажите, что у вас 20 тыс. акций и вы подумываете об удвоении позиции. Затем, как бы невзначай, добавьте, что они зарегистрированы на имя брокера. Этот прием подогреет интерес. Не думайте, что я призываю врать, но небольшая ложь иногда помогает, а в этом случае шанс быть уличенным равен нулю. Компании придется поверить вам на слово, поскольку акции у брокера обезличены.

Вопросы лучше подготовить заранее, и не стоит начинать разговор с вопроса о том, почему акции падают. Он выдаст в вас новичка, который не заслуживает серьезного внимания. Чаще всего компания не может ответить, почему ее акции идут вниз.

Прибыль — хорошая тема, но почему-то вопрос к компании «Сколько вы планируете заработать?» считается таким же неэтичным, как и вопрос незнакомца о размере вашей годовой зарплаты. Приемлемым является деликатный косвенный вопрос: «Как Уолл-стрит оценивает прибыль вашей компании в предстоящем году?»

Как вам уже известно, будущую прибыль компании сложно предсказать. Не только аналитики сильно расходятся в своих оценках, но и сами компании не всегда знают, сколько они заработают. Procter and Gamble, например, имеет довольно хороший прогноз. Она производит 82 вида продукции под сотней торговых марок и продает их в 107 странах, поэтому все оценки усредняются. А вот Reynolds Metals просто не может дать ответа, поскольку он зависит от цен на алюминий. Спросите Phelps Dodge, известно ли ей, какой будет прибыль в следующем году, и вы услышите встречный вопрос, известно ли вам, какой будет цена на медь.

Что вам действительно нужно от отдела по связям с инвесторами, так это реакция на вашу историю. Насколько она реальна? Осуществима ли на практике? Если вас интересует влияние продаж тагамета на прибыль SmithKline, компания не только даст ответ, но и предоставит последние данные по объемам реализации.

Действительно ли Goodyear уже два месяца не справляется с заказами на шины, а цены на них поднялись? Сколько новых торговых точек Taco Bells планирует открыть в этом году? Насколько выросла рыночная доля Budweiser? Полностью ли загружены мощности заводов Bethlehem Steel? Как компания оценивает рыночную стоимость своих активов в кабельном телевидении? Если вы хорошо сформулировали историю, то знаете, что требует уточнения.

Хорошим началом будет вопрос, демонстрирующий, что вы уже изучили компанию, например: «Из последнего годового отчета я узнал, что вы сократили долговые обязательства на 500 млн долл. Что планируется сделать для их дальнейшего уменьшения?» Это предполагает более серьезный ответ, чем вопрос «Что вы там думаете насчет своего долга?».

Даже в отсутствие истории кое-что можно узнать с помощью парочки общих вопросов: «Каковы положительные изменения в этом году?» и «Каковы отрицательные изменения?» В ответ можно услышать, например, что в прошлом году завод в Джорджии понес убытки в размере 10 млн долл. и был недавно закрыт или что убыточное подразделение компании продается с расчетом денежными средствами. Вам могут сказать, что компания для ускорения роста выпустила новый продукт. В 1987 г. отдел по связям с инвесторами в Sterling Drug сообщал, насколько выросли продажи компании после сообщений медиков о новых свойствах аспирина.

Что касается отрицательных изменений, то в их числе могут оказаться повышение стоимости рабочей силы, понижение спроса на основную продукцию, появление нового конкурента и сокращение прибыли в связи с падением или ростом курса доллара. Так, производитель



одежды может сообщить, что коллекция этого года не пользуется спросом, а склады затоварены.

Подведем итог. Допустим, получилось три минуса и четыре плюса. В большинстве случаев полученная информация подтверждает ваши предположения, особенно если вы понимаете сущность бизнеса. Но время от времени случаются и сюрпризы: ситуация оказывается лучше или хуже, чем ожидалось. Подобные сюрпризы могут быть очень кстати тем, кто покупает или продает акции.

Мой опыт показывает, что на десять сделанных звонков приходится один, который открывает вам что-то неожиданное. Когда я звоню в кризисные компании, в девяти случаях информация об их положении подтверждается, но в десятом открывается источник оптимизма, о котором мало кто подозревает. Это правило, только с обратным знаком, справедливо и для успешно работающих компаний. Итак, на 100 звонков приходится 10 сюрпризов, а на 1000 — 100.

Не пугайтесь. Совсем необязательно делать 1000 звонков, если вы не держите в своем портфеле акции 1000 компаний.

## МОЖНО ЛИ ИМ ВЕРИТЬ?

В целом компании честны и открыты в отношениях с инвесторами. Они прекрасно понимают, что правда всплывет в квартальных отчетах, и утаивать ее, как нередко делают в Вашингтоне, нет никакого резона. Хотя за долгие годы я тысячи раз встречался с представителями компаний и выслушивал их версию истории, лишь в нескольких случаях меня намеренно пытались ввести в заблуждение.

Если вы звоните в отдел по связям с инвесторами, можете не сомневаться в достоверности их информации. Правда, эпитеты, которыми они пользуются, варьируют очень сильно. Компании каждой отрасли описывают одно и то же событие по-своему.

Возьмем, например, текстильную отрасль. Она существует с XIX в. JP Stevens создана в 1899 г., West Point-Pepperell — в 1866 г. Эти компании — корпоративный эквивалент женской общественной организации «Дочери американской революции». Того, кто пережил шесть войн, десять бумов, пятнадцать обвалов и тридцать спадов, уже ничем не удивить. Такой опыт усиливает способность противостоять любым бедам.

Специалисты по связям с инвесторами в этой отрасли настолько пропитаны духом «старой гвардии», что о выдающихся достижениях говорят весьма сдержанно, а о средних и вовсе без эмоций. Если же дела компании идут неважно, они звучат так, будто их руководители повесились на простынях из перкаля в собственных кабинетах.

Допустим, вы звоните в такую компанию и интересуетесь ситуацией с производством шерстяных и камвольных тканей. Вам говорят: «Так себе». На вопрос о смесовых тканях отвечают: «Не особо хорошо». Относительно джинсовых тканей оптимизма больше: «Получше». Реальные показатели при этом свидетельствуют об отличных результатах.

Это характерно не только для текстильной промышленности, но и для всех зрелых отраслей. Глядя на небо, работники зрелых отраслей видят тучи, а работники молодых отраслей — воздушные замки.

Рассмотрим, например, производителей готовой одежды. Жизнь их очень сложна, и они часто сходят со сцены. Судя по количеству обращений с их стороны к статье 11, ее можно принять за поправку к Конституции, а не за раздел Закона о банкротстве. Зато от представителя компании этого сектора никогда не услышишь слов «так себе», даже если продажи идут хуже некуда. Даже во время черной чумы они, наверное, сказали бы, что дела идут «в целом нормально». А когда дела действительно идут в целом нормально, то ситуацию характеризуют как «фантастическую», «невероятную», «великолепную» и «бесподобную».

Такой же оптимизм присущ и представителям сферы технологий и программного обеспечения. Скажу больше, чем хуже положение предприятия, тем оптимистичнее они звучат. Из того, что мне наговорили разработчики программных средств, можно сделать лишь один вывод: за всю историю у софтверной индустрии не было ни одного неудачного года. С какой стати они демонстрируют такой оптимизм? Иначе нельзя, ведь вокруг столько конкурентов. Стоит проявить неуверенность, и все контракты уйдут к другому обольстителю.

Инвестору, однако, не стоит тратить время на анализ корпоративного жаргона. Намного проще не обращать на эпитеты внимания.

## ПОСЕТИТЬ ГОЛОВНОЙ ОФИС

Лучшее развлечение для акционера — посещение головного офиса компании, акции которой он держит. Договориться о визите в местную компанию — сущий пустяк. Никто не откажет в экскурсии владельцу 20 тыс. акций. Если компания находится на другом конце страны, то ее посещение можно приурочить к летнему отпуску. «Дети, подумать только, всего в шестидесяти трех милях отсюда находится головной офис Pacific Gas and Electric. Давайте заедем туда по пути, я быстренько гляну на их баланс, а вы подождете меня на лужайке возле гостевой стоянки?» Ну, хорошо-хорошо. Будем считать, что я не говорил этого.

Главное для меня во время этих визитов — получить впечатление о компании. Цифры и факты можно узнать по телефону. Мне очень понравилось, что здание Taso Bells приютилось за боулинг-клубом. Вид руководителей, работающих в мрачном тесном бункере, прямо-таки вдохновил меня. Было очевидно, что они не выбрасывают деньги на прихорашивание своего офиса.

(Кстати, мой первый вопрос звучит так: «Когда в последний раз у вас был фондовый менеджер или аналитик?» Если мне отвечают: «Кажется, года два назад», — то я в восторге. Так было с Meridian Bank — 22 года непрерывного роста прибыли, великолепная история повышения дивидендов, и никто не помнит, как выглядит аналитик.)

Обращайте внимание на офисы, которые если не уютятся за боулинг-клубом, то расположены в запущенном квартале, куда не забредет ни один финансовый аналитик. Один студент-практикант, которого я отправил в Per Boys—Manny, Moe, and Jack, сказал, что водители филаделфийского такси отказались везти его туда. Это потрясло меня не меньше, чем все остальное, что ему удалось выяснить.

В Crown, Cork, and Seal из офиса президента компании открывался прекрасный вид на линию по производству консервных банок, на полу лежал потускневший линолеум, а мебель была потрепаннее армейской. Вот компания с правильными приоритетами. Знаете, что произошло с ее акциями? За последние тридцать лет они выросли в 280 раз. Хорошие прибыли и недорогой офис — отличное сочетание.

А что можно сказать о Uniroyal, офис которой, подобно модным частным школам, расположился на склоне горы в штате Коннектикут? Я углядел в этом дурной знак, и компания, как этого и следовало ожидать, пошла под откос. К дурным знакам относятся также антикварная мебель, архитектурные излишества и стены, отделанные панелями из ореха. Я не раз замечал: когда компания размещает громадную гевею в офисе, самое время проверить ее прибыли.

## УСТАНОВИТЬ ЛИЧНЫЕ СВЯЗИ

Посещение офиса компании также позволяет установить личные контакты с одним-двумя представителями администрации. Другой способ познакомиться с ними — участие в годовых собраниях акционеров, и не столько в официальных заседаниях, сколько в неформальных встречах. Если намерения инвестора достаточно серьезны, то годовые собрания — лучшее место для установления полезных контактов.

Бывает, что по представителю компании можно судить о ее перспективах. Однажды в Tandon, компании, отвергнутой поначалу из-за ее принадлежности к популярным производителям дискет, я познакомился с интересным человеком из отдела по связям с инвесторами. Как и любой другой представитель этой службы, он был учтив, элегантен и дипломатичен. Однако из информации, включенной в извещение о проведении общего собрания (помимо прочего в нем есть данные о пакетах акций в собственности сотрудников компании и о заработной плате), стало ясно, что с учетом опционов и прямой покупки акций Tandon состояние этого человека, который совсем недолго работал в компании, оценивалось почти в 20 млн долл.

То, что рядовой сотрудник мог получить такое состояние благодаря акциям Tandon, казалось невероятным. К тому времени акции компании уже выросли в восемь раз, а коэффициент P/E необоснованно взлетел. Очевидно, если акции Tandon еще удвоятся, то состояние этого сотрудника достигнет 40 млн долл. Иными словами, чтобы я просто заработал на этих акциях, его состояние должно было удвоиться, а он и сейчас, на мой взгляд, был во много раз богаче, чем следовало бы. Вырисовывалась совершенно нереальная картина. Хотя у меня были и другие основания отказаться от покупки акций, эта встреча стала последней каплей. В итоге акции упали с 35 1/4 долл. до 13 7/8 долл. с учетом дробления.

Подобные сомнения у меня возникли и в отношении учредителя и крупного акционера Televideo, с которым я познакомился на официальном обеде в Бостоне. Стоимость его акций уже составляла 100 млн долл., коэффициент P/E был высок, а компания принадлежала к высококонкурентной отрасли, связанной с производством периферийного оборудования. У меня мелькнула мысль: если я заработаю на акциях Televideo, то капитал этого человека вырастет до 200 млн долл. Это казалось нереальным, и я не стал связываться с Televideo. Ее акции упали с 401/2 долл. (1983 г.) до 1 долл. (1987 г.).

Я не могу дать этому научное объяснение, но если богатство представителя компании кажется вам нереальным, то, скорее всего, так оно и есть.

## ПНУТЬ КОЛЕСО

С тех пор, как Кэролин обнаружила в супермаркете L'eggs, а в числе моих находок благодаря буррито оказалась Taso Bell, я считаю, что хождение по магазинам и дегустация продуктов — фундаментальная инвестиционная стратегия. Конечно, она не заменит расспросов представителя компании по ключевым пунктам, что подтверждает случай Bildner's. Но когда вы создаете историю компании, совсем нелишне проверить ее на практике.

О Toys «R» Us я уже слышал от своего друга Питера Дерутта, но всего одна поездка в ближайший магазин убедила меня в том, что в этой компании знают, как продавать игрушки. Покупатели на вопрос, понравился ли им магазин, отвечали, что обязательно придут еще раз.

Прежде чем купить акции La Quinta, я три раза останавливался в ее мотелях. Перед покупкой акций Pick «N» Save я побывал в одном из ее магазинов в Калифорнии и был сражен дешевизной товаров. Pick «N» Save изымала снятые с производства товары из стандартных каналов дистрибуции и устраивала распродажи по бросовым ценам.

Я мог бы узнать об этом в отделе по связям с инвесторами, однако совсем другое дело — своими глазами увидеть одеколон известной марки по цене 79 центов за флакон и охающих покупателей вокруг. Финансовый аналитик мог бы сообщить мне, что Pick «N» Save купила у Campbell's Soup запасы корма для собак Lassie Dog Food на несколько миллионов долларов после выхода компании из этого бизнеса и что Pick «N» Save быстро распродала его с большой выгодой. Однако вид покупателей, стоящих с нагруженными собачьим кормом тележками в очереди, намного лучше убеждает в том, что такая стратегия действительно работает.

В новом магазине Per Boys в Калифорнии продавец чуть было не убедил меня купить комплект шин. Я всего лишь хотел посмотреть на магазин, но продавец с таким энтузиазмом расписывал достоинства товара, что я почти согласился оформить заказ на четыре шины и их доставку самолетом. Возможно, он был не в себе, но, на мой взгляд, с такими сотрудниками Per Boys может продать все, что угодно. Так оно и было на самом деле.

После того, как Apple потерпела неудачу и ее акции упали с 60 до 15 долл., я сомневался, удастся ли компании оправиться от поражения. Выход Apple на прибыльный рынок компьютеров с новым продуктом Lisa обернулся полным провалом. Однако, когда моя жена сказала, что ей и детям нужен второй компьютер Apple, а системный администратор сообщил, что Fidelity закупает шестьдесят новых «макинтошей», я понял, что, во-первых, Apple все еще популярна в стране и, во-вторых, она вновь присутствует на рынке. Я приобрел миллион акций, о чем ничуть не жалею.

Моя вера в Chrysler сильно укрепилась после разговора с Ли Якоккой, который был известен своими успехами в снижении издержек и улучшении модельного ряда автомобилей. Я обратил внимание на то, что парковочная площадка для руководства компании возле головного офиса наполовину пустовала. Это был еще один признак успеха. Однако настоящий восторг я испытал во время посещения выставочного зала, где смог осмотреть изнутри и снаружи новые модели Laser, New Yorker и LeBaron с откидным верхом.

Многие годы Chrysler пользовалась репутацией консервативного производителя автомобилей, но последние модели отличались особым шиком, особенно та, что с откидным верхом. (Она была сделана на основе седана LeBaron, у которого сняли жесткую крышу.)

Я проглядел мини-вэн, который стал самой успешной моделью Chrysler, своего рода аналогом L'eggs в 1980-х гг. Но в целом у меня сложилось впечатление, что компания движется в правильном направлении. Недавно Chrysler удлинила свой мини-вэн, поставила на него более мощный двигатель, как того хотели покупатели, и сегодня доля мини-вэнов Chrysler среди легковых автомобилей и пикапов, продаваемых в США, составляет 3%. Пожалуй, я и сам

куплю такой мини-вэн, как только мой одиннадцатилетний Concord компании AMC окончательно заржавеет.

Удивительно, как много можно узнать об отрасли на автостоянках возле лыжных баз, торговых центров, боулинг-клубов и церквей. Всякий раз, увидев мини-вэн Chrysler или Ford Taurus (кстати, Ford по-прежнему объект моих крупнейших инвестиций) на стоянке, я подхожу к водителю и спрашиваю: «Как вам этот автомобиль?», «Как долго вы на нем ездите?» и «Вы бы посоветовали его купить?» До настоящего момента ответы были положительными, это добрый знак для Chrysler и Ford. Тем временем Кэролин изучает новинки The Limited и Pier 1 Imports, а также новые салаты McDonald's.

Чем более однородной становится страна, тем больше вероятность, что вещи, пользующиеся популярностью в одном торговом центре, будут популярными и в других. Попробуйте подсчитать, успех или провал скольких брендов или продуктов вы предсказали верно.

Почему же я не купил акции OshKosh B'Gosh, ведь наши дети выросли в замечательных комбинезонах OshKosh? Почему я отговорил себя от покупки Reebok лишь потому, что подруга моей жены пожаловалась на мозоли, натертые обувью этой марки? Представляете, каково упустить пятикратник только потому, что сосед плохо отозвался о тапочках? В этом бизнесе не все так просто.

## ЧТЕНИЕ ОТЧЕТОВ

Нет ничего удивительного в том, что большинство годовых отчетов в конечном счете оказываются в мусорном ведре. На глянцевых страницах напечатан текст, который понятен, но бесполезен, а те показатели, что идут в конце, малопонятны, но очень важны. Между тем полезную информацию можно извлечь из годового отчета всего за несколько минут, и я никогда не трачу на это занятие больше времени.

Рассмотрим, например, годовой отчет Ford за 1987 г. На его обложке красуется снимок Lincoln Continental, сделанный Томом Войновски, а внутри — воздание почестей Генри Форду II и его фотография на фоне портрета деда Генри I. В нем есть дружественное послание к акционерам, трактат о корпоративной культуре и упоминание того, что Ford спонсировала выставку работ Беатрикс Поттер, автора сказок о кролике Питере.

На двадцать седьмой странице, уже из более дешевой бумаги, я нахожу консолидированный баланс (см. форму). (Это общее правило для годовых отчетов и, наверное, для всех печатных изданий: чем дешевле бумага, тем ценнее информация.) В балансе отражены активы и пассивы. Для меня это значимая информация.

### Консолидированный баланс, млн долл.

На 31 декабря 1987 и 1986 гг.  
 Компания Ford Motor и дочерние компании

| Активы   | 1987     | 1986     |
|--|----------|----------|
| <b>Краткосрочные активы</b>  |          |          |
| Деньги и денежные эквиваленты  | 5 672,9  | 3 459,4  |
| Ликвидные ценные бумаги по минимальной рыночной цене и начисленные проценты  | 4 424,1  | 5 093,7  |
| Дебиторская задолженность, включая 1554,9 млн долл. и 733,3 млн долл. от неконсолидированных дочерних компаний         | 4 401,6  | 3 487,8  |
| Запасы (Примечание 1*)   | 6 321,3  | 5 792,6  |
| Прочие краткосрочные активы (Примечание 4)   | 1 161,6  | 624,5    |
| Всего оборотные активы   | 21 981,5 | 18 458,0 |
| <b>Долевая собственность в чистых активах неконсолидированных дочерних и аффилированных компаний (Примечание 6)</b>    | 7 573,9  | 5 088,4  |
| <b>Имущество</b>   |          |          |
| Основные средства по себестоимости (Примечание 7)  | 25 079,4 | 22 991,8 |
| Минус накопленная амортизация  | 14 567,4 | 13 187,2 |
| Чистая стоимость основных средств  | 10 512,0 | 9 804,6  |
| Неамортизированное спецоборудование  | 3 521,5  | 3 396,1  |
| Чистая стоимость имущества   | 14 033,5 | 13 200,7 |
| <b>Прочие активы (Примечание 10)</b>   |          |          |
| <b>Всего активы</b>  | 44 955,7 | 37 933,0 |
| <b>Обязательства и акционерный капитал</b>   |          |          |
| <b>Краткосрочные обязательства</b>   |          |          |
| Кредиторская задолженность   |          |          |
| Торговая   | 6 564,0  | 5 752,3  |
| Прочая   | 2 624,1  | 2 546,1  |
| Всего кредиторская задолженность   | 9 188,1  | 8 298,4  |
| Налог на прибыль   | 647,6    | 737,5    |
| Краткосрочные займы  | 1 803,3  | 1 230,1  |
| Долгосрочные займы, подлежащие погашению в течение года  | 79,4     | 73,9     |
| Начисленные обязательства (Примечание 8)   | 6 075,0  | 5 285,7  |
| Всего краткосрочные обязательства  | 17 793,4 | 15 625,6 |
| Долгосрочные займы (Примечание 9)  | 1 751,9  | 2 137,1  |
| Прочие обязательства (Примечание 8)  | 4 426,5  | 3 877,0  |
| Отложенный налог на прибыль (Примечание 4)   | 2 354,7  | 1 328,1  |
| Доля меньшинства в чистых активах консолидированных дочерних компаний  | 136,5    | 105,7    |
| Гарантии и обязательства (Примечание 14)   | —        | —        |
| <b>Акционерный капитал</b>   |          |          |
| Номинальный капитал (Примечания 10, 11)  | —        | —        |
| Привилегированные акции, номинальная стоимость 1 долл. за акцию  | —        | —        |
| Обыкновенные акции, номинальная стоимость 1 долл. и 2 долл. за акцию (выпущено 469,8 и 249,1 млн акций соответственно) | 469,8    | 498,2    |
| Акции класса В, номинальная стоимость 1 долл. и 2 долл. за акцию (выпущено 37,7 и 19,3 млн акций соответственно)       | 37,7     | 38,6     |
| Дополнительный оплаченный капитал  | 595,1    | 605,5    |
| Корректировка в связи с изменением курса иностранных валют (Примечание 1)  | 672,6    | (450,0)  |
| Реинвестированная прибыль  | 16 717,5 | 14 167,2 |
| Всего акционерный капитал  | 18 492,7 | 14 859,5 |
| Всего обязательства и акционерный капитал  | 44 955,7 | 37 933,0 |
| Справочно: акционерный капитал на акцию**  | 36,44    | 27,68    |

\* Прилагаемые примечания составляют неотъемлемую часть финансовой отчетности.

\*\* Информация по акциям приведена с учетом дробления, проведенного 10 декабря 1987 г., в соотношении 2:1.

В разделе «Краткосрочные активы» в верхней части баланса я вижу, что компания имеет 5,672 млрд долл. в виде денег и денежных эквивалентов плюс 4,424 млрд долл. в виде ликвидных ценных бумаг. Эти две статьи составляют текущую денежную позицию, которую я округляю до 10,1 млрд долл. Сопоставление данных 1987 г. и 1986 г. показывает, что денежная позиция Ford растет. Это явный признак процветания.

Далее я обращаюсь ко второй части баланса, а именно к статье «Долгосрочные займы». В 1987 г. долгосрочные займы составляли 1,75 млрд долл., что значительно меньше, чем в предыдущем году. Сокращение долговых обязательств — еще один признак процветания. Денежная позиция, превышающая долговые обязательства, улучшает баланс. Более низкая денежная позиция ухудшает его.

Вычитание долгосрочного долга из денежной позиции дает «чистую денежную позицию» Ford — 8,35 млрд долл. Итак, денежная позиция превышает долг на 8,35 млрд долл. Это очень хороший признак. Что бы ни случилось, Ford не грозит банкротство.

(Вы, наверное, заметили, что у Ford есть краткосрочные займы в размере 1,8 млрд долл. При расчетах я не учитываю краткосрочный долг. Пуристы могут возражать сколько угодно, однако к чему все усложнять? Я просто исхожу из того, что стоимость прочих активов компании (запасов и т.п.) достаточна для покрытия краткосрочных долговых обязательств.)

Нередко долгосрочные заимствования превышают денежную позицию, денежные статьи сокращаются, долг растет, и компания имеет слабую финансовую позицию. Цель этого краткого анализа в том, чтобы выяснить, какова позиция компании — слабая или сильная.

После этого я перехожу к обобщенной финансовой отчетности за десять лет на странице 38 и изучаю общую картину. Выясняется, что компания выпустила в обращение 511 млн акций. Я также отмечаю, что в последние два года их количество сокращается. Иными словами, Ford выкупает свои акции, и это хороший знак.

Деление денежной позиции в размере 8,35 млрд долл. на 511 млн акций в обращении показывает, что на одну акцию Ford приходится 16,30 долл. чистых денежных средств. Почему этот показатель важен, я расскажу в следующей главе.

Далее идут уже более сложные вещи. Если вы предпочитаете читать не баланс, а статью о Генри Форде, то вам лучше спросить у своего брокера, выкупает ли Ford акции, что больше, денежная позиция или долгосрочный долг, и сколько денежных средств приходится на акцию.

Будем реалистами. Я не собираюсь вовлекать вас в дебри анализа финансовой отчетности. Существуют ключевые показатели, которые помогают контролировать состояние компании. Если вы можете получить их из годовых отчетов, прекрасно. Если же нет, то обратитесь к другим источникам — отчетам S&P, своему брокеру или публикациям Value Line.

### Обобщенная финансовая отчетность за 10 лет, млн долл.

Компания Ford Motor и дочерние компании

| Обобщенные данные   | 1987   | 1986                                 | 1985   | 1984                                 | 1983  | 1982   | 1981   | 1980      | 1979  | 1978  |
|---|--|--------------------------------------|--|--------------------------------------|---|--|--|-----------|---|---|
| <b>Продажи</b>  | 71 643,4   | 62 715,8                             | 51 774,4   | 52 366,4                             | 44 454,6  | 37 067,2   | 38 247,1   | 37 085,5  | 45 513,7  | 42 784,1  |
| Совокупные затраты  | 65 442,2   | 58 659,3                             | 50 044,7   | 48 944,2                             | 42 650,9  | 37 550,8   | 39 502,9   | 39 363,8  | 42 596,7  | 40 425,6  |
| Операционная прибыль (убыток)                                 | 6 201,2  | 4 056,5                              | 2 729,7  | 3 422,2                              | 1 803,7   | (483,6)  | (1 255,8)  | (2 278,3) | 9 170   | 2 358,5   |
| Процентный доход  | 866,0  | 678,8                                | 749,1  | 917,5                                | 569,2   | 562,7  | 624,6  | 543,1     | 693,0   | 456,0   |
| Процентные расходы  | 440,6  | 482,9                                | 446,6  | 536,0                                | 567,2   | 745,5  | 674,7  | 432,5     | 246,8   | 194,8   |
| Доля в чистой прибыли неконсолидированных дочерних компаний   | 753,4  | 816,9                                | 598,1  | 479,1                                | 360,6   | 258,5  | 167,8  | 187,0     | 146,2   | 159,0   |
| Прибыль (убыток) до налогообложения                           | 7 380,0  | 5 069,3                              | 3 630,3  | 4 282,8                              | 2 166,3   | (407,9)  | (1 138,1)  | (1 980,7) | 1 509,4   | 2 778,7   |
| Резерв (кредит) по налогу на прибыль                          | 2 726,0  | 1 774,2                              | 1 103,1  | 1 328,9                              | 27,02   | 256,6  | (68,3)   | (435,4)   | 330,1   | 1 175,0   |
| Доля меньшинства  | 28,8   | 10,0                                 | 11,8   | 47,1                                 | 29,2  | (6,7)  | (9,7)  | (2,0)     | 10,0  | 14,8  |
| Чистая прибыль (убыток)                                       | 4 625,2  | 3 285,1                              | 2 515,4  | 2 906,8                              | 1 866,9   | (657,8)  | (1 060,1)  | (1 543,3) | 1 169,3   | 1 588,9   |
| Денежные дивиденды  | 805,0  | 591,2                                | 442,7  | 369,1                                | 90,9  | -  | 144,4  | 312,7     | 467,6   | 416,6   |
| Нераспределенная прибыль (убыток)                             | 3 820,2  | 2 693,9                              | 2 072,7  | 2 537,7                              | 1 776,0   | (657,8)  | (1 204,5)  | (1 856,0) | 701,7   | 1 172,3   |
| Рентабельность продаж после налогообложения                   | 6,5%   | 5,3%                                 | 4,8%   | 5,6%                                 | 4,3%  | *  | *  | *         | 2,7%  | 3,7%  |
| Акционерный капитал на конец года                             | 18 492,7   | 14 859,5                             | 12 268,6   | 9 837,7                              | 7 545,3   | 6 077,5  | 7 362,2  | 8 567,5   | 10 420,7  | 9 686,3   |
| Активы на конец года  | 44 955,7   | 37 933,0                             | 31 603,6   | 27 485,6                             | 23 868,9  | 21 961,7   | 23 021,4   | 24 347,6  | 23 524,6  | 22 101,4  |
| Долгосрочный долг на конец года                               | 1 751,9  | 2 137,1                              | 2 157,2  | 2 110,9                              | 2 712,9   | 2 353,3  | 2 709,7  | 2 058,8   | 1 274,6   | 1 144,5   |
| Среднее число акций в обращении (млн)                         | 511,0  | 533,1                                | 553,6  | 552,4                                | 544,2   | 541,8  | 541,2  | 541,2     | 539,8   | 535,6   |
| Чистая прибыль (убыток) на акцию (долл.)                      | 9,05   | 6,16                                 | 4,54   | 5,26                                 | 3,43  | (1,21)   | (1,96)   | (2,85)    | 2,17  | 2,97  |
| Чистая прибыль при полном разводнении                         | 8,92   | 6,05                                 | 4,40   | 4,97                                 | 3,21  | —  | —  | —         | 2,03  | 2,76  |
| Денежные дивиденды  | 1,58   | 1,11                                 | 0,80   | 0,67                                 | 0,17  | 0  | 0,27   | 0,58      | 0,87  | 0,78  |
| Акционерный капитал на конец года                             | 36,44  | 27,68                                | 21,97  | 17,62                                | 13,74   | 11,20  | 13,57  | 15,79     | 19,21   | 17,95   |
| Диапазон цен на обыкновенные акции (NYSE)                     | 56 <sup>3</sup> / <sub>8</sub><br>28 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> | 31 <sup>1</sup> / <sub>4</sub><br>18 | 19 <sup>1</sup> / <sub>4</sub><br>13 <sup>3</sup> / <sub>8</sub> | 17 <sup>1</sup> / <sub>8</sub><br>11 | 15 <sup>1</sup> / <sub>2</sub><br>7 <sup>5</sup> / <sub>8</sub> | 9 <sup>1</sup> / <sub>4</sub><br>3 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> | 5 <sup>1</sup> / <sub>4</sub><br>3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> | 8<br>4    | 10 <sup>1</sup> / <sub>8</sub><br>6 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> | 11 <sup>1</sup> / <sub>2</sub><br>8 <sup>5</sup> / <sub>8</sub> |
| <b>Основные средства</b>                                      |  |                                      |  |                                      |   |  |  |           |   |   |
| Капиталовложения в основные средства (кроме спецоборудования) | 2 268,7  | 2 068,0                              | 2 319,8  | 2 292,1                              | 1 358,6   | 1 605,8  | 1 257,4  | 1 583,8   | 2 152,3   | 1 571,5   |
| Амортизация   | 1 814,2  | 1 666,4                              | 1 444,4  | 1 328,6                              | 1 262,8   | 1 200,8  | 1 168,7  | 1 057,2   | 895,9   | 735,5   |
| Расходы на спецоборудование                                   | 1 343,3  | 1 284,6                              | 1 417,3  | 1 223,1                              | 974,4   | 1 361,6  | 970,0  | 1 184,7   | 1 288,0   | 970,2   |
| Амортизация спецоборудования                                  | 1 353,2  | 1 293,2                              | 948,4  | 979,2                                | 1 029,3   | 955,6  | 1 010,7  | 912,1     | 708,5   | 578,2   |
| <b>Персонал во всех странах<sup>1</sup></b>                   |  |                                      |  |                                      |   |  |  |           |   |   |
| Фонд оплаты труда   | 11 669,6   | 11 289,7                             | 10 175,1   | 10 018,1                             | 9 280,4   | 9 020,7  | 9 536,0  | 9 663,4   | 10 293,8  | 9 884,0   |
| Совокупная стоимость рабочей силы                             | 16 567,1   | 15 610,4                             | 14 033,4   | 13 802,9                             | 12 558,3  | 11 057,0   | 12 428,5   | 12 598,1  | 13 386,3  | 12 631,7  |
| Средняя численность работников                                | 350 320  | 382 274                              | 369 314  | 389 917                              | 386 342   | 385 487  | 411 202  | 432 987   | 500 464   | 512 088   |
| <b>Персонал в США<sup>1</sup></b>                             |  |                                      |  |                                      |   |  |  |           |   |   |
| Фонд оплаты труда   | 7 761,6  | 7 703,6                              | 7 212,9  | 6 875,3                              | 6 024,6   | 5 489,3  | 5 641,3  | 5 370,0   | 6 368,4   | 6 674,2   |
| Средняя численность работников                                | 180 838  | 181 476                              | 172 165  | 178 758                              | 168 507   | 161 129  | 176 146  | 185 116   | 244 297   | 261 132   |
| Среднечасовая стоимость рабочей силы <sup>2</sup>             |  |                                      |  |                                      |   |  |  |           |   |   |
| Заработная плата  | 16,50  | 16,12                                | 15,70  | 15,06                                | 13,93   | 13,38  | 12,75  | 11,45     | 10,35   | 9,73  |
| Социальный пакет  | 12,38  | 11,01                                | 10,75  | 9,40                                 | 8,54  | 9,79   | 8,93   | 8,54      | 5,59  | 4,36  |
| Итого   | 28,88  | 27,13                                | 26,45  | 24,46                                | 22,47   | 23,17  | 21,68  | 19,99     | 15,94   | 14,09   |

Информация по акциям скорректирована с учетом дивидендов, выплаченных акциями, и дробления.

\* 1982, 1981 и 1980 гг. были убыточными.

<sup>1</sup> Включает неконсолидированные дочерние компании в сфере финансов, страхования и недвижимости.

<sup>2</sup> За один час работы (долл.). Без учета данных по дочерним компаниям.

Материалы Value Line читать проще, чем баланс. Если у вас нет опыта, начните с них. Там есть информация о денежных средствах и долговых обязательствах, сводки за несколько лет, откуда можно узнать, что происходило во время последнего спада, растет ли прибыль, всегда ли выплачиваются дивиденды и т.д. Наконец, в них приводится пятибалльная оценка финансовой устойчивости компаний, которая дает примерное представление о способности компании противостоять трудностям. (Существует также рейтинги «своевременности» покупки акций, но меня они не интересуют.)

Я откладываю в сторону годовой отчет, чтобы рассмотреть каждый значимый показатель и больше не утруждать себя их поиском.

## Ключевые показатели

Рассмотрим показатели, на которые инвестору необходимо обращать внимание. Порядок, в котором они следуют, не связан с их значимостью.

## ДОЛЯ ПРОДАЖ

Если мой интерес к компании обусловлен определенным продуктом, например L'eggs, Pampers, лекарственным средством буфферин или пластиком Lexan, первым делом я выясняю, что этот продукт значит для компании. Какова его доля в продажах компании? Колготки L'eggs привели к взлету акций Hanes лишь потому, что Hanes — относительно небольшая компания. Подгузники Pampers были намного прибыльнее, чем L'eggs, однако не оказали такого же эффекта на огромную Procter and Gamble.

Предположим, вас заинтересовал перспективный пластик Lexan компании General Electric. У своего брокера или из годового отчета вы узнаете, что пластики — это часть продукции отделения по производству материалов, доля которого в совокупном доходе GE составляет 6,8%. Lexan может ожидать участь Pampers: для акционеров GE этот продукт ничего не меняет. После этого вам надо поинтересоваться, нет ли другого производителя Lexan, или забыть о нем.

## КОЭФФИЦИЕНТ P/E

К коэффициенту P/E мы уже обращались, однако у него есть еще одна полезная особенность: у компании, акции которой оценены справедливо, P/E равен темпу роста. Точнее, темпу роста прибыли. Как это узнать? Поинтересуйтесь у брокера темпом роста в сравнении с коэффициентом P/E.

Например, Coca-Cola при P/E, равном 15, должна расти на 15% в год. Если P/E ниже темпа роста компании, то ее акции — удачная находка для инвестора. Так, компания с темпом роста 12% в год и P/E, равном 6, весьма привлекательный объект вложения. Наоборот, компания с темпом роста 6% в год и P/E, равном 12, малопривлекательна и приближается к упадку.

Если P/E вдвое меньше темпа роста, это считается очень позитивным сигналом, а если вдвое больше темпа роста — очень негативным. Мы всегда пользуемся этим показателем при оценке акций для взаимных фондов.

Если у вашего брокера нет данных о темпе роста компании, его можно определить самостоятельно. Для этого нужно взять из Value Line или отчета S&P годовую прибыль и подсчитать процент прироста по отношению к предыдущему году. Полученный показатель также поможет определить, переоценены акции или нет. Что касается будущего темпа роста, то о нем остается только гадать.

Чуть более сложный расчет позволяет учесть дивиденды. Определите долгосрочный темп роста (например, 12% для компании X), прибавьте к нему дивидендную доходность (например, компания X выплачивает 3%) и разделите полученный результат на коэффициент P/E (например, 10 для компании X). Сумма 12 и 3, деленная на 10, равна 1,5.

Плохим считается результат ниже 1, средним — 1,5, а хорошим, который и следует искать, — 2 и выше. Превосходный показатель, равный 3, имеет, например, компания с 15%-ным темпом роста, 3%-ной дивидендной доходностью и коэффициентом P/E, равным 6.

## ДЕНЕЖНАЯ ПОЗИЦИЯ

Мы уже определяли чистую денежную позицию Ford (8,35 млрд долл.) путем вычитания долгосрочного долга из денежной позиции. Денежная позиция в миллиарды долларов непременно должна привлечь внимание инвестора. И вот почему.

С 1982 по 1988 г. акции Ford выросли с 4 до 38 долл. с учетом дробления. За это время я купил пять миллионов акций, моя прибыль от них при цене 38 долл. была огромной. С другой стороны, хор аналитиков с Уолл-стрит уже два года возвещал о том, что акции Ford переоценены. Многие консультанты утверждали, что эта циклическая автомобильная компания спела свою лебединую песню и стоит на пороге неудач. Я даже несколько раз порывался продавать ее акции.

Однако годовой отчет компании говорил мне о том, что Ford накопила 16,30 долл. чистых денежных средств на акцию. Иными словами, на каждую акцию, которую я держал, приходился бумажный бонус в размере 16,30 долл., представляющий собой скрытый возврат денег.

Бонус менял все. Выходило, что я покупал автомобильную компанию не по 38 долл. за акцию, как она стоила тогда, а за 21,70 долл. (38 долл. минус 16,30 долл.). Аналитики ожидали, что автомобильный бизнес принесет Ford прибыль в размере 7 долл. на акцию. Тогда при цене 38

долл. за акцию P/E составит 5,4, а при цене 21,70 долл. — 3,1. Второе значение P/E привлекательно как для циклических, так и нециклических компаний. Будь Ford никудышной компанией, а ее последние модели автомобилей — отвратительными, это, наверное, не произвело бы на меня впечатления. Однако Ford — замечательная компания, и ее последние модели легковых и грузовых автомобилей пришлись покупателям по душе.

Денежная позиция удержала меня от продажи акций Ford. После того, как я принял это решение, они поднялись в цене еще на 40%.

Мне также было известно (любой мог прочитать об этом на пятой странице годового отчета, в его глянцевого легко читаемой части), что в 1987 г. группа финансовых компаний Ford — Ford Credit, First Nationwide, U.S. Leasing и другие — принесла 1,66 долл. на акцию. Ford Credit, чья доля составляла 1,33 долл. на акцию, «демонстрировала рост прибыли тринадцать лет подряд».

Если взять типичный для финансовых компаний коэффициент P/E, равный 10, то окажется, что стоимость этих дочерних предприятий в 10 раз превышает 1,66 долл. на акцию и составляет 16,60 долл. на акцию.

Таким образом, при текущей цене акций Ford 38 долл., вы получаете 16,30 долл. в виде чистых денежных средств и 16,60 долл. в виде стоимости финансовых компаний, и в целом автомобильный бизнес обходится вам в 5,10 долл. за акцию. К тому же ожидаемая прибыль самого автомобильного бизнеса должна была составить 7 долл. на акцию. Спрашивается, рискованны ли инвестиции в Ford? При цене 5,10 долл. акции Ford были настоящей находкой, несмотря на то, что с 1982 г. они выросли почти в 10 раз.

Еще одной компанией, имеющей значительную денежную позицию, является Boeing. В начале 1987 г. ее акции продавались по 40 долл. с небольшим, однако с учетом 27 долл. в виде чистых денежных средств ее акции стоили 15 долл. В начале 1988 г. я приобрел небольшой пакет акций компании и впоследствии увеличил его из-за денежной позиции и рекордно высокого объема коммерческих заказов.

Конечно, денежная позиция не всегда меняет дело. Чаще она недостаточна, чтобы ей уделять особое внимание. У Schlumberger, например, большая денежная позиция, но в пересчете на акцию она становится не очень впечатляющей. Денежная позиция Bristol-Myers в размере 1,6 млрд долл. при долгосрочном долге всего 200 млн долл. выглядит внушительно. Однако при 280 млн акций в обращении чистая денежная позиция в 1,4 млрд долл. дает всего 5 долл. на акцию. Такая сумма при цене акций 40 долл. мало что значит. Вот если бы акции торговались по 15...

Как бы то ни было, в ходе исследования инвестору никогда не помешает проверить денежную позицию компании (а также стоимость взаимосвязанного бизнеса). Кто знает, вдруг посчастливится наткнуться на компанию вроде Ford.

Раз уж речь зашла о Ford, что она собирается делать со своими деньгами? Пока компания наращивает денежную позицию, предположения о ее возможном использовании могут повлиять на курс акций. Ford повышает дивиденды и интенсивно выкупает собственные акции, но у компании все равно остаются миллиарды. Некоторые опасаются, что Ford выбросит их на поглощения, однако пока компания проводит сдержанную политику в этой сфере.

Ford владеет ссудо-сберегательной и кредитной компаниями, совместно с партнерами контролирует Hertz Rent-A-Car. За Hughes Aerospace она предложила низкую цену и поэтому проиграла. Поглощение TRW способно принести ощутимую синергию: это крупнейший мировой производитель автомобильных деталей и компонентов, который присутствует на смежном рынке электроники. Более того, TRW может стать крупнейшим производителем подушек безопасности для автомобилей. Если же Ford купит Merrill Lynch или Lockheed (о чем ходили слухи), не пополнит ли она длинный список игроков в диверсификацию?

## ДОЛЯ ЗАЕМНЫХ СРЕДСТВ

Сколько компания должна и сколько у нее собственных средств? Долг против собственного капитала. Именно этот вопрос интересует кредитного эксперта при определении вашего кредитного риска.

Баланс компании имеет две стороны. Слева раскрываются активы (запасы, дебиторская задолженность, основные средства и т.д.), а справа — источники финансирования активов.



Финансовую устойчивость компании можно быстро оценить, сравнив собственный капитал с заемными средствами в правой части баланса.

Рассчитать коэффициент «заемные средства/собственный капитал» несложно. Как видно из баланса Ford за 1987 г., совокупный акционерный капитал компании составляет 18,492 млрд долл. Чуть выше указан размер долгосрочных займов — 1,7 млрд долл. (Существуют также краткосрочные займы, но, как уже говорилось, при оценке я не беру их в расчет. Если денежных средств — см. вторую строку — достаточно для покрытия краткосрочных долговых обязательств, то их можно не учитывать.)

В нормальном балансе на собственный капитал должно приходиться 75%, а на заемный — 25%. У Ford отношение заемных средств к собственным составляет 1,7 млрд долл. к 18 млрд долл., т.е. на собственный капитал приходится 91%, а на заемный — менее 10%. Это очень сильный баланс. В еще более сильном балансе долг может составлять 1%, а собственный капитал 99%. Слабый баланс — это, например, 80% долга и 20% собственных средств.

Особое внимание доле заемных средств я уделяю при изучении компаний, выходящих из кризиса или испытывающих трудности. Уровень заимствований, как ничто другое, показывает, какие компании выживут, а какие станут банкротами. Молодые компании с большим долгом — рискованный объект инвестирования.

Одно время я присматривался к двум технологическим компаниям, находящимся в кризисе: GCA и Applied Materials. Они выпускали средства производства для электронной промышленности — оборудование для изготовления микросхем, т.е. принадлежали к одному из высокотехнологичных секторов, с которыми лучше не связываться. Обе компании лишней раз подтвердили это. В конце 1985 г. акции GCA упали с 20 до 12 долл., а акции Applied Materials с 16 до 8 долл.

Разница между ними заключалась в том, что на момент кризиса GCA имела долг в размере 114 млн долл., в основном банковские кредиты. Я поясню это чуть позже. Ее денежная позиция составляла 3 млн долл., а основным активом были запасы стоимостью 73 млн долл. Однако в электронном бизнесе все меняется очень быстро, и то, что стоило 73 млн долл. в одном году, может оцениваться всего в 20 млн долл. в следующем. Кто знает, сколько компания выручит при распродаже запасов по бросовым ценам? Долг Applied Materials составлял 17 млн долл., а денежная позиция — 36 млн долл.

С оживлением рынка электронных компонентов акции Applied Materials поднялись с 8 до 36 долл., чего нельзя сказать об акциях GCA. Одна компания разорилась и была куплена по 10 центов за акцию, а другая стала четырехкратником. Все определило долговое бремя.

Не только фактическая сумма долга, но его характер отделяет победителей от проигравших. Следует различать банковские и облигационные займы.

Банковские займы (наихудший вид заимствования, именно его использовала GCA) подлежат погашению по требованию. Их источником не обязательно должны быть банки. Они могут иметь вид краткосрочных коммерческих бумаг, выписываемых одной компанией в пользу другой. Главное, такие займы имеют очень короткие сроки погашения, нередко с условием возврата по первому требованию. Это означает, что кредитор вправе потребовать свои деньги обратно при малейшем ухудшении положения заемщика. Если последний не в состоянии погасить долг, его объявляют банкротом. Кредиторы в буквальном смысле раздевают компанию, а на долю акционеров не остается ничего.

Облигационные займы (наилучший вид заимствования, с точки зрения акционера) не предусматривают возврата по требованию, какой бы мрачной ни была ситуация, пока заемщик выплачивает проценты. Срок возврата основной суммы долга может составлять 15, 20 и даже 30 лет. Как правило, такие заимствования осуществляются путем выпуска долгосрочных корпоративных облигаций.

Рейтинговые агентства могут повышать или понижать кредитный рейтинг корпоративных облигаций в зависимости от финансового состояния компании, однако, что бы ни случилось, держатели облигаций, в отличие от банков, не вправе требовать возврата основного долга. В некоторых случаях даже процентные платежи отсрочиваются. Облигационный заем дает компаниям время на выход из кризиса. (В примечаниях к годовому отчету компания приводит долгосрочные займы, процентные платежи и сроки погашения.)

Структура долга и его размер требуют особого внимания при анализе выходящих из кризиса компаний вроде Chrysler. Все знали, что Chrysler сидит в долговой яме. Главным элементом плана по выводу компании из кризиса был гарантированный правительством заем в размере

1,4 млрд долл., предоставляемый в обмен на акции. Позднее правительство продало опционы на эти акции и получило большую прибыль, но в тот момент никто не мог поручиться, что будет именно так. Зато было ясно, что правительственные деньги обеспечивают Chrysler возможность маневра.

Я знал, что Chrysler имела денежную позицию в 1 млрд долл. и что она недавно продала компании General Dynamics танковое производство за 336 млн долл. Да, в то время у Chrysler были небольшие убытки, но ее денежная позиция и структура заимствования говорили о том, что банкиры не закроют предприятие в ближайшую пару лет.

Если бы вы, как и я, верили в оживление автоиндустрии, то, учитывая преобразования в Chrysler и превращение ее в низкокзатратного производителя, вряд ли усомнились в возможности оздоровления компании. Даже риски были не так страшны, как рисовали газеты.

Micron Technology — еще одна компания, которую спасла структура заимствований, и фонд Fidelity сыграл в этом не последнюю роль. Эта замечательная компания из штата Айдахо была на грани банкротства в результате спада в секторе чипов памяти и демпинга со стороны японских производителей DRAM. Micron подала иск с заявлением, что японцы не могут производить эти чипы дешевле, чем она, а следовательно, продают продукцию ниже себестоимости с целью вытеснения конкурентов. И представьте себе, Micron выиграла.

К тому времени все внутренние производители, кроме Texas Industries и Micron, обанкротились. Возрождению Micron угрожали накопленные банковские займы, ее акции упали с 40 до 4 долл. Последней надеждой компании стал крупный выпуск конвертируемых облигаций (т.е. облигаций, которые держатель мог обменять на акции). Он позволял компании привлечь средства для погашения банковского долга и преодоления кратковременных финансовых трудностей, поскольку срок погашения облигаций наступал через несколько лет.

Фонд Fidelity приобрел большой пакет этих облигаций. С оживлением рынка чипов памяти Micron вновь стала прибыльной компанией, ее акции выросли с 4 до 24 долл., и Fidelity получил хороший выигрыш.

## ДИВИДЕНДЫ

Знаете, что меня действительно радует?

Получение дивидендов.

Джон Рокфеллер, 1901 г.

Инвесторы, желающие получать дополнительный доход, отдадут предпочтение компаниям, которые выплачивают дивиденды. В этом нет ничего зазорного. Чек, полученный по почте, не лишний даже для Джона Рокфеллера. Но, как мне кажется, главное все же не сами дивиденды, а то, как они (или их отсутствие) влияют со временем на стоимость компании и цену акций.

Принципиальный конфликт между директорами и акционерами в вопросе о дивидендах сродни конфликту между детьми и родителями по поводу сбережений. Детям хочется потратить их сразу, а родителям — сократить расходы для блага детей.

В пользу компаний, выплачивающих дивиденды, есть веский аргумент: тот, кто не платит дивидендов, склонен к выбрасыванию денег на диверсификацию. Я сталкивался с этим достаточно, чтобы поверить в теорию мочевого пузыря в корпоративных финансах, предложенную Хью Линдтке из Pennzoil: чем полнее казна, тем сильнее позывы к ее опорожнению. Первой заслугой Хью Линдтке было превращение небольшой нефтяной фирмы в сильного конкурента, а второй — победа над Техасо (Голиаф) в суде и взыскание с нее 3 млрд долл., когда все пророчили Pennzoil (Давид) поражение.

(Шестидесятые годы, о которых я говорил выше, прошли под знаком «мочевого пузыря». Даже сейчас некоторые руководители не прочь ввязаться в бесперспективное предприятие и спустить прибыль, правда, масштабы уже не те, что были двадцать лет назад.)

Другой аргумент в пользу этих компаний заключается в том, что дивиденды в определенной мере удерживают акции от падения. Во время обвала 1987 г. акции с высокими дивидендами пострадали меньше других, их потери оказались вдвое меньше, чем у рынка в целом. Это одна из причин, по которым я держу в портфеле акции умеренно растущих и даже медленно растущих компаний. Для акций, торгующихся по 20 долл., дивиденд в размере 2 долл. означает 10%-ную доходность, но стоит им упасть до 10 долл., и вы сразу получаете 20%-ную доходность. Инвесторы, уверенные в сохранении высокой доходности, продолжают покупать

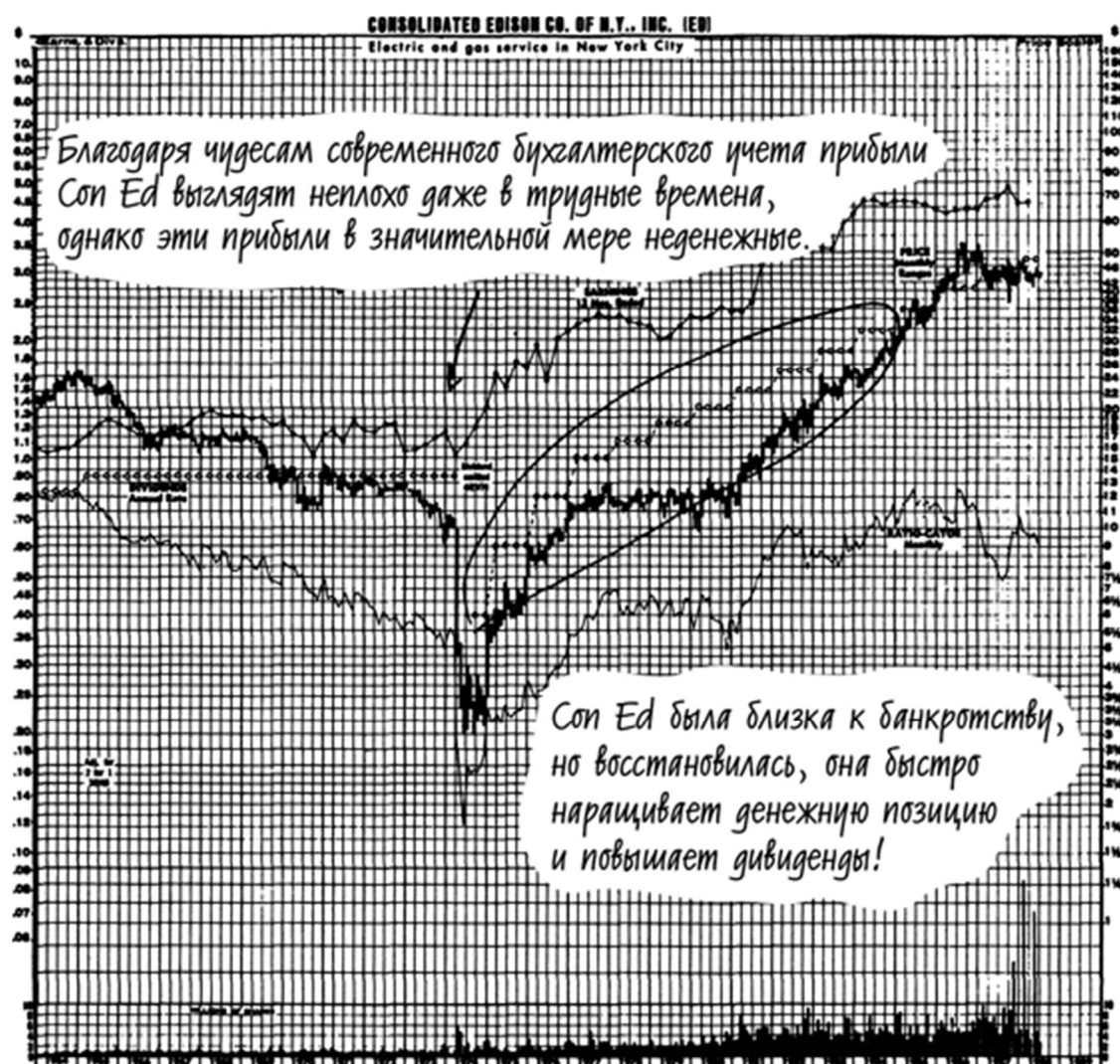
акции. Это приводит к появлению «дна» для цены акции. Например, акции голубых фишек с долгой историей выплаты и повышения дивидендов идут нарасхват при любом кризисе.

С другой стороны, менее крупные компании, не выплачивающие дивиденды, нередко демонстрируют более быстрый рост. Они направляют средства на расширение бизнеса. Компании выпускают акции в первую очередь для финансирования расширения без использования банковских займов. Лично я отдаю предпочтение компаниям с агрессивной политикой роста, а не скучным компаниям, стабильно выплачивающим дивиденды.

Основными плательщиками дивидендов являются коммунальные компании в сфере электроэнергетики и телефонии. В периоды спадов им не приходится строить заводы и приобретать оборудование, поэтому у них накапливаются денежные средства. В периоды подъемов дивиденды служат хорошим средством привлечения капитала, необходимого для строительства заводов.

Consolidated Edison обнаружила, что может покупать дополнительную электроэнергию в Канаде. Имеет ли ей смысл тратить деньги на новые дорогостоящие генераторы, а также на получение разрешений и строительство? Поскольку у Con Ed нет крупных расходов, ее денежная позиция увеличивается до сотен миллионов, она выкупает свои акции быстрее обычного и повышает дивиденды.

General Public Utilities, оправившись после аварии на АЭС Three Mile Island, вышла на тот же уровень, что и Con Ed десять лет назад (см. график). Теперь она также выкупает свои акции и повышает дивиденды.



## ВСЕГДА ЛИ ОНИ ВЫПЛАЧИВАЮТСЯ?

Если вы покупаете акции из-за дивидендов, поинтересуйтесь способностью компании выплачивать их во время спадов и финансовых трудностей. Вот, например, Fleet-Norstar, ранее Industrial National Bank, стабильно выплачивает дивиденды с 1791 г.

Акционерам медленно растущей компании, которая прекращает выплату дивидендов, приходится нелегко: вялый бизнес не позволяет рассчитывать на рост акций.

Лучший вариант для инвестора — компания с двадцати-, тридцатилетней историей повышения дивидендов. Например, для любителей дивидендов подошли бы акции Kellogg или RalstonPurina, компаний, которые в течение последних трех войн и восьми рецессий не только не прекращали выплату дивидендов, но и не снижали их. По надежности обремененные долгами компании вроде Southmark никогда не сравнятся с компаниями, имеющими небольшой долг, типа Bristol-Myers. (Кстати, Southmark, операции которой в сфере недвижимости оказались убыточными, приостановила выплату дивидендов на фоне падения акций с 11 до 3 долл.) Циклические компании не всегда могут похвастаться стабильными дивидендами: Ford прекратила выплаты еще в 1982 г., а ее акции с учетом дробления опустились ниже 4 долл. (исторический минимум за последние 25 лет). Прекращение выплаты

дивидендов не является поводом для беспокойства до тех пор, пока чистая денежная позиция Ford положительна.

## БАЛАНСОВАЯ СТОИМОСТЬ

В наше время балансовой стоимости уделяется большое внимание, возможно, потому, что ее очень легко отыскать. Она публикуется где угодно. Популярные компьютерные программы мгновенно определяют, какие акции торгуются дешевле балансовой стоимости. Люди вкладывают в них деньги, полагая, что акции, купленные по 10 долл. при балансовой стоимости 20 долл., достаются им за полцены.

Беда в том, что объявленная балансовая стоимость зачастую не имеет отношения к реальной стоимости компании. Она либо ниже, либо выше реальной стоимости. Так, балансовая стоимость обанкротившейся Penn Central на акцию превышала 60 долл.!

В конце 1976 г. балансовая стоимость Alan Wood Steel составляла 32 млн долл., или 40 долл. на акцию. Несмотря на это, через полгода компания объявила о начале процедуры банкротства по статье 11. Проблема была в том, что ее новое сталеплавильное производство, оцениваемое на бумаге почти в 30 млн долл., из-за неумелой организации и определенных технологических недоработок оказалось практически неработоспособным. Чтобы частично погасить долг, компания продала прокатный стан корпорации Lukens почти за 5 млн долл., а все остальное пошло на металлолом.

У текстильной компании может быть склад, забитый неликвидными тканями, которые числятся на балансе по 4 долл. за ярд. На деле их не купят и по 10 центов. Здесь действует неписаное правило: чем ближе к конечному продукту, тем менее предсказуема цена реализации. Цена на хлопок известна, но сколько будет стоить оранжевая хлопчатобумажная рубашка? Известно, сколько денег можно выручить за лист железа, но какой будет цена сделанного из него торшера?

Вот что произошло несколько лет назад, когда Уоррен Баффетт, самый искусный инвестор, решил закрыть нью-бедфордскую текстильную фабрику, одно из своих ранних приобретений. Руководство надеялось хоть что-то получить от продажи ткацких станков, балансовая стоимость которых составляла 866 тыс. долл. Однако на открытом аукционе станки, купленные совсем недавно по 5000 долл., были проданы по 26 долл., т.е. за сумму, которой не хватало даже на их вывоз. То, что имело балансовую стоимость 866 тыс. долл., реально принесло всего 163 тыс. долл.

Если бы кроме текстильного производства у Berkshire Hathaway, компании Баффетта, ничего больше не было, она превратилась бы в то, что привлекает охотников за балансовой стоимостью. «Гарри, взгляни-ка на этот баланс. Стоимость одних только ткацких станков составляет 5 долл. на акцию, а акции продаются по 2 долл. Это беспроигрышный вариант». Однако проиграть здесь проще простого: акции будут стоить не больше 20 центов, как только станки вывезут на свалку.

Переоцененные активы в левой части баланса особенно коварны при наличии большого долга в правой части баланса. Допустим, компания показывает активы в размере 400 млн долл. и долговые обязательства в размере 300 млн долл. Ее балансовая стоимость, таким образом, положительна и составляет 100 млн долл. Вы знаете, что долг абсолютно реален. А что если при банкротстве продажа активов принесет только 200 млн долл.? Тогда фактическая балансовая стоимость будет отрицательной — минус 100 млн долл. Иными словами, компания ничего не стоит.

Именно такая история приключилась с инвесторами-неудачниками, которые купили акции Radice, флоридской девелоперской компании, имеющей листинг Нью-Йоркской фондовой биржи. Их привлекло то, что стоимость активов на акцию составляла 50 долл. при цене акции 10 долл. Однако значительная доля стоимости компании была иллюзорной и объяснялась спецификой бухгалтерского учета в компаниях по недвижимости: проценты по займам отражаются как «актив» до тех пор, пока проект не будет завершен и продан.

Хорошо, если проект успешен, но Radice никак не удавалось найти покупателей для своих крупных проектов, а кредиторы (банки) требовали возврата денег. Долг компании был очень значительным, и когда банкиры взыскали все, что им причиталось, на балансе остались одни обязательства. Цена акций упала до 75 центов. Если фактическая стоимость компании равна минус 7 долл. и об этом известно достаточно широко, вряд ли что изменит цену акций в

лучшую сторону. Мне ли не знать об этом. Фонд Magellan держал тогда крупный пакет акций Radice.

Инвестор, покупающий акции из-за их балансовой стоимости, должен четко представлять, какова реальная стоимость активов. Например, в Penn Central в активах числились туннели и непригодные для использования железнодорожные вагоны.

## КОЕ-ЧТО ЕЩЕ О СКРЫТЫХ АКТИВАХ

Балансовая стоимость оказывается ниже фактической не реже, чем выше нее. В этих случаях мы имеем дело с недооцененными активами.

Компании, владеющие природными ресурсами (земля, лес, нефть или драгоценные металлы), отражают в балансе лишь часть их реальной стоимости. Например, в 1987 г. Handy and Harman, производитель изделий из драгоценных металлов, имела балансовую стоимость активов, включая довольно крупные запасы золота, серебра и платины, в размере 7,83 долл. на акцию. Однако на балансе такие запасы учитываются по стоимости приобретения, которое могло произойти тридцать лет назад. При текущих ценах (6,40 долл. за унцию серебра и 415 долл. за унцию золота) стоимость этих металлов составляет 19 долл. на акцию.

Handy and Harman торгуется на уровне 17 долл., т.е. ниже стоимости одних металлов — ну чем не возможность сыграть на активах? Наш друг Баффетт посчитал эту возможность хорошей. На протяжении нескольких лет у него была крупная позиция в акциях Handy and Harman. Цена акций, однако, не изменилась, прибыль компании неустойчива, а программа ее диверсификации не имела особого успеха. (Думаю, вы уже поняли, к чему ведут эти программы.)

Недавно стало известно, что Баффетт сокращает свое участие в этой компании. На сегодняшний день среди инвестиций Баффетта только приобретение Handy and Harman, несмотря на ее скрытые активы, кажется неудачным. Но стоит ценам на серебро и золото резко подняться, то же самое произойдет и с акциями.

Помимо золота и серебра существует множество других скрытых активов. Например, бренды Coca-Cola и Robitussin обладают колоссальной стоимостью, которая не отражена в балансе. То же самое справедливо и для патентованных лекарств, лицензий на кабельное телевидение, теле- и радиостанций — все это учтено на балансе по первоначальной стоимости, которая в результате амортизации постепенно списывается.

Я уже говорил о Pebble Beach, замечательной компании, имеющей скрытые активы в форме недвижимости. Я до сих пор упрекаю себя за то, что упустил ее акции. Pebble Beach далеко не единственный владелец недооцененной недвижимости. Пожалуй, самый лучший пример — железнодорожные компании. Например, Burlington Northern, Union Pacific и Santa Fe Southern Pacific имеют в собственности огромные земельные угодья, которые учтены в балансе по ничтожной стоимости.

Santa Fe Southern Pacific — крупнейший землевладелец в Калифорнии, которому принадлежит 1,3 млн акров (площадь всего штата — 100 млн акров). Суммарно в четырнадцати штатах в ее собственности находится 3 млн акров земли — вчетверо больше площади штата Род-Айленд. Другой пример — CSX, железнодорожная компания на юго-востоке страны. В 1988 г. CSX продала штату Флорида железнодорожную ветку протяженностью 80 миль. На балансе земля имела почти нулевую стоимость, а сама ветка оценивалась в 11 млн долл. SCX сохранила право использования ветки в непиковые часы, поэтому ее доходы не пострадали (перевозки стали осуществляться в другое время), а сделка принесла ей 264 млн долл. после уплаты налогов. Вот уж поистине, продали пирог, но остались при нем!

Встречаются нефтяные компании и нефтеперерабатывающие заводы, которые являются собственниками запасов в недрах земли по сорок лет и учитывают их по ценам приобретения, т.е. ценам времен администрации Тедди Рузвельта. Одна только нефть стоит больше, чем все их акции по текущим ценам. Они могут закрыть нефтеперерабатывающий завод, уволить весь персонал и сделать для акционеров состояние за сорок пять секунд путем продажи нефти. Продажа нефти не составляет труда. Это не торговля одеждой — покупателей мало интересует, этого года она или прошлого, цвета фуксии или пурпура.

Пару лет назад бостонская телекомпания Channel 5 была продана почти за 450 млн долл., по рыночной стоимости. Вместе с тем лицензия на телевидение и подготовка необходимой документации стоили примерно 25 тыс. долл., телебашня — около 1 млн долл., оснащение телестудии — 1–2 млн долл. Вся затея обошлась в 2,5 млн долл., которые со временем были

полностью амортизированы. К моменту продажи балансовая стоимость компании оказалась заниженной почти в триста раз.

После смены владельцев балансовая стоимость телекомпании будет равна цене продажи, т.е. 450 млн долл, и противоречие исчезнет. При покупке телекомпании с балансовой стоимостью 2,5 млн долл. за 450 млн долл. разница в 447,5 млн долл. учитывается как гудвилл. Гудвилл отражается в новом балансе как актив и постепенно списывается. Это в свою очередь ведет к появлению нового потенциала игры на активах.

После 1960-х гг., на протяжении которых многие компании сильно переоценивали свои активы, правила учета гудвилла изменились. Теперь ситуация прямо противоположна. Например, Coca-Cola Enterprises, новая компания по розливу напитков, созданная Coca-Cola, имеет на балансе гудвилл в 2,7 млрд долл. Это сумма, уплаченная за лицензии на розлив напитков сверх стоимости заводов, запасов и оборудования, т.е. стоимость нематериального актива в виде лицензий.

По нынешним правилам бухгалтерского учета Coca-Cola Enterprises должна «списать» гудвилл до нуля за сорок лет. Между тем рыночная стоимость лицензий с каждым годом увеличивается. Списывая гудвилл, Coca-Cola Enterprises снижает свою прибыль. В 1987 г. она показала прибыль в 63 цента на акцию, однако реальная прибыль была выше на 50 центов, которые ушли на списание гудвилла. Помимо того, что фактические результаты Coca-Cola Enterprises выше, чем на бумаге, еще и стоимость ее скрытых активов растет день ото дня.

Скрытую стоимость имеет лекарственный препарат, который никто больше не может производить в течение семнадцати лет. А если удастся немного улучшить этот препарат, то патент будет продлен еще на семнадцать лет. Балансовая стоимость этих замечательных патентов на лекарства может быть нулевой. Когда Monsanto купила Searle, она получила права на препарат NutraSweet. Срок действия патента на NutraSweet истекает через четыре года, но и после этого бренд не потеряет своей стоимости. Monsanto же быстро списывает ее. Через четыре года балансовая стоимость NutraSweet станет нулевой.

Как и в случае с Coca-Cola Enterprises, списания, осуществляемые Monsanto, уменьшают реальную прибыль. Если фактическая прибыль составляет 10 долл. на акцию, но 2 долл. из нее идут на списание чего-нибудь вроде NutraSweet, то после полного списания NutraSweet прибыль вырастет на 2 долл. на акцию.

Аналогичным образом Monsanto относит на прибыль и затраты на исследования и разработки. После завершения исследований и вывода нового продукта на рынок прибыль стремительно возрастет. Тот, кто владеет такой информацией, имеет преимущество.

Скрытые активы могут быть и у дочерних предприятий, полностью или частично принадлежащих материнской компании. Мы уже упоминали дочерние компании Ford. Другой пример — United Airlines (UAL), диверсифицированная материнская компания, которая прежде называлась Allegis (не путать с аллергиями). Ее заметил Брэд Льюис, аналитик Fidelity по авиакомпаниям. UAL принадлежали Hilton International стоимостью 1 млрд долл., Hertz Rent-A-Car стоимостью 1,3 млрд долл. (впоследствии проданная товариществу во главе с Ford), Westin Hotels стоимостью 1,4 млрд долл. и служба бронирования номеров в гостиницах стоимостью 1 млрд долл. За вычетом долговых обязательств и налогов совокупная стоимость этих активов превышала стоимость акций UAL, которые доставались инвестору, по сути, бесплатно. Фонд Fidelity приобрел целый грузовик акций этого крупнейшего авиаперевозчика, и они стали двухкратником.

Обладателем скрытых активов может оказаться компания, имеющая долю в другой компании, например Raymond Industries, которая приобрела акции Teleco Oilfield Services. Зная эти компании было очевидно, что за акциями Raymond по 12 долл. стояли акции Teleco, торгующиеся по 18 долл. Покупатель Raymond приобретал акции Teleco за минус 6 долл. Инвесторы, которые изучили ситуацию, покупали Raymond и получали акции Teleco за минус 6 долл. Тот же, кто не хотел утруждать себя исследованиями, покупал Teleco за 18 долл. Подобные случаи не редкость.

Последние несколько лет желающие купить DuPont могли сэкономить, купив акции Seagram, которой принадлежали 25% выпущенных акций DuPont. Seagram давала возможность сыграть на DuPont. Акции Beard Oil (ныне Beard Company) торговались по 8 долл., но за ними стояли 12-долларовые акции USPCI. При покупке акций Beard все ее буровые вышки и оборудование доставались инвестору за минус 4 долл.

Иногда лучше инвестировать в ту или иную компанию через ее иностранного владельца. Конечно, сказать проще, чем сделать, но, если у вас есть выход на европейские компании, вы можете обнаружить невероятные возможности. Европейские компании в целом исследованы недостаточно, а некоторые из них и вовсе не изучены. Я узнал об этом во время ознакомительной поездки в Швецию, где изучением Volvo и прочих гигантов шведской промышленности занимался всего один человек, который и компьютера-то не имел.

После того, как Esselte Business Systems стала публичной в США, я купил ее акции и начал следить за фундаментальными показателями, которые были положительными. Джордж Ноубл, управляющий Fidelity Overseas Fund, посоветовал мне посетить материнскую компанию в Швеции. Оказалось, что материнскую компанию можно было купить дешевле дочерней американской компании, а заодно получить множество других интересных акций, не говоря уже об активах в недвижимости. Если за два года акции американской компании чуть повысились, то цена акций материнской компании удвоилась.

Если приглядеться к истории Food Lion Supermarkets, то можно заметить, что 25% ее акций принадлежит бельгийской компании Del Haize, а цена Food Lion выше цены Del Haize. При покупке Del Haize вы бесплатно получаете ценный европейский бизнес. Европейские акции, которые я приобрел для Magellan, выросли с 30 до 120 долл., а акции Food Lion — всего лишь на 50%.

В США любой желающий может купить акции телефонных компаний и получить бесплатно сотовые активы. Телефонные компании имеют две лицензии на сотовую связь. Возможно, вы слышали об одной, которая достается счастливицу, выигравшему в лотерею по распределению частот. В действительности победителю придется ее покупать. Вторая лицензия выдается местной телефонной компании бесплатно. Инвесторы, понимающие, что к чему, видят в ней огромный скрытый актив. В настоящее время акции компании Pacific Telesis of California можно купить по 29 долл. и вместе с ними получить как минимум 9 долл. на акцию в сотовых активах. Еще один вариант — Contel, у которой на акцию ценой 35 долл. приходится 15 долл. в сотовых активах.

Коэффициент P/E у этих компаний не превышает 10, а дивидендная доходность выше 6%. Если вычесть стоимость сотовых активов, то P/E становится еще более привлекательным. Хотя акции телефонных компаний десятикратником не станут, они имеют хорошую доходность и потенциал 30–50%-ного роста при благоприятных условиях.

Наконец, у компаний, выходящих из кризиса, скрытыми активами становятся налоговые льготы. При восстановлении Penn Central после банкротства перенос учитываемых при налогообложении убытков позволил не платить налоги на миллионные прибыли от поглощенных компаний. Поскольку в то время налоги на прибыль компании составляли 50%, Penn Central могла купить компанию и тут же удвоить свою прибыль в силу того, что она не платила налогов. В результате оздоровления Penn Central в период с 1979 по 1985 г. ее акции выросли с 5 до 29 долл.

На данный момент размер перенесенного операционного убытка Bethlehem Steel составляет 1 млрд долл., что является чрезвычайно ценным активом, если компания продолжит процесс восстановления. Это означает, что полученная в США прибыль в размере 1 млрд долл. не будет облагаться налогом.

## ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК

Денежный поток — это количество денег, получаемое компанией в результате своей деятельности. Денежные средства получают все компании, но затраты, связанные с их получением, у всех разные. Именно поэтому акции Philip Morris являются очень надежным объектом вложения, а акции сталелитейной компании — довольно неустойчивым.

Например, Pig Iron, Inc. распродает запасы чугуна и получает 100 млн долл. Это плюс. На реконструкцию доменных печей она вынуждена потратить 80 млн долл. Это минус. Как только компания перестанет вкладывать ежегодно по 80 млн долл. в реконструкцию, ее сразу же начнут теснить более эффективные конкуренты. Если для получения денежных средств требуются значительные расходы, компании не удастся продвинуться далеко.

Такой проблемы нет ни у Philip Morris, ни у Per Boys, ни у McDonald's. Вот почему я предпочитаю инвестировать в компании, которые не зависят от капиталовложений. Входящий денежный поток не должен поглощаться исходящим. Попросту говоря, Philip Morris проще заработать деньги, чем Pig Iron, Inc.

Денежный поток часто используется для оценки акций. Например, акции ценой 20 долл. при годовом денежном потоке 2 долл. на акцию имеют стандартное соотношение 10 к 1. Эта 10%-ная доходность по денежному потоку соответствует минимальной ожидаемой доходности акций в долгосрочной перспективе. Акции ценой 20 долл. при денежном потоке 4 долл. на акцию дают потрясающую доходность в 20%. Если же вам попались акции с ценой 20 долл. и стабильным денежным потоком 10 долл. на акцию, заложите дом и купите их как можно больше.

Нет смысла углубляться в подобные расчеты. Однако если на денежный поток ссылаются как на основание для покупки акций, убедитесь в том, что речь идет о свободном денежном потоке. Свободный денежный поток — это средства, которые остаются после вычитания капитальных затрат. Это поступления, которые не обязательно тратить. Свободный денежный поток Pig Iron, Inc. намного меньше, чем у Philip Morris.

Иногда мне попадаются компании, которые, несмотря на скромную прибыль, являются прекрасными объектами инвестирования из-за свободного денежного потока. Эти компании, как правило, имеют огромные амортизационные отчисления по старому оборудованию, не требующему замены в ближайшем будущем. Они пользуются налоговыми льготами (амортизационные отчисления вычитаются из налогооблагаемой базы) и расходуют минимальные средства на модернизацию и обновление.

Пример Coastal Corporation ясно показывает, насколько важен свободный денежный поток. По всем обычным меркам компания, акции которой торговались по 20 долл., была оценена справедливо. При прибыли 2,50 долл. на акцию коэффициент P/E составлял 8, что в то время было нормальным для газодобывающих и диверсифицированных трубопроводных компаний. Однако за внешней простотой скрывалось нечто удивительное. Coastal привлекла заем в размере 2,45 млрд долл. для приобретения крупной трубопроводной компании American Natural Resources. Трубопровод хорош тем, что не требует больших затрат на обслуживание. Он, в принципе, не нуждается в особом внимании. По большей части трубы просто лежат в земле, разве что иногда их приходится выкапывать и латать. Между тем стоимость трубопровода амортизируется.

В период экономического спада денежный поток Coastal составлял 10–11 долл. на акцию, а после вычета капиталовложений оставалось 7 долл. Это и был свободный денежный поток. По данным бухгалтерского учета, компания могла вообще не иметь прибыли на протяжении десяти лет, но акционеры получали выгоду от поступлений в размере 7 долл. на акцию в год, что было эквивалентно доходу в 70 долл. на вложенные 20 долл. Таким образом, один лишь денежный поток обеспечивал акциям значительный потенциал роста.

Для охотников за активами идеальна следующая ситуация: рядовая компания, значительный свободный денежный поток, владельцы, не стремящиеся к расширению бизнеса. Это может быть лизинговая компания, имеющая массу железнодорожных контейнеров с 12-летним сроком службы. Все, что она хочет, — это заключить контракт с предприятием, занимающимся контейнерными перевозками, и выжать из него максимум денег. В следующие десять лет руководство компании сокращает заводские мощности, прекращает производство контейнеров и накапливает денежные средства. Таким образом, 10-миллионная сделка может принести им 40 млн долл. (Подобная стратегия не работает в компьютерном бизнесе, где цены падают настолько быстро, что запасы теряют стоимость раньше, чем удастся получить от них что-либо.)

## ЗАПАСЫ

В разделе «Обсуждение и анализ прибыли руководством» годового отчета есть примечание, раскрывающее детальную информацию о запасах. Я всегда смотрю, увеличиваются ли запасы. Рост запасов в производственных или рознично-торговых компаниях, как правило, плохой знак. Когда запасы растут быстрее продаж, это сигнал опасности.

Существует два основных метода учета стоимости запасов: LIFO и FIFO. Хотя по звучанию они напоминают собачьи клички, смысл их следующий: LIFO (last in, first out) — «поступил последним, выбыл первым», а FIFO (first in, first out) — «поступил первым, выбыл первым». Если Handy and Harman купила золото около тридцати лет назад по 40 долл. за унцию, вчера купила его по 400 долл., а сегодня продала по 450 долл., какова ее прибыль? По методу LIFO — 50 долл. (450 долл. минус 400 долл.), а по методу FIFO — 410 долл. (450 долл. минус 40 долл.).



Я мог бы развить эту тему, но, думаю, если не сразу, то довольно скоро мы придем к понятию убывающей доходности. Двумя другими популярными методами учета являются: GIGO (garbage in, garbage out — «мусор на входе, мусор на выходе») и FISH (first in, still here — «поступил первым, все еще тут»), что чаще всего и происходит с запасами.

Независимо от используемого метода инвестор может сравнить стоимость LIFO или FIFO за текущий и предыдущий периоды и определить, увеличились или уменьшились запасы.

Однажды я попал в компанию по производству алюминия, где нереализованной продукцией были заняты все помещения и значительная часть служебной стоянки. Когда из-за накопившейся продукции сотрудники вынуждены парковать свои автомобили за пределами стоянки, это явное свидетельство чрезмерного увеличения запасов.

Если компания кичится ростом продаж на 10%, но рост ее запасов составляет 30%, вам следует сказать: «Стоп. Компании следовало бы поступиться ценой и избавиться от запасов. В противном случае в следующем году она столкнется с проблемами, а через год — тем более. Новая продукция будет конкурировать со старой, в итоге запасы вырастут настолько, что компании придется сильно снизить цены, а значит, и прибыль».

Рост запасов не так страшен для автомобильных компаний, поскольку новый автомобиль всегда имеет определенную ценность, и, чтобы его продать, производителю не нужно слишком снижать цену. Например, Jaguar ценой 35 тыс. долл. никогда не уценят до 3500 долл., а вот 300-долларовую юбку пурпурного цвета, вышедшую из моды, не купят и за 3 долл.

С другой стороны, если запасы компании, находящейся в кризисе, начинают сокращаться, это первый признак восстановления.

Любителю и новичку не просто оценить запасы и понять их значимость, однако инвесторы, понимающие характер того или иного бизнеса, знают, как это сделать. В наши дни компании обязаны публиковать баланс в квартальных отчетах для акционеров, что позволяет регулярно контролировать состояние запасов.

## ПЕНСИОННЫЕ ПЛАНЫ

В условиях, когда все больше компаний предоставляют своим сотрудникам опционы на акции и пенсионное обеспечение, инвесторам нелишне учитывать возможные последствия.

Компании, которые добровольно обеспечивают сотрудников пенсионными планами, должны соответствовать требованиям федерального регулирования. Пенсионные планы, подобно облигациям, являются абсолютными обязательствами. (Планы участия в прибылях не несут таких обязательств: нет прибыли, не в чем участвовать.)

Даже при банкротстве компании и прекращении нормальной деятельности она обязана выполнять обязательства по пенсионным планам. Прежде чем вкладывать деньги в акции компании, выходящей из кризиса, я всегда смотрю, нет ли у нее непосильных пенсионных обязательств. В частности, я проверяю, действительно ли активы пенсионного фонда больше обязательств по гарантированным выплатам. Так, если пенсионные активы USX составляют 8,5 млрд долл., а ее гарантированные выплаты — 7,3 млрд долл., то я спокоен. Пенсионные активы Bethlehem Steel равны 2,3 млрд долл., а гарантированные выплаты — 3,8 млрд долл., т.е. налицо дефицит в размере 1,5 млрд долл. Для Bethlehem Steel это большой минус в случае усугубления финансовых трудностей. Это означает, что инвесторы будут давать меньше за ее акции до тех пор, пока проблема пенсионных планов не разрешится.

Если раньше инвесторы могли лишь строить догадки относительно пенсионных планов, то теперь вся информация есть в годовых отчетах.

## ТЕМП РОСТА

Смешивание понятий «рост» и «расширение» — одно из самых распространенных заблуждений Уолл-стрит, из-за которого без внимания остаются замечательные компании роста вроде Philip Morris. О ее росте не скажешь по отрасли, поскольку на внутреннем рынке США рост потребления сигарет составляет минус 2% в год. В действительности на место американских курильщиков приходят курильщики из других стран. Сигареты Malboro производства Philip Morris курит теперь каждый четвертый житель Германии, а в Японию каждую неделю отправляют Boeing 747, груженный этими сигаретами. Однако экспортные продажи — не самое главное в феноменальных достижениях Philip Morris. Ключ к успеху

кроется в способности увеличивать прибыль путем снижения затрат, а еще в повышении цен. Реальное значение имеет лишь темп роста одного показателя — прибыли.

Philip Morris сокращает затраты за счет использования более производительного оборудования. Ну а цены в табачной отрасли растут постоянно. При повышении себестоимости на 4% компания может поднять цены на 6% и получить прибавку к валовой прибыли в размере 2%. На первый взгляд это немного, однако при уровне прибыли 10% (почти как у Philip Morris) прибавка 2% означает рост на 20%.

(Procter and Gamble удалось обеспечить рост прибыли от продаж туалетной бумаги путем постепенного изменения ее качества, в частности путем гофрирования, повышения мягкости и уменьшения длины бумаги в рулоне. Укороченный рулон был представлен рынку как новая модификация бумаги с улучшенной мягкостью. Это был самый удачный ход в истории «коротких продаж».)

Бизнес, который, несмотря на ежегодное повышение цен, сохраняет клиентуру (например, табачный бизнес, чья продукция вызывает привыкание), — превосходный объект инвестирования.

Швейная промышленность или сфера быстрого питания не могут повышать цены, как Philip Morris, если они пойдут на это, то мигом обанкротятся. Состояние Philip Morris постоянно растет, и компании все сложнее найти применение ему. Ей не нужно делать крупные вложения в доменные печи, ей не приходится тратить много ради получения немногого. Помимо прочего, затраты компании существенно снизились после того, как правительство запретило телевизионную рекламу табачной продукции! Здесь мы имеем тот редкий случай, когда свободных денег настолько много, что даже диверсификация не может повредить акционерам.

Philip Morris купила Miller Brewing, но получила посредственные результаты, то же случилось и с покупкой General Foods. Разочарованием обернулось и поглощение Seven-Up, но на стремительном росте акций Philip Morris это не отразилось. В октябре 1988 г. Philip Morris объявила о подписании окончательного соглашения о покупке Kraft, производителя фасованных продуктов питания, за 13 млрд долл. Несмотря на стоимость сделки (которая в 20 раз превосходила прибыль Kraft за 1988 г.), акции Philip Morris подешевели всего на 5%. Это объяснялось тем, что денежный поток компании позволял погасить все связанные со сделкой заимствования за пять лет. Для роста компании нет никаких препятствий, разве что семьи жертв курения начнут выигрывать крупные судебные тяжбы.

Компания уже более сорока лет демонстрирует стабильный рост прибыли, а ее акции пользовались бы спросом при P/E 15 и выше, если бы не риск судебных процессов и не отрицательный имидж производителей табачных изделий. Это наглядный пример эмоционально заряженной ситуации, которая притягивает охотников за выгодными приобретениями, включая меня. Лучших показателей не бывает. Инвестор может купить акции этого чемпиона роста и сегодня при P/E 10, что вдвое меньше его темпа роста.

Еще одна деталь, касающаяся темпа роста: при прочих равных условиях компания с темпом роста 20% и P/E 20 гораздо лучшее приобретение, чем компания с темпом роста 10% и P/E 10. Каким бы загадочным это ни казалось, важно понимать, как меняется прибыль компаний с более высоким темпом роста. Посмотрите, как увеличивается разрыв в прибылях двух компаний с темпом роста 20% и 10% и начальной прибылью 1 долл. на акцию.

|              | Компания А<br>(темп роста прибыли 20%),<br>прибыль на акцию, долл. | Компания В<br>(темп роста прибыли 10%),<br>прибыль на акцию, долл. |
|--------------|--|--|
| Базисный год | 1,00   | 1,00   |
| 1-й          | 1,20   | 1,10   |
| 2-й          | 1,44   | 1,21   |
| 3-й          | 1,73   | 1,33   |
| 4-й          | 2,07   | 1,46   |
| 5-й          | 2,49   | 1,61   |
| 7-й          | 3,58   | 1,95   |
| 10-й         | 6,19   | 2,59   |

В начале периода компания А торгуется по 20 долл. ( $20 \times 1$  долл.), а в конце — по 123,80 долл. ( $20 \times 6,19$  долл.). Компания В торгуется вначале по 10 долл. ( $10 \times 1$  долл.), а в конце — по 26 долл. ( $10 \times 2,60$  долл.).

Даже если бы коэффициент P/E компании А снизился с 20 до 15 из-за сомнений инвесторов в ее способности сохранить высокий темп роста, она все равно торговалась бы по 92,85 долл. В любом случае выгоднее держать акции компании А, чем компании В.

Если бы темп роста компании А был равен 25%, то прибыль на акцию в десятом году составила бы 9,31 долл.: даже при консервативном коэффициенте P/E, равном 15, цена акций достигла бы 139 долл. (Заметьте, я не рассматриваю прибыль при темпе роста 30% и выше. Такой темп роста трудно поддерживать даже в течение трех лет, не говоря уже о десяти.)

Это, вкратце, ключ к пониманию того, как появляются многократники и почему акции компаний с темпом роста 20% демонстрируют удивительные результаты на рынке, особенно с годами. Нет ничего случайного в том, что Wal-Mart и The Limited взлетели так высоко за десять лет. Секрет кроется в сложных процентах.

## ПОДВЕДЕМ ИТОГ

Сегодня повсюду говорят об «итоговых результатах». Вопрос «Каков итоговый результат?» — обычный рефрен в спорте, бизнесе и даже при ухаживании. Так что же это такое? Итоговый результат — это число в конце отчета о прибылях и убытках, иными словами, прибыль после налогообложения.

В нашем обществе многие понимают прибыльность компании не совсем правильно. Однажды мне на глаза попались ответы студентов университетов и других представителей молодежи, которых попросили назвать средний размер прибыли компаний. Большинство респондентов назвали 20–40%. Реально в последние же десятилетия он приближается к 5%.

Прибыль до налогообложения, или валовая прибыль, — главный показатель, по которому я оцениваю компании. Он показывает, что остается от годовой выручки от продаж после вычета всех затрат, включая амортизационные отчисления и процентные платежи. В 1987 г. продажи Ford Motor составили 71,6 млрд долл., а ее прибыль до налогообложения — 7,38 млрд долл., т.е. 10,3%. У розничных продавцов более низкая валовая прибыль, чем у производственных компаний. Так, крупная сеть супермаркетов и аптек Albertson's довольствуется всего 3,6%. А валовая прибыль производителей высокодоходных лекарственных препаратов, например Merck, составляет 25% и выше.

Сравнение валовой прибыли компаний разных отраслей — малополезное занятие, поскольку их базовые показатели сильно отличаются друг от друга. Сопоставление в пределах одной отрасли — совсем другое дело. Компания с наивысшей валовой прибылью является, по определению, самым низкозатратным бизнесом, а такой бизнес, в свою очередь, имеет более высокие шансы на выживание при ухудшении условий.

Допустим, компания А имеет валовую прибыль 12%, а компания В — 2%. Предположим, что в условиях спада деловой активности обе компании, чтобы продать свою продукцию, вынуждены снизить цены на 10%. Это приводит к сокращению объема продаж на те же 10%. Теперь валовая прибыль компании А составляет 2%, т.е. компания все еще прибыльна. Компания В демонстрирует убыток в размере 8% и рискует пополнить список вымирающих видов.

Валовая прибыль, без углубления в детали, также полезна для оценки устойчивости компании в трудные времена. Применять ее следует с большой осторожностью, поскольку при резком подъеме рынка в наиболее выгодном положении оказываются компании с самой низкой валовой прибылью. Рассмотрим, что происходит с продажами двух компаний.

| КОМПАНИЯ А                            |  |
|---------------------------------------|--|
| Статус-кво                            | Развитие бизнеса                         |
| 100 долл. — продажи                   | 110,00 долл. — продажи (рост цен на 10%) |
| 88 долл. — затраты                    | 92,40 долл. — затраты (+5%)              |
| 12 долл. — прибыль до налогообложения | 17,60 долл. — прибыль до налогообложения |

| КОМПАНИЯ В                           |   |
|--------------------------------------|---|
| Статус-кво                           | Развитие бизнеса                        |
| 100 долл. — продажи                  | 110,00 долл. — продажи (+10%)           |
| 98 долл. — затраты                   | 102,90 долл. — затраты (+5%)            |
| 2 долл. — прибыль до налогообложения | 7,10 долл. — прибыль до налогообложения |

При оживлении рынка прибыль компании А почти удваивается, а прибыль компании В возрастает более чем в три раза. Именно так предприятиям, находящимся на грани краха, удается стать победителями. Такое то и дело случается в автомобильной, химической и целлюлозно-бумажной отраслях, а также в индустрии авиаперевозок, в сталелитейном производстве, в цветной металлургии и электронике. Неменьшим потенциалом обладают

такие переживающие депрессию сектора, как лечение и уход за престарелыми, добыча природного газа и розничная торговля.

На что вам нужно обращать внимание, так это на компании с относительно высокой валовой прибылью, акции которых можно держать и в хорошие, и в плохие времена, а также на компании, успешно выходящие из кризиса, с относительно невысокой валовой прибылью.

14

## Уточнение истории

Историю компании следует уточнять каждые несколько месяцев. Эта процедура включает анализ изданий Value Line или квартальных отчетов компании, выяснение текущего уровня прибыли и определение его соответствия ожиданиям. Возможно, придется посетить магазины, чтобы понять, пользуются ли они прежней популярностью и сохраняют ли ауру процветания. Не открылись ли новые карты? В случае быстро растущей компании следует поинтересоваться, какие факторы обеспечивают их развитие.

Жизненный цикл компаний роста имеет три стадии: начальную, когда компания вырабатывает собственную стратегию ведения бизнеса, стадию быстрого расширения, когда она выходит на новые рынки, и стадию зрелости или насыщения, когда становится ясно, что легких путей для дальнейшего расширения нет. Каждая из стадий может длиться несколько лет. Для инвестора первая стадия — самая рискованная, поскольку компания еще не добилась успеха. Вторая стадия — самая безопасная и прибыльная, поскольку рост бизнеса обусловлен простым воспроизведением формулы успеха. Третья стадия — самая сложная, потому что компания наталкивается на ограничения. Ей приходится искать другие способы увеличения прибыли.

При периодическом анализе вы должны определить, на какой стадии находится компания и нет ли признаков ее перехода из одной стадии в другую. Анализ Automatic Data Processing, компании по обработке зарплатных чеков, показывает, что ей очень далеко до насыщения рынка, а значит, она все еще на второй стадии.

Пока Sensormatic успешно распространяла свою систему предотвращения магазинных краж (вторая стадия), ее акции выросли с 2 долл. до 40. Однако наступил момент, когда не осталось ни одного магазина, где бы она не побывала. Компании не удалось найти новых способов поддержания темпа развития, и ее акции упали с 421/2 долл. (1983 г.) до минимума в 55/8 долл. (1984 г.). Если вы видите приближение такого поворота, постарайтесь выяснить план действий компании и оцените возможности его реализации.

Куда после освоения всех густонаселенных районов могла двигаться Sears? Когда The Limited обосновалась в 670 из 700 наиболее популярных торговых центрах страны, она достигла своего предела.

На этой стадии обеспечить рост The Limited могло лишь привлечение большего количества покупателей в существующие магазины, и ее история начала меняться. После поглощения Lerner и Lane Bryant стало ясно, что период быстрого роста закончился, а компания не знала, как действовать дальше. На второй стадии она вложила все свои деньги в собственное расширение.

После того, как рестораны Wendy's открылись по соседству со всеми McDonald's, ее рост могло обеспечить лишь переманивание клиентов McDonald's. Каковы перспективы роста Anheuser-Busch, которая уже захватила 40% пивного рынка? Даже собаке Спадз Макензи, талисману Bud, не по силам убедить все население страны перейти на это пиво, всегда ведь найдутся такие, которые не захотят пить Bud Light даже под угрозой расстрела из лазерной пушки или похищения инопланетянами. Рано или поздно Anheuser-Busch замедлит рост, а вслед за этим упадут цена акций и коэффициент P/E.

Не исключено, что Anheuser-Busch откроет новые пути развития, как это сделала McDonald's. Еще десять лет назад инвесторов стал беспокоить тот факт, что невероятное расширение McDonald's уходит в прошлое. Рестораны McDonald's, казалось, были на каждом углу, коэффициент P/E, как и следовало ожидать, снизился с 30 до 12 — это была уже не быстро растущая, а умеренно растущая компания. Однако, несмотря на вотум недоверия (с 1972 по 1982 г. акции демонстрировали горизонтальное движение), компания получала неизменно солидную прибыль. McDonald's удалось сохранить темп роста благодаря творческому подходу.

Первое, что она сделала, это стала обслуживать клиентов в автомобилях. На этот бизнес приходится сегодня более трети доходов. Затем она предложила завтраки, которые подняли продажи на новый уровень, причем в такие часы, когда посетителей практически не было. Завтраки увеличили продажи более чем на 20% при очень низких затратах. Наконец, в меню добавили салаты и блюда из курицы, что повысило продажи и положило конец зависимости от рынка мяса. Опасения, что рост цен на говядину разорит компанию, ушли вместе со старой McDonald's.

В условиях сокращения строительства новых ресторанов McDonald's доказала, что способна развиваться и на существующих площадях. Компания быстро осваивает рынки других стран, однако потребуются еще не одно десятилетие, прежде чем McDonald's будут встречаться на каждом углу в Англии или Германии. Несмотря на снижение коэффициента Р/Е, для McDonald's еще не все потеряно.

Если у вас есть акции компаний кабельного телевидения, вы наверняка обратили внимание на серию всплесков роста: первый — от проникновения в сельские регионы; второй — от платных услуг таких каналов, как HBO, Cinemax и Disney Channel; третий — от развития телевидения в городах; четвертый — от отчислений, получаемых такими программами, как Home Shopping Networks (кабельная компания получает платеж за каждый проданный товар); наконец, недавнее появление платной рекламы, несущее огромный потенциал прибыли. Исходная история становится все лучше и лучше.

Texas Air — пример истории, которая в течение пяти лет то ухудшалась, то улучшалась. В середине 1983 г. я приобрел небольшой пакет ее акций и, к своему огорчению, стал свидетелем того, как компания Continental Air (главный актив) пришла в упадок и обанкротилась. Акции Texas Air упали с 12 до 4<sup>3</sup>/<sub>4</sub> долл., а акции Continental, в которой Texas Air имела контрольный пакет, — до 3 долл. Я внимательно наблюдал за кандидатами на восстановление. Texas Air сократила расходы, а Continental вернула своих клиентов и оправилась от финансового кризиса. Оценив их успехи, я значительно увеличил позицию в акциях обеих компаний. К 1986 г. акции утроились в цене.

В феврале 1986 г. Texas Air объявила о покупке большой доли Eastern Airlines, что было благоприятным развитием событий. Всего за год акции Texas Air поднялись еще в три раза — до 51<sup>1</sup>/<sub>2</sub> долл., превратившись в десятикратник после кризиса в 1983 г.

На этом этапе я, к сожалению, успокоился и на фоне превосходной потенциальной прибыльности Eastern и Texas Air упустил из виду краткосрочные реалии. Когда Texas Air выкупила оставшиеся акции Continental, мне пришлось больше чем наполовину сократить свою позицию в акциях Continental и конвертируемых облигациях. Это был подарок судьбы, я получил хорошую прибыль. Мне бы продать оставшиеся акции Texas Air и успешно закрыть позицию, но в феврале 1987 г. я увеличил ее, купив акции по 48<sup>1</sup>/<sub>4</sub> долл. Хотя баланс Texas Air был не самым лучшим (совокупный долг превышал долги нескольких слаборазвитых стран), а авиаперевозчики относились к рискованной циклической отрасли, не могу понять, почему я покупал, а не продавал. Меня усыпил рост акций, я слепо верил в новую историю Texas Air, несмотря на то, что ее фундаментальные показатели оставляли желать лучшего.

Новая история выглядела так: Texas Air перешла на стратегию бережливого производства и резко сократила стоимость рабочей силы. В дополнение к доле в Eastern она приобрела Frontier Air и People's Express с намерением оздоровить их подобно Continental. Идея была заманчивой: поглощение кризисных авиакомпаний, снижение затрат, получение большой прибыли.

Что же произошло? Подобно Дон Кихоту я был захвачен перспективами и забыл, что еду на кляче. Меня очаровал прогноз на 1988 г., обещавший прибыль в 15 долл. на акцию, и я не придавал значения предостережениям, которые каждый день появлялись в газетах: потери багажа, плохо составленное расписание, задержки рейсов, жалобы клиентов и грубость персонала Eastern.

Сектор авиаперевозок рискован, как и ресторанный бизнес. Всего несколько неудачных дней могут разрушить репутацию ресторана, на создание которой ушло пятьдесят лет. На долю Eastern и Continental выпало довольно много неудачных дней. В их работе обнаружилось много нестыковок. Жалобы на Eastern были лишь симптомом серьезных разногласий между руководством и профсоюзами в вопросах оплаты труда и льгот. Профсоюзы яростно отстаивали права работников.

Прибыли Texas Air начали падать в начале 1987 г. Компания собиралась снизить операционные расходы Eastern на 400 млн долл., однако так и не реализовала это намерение.

До истечения срока существующего коллективного договора оставалось еще несколько месяцев, а отношения сторон были предельно натянутыми. Наконец я образумился и начал продавать акции по 17–18 долл. К концу 1987 г. они упали до 9 долл. Я все еще держу некоторое количество этих акций, но сохраняю бдительность.

Моя ошибка не только в том, что я не продал акции Texas Air летом 1987 г., когда проявились проблемы Eastern и признаки того, что их не удастся решить до 1988 г., но и в том, что я не воспользовался этой информацией, чтобы купить акции другой перспективной компании — Delta Airlines. Как главный конкурент, она извлекала огромную выгоду из операционных проблем Eastern и планов по планомерному сокращению размера этой компании. У меня была скромная позиция в акциях Delta, а мне следовало бы включить ее в десятку крупнейших вложений. За лето 1987 г. акции Delta поднялись с 48 до 60 долл.. В октябре они упали до 35 долл. и торговались всего лишь по 37 долл. в конце года. К середине 1988 г. акции подскочили до 55 долл. Тысячи людей, летавших самолетами Eastern и Delta, наблюдали то же, что и я, и воспользовались преимуществом инвесторов-любителей.

15

## Контрольный лист

Исследование каждой компании занимает от силы пару часов. Чем больше информации вы знаете, тем лучше, однако совсем необязательно звонить в компанию. Нет необходимости и штудировать годовой отчет с прилежанием исследователя свитков Мертвого моря. Некоторые из «основных показателей» применимы только в отдельных случаях, а в остальных на них можно не обращать внимания.

Ниже приведен перечень того, что инвестору необходимо знать о компаниях каждой из шести категорий.

### Все компании

- Коэффициент P/E. Высок он или низок для конкретной компании и сопоставимых с ней компаний из той же отрасли.
- Доля в собственности институциональных инвесторов. Чем она ниже, тем лучше.
- Покупают ли инсайдеры акции, и выкупает ли компания собственные акции. И то, и другое — позитивный сигнал.
- История роста прибыли и характер прибыли — неустойчивая или стабильная. (Прибыль не так важна лишь для компаний с недооцененными активами.)
- Сильный или слабый баланс (коэффициент «заемные средства/собственный капитал»), финансовая устойчивость компании.
- Денежная позиция. Пока чистые денежные средства на акцию составляют 16 долл., я уверен, что акции Ford не упадут ниже 16 долл. Это дно для их цены.

### Медленно растущие компании

- Поскольку акции этих компаний покупают ради дивидендов (зачем еще их покупать?), проверьте, всегда ли они выплачиваются и регулярно ли повышаются.
- По возможности узнайте, какая доля прибыли распределяется в виде дивидендов. Если доля невелика, то компания имеет резерв. Она может выплачивать дивиденды и при низкой прибыли. Если доля высока, то дивиденды более рискованные.

### Умеренно растущие компании

- Это крупные компании, которые вряд ли обанкротятся. Ключевой показатель — цена, коэффициент P/E позволяет определить, завышена она или нет.
- Поинтересуйтесь склонностью компании к диверсификации, которая может привести к снижению прибыли в будущем.
- Проверьте долгосрочные темпы роста компании, стабилен ли ее рост в последние годы.
- Если вы намерены держать акции неопределенно долго, поинтересуйтесь, как они вели себя в предыдущие рецессии и рыночные спады. (Например, акции McDonald's показывали хорошие результаты во время спада 1977 г., а во время спада 1984 г. демонстрировали горизонтальное движение. Во время обвала 1987 г. они упали вместе со всеми. В целом же это устойчивые акции. Акции Bristol-Myers пострадали при обвале

1973–1974 гг. в основном из-за того, что были переоценены. Зато они показывали хороший результат в 1982, 1984 и 1987 гг. Акции Kellogg сравнительно успешно пережили все спады, за исключением кризиса 1973–1974 гг.)

## Циклические компании

- Внимательно следите за состоянием запасов и соотношением спроса и предложения. Опасайтесь выхода на рынок новых участников, это, как правило, тревожный сигнал.
- Будьте готовы к снижению коэффициента P/E во время восстановления бизнеса, когда прибыль достигает пика, а инвесторы ожидают завершения цикла.
- Если циклическая компания хорошо вам знакома, у вас есть преимущество в определении циклов. (Например, все знают о цикличности автоиндустрии. На смену трем-четырем неудачным годам обязательно приходят три-четыре удачных. Это аксиома. Автомобили устаревают и требуют замены. Потребители могут отложить покупку на год-другой, но рано или поздно они все равно придут к автодилерам.

Чем сильнее спад в автоиндустрии, тем более бурным бывает ее оживление. Затягивание полосы неудач еще на один год не всегда плохо, поскольку вслед за этим идет более длительный и устойчивый подъем.

На данный момент хорошие продажи автомобилей наблюдаются уже пять лет, это середина или конец фазы подъема. Впрочем, начало подъема в циклической отрасли определить проще, чем начало спада.)

## Быстро растущие компании

- Убедитесь в том, что на продукт, который должен привести к росту прибыли, приходится значительная доля продаж компании. Это случай L'eggs, но не L'ean.
- Каковы темпы роста прибыли в последние несколько лет. (В числе моих фаворитов — компании с темпами роста в диапазоне от 20 до 25%. Я остерегаюсь тех компаний, которые растут больше, чем на 25%. Случаи 50%-ного роста обычно встречаются в популярных отраслях, и вам уже известно, что за этим стоит.)
- То, что компания успешно воспроизвела формулу своего успеха в нескольких городах, подтверждает ее способность к расширению.
- Убедитесь, что у компании все еще есть возможности роста. Например, Pic «N» Save, когда я впервые ее посетил, закрепила в южной Калифорнии и планировала выход в северную Калифорнию. Впереди у нее были еще 49 штатов. Sears же присутствовала везде.
- Какое значение имеет коэффициент P/E, равен ли он темпу роста?
- Ускоряется ли расширение (три новых мотеля в прошлом году, пять новых мотелей в этом году) или замедляется (пять в прошлом году, три в этом)? Для компаний вроде Sensormatic Electronics, чья продукция предполагает однократную покупку (в отличие от бритвенных лезвий, которые приходится покупать регулярно), снижение продаж может обернуться катастрофой. В конце 1970-х гг. и начале 1980-х гг. Sensormatic демонстрировала потрясающие темпы роста, однако для увеличения прибыли ей нужно было продать в текущем году больше новых систем, чем в предыдущем. Доход от разовой установки системы электронного контроля намного превосходил доходы от регулярных поставок клиентам маленьких белых меток. Поэтому, когда в 1983 г. темпы роста замедлились, ее прибыль не просто сократилась, она рухнула. Ее акции также рухнули с 42 до 6 долл. за двенадцать месяцев.
- Убедитесь, что акции держат немногочисленные институциональные инвесторы и что ими интересуется лишь несколько аналитиков. Это большой плюс, когда компания находится на подъеме.

## Компании, выходящие из кризиса

- Главное — устоит ли компания под натиском кредиторов. Какова денежная позиция компании? Каков ее долг? (Например, Apple Computer в период кризиса имела денежную позицию в 200 млн долл. и нулевой долг, поэтому ей не грозило банкротство.)

Какова структура долга компании и сколько у нее времени для решения проблем до начала процедуры банкротства? (International Harvester, ныне Novistar, — кандидат на оздоровление, который разочаровал инвесторов. Чтобы привлечь капитал, она выпустила миллионы новых

акций. В результате разводнения акционерного капитала компания выиграла, а акции проиграли.)

- Если компания — банкрот, то с чем остались ее акционеры?
- Каковы планы компании по оздоровлению? Избавилась ли она от неприбыльных подразделений? Это сильно влияет на прибыль. Например, в 1980 г. Lockheed получила от продукции военного назначения 8,04 долл. на акцию и потеряла по отделению коммерческой авиации 6,54 долл. на акцию из-за пассажирского авиалайнера L-1011 TriStar. Этот был неплохой самолет, но он проигрывал DC10 производства McDonnell Douglas на рынке ближних перевозок. А на рынке дальних перевозок его вытеснял Boeing 747. Устойчивые убытки заставили компанию объявить в декабре 1981 г. о свертывании производства L-1011. За этим последовало крупное списание (26 долл. на акцию), однако это был разовый убыток. В 1982 г., когда компания получила от военных заказов 10,78 долл. на акцию, убытков уже не было. За два года прибыль на акцию выросла с 1,50 до 10,78 долл.! После сообщения о свертывании выпуска L-1011 акции компании можно было купить по 15 долл. За четыре года они поднялись до 60 долл. и превратились в четырехкратник.

Другим классическим примером выхода компании из кризиса является случай Texas Instruments. В октябре 1983 г. она объявила об уходе с рынка домашних компьютеров (еще одна популярная отрасль, изобилующая конкурентами). Лишь за тот год компания потеряла на домашних компьютерах более 500 млн долл. За этим решением последовало крупное списание активов, но оно позволяло компании сконцентрироваться на сильных позициях в производстве полупроводников и военной электроники. На следующий после объявления день акции TI подскочили со 101 долл. до 124. Спустя четыре месяца они стоили уже 176 долл. После продажи некоторых подразделений Time также значительно уменьшила затраты. Это одна из моих любимых возродившихся компаний. Кроме того, она имеет значительные недооцененные активы. В кабельном телевидении они потенциально составляют 60 долл. на акцию, поэтому при цене акции 100 долл. покупатель получал остальные части компании за 40 долл.

- Восстанавливается ли бизнес? (Именно это происходит с Eastman Kodak, которая выиграла от бума продаж фотопленки.)
- Снижаются ли затраты? Если да, каков ожидаемый эффект? (Chrysler кардинально сократила расходы путем закрытия заводов. Кроме того, производство многих деталей она передала подрядчикам, сэкономив сотни миллионов. Этот производитель автомобилей превратился из высокзатратного в низкзатратного.

Предсказать исход попытки вывода из кризиса Apple Computer было труднее. Однако тот, кто интересовался ею, мог заметить скачок в продажах, сокращение издержек и повышение привлекательности новых продуктов.)

### **Компании с недооцененными активами**

- Какова стоимость активов? Имеются ли скрытые активы?
- Насколько велик долг, который вычитается из активов? (Обязательства перед кредиторами в первую очередь.)
- Привлекает ли компания новые займы, приводящие к снижению стоимости активов?
- Есть ли заинтересованные в скупке акций лица, которые могут помочь акционерам извлечь выгоду из активов?

### **Основные идеи второй части**

- Составьте четкое представление о характере деятельности компании, акции которой вы держите, и сформулируйте причины, по которым их следует держать. (Утверждения типа «Они реально растут!» не в счет.)
- Разделите компании на категории. Это позволит лучше понять, чего от них можно ожидать.
- Большие компании демонстрируют скромный рост, а мелкие — значительный.
- Учитывайте размер компании при оценке ее выигрыша от определенного продукта.
- Ищите небольшие компании, которые добились прибыльности и доказали способность воспроизводить свою формулу успеха.



- Остерегайтесь компаний с темпами роста от 50 до 100% в год.
- Избегайте популярных компаний из популярных отраслей.
- Не доверяйте диверсификации, которая нередко превращается в диверсификацию.
- Инвестиции в рискованные компании практически никогда не окупаются.
- Лучше пропустить первую волну интереса к акциям и убедиться, что планы компании работают.
- На своей работе люди получают исключительно ценную фундаментальную информацию, которая становится доступной профессионалам лишь через несколько месяцев или даже лет.
- Не связывайте акции с личностью тех, кто их рекомендует, даже если подсказчик умен и богат, а рекомендованные акции растут.
- Некоторые рекомендации, особенно от специалиста в той или иной области, могут оказаться полезными. Однако представители целлюлозно-бумажной отрасли обычно рекомендуют акции фармакологических компаний, а представители сферы здравоохранения всегда готовы порекомендовать акции производителей бумажной продукции.
- Инвестируйте в простые, скучные, незатейливые, непопулярные, не пользующиеся вниманием Уолл-стрит компании.
- Быстро растущие компании с темпом роста 20–25% из нерастущих отраслей являются идеальными объектами инвестирования.
- Ищите нишевые компании.
- Покупая упавшие акции кризисных компаний, отдавайте предпочтение тем, которые имеют более сильную финансовую позицию, и избегайте тех, которые обременены банковскими займами.
- Компании, не имеющие долга, не станут банкротами.
- Управленческие качества важны, но их довольно трудно оценить. При покупке акций опирайтесь на перспективы компании, а не на заслуги президента или его красноречие.
- На акциях компании, вышедшей из кризиса, можно заработать большие деньги.
- Не забывайте про коэффициент P/E. На сильно переоцененных акциях, даже если все остальное в порядке, денег не заработать.
- Составьте историю компании, которая позволит вам отслеживать ее успехи.
- Ищите компании, которые регулярно выкупают собственные акции.
- Изучите историю выплаты дивидендов, а также результаты компании в периоды спадов.
- Ищите компании, в которых институциональные инвесторы имеют незначительную или нулевую долю собственности.
- При прочих равных условиях отдавайте предпочтение тем компаниям, в которые вложен значительный личный капитал руководителей.
- Рассматривайте покупку акций инсайдерами как положительный сигнал, особенно если их покупают одновременно несколько человек.
- Уделяйте инвестиционным исследованиям как минимум час в неделю. Суммирование дивидендов и определение ваших прибылей и убытков в счет не идут.
- Будьте терпеливы. Всему свое время — и акциям тоже.
- Покупать акции на основе одной лишь балансовой стоимости рискованно и недальновидно. Значение имеет только реальная стоимость.
- Если есть сомнения, лучше подождать.
- Уделяйте поиску новых акций не меньше времени и усилий, чем при выборе холодильника.

### Часть III

## Долгосрочная перспектива

Здесь я поделюсь своими соображениями относительно конструирования портфеля, обеспечивающего максимальную доходность и минимальный риск; выбора момента покупки и продажи; поведения инвестора при обвале рынка; вредных и опасных заблуждений, касающихся причин роста и падения акций; подводных камней в игре с опционами, фьючерсами и короткими продажами; и наконец, относительно новых и старых, интересных и тревожных тенденциях в развитии компаний и фондового рынка.

## Конструирование портфеля

Я слышал не раз, как люди говорят, что их вполне устроила бы доходность фондового рынка на уровне 25–30%. Устроила? Да при такой доходности они, вместе с японцами и братьями Басс, мигом завладели бы половиной страны. Даже магнаты 1920-х гг., которым подыгрывала Уолл-стрит, не могли гарантировать себе постоянную 30%-ную доходность.

В какие-то годы действительно можно получить 30%, но в другие приходится довольствоваться всего 2%, а иногда и терпеть убыток в 20%. Таковы правила игры, и с ними приходится мириться.

Что плохого в высоких ожиданиях? Если вы рассчитываете на 30%-ную доходность из года в год, то «неповиновение» акций приведет к разочарованию, а нетерпение заставит вас бросить инвестиции в самый неподходящий момент. Еще хуже, если вы в погоне за призрачной выгодой пойдете на неоправданный риск. Лишь придерживаясь определенной стратегии и в хорошие, и в плохие времена, можно максимизировать долгосрочную доходность.

Чего же реально следует ожидать? Доходность акций, несомненно, должна быть выше доходности облигаций, поэтому 4%, 5% или 6% для них в долгосрочной перспективе слишком мало. Если анализ долгосрочных результатов показывает, что акции едва превосходят сберегательный счет, значит, в вашей стратегии есть изъян.

Кстати, при расчете доходности акций не забудьте учесть уплаченную комиссию, а также стоимость информационных бюллетеней, финансовых журналов, инвестиционных семинаров и междугородных звонков брокерам.

Историческая долгосрочная среднерыночная доходность акций составляет 9–10%. Вы можете получить 10% при инвестировании во взаимный фонд без нагрузки, который покупает акции всех 500 компаний индекса S&P 500 и, таким образом, приносит среднерыночные результаты. Поскольку такая доходность достигается без каких-либо исследований и дополнительных затрат, она служит ориентиром, относительно которого можно оценивать как собственные результаты, так и результаты управляемых инвестиционных фондов вроде Magellan.

Если профессионалы, занимающиеся выбором акций, не в состоянии превзойти результаты индексных фондов, которые покупают все акции подряд, то их услуги не стоят уплаченного вознаграждения. Однако дайте им шанс. Для начала подумайте, в какой фонд вы вложили деньги. Даже лучшим в мире менеджерам не добиться хорошего результата в фонде акций золотодобывающих компаний, когда цены на золото падают. Кроме того, не стоит судить о фонде по результатам одного года. Если же после трех-пяти лет выяснится, что доходность индекса S&P 500 была выше, то купите этот индекс или поищите более результативный управляемый взаимный фонд. Время и усилия, затраченные на индивидуальный выбор акций, должны приносить дополнительные результаты.

Учитывая имеющиеся альтернативы, самостоятельный выбор акций можно считать эффективным только в том случае, если долгосрочная доходность составит 12–15%. При этом из дохода следует вычесть все расходы и комиссионные и включить в него все дивиденды и бонусы.

У инвестора, который держит акции долгое время, есть значительное преимущество перед теми, кто часто открывает и закрывает позиции. Открытие и закрытие позиций дорого обходится мелкому инвестору. В наше время торговля акциями стала дешевле благодаря пониженной комиссии дисконтных брокеров и изменению правил работы с неполными лотами, т.е. взимания дополнительной платы за сделки, в которых участвует менее ста акций. (Если вы размещаете приказ на неполный лот до начала торговой сессии, то ваши акции объединяются с акциями других неполных лотов, что позволяет всем участникам избежать уплаты дополнительной комиссии.) Тем не менее продажа или покупка акций обходится нашему другу Хаундстусу в 1–2%. За обновление портфеля раз в год он платит комиссию 4%, иными словами, с самого начала имеет минус 4%. С их учетом для получения 12–15% ему необходима уже 16–19%-ная доходность. Чем чаще Хаундстус торгует, тем сложнее ему опередить индексные и другие инвестиционные фонды. (В новейших «семействах» фондов взимается только вступительная плата в размере 3–8 1/2%, после этого вы можете переключаться с акций на облигации и фонды денежного рынка без дополнительной комиссии.)

Несмотря на все подводные камни, индивидуальный инвестор, получивший за десять лет доходность 15% при среднерыночном уровне 10%, выигрывает очень много. Первоначальные вложения в размере 10 000 долл. при 15%-ной доходности приносят 40 455 долл., а при 10%-ной — всего 25 937 долл.

## СКОЛЬКО АКЦИЙ В САМЫЙ РАЗ?

Как сконструировать портфель с доходностью 12–15%? Акции скольких компаний следует держать? Сразу скажу, если можете, не доводите число акций в портфеле до 1400. Это мой крест. Это мне, а не вам, нужно соблюдать правило 5% и правило 10%, это у меня, а не у вас, в управлении находится 9 млрд долл.

Между двумя группами инвестиционных консультантов уже давно ведется спор. Последователи Джеральда Лоуба выступают за то, чтобы «все яйца лежали в одной корзине», а последователи Эндрю Тобиаса уверены, что «не следует складывать все яйца в одну корзину, поскольку ее дно может оказаться дырявым».

Если бы речь шла о такой корзине, как Wal-Mart, я бы с удовольствием сложил в нее все яйца. Но мне и в голову бы не пришло сделать это с корзиной, представленной Continental Illinois. Даже в случае таких чудесных корзин, как Shoney's, The Limited, Pep Boys, Taco Bell и Service Corporation International, было бы неплохо разделить яйца между ними. Ну а множеству корзин вроде Avon Products или Johns-Manville я бы предпочел всего одну корзину — Dunkin' Donuts. Иными словами, идея не в определении какого-то фиксированного числа акций, а в оценке их качества в каждом случае.

На мой взгляд, лучше всего, когда число акций соответствует числу ситуаций, в которых вы а) имеете преимущество и б) перспективная компания удовлетворяет всем необходимым критериям. Это может быть и всего одна акция, и целый десяток. Допустим, вы решили специализироваться на компаниях, выходящих из кризиса, или компаниях с недооцененными активами и покупаете несколько акций соответствующей категории. Возможно, вам известно что-то особенное об одной компании. Нет смысла разбавлять портфель акциями незнакомых компаний ради самого разнообразия. Бессмысленное разнообразие — бич мелких инвесторов.

Конечно, держать акции одной компании небезопасно, поскольку именно эта компания может оказаться жертвой непредвиденных обстоятельств. В небольшие портфели я бы включал от трех до десяти акций. Это дает следующие преимущества.

1. Если вы ищите десятикратники, то с увеличением числа акций возрастает вероятность превращения одной из них в десятикратник. В ряду перспективных быстро растущих компаний одна может реально дать выдающиеся результаты.

Я не мог даже представить, что Stop & Shop принесет мне прибыль, превышающую 30–40%. То была заурядная компания с падающими акциями. Я начал покупать их в 1979 г. в какой-то мере из-за неплохой дивидендной доходности. Но затем результаты компании стали улучшаться и в супермаркетах, и в дисконтных магазинах Bradlee's. Ее акции, которые я купил по 4 долл., поднялись к 1988 г., когда компания стала частной, до 44 долл. Marriott — еще одна компания, чей успех мне не удалось предугадать. Я знал, что это победитель, поскольку останавливался в ее гостиницах бесчисленное число раз, но мне и в голову не приходило, насколько она могла подняться. Жаль, что я тогда не догадался купить несколько тысяч ее акций.

Кстати, несмотря на изобилие слухов о поглощениях в газетах, я ни разу не покупал акции в их ожидании. Зато случались поглощения компаний, акции которых были куплены ранее из-за привлекательности фундаментальных показателей. Это также было для меня полной неожиданностью.

Подобные приятные неожиданности невозможно предвидеть, но можно повысить их вероятность, если держать акции нескольких компаний.

2. Чем больше акций вы держите, тем легче перераспределять средства между ними. Это важная составляющая моей стратегии.

Некоторые объясняют мой успех тем, что я специализируюсь на акциях роста. Но это справедливо лишь отчасти. Я никогда не вкладываю в акции роста более 30–40% активов фонда. Остальные активы распределены между акциями других категорий, рассмотренных в книге. Обычно я держу 10–20% активов в акциях умеренно растущих компаний, 10–20% в акциях циклических компаний, а остальное — в компаниях, выходящих из кризиса. Хотя в моем

портфеле есть акции 1400 компаний, половина активов фонда приходится на 100 компаний, а две трети — на 200. Один процент средств вложен в 500 второстепенных компаний, состояние которых я регулярно оцениваю с тем, чтобы не упустить удачный момент для увеличения моей доли в их капитале. Я постоянно ищу инвестиционные возможности во всех отраслях, и если перспективных компаний, выходящих из кризиса, становится больше, чем быстро растущих компаний, то соответствующим образом меняются и их доли в портфеле. Если то или иное событие повышает мою уверенность во второстепенной компании, то я перевожу ее в основной список.

## РАСПРЕДЕЛЕНИЕ СРЕДСТВ

Распределение денежных средств между акциями разных категорий, как отмечено в главе 3, является еще одним способом минимизации риска потерь. Если вы проводите необходимые исследования и покупаете справедливо оцененные акции, то одним этим в значительной мере снижаете риск. Однако вам не помешает принять во внимание еще некоторые соображения.

Медленно растущие компании характеризуются низким риском и низкой доходностью. Поскольку от них не ждут многого, их акции оцениваются невысоко. Умеренно растущие компании демонстрируют низкий риск и умеренную доходность. Если вы держите Coca-Cola, то при благоприятных условиях можете заработать 50%, а при неблагоприятных — потерять 20%. У компаний с недооцененными активами низкий риск и высокая доходность, если вы уверены в реальной стоимости активов. В случае неправильной оценки активов, вы потеряет немного, а в случае правильной — получите двух-, трех- и даже пятикратник.

Циклические компании могут быть как низкорискованными и высокодоходными, так и наоборот, в зависимости от вашей способности прогнозировать циклы. Если прогноз правилен, можно получить десятикратник, если нет — потерять 80–90%.

Кстати, десятикратники нередки среди быстро растущих компаний и компаний, выходящих из кризиса, — и те, и другие относятся к категории высокого риска и высокой доходности. Чем больше потенциал роста акций, тем больше потенциал их падения. Потеря быстро растущей компанией темпов развития, появление новых трудностей у компании, выходящей из кризиса, грозят полной потерей вложений. При покупке акций Chrysler я рассчитывал на выигрыш в 400% при благоприятных условиях и был готов к потере 100% вложений при неблагоприятных. Таковы были возможные исходы. На деле же Chrysler преподнесла приятный сюрприз и превратилась в пятнадцатикратник.

Хотя способа количественной оценки риска и вознаграждения еще не придумали, при конструировании портфеля в него можно включить пару умеренно растущих компаний, которые уравновесят риски четырех быстро растущих компаний и четырех компаний, выходящих из кризиса. Главное при этом — покупать акции с умом. Например, не стоит покупать переоцененные акции умеренно растущей компании, поскольку это лишь увеличит риск, который вы хотите сгладить. В 1970-х гг. акции даже такой замечательной компании, как Bristol-Myers, были рискованными. Они не росли, поскольку инвесторы давали за них в 30 раз больше прибыли компании, темп роста которой составлял всего 15%. Чтобы завышенные цены стали реальными, Bristol-Myers потребовалось целое десятилетие устойчивого роста. Тот, кто покупал акции по цене вдвое выше темпа роста, принимал на себя излишний риск.

Ужасно досадно, когда инвестор покупает переоцененные акции успешной компании, но не получает никакой прибыли. Именно это случилось с Electronic Data Systems, коэффициент P/E которой в 1969 г. достиг 500. В последующие 15 лет прибыль компании выросла почти в 20 раз. К 1974 г. акции с учетом дробления упали с 40 до 3 долл., после чего восстановились, а в 1984 г. компанию купила General Motors по цене 44 долл., т.е. почти за ту же цену, что была десять лет назад.

Наконец, состав портфеля может меняться по мере взросления инвестора. В отличие от инвесторов в возрасте, которые живут на доходы от инвестиций, тот, кто помоложе и имеет другие заработки, может позволить себе более высокий риск в поисках десятикратника. У молодых инвесторов впереди есть время для экспериментов и ошибок. Что же касается дальнейшего анализа, то он в силу уникальности каждой ситуации сугубо индивидуален.

## КУЛЬТИВИРОВАНИЕ СОРНЯКОВ

В следующей главе я расскажу, когда лучше продавать акции, а здесь же хочу остановиться на продаже как на инструменте управления портфелем. Я постоянно контролирую акции и

пересматриваю историю компаний, добавляю или ликвидирую позиции при изменении условий. Но я не уйду в денежную позицию, разве что поддерживаю достаточный объем средств для покрытия предвиденных выплат. Уход в денежную позицию означает уход с рынка акций. Моя же цель, оставаясь на этом рынке, корректировать портфель в зависимости от фундаментальных показателей. Тот, кто, вложив деньги в акции, не уходит с фондового рынка, избавляет себя от множества несвоевременных действий и общей неудовлетворенности.

Одни механически продают победителей (акции, идущие вверх), но сохраняют неудачников (акции, идущие вниз), что сродни выпалыванию цветов и культивированию сорняков. Другие механически продают неудачников и сохраняют победителей, но получают тот же результат. Обе стратегии проигрышны, поскольку они ориентированы на текущее движение цены как на индикатор фундаментальной стоимости компании. (Падение акций Тасо Белл в 1972 г. сигнализировало о плохом состоянии не самой компании, а ее акций. Компания показывала хорошие результаты.) Как мы уже не раз видели, текущая цена акций совершенно ничего не говорит о перспективах компании, а порой ведет себя прямо противоположно фундаментальным показателям.

Лучше всего, на мой взгляд, продавать и покупать акции, опираясь на взаимосвязь движения цены с историей компании. Так, если акции умеренно растущей компании поднялись на 40% (максимум, на который я рассчитывал), но в компании не произошло ничего, что может обещать приятные сюрпризы, то я продаю их и покупаю акции другой умеренно растущей компании, которые пока не выросли. Если вы не хотите продавать все акции в такой ситуации, то продайте хотя бы часть их.

Успешная ротация акций нескольких умеренно растущих компаний может принести такой же результат, что и один крупный победитель: суммарный выигрыш от 30%-ного роста шести компаний превосходит четырехкратник, а суммарный выигрыш от 25%-ного роста шести компаний почти равен ему.

Быстро растущие компании я держу до тех пор, пока их прибыль увеличивается, они продолжают расширяться, а на горизонте у них нет никаких препятствий. Каждые несколько месяцев я пересматриваю их историю так, словно составляю ее впервые. Если акции одной компании выросли на 50%, но история стала подозрительной, то я продаю их и увеличиваю позицию в акциях другой компании, у которой акции могут падать, но история более привлекательна.

То же относится к циклическим и выходящим из кризиса компаниям. Продавайте в ситуациях, когда фундаментальные показатели ухудшились, а цена выросла, и покупайте, когда фундаментальные показатели растут, а цена упала.

Падение цены хороших акций оборачивается трагедией лишь тогда, когда вы сбрасываете их и больше не покупаете. Для меня же это возможность недорого купить акции пусть медленно растущих, но перспективных компаний.

Если вы не убедите себя в том, что «падение на 25% — сигнал к покупке», и не избавитесь от пагубной идеи, что «падение на 25% — сигнал к продаже», то вам никогда не заработать на акциях достойной прибыли.

По причинам, теперь уже понятным читателю, я всегда недолюбливал стоп-приказы, т.е. автоматическую ликвидацию позиции при определенной цене, которая, как правило, на 10% ниже цены покупки. Действительно, отдавая стоп-приказ, вы ограничиваете убыток 10%, но при волатильности современного фондового рынка акции практически всегда пробивают этот уровень. Иногда кажется, что стоп-приказы в буквальном смысле гарантируют 10%-ное падение, акции сбрасываются, а инвестор вместо того, чтобы защититься от убытков, заранее устанавливает свой проигрыш. Вы потеряли бы Тасо Белл уже раз десять, если бы использовали стоп-приказы!

Покажите мне портфель с 10%-ными стоп-приказами, и я покажу вам портфель, по которому гарантирован убыток в размере 10%. Отдавая стоп-приказ, вы соглашаетесь продать акции дешевле, чем они стоят сегодня.

Просто удивительно, с какой частотой акции после достижения предельного для стоп-приказа уровня стремительно поднимаются, а наш предусмотрительный инвестор остается ни с чем. Бессмысленно рассматривать стоп-приказ как защиту при падении или как некую цель при росте. Если бы я верил в приказы типа «продавать при удвоении цены», то никогда бы не выиграл на крупном победителе и не написал бы эту книгу. Не уходите с рынка и следите за

тем, что происходит. Если исходная история компании реализуется или улучшается, то через несколько лет результаты приятно удивят вас.

17

## Когда покупать и продавать

После всего сказанного я бы не хотел показаться приверженцем маркет-тайминга, рассуждающим о наиболее удачных моментах для покупки акций. Лучшее время для покупки акций наступает тогда, когда вы уверены, что нашли хороший товар по хорошей цене, точно так же, как и в магазине. Вместе с тем существуют периоды, в которые шансы на удачную покупку возрастают.

Один из них — это период так называемых «налоговых продаж» в конце финансового года. Не случайно самые резкие падения цен приходятся на промежуток между октябрём и декабрём. К тому же это еще и период праздников, когда у брокеров, как и у всех прочих, возрастают расходы. У них появляется дополнительный стимул позвонить клиентам и спросить, что бы они хотели продать для реализации налогового убытка. Инвесторы радуются налоговому убытку, словно это удача или подарок. Вряд ли когда еще потери делают людей такими счастливыми.

Институциональные инвесторы в конце года также избавляются от неудачников, облагораживая свои портфели накануне подведения итогов. В результате массовых продаж цена на акции падает, особенно на недорогие, которые, как только достигают 6-долларового порога, перестают служить обеспечением при торговле на марже. Спекулянты сбрасывают дешевые акции, а вслед за ними это делают и институциональные инвесторы, не желающие нарушать установленных ограничений. Возникает цепная реакция, и цена вполне приличных акций падает до нелепого уровня.

Если у вас есть список компаний, чьи акции вы купили бы, будь цены ниже, то конец года — самое удачное время для реализации ваших намерений.

Вторая возможность — это кризисы, обвалы, спады и падения, которые случаются на фондовом рынке раз в несколько лет. Если вы отважитесь покупать в те жуткие моменты, когда внутренний голос кричит «Продавай!», то перед вами откроются возможности, которые трудно даже представить. Профессионалы нередко слишком заняты или зажаты ограничениями, чтобы быстро действовать во время обвалов рынка. Только взгляните, акции каких компаний с высоким темпом роста прибыли можно было недорого купить при последнем обвале рынка.

| ВЫДАЮЩИЕСЯ КОМПАНИИ,<br>КОТОРЫЕ МОЖНО БЫЛО КУПИТЬ ВО ВРЕМЯ ОБВАЛОВ РЫНКА |                                |                               |                                 |
|--|--------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|
|  | Максимум,<br>долл.             | Минимум,<br>долл.             | Максимум 1987 г.,<br>долл.      |
| <i>1972–1974 гг.</i>   |                                |                               |                                 |
| Genuine Parts  | 15                             | 4                             | 44 <sup>3</sup> / <sub>8</sub>  |
| General Cinema   | 3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>  | 30 центов                     | 31 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>  |
| Teledyne   | 11                             | 3                             | 390                             |
| Abbott Labs  | 5                              | 1 <sup>7</sup> / <sub>8</sub> | 67                              |
| Bristol-Myers  | 8                              | 4                             | 55                              |
| Cap Cities   | 34                             | 9                             | 450                             |
| Heinz  | 5 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>  | 3                             | 51 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>  |
| McDonald's   | 15                             | 4                             | 61 <sup>1</sup> / <sub>8</sub>  |
| Philip Morris  | 17 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> | 8 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> | 124 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> |
| Merck  | 17                             | 7                             | 74 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>  |
| <i>1976–1978 гг. (не такой сильный обвал)</i>                            |                                |                               |                                 |
| GE   | 15                             | 11                            | 66 <sup>3</sup> / <sub>8</sub>  |
| Marriott   | 3 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>  | 1 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> | 44 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>  |
| <i>1981–1982 гг.</i>   |                                |                               |                                 |
| Gannett  | 15                             | 10                            | 56                              |
| John Harland   | 6 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>  | 4                             | 30 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>  |
| <i>1983–1984 гг.</i>   |                                |                               |                                 |
| Browning-Ferris  | 12                             | 6 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> | 36                              |
| The Limited  | 10                             | 5                             | 53                              |
| Anheuser-Busch   | 12                             | 9                             | 40                              |
| NCR  | 34                             | 22                            | 87                              |
| Waste Management   | 16                             | 7                             | 48                              |

### Обвал 1987 г.

Массовое сбрасывание акций во время обвала рынка в октябре 1987 г. дало уникальную возможность купить акции многих компаний, о которых я говорил в книге. Падение на 1000 пунктов коснулось всех, но в реальности компании, перечисленные ниже, остались жизнеспособными, прибыльными и стабильными. Многие из них быстро восстановились, чем я и воспользовался. Когда-то я упустил Dreyfus, но не в этот раз (плох не тот конь, который спотыкается, а тот, который спотыкается дважды на одном месте). Акции Dreyfus упали до 16 долл., а денежная позиция компании за вычетом долга составляла 15 долл. Ну разве можно говорить здесь о каком-то риске? Кризис даже сыграл Dreyfus на руку в результате бегства инвесторов в фонды денежного рынка, которыми эта компания управляла.

| Обвал 1987 г.          | Максимум 1987 г.,<br>долл.     | Минимум 1987 г.,<br>долл.      | Октябрь 1988 г.,<br>долл.      |
|------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| Wal-Mart               | 41                             | 20                             | 31 <sup>3</sup> / <sub>8</sub> |
| Dreyfus                | 45                             | 16                             | 25 <sup>5</sup> / <sub>8</sub> |
| Albertson's            | 34                             | 21                             | 36 <sup>1</sup> / <sub>8</sub> |
| Home Depot             | 28                             | 12 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> | 28 <sup>3</sup> / <sub>8</sub> |
| Student Loan Marketing | 88                             | 62                             | 83 <sup>7</sup> / <sub>8</sub> |
| Toys «R» Us            | 42                             | 22                             | 38 <sup>1</sup> / <sub>4</sub> |
| Coca-Cola              | 53                             | 28                             | 43 <sup>1</sup> / <sub>8</sub> |
| Pier 1                 | 14                             | 5                              | 11 <sup>1</sup> / <sub>4</sub> |
| Inco                   | 24                             | 14                             | 28 <sup>5</sup> / <sub>8</sub> |
| Envirodyne             | 29 <sup>1</sup> / <sub>4</sub> | 10 <sup>7</sup> / <sub>8</sub> | 26                             |

## КОГДА ПРОДАВАТЬ

Даже самые вдумчивые и стойкие инвесторы поддаются влиянию скептиков, которые начинают кричать «Продавай!» до того, как наступит подходящий момент. Кому, как не мне, это знать. Меня самого убедили продать целый ряд десятикратников.

После того как в мае 1977 г. я встал во главе Magellan, меня привлекла Warner Communications. То была перспективная компания, выходящая из кризиса после отделения от конгломерата, который слишком увлекся диверсификацией. Фундаментальные показатели Warner внушали уверенность, и я вложил 3% средств своего фонда в ее акции, торговавшиеся по 26 долл.

Спустя несколько дней мне позвонил технический аналитик, который наблюдал за Warner. Я не сторонник технического анализа, но из вежливости все же поинтересовался его мнением. Без колебаний он заявил, что акции «чрезмерно растянуты». Эти слова врезались мне в память. Один из главных недостатков рекомендаций по акциям заключается в том, что все они, и хорошие, и плохие, застревают в голове. От них невозможно избавиться, и в один прекрасный момент вы начинаете следовать им.

Примерно через полгода акции Warner поднялись с 26 до 32 долл., и меня стало одолевать беспокойство. «Если при 26 долл. они чрезмерно растянуты, — размышлял я, — то при 32 долл., наверное, уже сверхрастянуты». Проверка фундаментальных показателей не выявила ничего, что могло бы охладить мой интерес, поэтому я продолжал держать акции. Тем временем они выросли до 38 долл. И тут без всяких причин я начал сбрасывать их. Похоже, толчком стало опасение, что растянутое при 26 долл. и сверхрастянутое при 32 должно было стать чем-то сверхсверхсверх... при 38.

После продажи акции, разумеется, продолжили свое восхождение до 50, 60, 70 и 180 долл. Даже после фиаско Atari в 1983–1984 гг., потеряв 60% своей стоимости, они торговались вдвое выше цены моего выхода (38 долл.). Надеюсь, этот урок пошел мне на пользу.

Другой случай преждевременного выхода связан с первоклассной быстро растущей Toys «R» Us, которую я уже не раз расхваливал. К 1978 г. Toys «R» Us, которая отделилась от Interstate Department Stores при ее банкротстве (долг перед кредиторами был погашен акциями новой Toys «R» Us), была уже признанной и прибыльной компанией, расширяющей сеть своих магазинов. Она добилась хорошего результата в одном месте, а затем стала успешно воспроизводить свою модель в других. Я тщательно изучил ее историю, побывал в магазинах и занял крупную позицию в акциях по цене 1 долл. с учетом дробления. К 1985 г., когда акции Toys «R» Us выросли до 25 долл., некоторые счастливицы получили двадцатипятикратник. Меня среди них, увы, не было. Я слишком рано продал акции, узнав, что один известный инвестор по имени Милтон Петри, специализирующийся на розничных компаниях, купил 20% Toys «R» Us. Логика подсказывала, если Петри перестанет покупать акции, то они пойдут вниз. Петри перестал покупать их при цене 5 долл.

Я купил акции по 1 долл., а продал по 5 и получил пятикратник, мне ли жаловаться? Да, всем нам знакомы такие мудрости, как «Реализуй прибыль при первой же возможности» и «Реальная прибыль всегда лучше возможной потери». Но если инвестор нашел хорошие акции, купил их и, судя по всем признакам, может рассчитывать на рост, то продавать непростительно. Пятикратный рост превращает 10 000 долл. в 50 000, а последующий пятикратный рост — в 250 000. Двадцатипятикратник — редкое явление даже для фондовых менеджеров, а индивидуальному инвестору встреча с ним выпадает всего раз-другой в жизни. Когда он попадает в ваши руки, не расставайтесь с ним до тех пор, пока не иссякнет его потенциал. Именно так поступил в своем фонде Питер Дерутт, от которого я узнал о Toys «R» Us.

Ту же ошибку я умудрился повторить с Flowers, производителем хлебопекарной продукции, а затем и с Lance, производителем крекеров. Узнав от кого-то, что эти компании являются кандидатами на поглощение, я долго ждал этого события, но не дождался и продал акции. Вы, наверное, уже догадываетесь, что произошло после. На деле мне не следовало заикливаться на поглощении, тем более что компании были неплохи и без него.

Я уже рассказывал, как чуть было не отказался от покупки La Quinta из-за продажи ее акций одним из влиятельных инсайдеров. Отказ от покупки только из-за того, что один инсайдер продает акции, настолько же неразумен, как и продажа акций только из-за того, что аутсайдер (Петри) перестал покупать их. В случае с La Quinta я не поддался порыву, и правильно сделал.

Если покопаться, наверное, можно отыскать и другие примеры неудач, о которых я успешно забыл. Сохранить победителя после того, как цена выросла, намного труднее, чем поверить в него после того, как цена упала. Если я чувствую, что могу попасть впросак, то стараюсь еще раз проанализировать причины, по которым акции были куплены мною.

## ШУМОВОЙ ЭФФЕКТ

Инвесторы-любители беззащитны перед информационным шумом точно так же, как и профессионалы. У нас есть коллеги-эксперты, которые нашептывают нам на ухо, а у вас — друзья, родственники, брокеры и разного рода финансовые помощники из средств массовой информации.

Все начинается с получения сообщения в стиле: «Поздравляем!.. Не жадничайте». Например, вам звонит брокер и говорит: «Поздравляю, ваши вложения в ToggleSwitch удвоились. Однако не стоит жадничать. Давайте продадим ToggleSwitch и купим KinderMind». В результате проданные акции ToggleSwitch продолжают расти, а KinderMind становится банкротом и съедает вашу прибыль без остатка. Брокер при этом получает комиссию по обеим сделкам. За каждое «поздравляю» вы платите по двойному тарифу.

В навязчивую идею превращаются не только советы брокера, но и дурные мнения вроде «чрезмерной растянутости акций Warner». В наши дни дурных мнений настолько много, что это уже не информационный шум, а информационный рев.

Из телевизора на вас обрушивается информация о том, что банки пользуются спросом, а авиалинии — нет, коммунальные компании переживают расцвет, а ссудо-сберегательные организации обречены. Стоит включить радио, как сразу слышишь, что перегретая экономика Японии приведет к глобальному краху. Эти слова всплывут при очередном падении рынка на 10% и заставят вас продать Sony и Honda, а заодно и Colgate-Palmolive, которая не является ни циклической, ни японской.

Когда с одной стороны астрологи, а с другой — экономисты из Merrill Lynch высказывают звучащие предельно убедительно, но прямо противоположные мнения, стоит ли удивляться, что многие приходят в замешательство.

В последнее время шумовой эффект проявляется особенно ярко. Самые зловещие пророчества склоняют до тех пор, пока они не начинают восприниматься как реальность. Пару лет назад возник шум вокруг агрегата денежной массы M-1. Когда я служил в армии, так называли винтовку, и я хорошо представлял, о чем идет речь. Внезапно M-1 превратился в показатель, от которого зависело будущее Уолл-стрит, а я и понятия не имел, что он означает. Помните химчистки One Hour Martinizing? Что стоит за этим названием, также никто не знает, в том числе миллионы клиентов, которых этот вопрос никогда не интересовал. Возможно, M-1 обозначает Martinizing One, поскольку одному из членов Совета экономических советников когда-то принадлежала химчистка. Как бы то ни было, целый месяц в новостях говорилось о том, что M-1 растет слишком быстро, и были опасения, что он развалит нашу экономику и



поставит под угрозу весь мир. «M-1 растет» — отличный повод для продажи акций, даже если не совсем понятно, что такое M-1.

Затем известия об угрожающем росте агрегата M-1 неожиданно исчезли, и наше внимание переключилось на учетные ставки, установленные для банков Федеральной резервной системой (ФРС). Сколько человек знает, что имеется в виду? Я, например, не знаю. Сколько человек знает, чем занимается ФРС? По словам Уильяма Миллера, бывшего председателя ФРС, 23% населения США считают, что ФРС — это резервация индейцев, 26% — заповедник, а 51% — марка виски.

Каждую пятницу (это был четверг, пока количество посетителей офиса ФРС, желающих узнать новости до открытия фондовой биржи в пятницу, не превысило разумные пределы) половина профессиональных инвесторов ожидала последние данные о денежной массе, и рынок реагировал на них. Сколько инвесторов сбросили хорошие акции лишь из-за опасения, что высокий темп роста денежной массы обрушит фондовый рынок?

Нас попеременно пугают то ростом цен на нефть, то их падением; то сильным долларом, то слабым; то сокращением денежной массы, то ее ростом. На смену тревоге по поводу денежной массы пришли опасения по поводу бюджета и дефицита торгового баланса, которые подтолкнули еще тысячи людей к продаже акций.

## **КОГДА ДЕЙСТВИТЕЛЬНО НАДО ПРОДАВАТЬ**

Если рынок не может дать ответа на вопрос, когда продавать, то кто может? Здесь нет единой формулы. Советы вроде «продавать до того, как вырастут процентные ставки» или «продавать до начала спада» имели бы смысл, если бы мы знали точное время наступления этих событий, но оно нам не известно.

С годами я стал подходить к выбору момента продажи точно так же, как и к выбору момента покупки. Я не обращаю внимания на внешние экономические условия за исключением тех очевидных случаев, когда у меня есть уверенность в том, что на тот или иной бизнес они повлияют определенным образом. Например, падение цен на нефть обязательно скажется на компаниях нефтяного сектора, но не затронет фармацевтические компании. В 1986–1987 гг. я продал пакеты акций Jaguar, Honda, Subaru и Volvo из-за уверенности в том, что падающий доллар отрицательно скажется на прибылях иностранных производителей автомобилей с высокой долей продаж в США. Однако в девяти случаях из десяти я продаю, когда история компании 380 выглядит лучше истории компании 212, особенно если последняя становится все менее правдоподобной.

Когда вы четко знаете, почему купили акции, у вас появляется представление о том, когда с ними лучше расстаться. Рассмотрим сигналы к продаже для компаний различных категорий.

### **Когда продавать акции медленно растущей компании**

Вряд ли я дам полноценный совет по этим компаниям, поскольку их у меня совсем немного. Те, что все же куплены, я продаю, когда они вырастают на 30–50% или при ухудшении фундаментальных показателей, даже если их акции понизились. Ниже приведены некоторые другие сигналы.

- Компания теряет рыночную долю два года подряд и меняет рекламное агентство.
- Нет новых продуктов, сокращаются расходы на исследования и разработки, компания почивает на лаврах.
- Последние два поглощения непрофильных компаний походят на диверсификацию; объявление о дальнейших планах поглощений в «сфере перспективных технологий».
- Компания истратила на поглощения столько, что в ее балансе на месте нулевого долга и денежной позиции в миллионы долларов появился долг в миллионы долларов и нулевая денежная позиция. У компании нет средств для выкупа акций, хотя их цена сильно падает.
- Даже при низкой цене акций дивидендная доходность недостаточно высока, чтобы заинтересовать инвесторов.

### **Когда продавать акции умеренно растущей компании**

В этой категории я часто заменяю одни акции на другие. Бессмысленно рассчитывать на быстрое превращение акций умеренно растущей компании в десятикратник. Если цена акций окажется выше прибыли, а коэффициент P/E выйдет далеко за пределы нормального

диапазона, то инвестору стоит подумать о продаже и повторной покупке через некоторое время по более низкой цене или, следуя моему примеру, купить акции другой компании.

Другие сигналы к продаже.

- Продукты, выведенные на рынок за последние два года, приносят смешанные результаты, а новинки все еще находятся на стадии испытаний и попадут на рынок не раньше чем через год.
- Коэффициент P/E равен 15, а у сопоставимых компаний из этой же отрасли — 11–12.
- За последний год ни работники, ни директора компании не покупали акций.
- Крупное подразделение компании, которое приносит 25% прибыли, страдает от последствий экономического спада (строительство жилья, бурение нефтяных скважин и т.д.).
- Темп роста замедляется, компании пока удается сохранять прибыльность путем снижения затрат, но возможности дальнейшего снижения себестоимости продукции ограничены.

### **Когда продавать акции циклической компании**

Лучшее время для продажи — конец цикла, но как узнать, когда он наступит? Как определить, о каких циклах идет речь? Иногда знатоки начинают продавать акции циклической компании за год до проявления первых признаков спада. Кажется, что акции начинают падать без всяких причин.

Чтобы добиться успеха в этой игре, необходимо понимать ее странные правила. Именно в них и заключается коварство циклических компаний. Например, был случай, когда акции General Dynamics, представителя циклической оборонной промышленности, несмотря на высокую прибыль, упали на 50%. Дальновидные инвесторы, следившие за циклом, во избежание ажиотажа начали продавать их заранее.

О продаже циклической компании стоит задуматься не только в конце цикла, но и при первых признаках ухудшения состояния. Начали расти затраты. Существующие производственные мощности загружены, и компания начинает вкладывать деньги в их наращивание. То, что побудило вас купить акции XYZ в период между прошлым спадом и последним бумом, должно подсказать вам, когда этот бум закончится.

Явный сигнал к продаже — рост запасов и неспособность компании избавиться от них. Это означает снижение цен и прибыли в будущем. Я всегда обращаю внимание на рост запасов. Когда место для парковки автомобилей отдано под складирование слитков, самое время продать акции циклической компании. Хотя не исключено, что вы уже опоздали.

Еще один сигнал — падение цен на сырьевые товары. Цены на нефть, сталь и т.д. должны падать на протяжении нескольких месяцев, прежде чем начнет меняться прибыль. Другой сигнал — фьючерсная цена ниже текущей, или спотовой, цены. Если ваших знаний хватило для определения удачного момента для покупки акций циклической компании, то уж изменения цен вы не пропустите.

Наличие конкурентов также создает угрозу циклическим компаниям. Аутсайдер, чтобы привлечь к себе покупателей, снижает цены и вынуждает остальных делать то же (т.е. терять прибыль). Пока спрос на никель высок и нет конкурентов, Inco процветает, но стоит упасть спросу или появиться новым поставщикам никеля, у Inco возникают проблемы.

Другие сигналы.

- Через двенадцать месяцев истекает срок действия договоров с двумя ключевыми профсоюзами. Их лидеры требуют полного восстановления заработной платы и льгот, от которых отказались в прошлом договоре.
- Конечный спрос на продукт уменьшается.
- Компания удвоила капиталовложения в строительство нового суперсовременного завода, отказавшись от менее капиталоемкой модернизации старых заводов.
- Компания снижает затраты, но не может конкурировать с иностранными производителями.

### **Когда продавать акции быстро растущей компании**

С одной стороны, не хочется упустить потенциальный десятикратник. С другой, неудача компании и сокращение ее прибыли приводит к падению коэффициента P/E, на который делали ставку инвесторы. Для преданных акционеров это весьма дорогостоящая дилемма.

Главное здесь — не пропустить конец второй стадии роста, о которой говорилось выше.

Если The Gap прекращает строительство новых магазинов, старые магазины становятся обшарпанными, а ваши дети жалуются на отсутствие в них кислотных джинсов (писк моды), то самое время задуматься о продаже. Если сорок аналитиков с Уолл-стрит дают акциям компании высшую оценку, 60% акций держат институциональные инвесторы, а три общенациональных журнала публикуют лестные отзывы о генеральном директоре, то наступила пора продавать.

Все характеристики акций, которых следует избегать (см. главу 9), относятся и к акциям, которые следует продавать.

В отличие от циклической компании, у которой чем ближе конец цикла, тем ниже коэффициент P/E, P/E компании роста обычно увеличивается и достигает порой абсурдных значений. Взять хотя бы Polaroid и Avon Products. Что означает P/E 50 для компаний такого размера? Любой сообразительный четвероклассник скажет, что их акции нужно продавать. Могла ли Avon продать миллиард флаконов с духами? Сомнительно, если учесть, что каждая вторая американская домохозяйка уже является представительницей Avon.

Акции Holiday Inn можно было продавать, как только P/E достиг 40, и не сомневаться в правильности своего поступка. Когда вы наталкиваетесь на отели Holiday Inn через каждые 20 миль на любой магистрали в США, а попав в Гибралтар, видите Holiday Inn у подножия горы, самое время бить тревогу. Где еще у нее остались возможности роста? На Марсе?

Другие сигналы.

- За последний квартал продажи упали на 3%.
- Результаты новых магазинов вызывают разочарование.
- К конкурентам уходят два руководителя высшего звена и ряд ключевых сотрудников.
- Недавно компания провела в 12 городах презентацию для институциональных инвесторов и представила им невероятно положительную историю.
- Акции торгуются при P/E 30, хотя по самым оптимистичным прогнозам темп роста прибыли на следующие два года не превышает 15–20%.

### **Когда продавать акции компании, выходящей из кризиса**

Акции компании, выходящей из кризиса, лучше всего продавать после ее полного восстановления. Когда все трудности остались позади, и все об этом знают. Когда компания восстановила свой прежний статус: компания роста, циклическая компания и т.п. Когда акционеры снова покупают ее акции. Если оздоровление оказалось успешным, вам следует отнести компанию к какой-либо другой категории.

Chrysler была компанией, выходящей из кризиса, при цене 2, 5 и даже 10 долл. с учетом дробления, но не при 48 долл. в середине 1987 г. К этому времени долг был погашен, трудности преодолены, и Chrysler вновь стала солидной циклической автомобильной компанией. Ее акции могут вырасти, но они вряд ли станут десятикратником. Их следует оценивать точно так же, как General Motors, Ford и другие процветающие компании. Если вам нравятся автопроизводители, держите акции Chrysler. Все ее подразделения функционируют успешно, а поглощение American Motors повышает долгосрочный потенциал, хотя и несет ряд проблем краткосрочного плана. Если же вы специализируетесь на компаниях, выходящих из кризиса, вам следует продать акции Chrysler и подыскать что-нибудь другое.

General Public Utilities относилась к категории выходящих из кризиса при цене акций 4, 8 и 12 долл., однако после того, как возобновилась эксплуатация второго блока АЭС, а другие коммунальные компании согласились взять на себя часть затрат по ликвидации последствий аварии, GPU стала полноценной электрогенерирующей компанией. Никто не считает, что GPU способна обанкротиться. Ее акции, торгующиеся по 38 долл., вполне могут вырасти до 45 долл., но до 400 долл. им никогда не подняться.

Другие сигналы.

- Долг, который снижался пять кварталов подряд, в последнем квартале вырос на 25 млн долл.
- Запасы увеличиваются вдвое быстрее продаж.
- Коэффициент P/E завышен относительно ожидаемой прибыли.
- Самое сильное подразделение компании продает 50% выпускаемой продукции одному ключевому клиенту, у которого падают продажи.

## Когда продавать акции компании с недооцененными активами

В наши дни лучше всего дождаться появления рейдеров. Если где-то действительно есть скрытые активы, то об этом обязательно узнают Сол Стейнберг, Хафты или Райхманны. Пока компания не наращивает долг, который сокращает стоимость ее активов, ее акции вполне можно держать.

Alexander & Baldwin принадлежит 96 тыс. акров гавайской земли наряду с эксклюзивными правами на перевозку грузов на остров и прочими активами. Многие поняли, что ее 5-долларовые акции с учетом дробления стоят гораздо дороже. Они терпеливо ждали, но год проходил за годом, и ничего не менялось. Затем появился Гарри Уайнберг, который купил сначала 5%, затем 9% и, наконец, 15% акций. Следуя его примеру, акции стали покупать и другие инвесторы. Их цена взлетела до 32 долл., но в октябре 1987 г. она упала до 16 долл. Однако спустя семь месяцев Alexander & Baldwin снова торговалась по 30 долл.

То же самое произошло со Storer Broadcasting и Disney. Последняя была спящей компанией, которая не имела представления о своей стоимости, пока не появился господин Стейнберг с намерением «повысить акционерную стоимость». Компания начала добиваться успехов. Она перестала ограничиваться мультфильмами и перешла к удовлетворению потребностей более широкой и зрелой аудитории. Ее проекты с каналом Disney и японским тематическим парком оказались успешными, перспективным выглядит и европейский тематический парк, который скоро должен открыться. Со своей бесценной фильмотекой и недвижимостью во Флориде и Калифорнии Disney является одновременно компанией с недооцененными активами, компанией, выходящей из кризиса, и быстро растущей компанией.

В современном мире для выявления скрытых активов уже не нужно ждать смены поколений. Ситуации, в которых можно было всю жизнь держать недооцененные акции без заметного успеха, ушли в прошлое. В наши дни увеличение акционерной стоимости происходит намного быстрее благодаря магнатам, выискивающим компании с недооцененными активами. (Несколько лет назад к нам в офис заглянул Бун Пикенс и рассказал, как можно поглотить компанию вроде Gulf Oil. Несмотря на его хорошо аргументированное выступление, мне не верилось в это, слишком уж крупной была Gulf Oil. Я оставался при своем мнении, пока ее не поглотила Chevron. Сейчас меня не удивит никакое поглощение, даже поглощение какого-нибудь крупного континента.)

Вокруг столько рейдеров, что инвестору-любителю все труднее отыскать приличную компанию с недооцененными активами, зато ему несложно определить наилучший момент для продажи ее акций. Акции не следует продавать до тех пор, пока не появятся братья Басс, а если не они, то Стейнберг, Айкан, Белцберги, Притцкеры, Ирвин Якобс, сэр Джеймс Голдсмит, Дональд Трамп, Бун Пикенс и даже Мерв Гриффин. После этого возможно поглощение, ценовая война или выкуп с использованием заемных средств, которые ведут к удвоению, утроению или учетверению цены акций.

Другие сигналы к продаже.

- Несмотря на то, что акции торгуются ниже реальной рыночной стоимости, руководство объявляет о дополнительном 10%-ном выпуске акций с целью финансирования программы диверсификации.
- Подразделение, которое планировалось продать за 20 млн долл., реально приносит всего 12 млн долл.
- Снижение ставки налога на прибыль приводит к значительному обесцениванию переноса убытка.
- За пять лет доля институциональных инвесторов вырастает с 25 до 60% (основные покупатели — несколько бостонских фондов).

· 18

## Двенадцать опасных заблуждений относительно акций

- Меня не перестают удивлять бытующие в среде любителей и профессионалов представления о том, почему акции ведут себя так, а не иначе. Мы достигли заметных успехов в борьбе с невежеством и суевериями в медицине и прогнозировании погоды, мы посмеиваемся над нашими предками, которые воспринимали неурожай как волю богов, мы

удивляемся, что «такой мудрый человек, как Пифагор, видел злых духов в смятых простынях». Тем не менее мы с готовностью верим в то, что цены акций зависят от исхода борьбы за Суперкубок.

Еще во времена учебы и работы в летнее время в Fidelity я понял, что даже самые знающие преподаватели заблуждаются в отношении акций не меньше, чем Пифагор в отношении постельного белья. С той поры мне пришлось познакомиться с массой совершенно безумных теорий, имеющих хождение среди широкой публики. Хотя мифов и заблуждений великое множество, я остановлюсь лишь на двенадцати самых опасных в надежде на то, что вы выбросите их из головы. С некоторыми из них вы, возможно, уже знакомы.

### **Акции, которые упали очень сильно, не могут упасть еще больше**

Надо же такое придумать! Бьюсь об заклад, акционеры Polaroid говорили именно это, когда акции первый раз потеряли треть стоимости в процессе своего падения с высоты 1431/2 долл. Polaroid входила в число голубых фишек, поэтому при снижении прибыли и продаж мало кто обратил внимание на переоцененность ее акций. Многие убеждали себя, что «акции, упавшие так сильно, ниже не опустятся», что «хорошие компании всегда восстанавливаются», что «фондовый рынок требует терпения» и что «не стоит в панике отбрасывать хорошее».

Эти заклинания, несомненно, звучали в домах инвесторов и департаментах портфельных инвестиций банков при падении Polaroid до 100, 90 и 80 долл. Когда цена пробила уровень в 75 долл., ряды сторонников теории «ниже не опустятся» пополнились, а когда достигла 50 долл., магические слова повторял каждый второй акционер.

Несмотря на непрекращающееся падение, Polaroid покупали новые сторонники этой теории. Многие из них, наверное, пожалели о своем решении, потому что падение не остановилось. Менее чем за год акции снизились со 1431/2 до 141/8 долл., и только тогда теория оправдалась.

Правила, позволяющего определять, насколько могут упасть акции, просто не существует. Я понял это еще в 1971 г., когда был амбициозным, но малоопытным аналитиком в Fidelity. К тому времени акции Kaiser Industries упали с 25 до 13 долл. По моей рекомендации Fidelity приобрел пять миллионов акций (один из крупнейших пакетов за всю историю Американской фондовой биржи) по цене 11 долл. Я был уверен, что они не опустятся ниже 10 долл.

Когда цена достигла 8 долл., я позвонил маме и отправил ее за акциями, которые ну никак не должны были упасть ниже 7,50 долл. К счастью, она не послушалась меня. Я же стал свидетелем того, как в 1973 г. Kaiser опустилась с 7 до 6 долл., а потом и до 4. Лишь после этого заработала теория «ниже не опустятся».

Портфельные менеджеры Fidelity держали все пять миллионов акций из тех соображений, что если Kaiser удачное приобретение при цене 11 долл., то при цене 4 долл. это приобретение тем более удачно. Поскольку их купили по моей рекомендации, я не уставал успокаивать коллег, ссылаясь на хороший баланс компании. Обнадеживало еще и то, что в обращении было всего 25 млн акций и при цене 4 долл. компания стоила 100 млн долл. Тогда на эти деньги можно было купить четыре Boeing 747, сегодня же только один, да и то без двигателей.

Рынок обесценил Kaiser настолько, что эту сильную компанию с ее недвижимостью, алюминием, сталью, цементом, верфями, стеклопластиковыми машиностроительным и теле- и радиовещательным бизнесом, не говоря уже о джипах, можно было купить по цене четырех самолетов. Она имела очень небольшой долг. Даже при его ликвидации за счет активов, по нашим подсчетам, стоимость компании составляла 40 долл. на акцию. В наши дни мгновенно объявился бы рейдер и поглотил бы ее.

Kaiser Industries довольно быстро поднялась до 30 долл., но ее падение до 4 долл. навсегда отбило у меня охоту делать заявления типа «ниже не опустятся».

### **Всегда можно понять, когда цена достигла дна**

Игра с падающими акциями — популярное развлечение инвесторов, в результате которого игроки нередко оказываются в числе проигравших. Попытка поймать дно падающей акции равноценна попытке поймать падающий нож. В случае с ножом обычно ждут, когда он

достигнет земли, вонзится в нее и, покачавшись, остановится. В случае с акцией вы неизбежно хватаете ее в неподходящий момент.

Если вы собираетесь купить компанию, выходящую из кризиса, то для этого нужна более веская причина, чем падение акций до уровня, ниже которого они уже не могут опуститься. Например, вы заметили оживление бизнеса, проанализировали баланс и увидели, что денежные средства составляют 11 долл. на акцию при цене 14 долл. Однако вам все равно не поймать дно, поскольку акции растут не сразу, а некоторое время колеблются. Этот период длится обычно два-три года, а иногда и больше.

### **Акции, которые выросли так сильно, вряд ли вырастут еще больше**

Все верно, если только речь идет не о Philip Morris или Subaru. То, что Philip Morris одна из самых выдающихся компаний, ясно из приведенного графика. Что касается Subaru, то, как я уже говорил, ее акции, купленные вместо автомобиля, могли бы сделать вас миллионером.

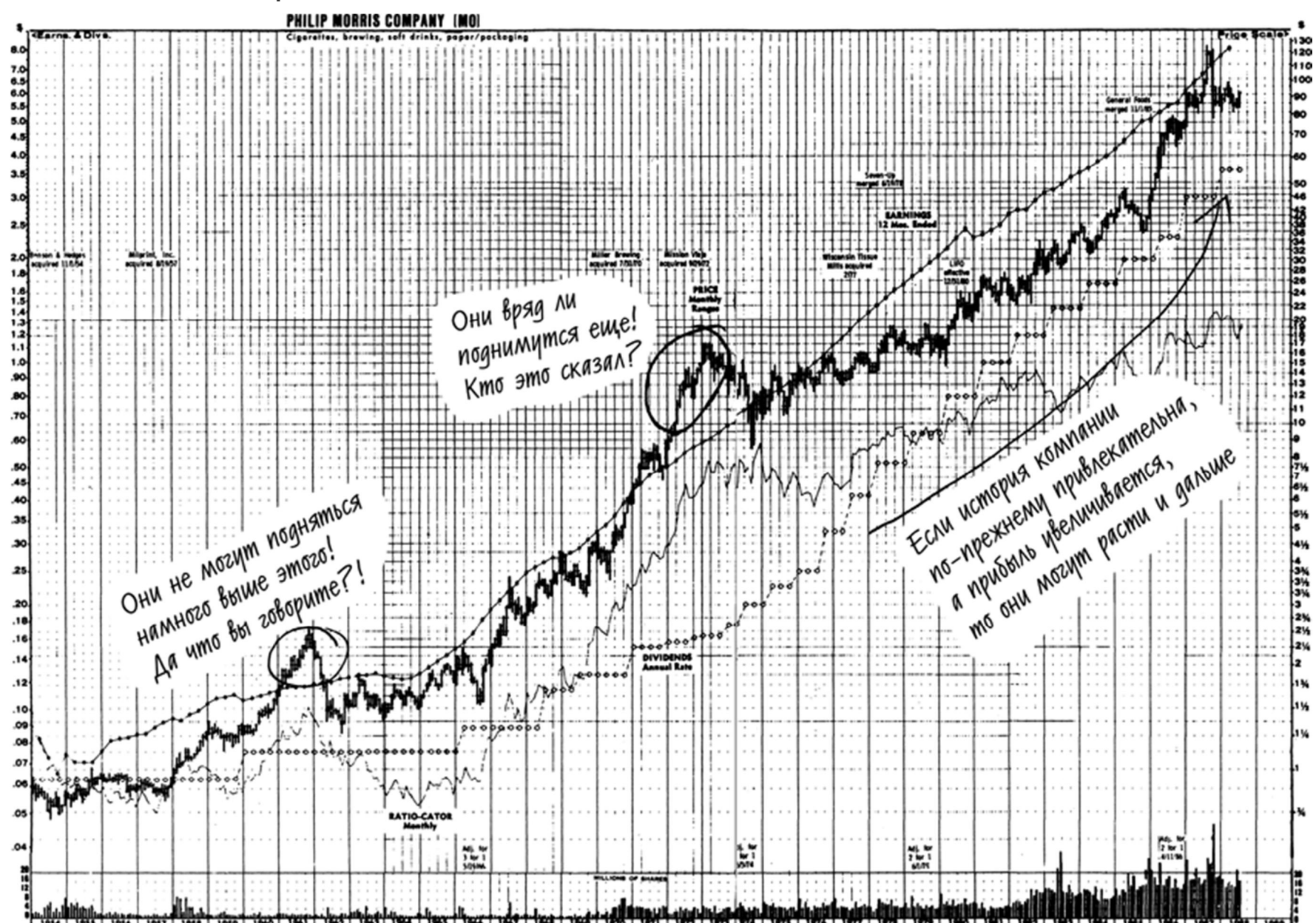
У того, кто купил Philip Morris в 1950-х гг. по цене, эквивалентной 75 центам, мог появиться соблазн продать их в 1961 г. по 2,50 долл. под влиянием теории «им не подняться намного выше этого». Спустя 11 лет, когда акции торговались в семь раз выше, чем в 1961 г., и в 23 раза выше, чем в 1950-х гг., также можно было подумать, что Philip Morris больше некуда расти. Если кто продал их в тот момент, то он упустил еще один семикратник после 23-кратного роста.

Те же, кто не расстался с Philip Morris, стали свидетелями роста 75-центовых акций до 124,50 долл. и превращения каждой вложенной тысячи в 166 000 долл. И это без учета 23 000 долл., выплаченных в виде дивиденда.

Если бы я мучил себя такими вопросами, как «Разве они могут еще расти?», то никогда бы не купил акции Subaru после того, как они выросли в 20 раз. Но фундаментальные показатели говорили, что ее акции все еще дешевы, я купил их и получил семикратник.

Каких-либо границ роста цены не существует. Если история компании по-прежнему привлекательна, прибыль увеличивается, а фундаментальные показатели не ухудшаются, то продавать акции из-за того, что «им не подняться намного выше этого», непростительно. Позор тем экспертам, которые советуют клиентам автоматически продавать акции после удвоения вложений. Так никогда не получить десятикратник.

Акции компаний, подобных Philip Morris, Shoney's, Masco, McDonald's и Stop & Shop, год за годом ломают представление о том, что «им не подняться намного выше этого».



сюрприз. Успех компании к сюрпризам отношения не имеет, а вот акции нередко преподносят их. В свое время я покупал акции Stop & Shop как консервативные в расчете на дивиденды, а потом на фоне улучшения фундаментальных показателей они превратились в быстро растущие.

### **Акции стоят всего 3 долл., что на них можно потерять?**

- Сколько раз вам доводилось слышать это? Возможно, вы и сами так говорили. Инвестор, отыскав акции по 3 долл., ловит себя на мысли: «Они намного безопаснее, чем акции по 50 долл.».
- Я проработал 20 лет в инвестиционном бизнесе, прежде чем меня осенило, что независимо от цены акций, 50 долл. или 1 долл., их падение до нуля приводит к полной потере вложений. При падении до 50 центов результаты отличаются, но не сильно. Инвестор, купивший акции за 50 долл., теряет 99% инвестиций, а купивший за 3 долл. — 83%. Слабое утешение.
- Дело в том, что плохие дешевые акции так же рискованны, как и плохие дорогие акции. Если вы вкладываете 1000 долл. в 43-долларовые или 3-долларовые акции, то при их падении до нуля теряете одну и ту же сумму. Не важно по какой цене вы покупаете акции, если они плохие, то потенциальный убыток всегда составляет 100%.
- Все же, думаю, есть покупатели, которые не в силах противостоять 3-долларовым акциям и говорят себе: «Ну что на них можно потерять?»
- Примечательно, что профессиональные короткие продавцы, играющие на понижение, обычно открывают позиции ближе к минимуму, чем к максимуму. Они предпочитают подождать до тех пор, пока не появятся признаки надвигающегося банкротства. Их не волнует цена входа — 8 или 6 долл. вместо 60 долл. Если акции упадут до нуля, они так и так получат одинаковую прибыль.
- Угадайте, кому они продают акции, когда они опустятся до 8 или 6 долл.? Да, тем самым инвесторам, которые говорят себе: «Разве тут можно проиграть?»

### **В конце концов все возвращаются**

- Наверное, так же, как вестготы, пикты и Чингисхан. В свое время говорили, что RCA восстановится, но этого не случилось. А ведь это была всемирно известная и успешная компания. Не восстановилась и Johns-Manville, другая всемирно известная компания. С учетом всех поданных против нее исков, связанных с асбестом, ее перспективы слишком неопределенны. Выпуск сотен миллионов новых акций привел к такому же разводнению ее прибыли, как и в Navistar.
- Если бы не моя дырявая память, я бы назвал еще много не таких известных публичных компаний, которые навсегда исчезли с экранов системы Quotron. Не исключено, что и вы вкладывали деньги в какие-то из них (не хотелось бы думать, что я был единственным). Если принять во внимание тысячи обанкротившихся компаний, прибавить к ним платежеспособные компании, которые так и не вернулись в ряды процветающих, и присовокупить компании, чьи акции торгуются намного ниже былых максимумов, то аргумент «в конце концов все возвращаются» уже не будет казаться таким убедительным.
- Акции организаций медицинского обеспечения, компаний по производству дискет, двустороннего трикотажа, цифровых часов и передвижных домов пока еще не восстановились.

### **Темнее всего перед рассветом, или Хуже уже не будет**

- Люди склонны считать, что после небольшой неприятности хуже уже не будет. В 1981 г. в США было 4520 действующих нефтяных вышек, а к 1984 г. их число сократилось до 2200. В тот момент многие купили акции нефтяных компаний, поскольку думали, что худшее позади. Через два года осталось всего 686 вышек, да и сегодня их число не превышает тысячи.
- Инвесторы, вкладывавшие деньги в железнодорожные перевозки, были изумлены, когда вагонные поставки упали с максимума в 95 650 единиц (1979 г.) до минимума в 44 800 единиц (1981 г.). За семнадцать лет это был самый низкий показатель, и никто даже не думал, что он может еще больше ухудшиться. Однако в 1982 г. он упал до 17 582, а в 1983 г. — до 5700. Некогда процветающая отрасль сократилась на 90%.

Иногда действительно темнее всего перед рассветом, но бывает, что за тьмою наступает тьма кромешная.

### **Продам, как только они поднимутся до 10 долл.**

На собственном опыте я убедился, что поверженные акции никогда не возвращаются к тому уровню, на котором вы решили продавать. Как только вы подумали «Продам, когда они поднимутся до 10 долл.», вы обрекли акции на многолетние колебания у потолка в 9,75 долл. Затем они рухнут до 4 долл., ненадолго останутся и закончат падение на уровне 1 долл. Этот мучительный процесс может растянуться на десятилетие, и все это время вы будете держать акции, которые вам не нужны, лишь потому, что установили 10-долларовый ориентир.

Всякий раз, когда меня подмывает поступить таким образом, я напоминаю себе, что, если нет уверенности в целесообразности покупки акций компании, ее акции следует немедленно продать.

### **К чему волноваться? У консервативных акций не бывает сильных колебаний**

Два поколения консервативных инвесторов выросли на идее о том, что ошибиться в акциях электроэнергетических компаний невозможно. Достаточно хранить эти беспроблемные бумаги в банковской ячейке и получать деньги по чекам на выплату дивидендов. Вдруг возникли проблемы с атомной энергетикой и тарифами на электроэнергию, и акции таких компаний, как Consolidated Edison, обесценились на 80%. Затем так же внезапно они вернули больше, чем потеряли.

Экономические трудности и ужесточение регулирования атомной энергетики сделали так называемый «стабильный электроэнергетический сектор» таким же волатильным и коварным, как ссудо-сберегательные ассоциации и компьютерная отрасль. Сейчас встречаются электроэнергетические компании, которые были или могут стать десятикратниками и роста, и падения. На них можно как немало выиграть, так и крупно проиграть — в зависимости от удачи и правильности выбора.

Те инвесторы, которые не сразу сориентировались в новой обстановке, должно быть, сильно пострадали в финансовом и психологическом плане. Их «осмотрительные» вложения в Public Service of Indiana, Gulf States Utilities и Public Service of New Hampshire оказались не менее рискованными, чем игра с акциями безвестных молодых биотехнологических фирм, если не более рискованными из-за скрытой опасности.

Компании находятся в непрерывном развитии, и их перспективы меняются. Таких акций, которые можно просто держать, не обращая внимания на изменения, не существует.

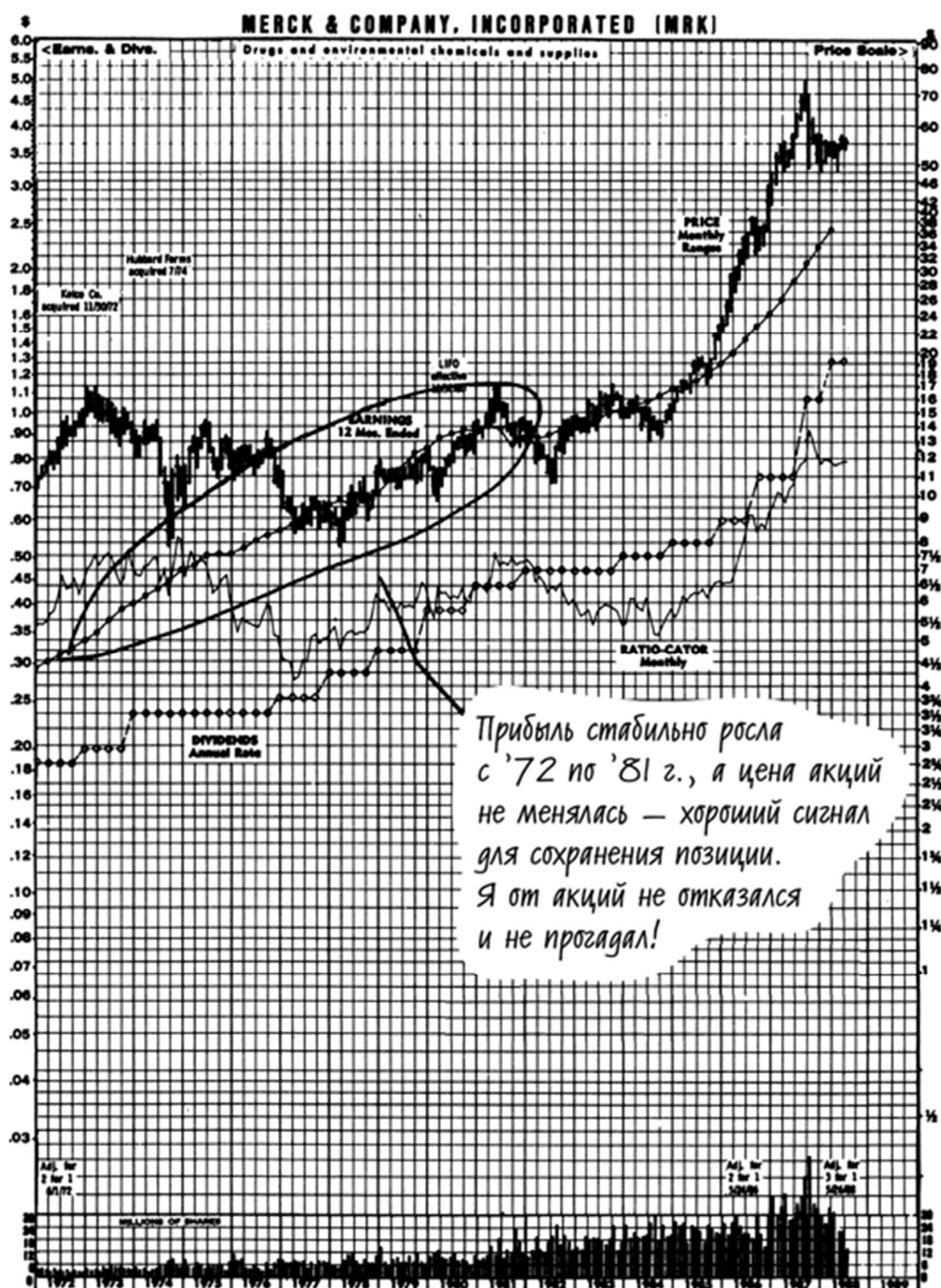
### **Позитивное событие слишком долго не наступает**

У акций есть еще одно свойство: стоит вам отказаться от них после долгого и безрезультатного ожидания благоприятных событий, как эти события наступают. Я называю это послепродажным расцветом.

Merck стала испытанием на прочность для всех акционеров (см. график). С 1972 по 1981 г. ее акции практически стояли на месте, несмотря на то, что прибыль компании стабильно увеличивалась в среднем на 14% в год. Что произошло после? В течение следующих пяти лет акции взлетели в четыре раза. Кто знает, сколько разочарованных инвесторов избавились от них только потому, что устали ждать или жаждали больше «действия». Если бы они следили за историей компании, то не продали бы акции.

Акции Angelica Corporation, производителя специальной одежды, совершенно не двигались с 1974 по 1979 г. American Greetings спала в течение восьми лет, GAF Corporation — в течение 11 лет, Brunswick — на протяжении 1970-х гг., SmithKline (до тагамета) — с середины 1960-х гг. до середины 1970-х гг., Harcourt Brace — при Никсоне, Картере и во время первого срока правления Рейгана, а Luckens — в течение 14 лет.





- Я не отпустил Merck, потому что привык держаться поближе к акциям, чья цена остается неизменной. Акции приносят мне прибыль, как правило, на третий или четвертый год, и только в случае с Merck на это ушло чуть больше времени. Если с компанией все в порядке и ее первоначальная привлекательность не исчезла, то я уверен: рано или поздно мое терпение будет вознаграждено.
- Отсутствие роста в течение нескольких лет (я называю это «ЭКГ скалы») на самом деле хороший признак. Появление «ЭКГ скалы» на графике акций, которые меня интересуют, я воспринимаю как сильный сигнал возможного роста.
- Нужна невероятная сила воли, чтобы не сбросить акции компании, которая вам интересна, но всем остальным безразлична. Вам кажется, что все правы, а вы ошибаетесь. Однако если фундаментальные показатели внушают надежду, то терпение вознаграждается: акции Lukens выросли в шесть раз за 15 лет, акции American Greetings — в шесть раз за шесть лет, акции Angelica — в семь раз за четыре года, акции Brunswick — в шесть раз за пять лет, а акции SmithKline — в три раза за два года.

### Сколько денег потеряно из-за того, что я не купил их!

- Сегодня любой был бы намного богаче, если бы вложил все свои деньги в акции Crown, Cork, and Seal, которые стоили 50 центов (с учетом дробления)! Теперь, когда вы об этом знаете, взгляните на последнюю выписку по своему банковскому счету. Вы заметили, что деньги никуда не делись? Ваше состояние не стало меньше по сравнению с тем, каким оно было секунду назад, когда вы еще не знали об упущенной выгоде.
- Возможно, вы будете смеяться, но некоторые из моих коллег-инвесторов изводят себя тем, что ежедневно анализируют десятку лучших акций Нью-Йоркской фондовой биржи и представляют, сколько денег они потеряли, упустив эти акции. Та же картина наблюдается и с бейсбольными карточками, ювелирными украшениями, мебелью и домами.
- Отношение к чужому выигрышу как к собственному проигрышу лишено смысла при инвестировании в фондовый рынок. Оно ведет лишь к безумию. При виде упущенных победителей инвестор начинает упрекать себя в миллионных и миллиардных потерях. Если ему доведется продать все свои акции, а через день рынок поднимется на 100 пунктов, то на следующее утро он встанет со словами: «Я только что потерял 110 млн долл.»

Хуже всего, что такой образ мыслей толкает людей на необдуманные покупки с целью «защиты» от еще больших «потерь». Обычно это заканчивается реальными убытками.

### **Упустил одну компанию, куплю «вторую» после нее**

Беда в том, что инвестирование во «вторые», как уже говорилось, редко дает результат. Если вы, упустив Toys «R» Us, успешную, постоянно растущую компанию, покупаете Greenman Brothers, посредственную компанию с падающими акциями, то лишь усугубляете свою ошибку. Вы фактически превращаете ошибку, которая вам ничего не стоит (ведь не купив акции Toys «R» Us, вы ничего не потеряли), в ошибку, которая обходится очень дорого.

Если вы не купили Home Depot по низкой цене, а затем приобрели Scotty's, «вторую Home Depot», то совершили реальную ошибку: Home Depot после преобразования в публичную компанию выросла в 25 раз, а Scotty's — всего на 25–30%, что ниже среднерыночного показателя за тот же период.

То же самое относится и к покупке People Express взамен Piedmont, и к покупке Warehouse Club взамен Price Club. Лучше купить дорогие акции хорошей компании, чем скупать акции «второй после» по сходной цене.

### **Акции растут, значит, я поступил правильно, или акции падают, значит, я ошибся**

Хуже всего, на мой взгляд, полагать, что если курс растет, то вложение удачно. Некоторые чувствуют удовлетворение, когда что-то, купленное за 5 долл., вырастает до 6 долл., будто это подтверждает разумность покупки. Такое представление весьма далеко от истины. Разумеется, если купленное быстро продать по более высокой цене, то можно получить неплохую прибыль, но большинство все же не продают акции. Люди убеждают себя, что повышение цены свидетельствует о целесообразности инвестиций, и держат акции до тех пор, пока падение цены не убедит их в обратном. Оказавшись перед выбором, они оставляют акции, которые поднялись с 10 до 12 долл., и избавляются от акций, которые понизились с 10 до 8 долл., в уверенности, что «оставили победителя и продали неудачника».

Именно такая история могла произойти в 1981 г., когда на пике энергетического бума акции нефтяной компании Zapata казались гораздо привлекательнее, чем акции Ethyl Corp., которая напоминала «сбитую собаку» после запрета, наложенного Агентством по защите окружающей среды на ее основной продукт — свинцовые присадки к бензину. Однако «более привлекательные» акции упали с 35 до 2 долл., а Ethyl продемонстрировала успехи в производстве специальных реактивов, показывала хорошие результаты за рубежом и быстро развивала страховой бизнес. Ее акции поднялись с 2 до 32 долл.

Поэтому, когда говорят: «Ух-ты, за два месяца акции выросли на 20%, я действительно нашел победителя» или «Ну вот, за два месяца акции упали на 20%, значит, я наткнулся на неудачника», — то путают цены с перспективами. Если вы не краткосрочный спекулянт, которому нужна 20%-ная прибыль, то краткосрочные результаты не имеют для вас никакого значения.

Рост или падение акций после того, как вы их купили, свидетельствует лишь о наличии покупателей, готовых платить за тот же товар больше или меньше.

## **Опционы, фьючерсы и короткие продажи**

В наши дни производные инвестиционные инструменты стали настолько популярными, что прежний лозунг «Купите долю в Америке» следует заменить на «Купите опцион на Америку». «Инвестируйте в будущее Америки» сегодня означает «Рискните на Нью-Йоркской фьючерсной бирже».

За свою инвестиционную карьеру я ни разу не покупал фьючерсы и опционы и не собираюсь связываться с ними сегодня. Даже зарабатывая хорошие деньги на акциях, очень трудно

устоять перед этим увлечением, в котором, насколько мне известно, невозможно выиграть, если вы не профессиональный трейдер.

Нельзя сказать, что от фьючерсов нет прока на товарном рынке, где фермер может зафиксировать цену на будущий урожай пшеницы или кукурузы и гарантированно продать его; то же самое делает и покупатель пшеницы или кукурузы. Однако акции — это не сырьевой товар, и на фондовом рынке нет таких отношений между производителем и потребителем, которые делают фиксирование цены необходимым для его функционирования.

По информации из Чикаго и Нью-Йорка, двух центров фьючерсной и опционной торговли, в проигрыше остаются 80–95% любителей. Их шансы на выигрыш даже хуже, чем у тех, кто играет в казино или на бегах. Тем не менее фьючерсы и опционы почему-то считают «разумными инвестиционными альтернативами». Если это разумное инвестирование, то «Титаник» — непотопляемый корабль.

Нет смысла углубляться в принципы работы фьючерсов и опционов. Во-первых, это долго, нудно и не дает полной ясности; во-вторых, знакомство с ними может подтолкнуть вас к экспериментам с ними; в-третьих, я сам до конца не понимаю фьючерсы и опционы.

Вообще-то, об опционах мне кое-что известно. Я знаю, например, что многих мелких инвесторов привлекает связанный с ними потенциал выигрыша. Но они забывают о потенциале проигрыша, который ничуть не меньше. Дело в том, что опцион — это срочный контракт, который действует один-два месяца и, в отличие от большинства акций, при истечении срока ничего не стоит, зато предполагает покупку нового опциона и новую потерю вложенных денег. Несколько таких покупок — и вы в долговой яме.

Допустим, вы уверены, что с компанией Sure Thing, Inc. вот-вот произойдет что-то чудесное и хорошие новости вызовут рост ее акций. Скажем, у нее появилось что-то вроде тагамета или лекарства от рака, подскочили прибыли или улучшился какой-либо другой известный вам фундаментальный показатель. Иными словами, вы нашли идеальную компанию, флеш-рояль, который редко кому выпадает.

Под рукой у вас всего 3000 долл. на сберегательном счете. Остальное вложено во взаимные фонды, к которым Лицо, ничего не смыслящее в серьезных инвестициях, вас ни за что не подпустит. Вы прочесываете дом в поисках чего-нибудь, что можно заложить в ломбарде, но находите лишь побитое молью норковое манто. Можно, конечно, пожертвовать столовым серебром, но на следующую неделю у вас запланирован званый обед, и жена наверняка заметит его отсутствие. Есть еще кот, но он без родословной и за него много не дадут. Ваша лодка течет, а ржавые клюшки для гольфа вряд ли кто захочет купить.

Итак, 3000 долл. — все, что вы можете вложить в Sure Thing. За эти деньги вы получите всего 150 акций при цене 20 долл. Практически приняв решение о покупке, вы вдруг вспоминаете об опционах и замечательном эффекте рычага. По словам брокера, апрельский опцион колл на акции Sure Thing по цене 20 долл., торгуемый по 1 долл., может вырасти до 15 долл., если акции поднимутся до 35 долл. Иначе говоря, 3000 долл. принесут вам 45 000 долл.

В результате вы покупаете опционы и с нетерпением ждете момента, когда акции начнут расти. Но к середине марта их цена не меняется, зато купленные за 3000 долл. опционы теряют половину своей стоимости. Вас подмывает продать их и вернуть хотя бы часть денег, но вы не делаете этого, потому что до истечения опционов еще целый месяц. Через месяц вы позволяете им истечь без исполнения.

Самое обидное, что через несколько недель после истечения опционов акции Sure Thing начинают расти. Вы не только потеряли деньги, но и упустили правильно оцененные акции. В этом вся трагедия. Вы проделали подготовительную работу, но вместо вознаграждения получили убыток. Результат — пустая трата времени, денег и сил.

Другой недостаток опционов — их дороговизна. Об этом не подозреваешь, пока не осознаешь, что для покрытия акций в течение года их нужно покупать четыре или пять раз. Вы в буквальном смысле покупаете время, причем чем оно больше, тем выше уплачиваемая за него премия. Кроме того, за каждую покупку брокер взимает с вас комиссию. Опционы — кормушка для брокеров. Даже горстка активных покупателей опционов позволяет им хорошо зарабатывать на жизнь.

Самое неприятное, что опцион не имеет никакого отношения к владению акциями. Если акционеры выигрывают от роста и процветания компании, то владельцы опционов нет. На рынке опционов на каждый заработанный доллар приходится один потерянный доллар, в победителях остается лишь малая часть игроков.

Покупка акций, даже очень рискованных, — это вклад в развитие страны. В этом и состоит смысл акций. В прежние времена, когда акции мелких компаний считались опасными, именно капитал «спекулянтов» позволил встать на ноги компаниям вроде IBM, McDonald's и Wal-Mart. На мультимиллиардном рынке фьючерсов и опционов нет места созидательным деньгам. Этот рынок финансирует лишь покупку автомобилей, самолетов и особняков брокерами и горсткой победителей. Все, что на нем происходит, следует рассматривать как гигантский трансферт средств неосмотрительных игроков в пользу осмотрительных.

В настоящее время много говорят об использовании фьючерсов и опционов для страхования портфелей с целью защиты вложений в акции. Многие из моих коллег-профессионалов ступили на этот скользкий путь. Институциональные инвесторы вкладывали миллиарды в защиту от спадов и думали, что они в безопасности. Однако во время последнего обвала страхование портфелей обернулось против них. Программа страхования предусматривала автоматическую продажу акций при покупке новых фьючерсов. Массовая автоматическая продажа акций усилила падение рынка, спровоцировав повышение спроса на фьючерсы и новый виток продаж акций. Среди вероятных причин октябрьского обвала страхование портфелей стоит на первом месте, однако многие институциональные инвесторы до сих пор не отказываются от этого инструмента.

Некоторые индивидуальные инвесторы также пользуются им на свой страх и риск. (А стоит ли вообще подражать экспертам?) Они покупают опционы пут (стоимость которых растет по мере падения рынка), чтобы защитить себя от спада. Однако эти опционы тоже истекают без исполнения, и для поддержания защиты их приходится покупать снова и снова. Ради защиты от 5–10%-ного спада на ветер выбрасывается 5–10% стоимости вложений в год.

Как алкоголик, который тянется к бутылке джина после глотка пива, инвестор, приобщившись к страхованию с помощью опционов, помимо воли начинает покупать опционы ради самих опционов и использовать все более сложные опционные стратегии. Он забывает, что занимался акциями. Вместо исследования компаний он тратит свое время на чтение изданий по маркет-таймингу, влезает в дебри технического анализа и, что хуже, теряет все свои деньги.

Уоррен Баффетт считает, что фьючерсы и опционы на акции следует законодательно запретить, и я с ним согласен.

## КОРОТКАЯ ПРОДАЖА АКЦИЙ

Вы наверняка слышали об этой древней и странной практике извлечения прибыли из падения акций. (Некоторые обращаются к ней, взглянув на свой портфель и осознав, что если бы все эти годы у них вместо длинной позиции была короткая, то они были бы сейчас богатыми.)

Смысл короткой продажи в следующем. Вы одалживаете вещь у соседей (в случае акций их имена вам не известны), продаете ее и кладете деньги себе в карман. Затем вы покупаете похожую вещь и возвращаете ее соседям. Это, конечно, не кража, но и не добрососедское поведение. Больше похоже на заимствование с преступными намерениями.

Цель короткого продавца — продать одолженную вещь очень дорого, купить замену очень дешево, а полученную разницу взять себе. Подобные штучки можно проделывать с газонокосилками и садовыми шлангами, но лучше всего с акциями, особенно с такими, цены которых завышены. Например, если вы видите, что акции Polaroid при цене 140 долл. переоценены, то можете продать вкраткую 1000 акций и получить за них 140 000 долл., а затем, когда цена упадет до 14 долл., купить те же 1000 акций за 14 000 долл. и стать богаче на 126 000 долл.

Тот, у кого заимствуют акции, об этой разнице никогда не узнает. Сделки существуют только на бумаге и выполняются фондовыми брокерами. Занять короткую позицию так же просто, как и длинную.

Чтобы у вас не закружилась голова от радужных перспектив, сразу скажу о серьезных ограничениях, присущих коротким продажам. Пока вы держите заимствованные акции, дивиденды по ним и прочие радости получает реальный владелец. Более того, деньгами от короткой продажи нельзя воспользоваться до тех пор, пока не куплена замена и не закрыта сделка. В случае с Polaroid вам не удастся просто взять 140 000 долл. и уехать на длительный отпуск во Францию. Вы обязаны держать на брокерском счете депозит, достаточный для покрытия стоимости проданных вкраткую акций. В случае падения акций Polaroid можно снять

определенную сумму со счета, но что если они вырастут? Тогда счет придется пополнять, чтобы покрыть позицию.

Самое ужасное в короткой продаже то, что, несмотря на правильность вашей оценки компании, другие инвесторы могут поднять цену акций. Хотя Polaroid и так достигла необоснованно высокого уровня, что если она взлетит до 300 долл.? При такой цене короткий продавец наверняка нервничает. Перспектива потратить 300 000 долл., чтобы вернуть одолженную вещь стоимостью 140 000 долл., выведет из равновесия любого. Если у вас не найдется лишней сотни тысяч на пополнение счета, позицию придется ликвидировать с огромным убытком.

Любой держатель акций может запаниковать при падении цены. Однако нас обнадеживает то, что акции ниже нуля не опускаются. При короткой продаже, если акции идут вверх, предела их росту нет. Бесконечный рост — это судьба большинства акций при короткой продаже.

Среди историй о коротких продажах попадаются страшилки о продавцах, которые беспомощно наблюдают за противоречащим логике и разуму ростом акций и в конце концов оказываются в богадельне. Одним из таких неудачников был Роберт Уилсон, умный человек и хороший инвестор, который десять лет назад продал вкратку акции Resorts International. В итоге он оказался прав. Многие короткие продавцы правы в конечном итоге, не зря же Джон Мейнард Кейнс мудро заметил, что в долгосрочной перспективе «все мы умрем». Однако в том конкретном периоде акции поднялись с 70 центов до 70 долл., превратившись в кругленький стократник и оставив господина Уилсона с убытком в кругленькую сумму 20 или 30 млн долл.

Эту поучительную историю нелишне вспомнить, если вы надумаете заняться короткими продажами. Когда продаешь вкратку, одной уверенности в том, что компания на грани банкротства, мало. Необходимо иметь еще терпение, смелость и свободные ресурсы, чтобы поддерживать позицию, когда акции не падают или, хуже того, растут. Акции, которые должны упасть, но не делают этого, напоминают мне персонажей мультфильмов, которые срываются с обрыва и висят. Они могут провисеть так целую вечность, пока не осознают опасность своего положения.

20

## Даже 50 000 французов могут ошибаться

Анализируя свою карьеру в качестве специалиста по отбору акций, я неизменно останавливаюсь на ряде событий и том влиянии, которое они оказали на рынок. Мои воспоминания восходят к победе Кеннеди на президентских выборах 1960 г. Еще в шестнадцать лет я слышал, что приход демократов к власти негативно отражается на фондовом рынке. Поэтому небольшой рост рынка на следующий после выборов день, 9 ноября 1960 г., немало меня удивил.

Во время Карибского ракетного кризиса и морской блокады Кубы (единственный случай, когда Америка реально находилась на грани ядерной войны) я боялся за собственную судьбу, судьбу моей семьи и страны. Однако фондовый рынок отреагировал на эту угрозу менее чем 3%-ным снижением. Спустя семь месяцев, когда президент Кеннеди жестко раскритиковал U.S. Steel и заставил отрасль вернуть цены на сталь к прежнему уровню, я ничего не опасался, но акции ответили сильнейшим падением — на 7%. Меня поразило то, что угроза ядерного уничтожения тревожила Уолл-стрит меньше, чем вмешательство президента в бизнес.

22 ноября 1963 г., когда я сдавал экзамен в Бостонском колледже, студенческий городок потрясло известие об убийстве Кеннеди. Вместе со своими однокашниками я молился в часовне Св. Марии. На следующий день газеты сообщили, что фондовый рынок упал менее чем на 3%, хотя торги приостановили, как только новость об убийстве официально подтвердилась. Спустя три дня рынок восстановился и пошел на подъем.

В апреле 1968 г., когда президент Джонсон заявил, что не собирается баллотироваться на второй срок, прекращает бомбардировки в Юго-Восточной Азии и выступает за мирные переговоры, фондовый рынок поднялся на 21/2%.

В 1970-х гг. я полностью посвятил себя работе с акциями в Fidelity. За это время следующие значительные события отразились на фондовом рынке: введение контроля над уровнем цен президентом Никсоном (рынок поднялся на 3%); уход президента Никсона в отставку (рынок упал на 1%) (Никсон однажды заявил, что если бы не был президентом, то покупал бы акции, а один острослов с Уолл-стрит продолжил, что если бы Никсон не был президентом, то он тоже

покупал бы акции); представление президентом Фордом программы борьбы с инфляцией (рынок поднялся на 4,6%); победа IBM в крупном антимонопольном деле (рынок поднялся на 3,3%); начало Войны Судного дня (рынок незначительно вырос). Из пяти десятилетий, начиная с 1930-х, 1970-е гг. оказались самым неблагоприятными для фондового рынка, хотя все крупные дневные изменения (перечисленные выше) были позитивными.

Наиболее долговременные последствия имело событие, случившееся 19 октября 1973 г. (еще одно «счастливое» 19 октября). В этот день ОПЕК ввела нефтяное эмбарго, в результате чего фондовый рынок понизился на 16% за три месяца и на 39% за двенадцать месяцев.

Примечательно, что рынок не оценил значимости эмбарго в момент его введения, он даже поднялся на 4 пункта, а в последующие пять торговых сессий — еще на 14 пунктов, но потом начал стремительно падать. Это свидетельствует о том, что фондовый рынок, как и отдельные акции, в краткосрочной перспективе может изменяться в направлении, противоположном движению фундаментальных показателей (в случае с эмбарго мы получили рост цен на бензин и газ, галопирующую инфляцию и резкий рост процентных ставок).

1980-е гг. принесли нам больше исключительных взлетов и падений, чем все предыдущие десятилетия. В целом, однако, большинство из них не имело значительных последствий. С точки зрения значимости для долгосрочных инвесторов я оцениваю падение рынка на 508 пунктов в октябре 1987 г. намного ниже встречи министров экономики 22 сентября 1985 г. Она произошла в рамках саммита «Большой семерки», на котором крупнейшие промышленно развитые страны договорились о координировании экономической политики и ослаблении доллара. После объявления этого решения рынок вырос на 36% за шесть месяцев. Компании, которым низкий курс доллара был выгоден, оказались в наиболее выгодном положении — в последующие два года их акции удвоились и утроились в цене. Во время Войны Судного дня и саммита «Большой семерки», как и 19 октября 1987 г., я находился в Европе, но только не играл в гольф, а знакомился с компаниями.

Я хорошо помню процессы и тенденции тех времен. Волна слияний 1960-х гг. привела к диверсификации многих крупных компаний и поставила их на грань банкротства. На восстановление потребовалось пятнадцать лет. Некоторым так и не удалось выкарабкаться, но другие, например Gulf and Western, ИТТ и Ogden, стали компаниями, выходящими из кризиса.

В 1970-х гг. голубые фишки пользовались бешеным спросом. Акции этих компаний называли «великолепной полусотней» и бумагами «одного решения»: считалось, что инвестор мог купить их и держать вечно. За непродолжительным успехом этих переоцененных бумаг последовал сильнейший рыночный спад 1973–1974 гг. (в 1973 г. Dow Jones пробил уровень в 1050 пунктов и вернулся к 578 пунктам в декабре 1974 г.), в результате которого голубые фишки потеряли от 50 до 90% стоимости.

Период популярности мелких технологических фирм (середина 1982 г. — середина 1983 г.) завершился очередным обвалом — акции, которые считались надежными, понизились на 60–98%. Маленькое может быть красивым, но оно не обязательно прибыльно.

В результате подъема японского рынка в период с 1966 по 1988 г. индекс Nikkei вырос в семнадцать раз, в то время как Dow Jones всего лишь удвоился. Суммарная рыночная стоимость акций японских компаний превысила стоимость акций компаний США в апреле 1987 г., и разрыв только увеличивался. У японцев своеобразный способ анализа акций, и мне он малопонятен. Всякий раз, изучая их компании, я прихожу к выводу, что их акции сильно переоценены, но они, тем не менее, продолжают расти.

В наши дни из-за изменений в графике торговых сессий все труднее уделять внимание фундаментальным показателям и отводить глаза от терминала системы Quotron. В течение восьмидесяти лет (до 1952 г.) Нью-Йоркская фондовая биржа открывалась в 10.00 и закрывалась в 15.00 — так, чтобы результаты торгов попадали в дневные газеты, а инвесторы могли проверить свои акции по дороге домой. В 1952 г. отменили субботние торги, а закрытие в будни перенесли на 15.30. В 1985 г. торги стали начинаться в 9.30 и закрываться в 16.00. Лично я предпочел бы более короткий торговый день. Это позволило бы посвящать больше времени анализу компаний или хотя бы посещению музеев. И то, и другое намного полезнее наблюдения за взлетами и падениями курсов.

В 1960-х гг. роль институциональных инвесторов на фондовом рынке была невелика, а в 1980-е гг. они заняли на нем доминирующее положение.

Изменился юридический статус крупных брокерских фирм. Если раньше это были товарищества, в которых каждый партнер нес полную ответственность, то теперь они

превратились в корпорации с ограниченной ответственностью. Изменение должно было укрепить брокерские фирмы, позволить им привлекать капитал путем продажи акций широкой публике. Однако, на мой взгляд, результат получился в целом отрицательный.

Развитие внебиржевой торговли привело к тому, что акции мелких компаний, которые некогда торговались с использованием малопонятных «розовых листков» по неизвестно откуда взявшимся ценам, стали торговаться на надежном и эффективном компьютеризированном рынке.

Сегодня внимание публики приковано к меняющимся ежеминутно финансовым новостям, которых двадцать лет назад практически не было на телевидении. Ошеломляющий успех передачи Луиса Рукейсера Wall Street Week с момента ее дебюта 20 ноября 1970 г. доказал, что из финансовых новостей вполне можно сделать популярное шоу. Пример Рукейсера подтолкнул телевизионные каналы к расширению финансовых программ и в итоге к созданию канала Financial News Network, который принес информационную ленту с курсами акций в миллионы американских домов. Инвесторы-любители могут следить за своими акциями круглые сутки. Все, что отличает Хаундстуса от профессионального трейдера, это лишь 15-минутное запаздывание информации о ценах на акции.

Нас захлестнул шквал информации о взлетах и падениях налоговых оазисов, о сельскохозяйственных угодьях, о нефтяных скважинах, о буровых вышках, баржах, домах с низкой арендной платой, кладбищах, кинофильмах, торговых центрах, спортивных командах, лизинге компьютеров и всего прочего, что можно купить, профинансировать или арендовать.

Появились группы по слияниям и поглощениям, а также другие группы по выкупу, которые готовы профинансировать 20-миллиардные сделки. Кроме национальных групп (Kohlberg, Kravis, and Roberts; Kelso; Coniston Partners; Odyssey Partners; Wesray) за активами компаний охотятся европейские фирмы и группы (Hanson Trust, Imperial Chemical, Electrolux, Unilever, Nestlé и т.д.), а также индивидуальные рейдеры с огромными финансовыми ресурсами (Дэвид Мердок, Дональд Трамп, Сэм Хайман, Пол Билцериан, братья Басс, Райхманны, Хафты, Руперт Мердок, Бун Пикенс, Карл Айкан, Ашер Эдельман и др.).

Выкуп с использованием заемных средств (привлекаемых через банки или выпуски бросовых облигаций) позволяет аутсайдерам или менеджерам превращать публичные компании или их подразделения в частные.

Бросовые облигации, изобретенные Drexel Burnham Lambert, пользуются сегодня феноменальной популярностью.

Фьючерсы и опционы, особенно на фондовые индексы, позволяют программным трейдерам массированно покупать и продавать акции на обычных фондовых рынках, а затем переводить свои позиции на фьючерсные рынки ради незначительного увеличения прибыли.

На фоне всей этой суеты SS Kresge, отживающий свой век продавец всякой мелочи, применяет формулу Kmart, и за десять лет его акции вырастают в 40 раз. Masco создает шаровой кран, ее акции поднимаются в 1000 раз и становятся лучшими за сорок лет. Кто мог ожидать такого результата от производителя водопроводных кранов? Успешные быстро растущие компании становятся десятикратниками, компании, растущие на слухах, — банкротами, а инвесторы после распада АТТ получают Baby Bells и за четыре года удваивают свои вложения.

Если бы меня спросили, какое событие имело наибольшее значение для фондового рынка, я бы назвал распад АТТ (он коснулся 2,96 млн акционеров), а крах в октябре 1987 г. не включил бы и в первую тройку.

В последнее время высказывается немало мнений относительно изменения ситуации.

Говорят, что у мелкого инвестора нет никаких шансов на выигрыш в нынешних условиях и ему лучше всего выйти из игры. «Вы бы стали строить дом в сейсмически опасной зоне?» — вопрошает какой-нибудь советчик. Но дело в том, что сейсмическая активность проявляется не под вашим домом, а под агентством недвижимости.

Мелкие инвесторы могут работать на любом рынке, лишь бы товар, с которым они имеют дело, был хорошим. Если кому и надо беспокоиться, то только профессиональным инвесторам. В конце концов, октябрьский обвал принес убытки тем, кто их реализовал. Среди них были не долгосрочные инвесторы, а игроки на марже, арбитражеры, опционные трейдеры и портфельные менеджеры, чьи компьютеры выдали сигнал «продавать». Продавцы, уподобились коту, испугавшемуся своего отражения в зеркале.

Говорят, что эра профессионального менеджмента привнесла на фондовый рынок новые технологии, рассудительность и интеллект. Сегодняшним шоу правят 50 000 специалистов, которые, как и 50 000 французов, ошибаться просто не могут.

Я бы сказал, что эти 50 000 специалистов действительно правы, но только в отношении 20% типичных движений цены. Именно их изучают на Уолл-стрит, выставляют на всеобщее обозрение и используют как ориентир, сохраняя готовность к выходу в любой момент. Главная идея — получить быструю прибыль и выскользнуть в дверь.

Мелким инвесторам не нужно тягаться с этой толпой. Они могут спокойно входить, когда толпа бежит к выходу, и выходить, когда она входит. Ниже перечислены фавориты институциональных инвесторов в середине 1987 г., которые продавались по низкой цене десять месяцев спустя, несмотря на растущую прибыль компаний, хорошие перспективы и денежный поток. В компаниях ничего не изменилось, а институциональные инвесторы потеряли к ним интерес: Automatic Data Processing, Coca-Cola, Dunkin' Donuts, General Electric, Genuine Parts, Philip Morris, Primerica, Rite Aid, Squibb и Waste Management.

Говорят, что рост дневного объема торгов со 100 до 200 млн акций — большое достижение, что ликвидность рынка это хорошо.

Да, но только если мы не утонем в нем, а именно это сейчас и происходит. В прошлом году 87% акций в листинге Нью-Йоркской фондовой биржи перешло из рук в руки как минимум один раз. В начале 1960-х дневной объем торгов составлял 6–7 млн акций, а годовая оборачиваемость акций — 12%. В 1970-х гг. нормой стали 40–60 млн акций в день, а в 1980-х гг. — 100–120 млн акций. Сегодня же, если дневной объем торгов не достиг 150 млн акций, то мы начинаем беспокоиться. Я, разумеется, тоже причастен к этому, поскольку покупаю и продаю каждый день. Однако мои победители — это акции, которые я держу три и даже четыре года.

Оборачиваемость акций подхлестнули популярные индексные фонды, покупающие и продающие миллиарды акций независимо от индивидуальных характеристик компаний, а также свитч-фонды, которые позволяют инвесторам переходить с фондового рынка на денежный и обратно без задержек и штрафов.

Скоро годовая оборачиваемость акций достигнет 100%. Если сегодня вторник, то я должен покупать General Motors! Да эти несчастные компании не знают, куда посылать годовые отчеты. В книге «В чем беда Уолл-стрит» (What's Wrong with Wall Street) написано, что ежегодно мы тратим 25–30 млрд долл. на обеспечение работы бирж и уплату комиссионных и вознаграждений за сделки с акциями, фьючерсами и опционами. Это означает, что мы тратим на переброску старых акций столько же, сколько привлекаем по новым выпускам. Однако главное предназначение акций как раз привлечение капитала для новых предприятий. В декабре же, когда торги заканчиваются, крупные портфели 50 000 специалистов выглядят почти так же, как и в прошлом январе.

Крупные инвесторы, пристрастившиеся к подобной практике, быстро превращаются в активных краткосрочных продавцов, которых так любят брокеры. Некоторые называют такой рынок арендным. Благоразумие сейчас на стороне инвесторов-любителей, а не профессиональных инвесторов. Широкая инвестиционная публика — утешающий и стабилизирующий фактор.

Легкомыслие, царящее в трастовых департаментах, на Уолл-стрит и в финансовых кругах Бостона, может подарить вам шанс. Дождитесь, когда акции, вышедшие из моды, станут дешевыми, и купите их.

Говорят, что обвал 19 октября — лишь одно из множества падений, произошедших в понедельник. Немало исследователей посвятили себя изучению эффекта понедельника. О нем твердили еще во времена моей учебы в Школе бизнеса Уортона.

В результате моих изысканий выяснилось следующее: с 1953 по 1984 г. фондовый рынок вырос всего на 919,6 пункта, а потерял в понедельник 1565 пунктов; в 1973 г. рост рынка составил 169 пунктов, а потери понедельников — 149; в 1974 г. суммарные потери достигли 235 пунктов, из них потери понедельников — 149; 1984 г. принес рост в 149 пунктов и потери в понедельник — 47; в 1987 г. рынок потерял в понедельник 483 пункта, а суммарный рост составил 42 пункта.

Если эффект понедельника существует, то я могу сказать почему. В течение двух выходных дней у инвесторов нет связи с компаниями. Прекращают действовать все основные источники финансовой информации, и шестьдесят часов людям остается занимать себя снижением и



повышением курса иены, разливом Нила, неурожаем кофе в Бразилии, распространением пчел-убийц и другими ужасами и бедствиями из воскресных газет. По выходным многие также читают мрачные долгосрочные прогнозы экономистов.

Человека, который не позволяет себе поспать подольше и отвлечься от деловых новостей, за выходные одолевает такое беспокойство, что в понедельник утром он готов продать все свои акции. В этом, на мой взгляд, и есть причина эффекта понедельника. (В понедельник обычно удается позвонить в одну-две компании и убедиться, что они не обанкротились, поэтому все остальные дни недели акции растут.)

Говорят, что рыночная ситуация 1987–1988 гг. полностью повторяет ситуацию 1929–1930 гг. и мы стоим на пороге очередной Великой депрессии. Да, в 1987–1988 гг. рынок ведет себя почти так же, как и в 1929–1930 гг. Ну и что из этого следует? Если у нас и случится депрессия, то ее причиной, как и в прошлый раз, будет вовсе не обвал фондового рынка. В те годы акциями владел всего 1% американцев.

Прошлая депрессия была вызвана экономическим кризисом в стране, где 66% рабочей силы было занято в производстве, 22% — в сельском хозяйстве и где не было социального обеспечения, пособий по безработице, пенсионных планов, медицинского страхования, гарантированных студенческих кредитов и государственного страхования депозитов. В настоящее время на производстве заняты всего 27% работников, в сельском хозяйстве — лишь 3%, а сфера обслуживания, которая в 1930 г. составляла 12%, сегодня представляет 70% рабочей силы США. В отличие от 1930-х гг. сегодня у многих есть собственные дома, которые нередко являются чистым активом, растущим по мере роста стоимости недвижимости. Нынче в домохозяйствах в среднем два работающих, а не один, что создает экономический резерв, которого не было шестьдесят лет назад. Если случится депрессия, то она будет отличаться от прошлой!

По выходным и будням можно услышать, что страна разваливается на части. Наши деньги некогда ходили наравне с золотом, а сейчас превратились в пыль. Мы не способны победить в войне. Мы даже не можем выиграть золотую медаль в беге на коньках. Наши мозги уплывают за границу. Мы отдаем рабочие места корейцам. Мы пасуем перед японскими автопроизводителями. Мы проигрываем в баскетбол русским. Мы оставляем нефть Саудовской Аравии. Мы теряем лицо в Иране.

Каждый день я слышу, что крупные компании уходят с рынка. Это действительно так. Но вместо них появляются тысячи мелких компаний, создающих миллионы новых рабочих мест. Кроме того, во время рутинного посещения компаний я вижу, что далеко не все находятся в плохой форме. Некоторые получают реальные прибыли. Если мы утратили свою предприимчивость и работоспособность, то откуда эти массы людей, спешащих на работу в час пик?

Я видел сотни компаний, успешно снижающих издержки и повышающих свои результаты. На мой взгляд, многие из них находятся в гораздо лучшем состоянии, чем в 1960-е гг., когда инвесторы были настроены более оптимистично. Среди генеральных директоров все больше незаурядных и эффективных людей. Руководители и работники осознают необходимость соперничества.

Говорят, что нас погубит СПИД, засуха, инфляция, спад, дефицит бюджета, дефицит торгового баланса и слабый доллар. Чушь. Как бы нас не погубил сильный доллар. Говорят, что цены на недвижимость вот-вот рухнут. В прошлом месяце многих это беспокоило. В этом месяце нас волнует озоновый слой. Старая поговорка гласит, что фондовый рынок растет на волне тревог. Нынешняя волна тревог не только имеет внушительную высоту, но и вздымается выше день ото дня.

У меня есть свой аргумент против всеобщего убеждения в том, что нас погубит дефицит торгового баланса. Англия, оказывается, имела огромный внешнеторговый дефицит в течение 70 лет — и все это время процветала. К сожалению, в подобных аргументах смысла нет. К тому моменту, когда вы соберетесь его озвучить, все забудут о дефиците торгового баланса и начнут опасаться профицита торгового баланса.

Почему король Уолл-стрит всегда голый? Мы так жаждем видеть его именно таким, что всякий раз, когда он шествует в полном убранстве, нам кажется, что на нем ничего нет.

Говорят, что инвесторам следует радоваться, когда компанию поглощают рейдеры или выкупают менеджеры. Цена акций при этом порой мгновенно удваивается.

Когда солидную и процветающую компанию покупает рейдер, он обкрадывает именно акционеров. Возможно, сегодня сделка выглядит выгодной, но ради нее акционеры отказываются от участия в будущем росте. Инвесторы были счастливы продать акции Taso Bell, за которые Pepsi-Cola предложила 40 долл. Однако эта компания роста продолжала быстро расти. Сейчас ее акции с учетом прибылей могли бы стоить 150 долл. Предположим, компания начинает выходить из кризиса при цене акций 10 долл., а какой-нибудь толстосум скупает ее акции по 20 долл. Казалось бы, это удача. Однако выгоду от дальнейшего роста акций до 100 долл. получит только этот предприниматель. Недавние слияния и поглощения лишили нас целого ряда потенциальных десятикратников.

Говорят, что мы быстро превращаемся в нацию никчемных торговцев долгами, любителей капучино, отпусков и круассанов. Как это ни грустно, среди развитых стран в Америке самый низкий уровень сбережений. В определенной мере в этом повинно государство, которое не поощряет сбережения (высокие налоги на прирост капитала и дивиденды) и стимулирует заимствования (вычет процентов из налогооблагаемой базы). Индивидуальный пенсионный счет стал одним из наиболее выгодных изобретений десятилетия — наконец-то американцы получили возможность делать сбережения, не облагаемые налогом. Но что делает правительство? Оно отменяет налоговый вычет для всех, кроме лиц со скромным заработком.

Вместе с тем я с оптимизмом смотрю на Америку, американцев и инвестирование в целом. При инвестировании необходима глубокая вера в людей, капитализм, страну и будущее всеобщее процветание. До сих пор не случилось ничего такого, что заставило бы меня отказаться от этой веры.

Говорят, что японцы начинали с производства сувениров и бумажных зонтиков для украшения гавайских коктейлей, а мы — с производства автомобилей и телевизоров. Теперь они производят автомобили и телевизоры, а мы — сувениры и бумажные зонтики. Но если так, то в США должна существовать быстро растущая компания, выпускающая сувениры, на которую и следует обратить внимание. Не исключено, что она будет следующей Stop & Shop.

## Основные идеи третьей части

- Через месяц, год или три года на рынке акций произойдет резкий спад.
- Рыночные спады — прекрасная возможность купить акции компаний, которые вам нравятся. Корректировки (на языке Уолл-стрит так называют значительные снижения цен) делают акции известных компаний доступными.
- Невозможно предсказать, в каком направлении будет двигаться фондовый рынок через год или два.
- Чтобы остаться в выигрыше, не обязательно принимать правильные решения все время.
- Крупнейшие победители всегда были для меня неожиданностью, а поглощения тем более. На достижение хороших результатов нужны не месяцы, а годы.
- Различные категории компаний имеют неодинаковое соотношение риск/вознаграждение.
- Суммарный доход от акций нескольких умеренно растущих компаний может быть очень неплохим.
- Акции нередко движутся противоположно фундаментальным показателям, но в долгосрочной перспективе прибыль и ее устойчивость становятся определяющими.
- Плохое состояние компании не означает, что оно не может стать еще хуже.
- Рост цены не означает, что вы правы. Ее падение не означает, что вы ошибаетесь.
- Если умеренно растущая компания, имеющая много институциональных инвесторов и пользующаяся популярностью на Уолл-стрит, переоценена и демонстрирует доходность выше среднерыночной, то она на пороге застоя или спада.
- Вложение денег в посредственную компанию только из-за того, что ее акции дешевы, ведет к проигрышу.
- Продажа хорошей быстро растущей компании только из-за того, что ее акции кажутся слегка переоцененными, ведет к проигрышу.
- Компании без причины не растут. Быстро растущие компании не могут поддерживать высокий темп роста вечно.
- Вы ничего не потеряли, упустив акции успешной компании, даже если это десятикратник.
- Акции безразлично, держите вы их или нет.
- Избегайте привязанности к тому или иному победителю, не теряйте бдительности, не прекращайте следить за историей компаний.
- Если акции падают до нуля, то вы теряете ровно столько, сколько в них вложили, независимо от цены покупки (50, 25, 5 или 2 долл.).

- Осторожная корректировка портфеля и ротация акций на основе фундаментальных показателей позволяет улучшить результат. Если акции оторвались от реальности и есть достойная замена, продайте их и купите другие акции.
- Если открываются хорошие карты, повышайте ставку, и наоборот.
- Срывая цветы и культивируя сорняки, результаты не улучшишь.
- Если вы не уверены, что можете превзойти рынок, купите взаимный фонд и сэкономьте силы и средства.
- Повод для беспокойства есть всегда.
- Будьте восприимчивы к новым идеям.
- Не пытайтесь объять необъятное. Хотя я не раз упустил десятикратники, это не помешало мне переигрывать рынок.

## Эпилог: в полной готовности

Раз уж я начал эту книгу рассказом об отпуске, то и завершу ее рассказом об отпуске. В августе 1982 г. мы всей семьей отправились в Мэриленд на свадьбу Мадалин Коухилл, сестры Кэролин. По пути я намеревался посетить десяток компаний. Все они были публичными и располагались в пределах сотни миль от прямого маршрута.

Недавно мы с Кэролин подписали контракт на покупку нового дома. Семнадцатое августа — последний день, когда мы можем расторгнуть сделку без потери 10%-ного задатка. Он равен моей заработной плате за первые три года работы в Fidelity. Покупка дома требует полной уверенности в моих будущих доходах, которые напрямую зависят от будущего корпоративной Америки.

В последнее время в обществе преобладают мрачные настроения. Процентные ставки стали двузначными, заставив одних опасаться, что скоро мы сравняемся с Бразилией, а других радоваться тому, что скоро мы приблизимся к состоянию 1930-х гг. Предусмотрительные бюрократы стали задумываться: не стоит ли прямо сейчас переключиться на рыбную ловлю, охоту и сбор ягод, пока в леса не устремилась многомиллионная армия безработных? Dow Jones держится на уровне 700 пунктов, тогда как еще десять лет назад он составлял 900 пунктов. Большинство ожидает ухудшения ситуации.

Если летом 1987 г. царил оптимизм, то летом 1982 г. все было наоборот. Скрепя сердце, мы решаем не отказываться от покупки дома. Где-то в Коннектикуте наше решение становится твердым. Единственное, чего мы не знаем, как погашать кредит на его приобретение.

Несмотря ни на что, я поворачиваю в сторону компании Insilco (Мериден, штат Коннектикут). Кэролин вместе с детьми занимают себя на три часа видеоиграми Atari. После встречи я звоню в свой офис. Мне сообщают, что фондовый рынок вырос на 38,8 пункта. На уровне 776 пунктов это эквивалентно подъему на 120 пунктов летом 1988 г. Все в восторге от такой неожиданности. В еще больший восторг нас приводит рост рынка на 30,7 пункта 20 августа.

Настроения изменились практически за сутки. Те, кто чуть не отправился в леса, бросились скупать акции. Всем не терпится вновь оседлать быка. Возникает ажиотажный спрос на акции процветающих компаний, на которых неделю назад был поставлен крест.

У меня же, кроме обычных дел, никаких забот. Мой капитал всегда полностью вложен, как до, так и после подъемов. Приятно осознавать, что ты опять оказался в полной готовности. Мне не надо в спешке покупать. Мне нужно посетить Uniroyal в Миддлбери (штат Коннектикут), а затем Armstrong Rubber в Нью-Хейвене. На следующий день я планирую заехать в Long Island Lighting в Минеоле (штат Нью-Йорк), а также в Hazeltine в Комаке. Далее в моем списке идут Philadelphia Electric и Fidelity в Филадельфии. Если я буду задавать правильные вопросы, то, возможно, узнаю что-то новое. Ну и, конечно, мне нужно успеть на свадьбу к свояченице. Успеха на фондовом рынке добивается тот, кто всегда верен своим принципам.

## Благодарности

За помощь в подготовке обновленного издания этой книги я хочу поблагодарить литературного агента Доу Кувера, директора по маркетингу Fidelity Capital Паулу Капуто и Эллен Хофман из Devonshire Publishing; за сбор и проверку данных — Ned Davis Research, FactSet, Dow Jones,

Скотта Маковина из Fidelity Market Research, Патрисию Малдерри, Дениз Рассел, Шона Бастьяна из Fidelity Technical Group, Крису Уилшузен; за редакторскую помощь — Эйри Декиджиев и Дорис Купер из Simon & Shuster.

С 1960-х гг. я являюсь членом особенного коллектива из Fidelity Management & Research, которую мы ласково называем Fido. Компания находится в одном из старомодных кварталов Бостона, в старом девятиэтажном комплексе, где люди прекрасно уживаются друг с другом, споры из-за акций не перерастают в кабинетные войны, а в дни рождения устраиваются вечеринки.

Меня поддерживало столько людей, что их имена могут занять целую главу. Ниже я называю некоторых из них и приношу извинение тем, кого не упомянул.

Я выражаю признательность Майку Аллару, Сэму Бодману, Дональду Бертону, Биллу Бирнсу, Уоррену Кейси, Сэнди Кушману, Лео Дворски, Дорси Гарднер, Джо Граузе, Алану Грею, Барри Гринфилду, Дику Хаберману, Биллу Хейсу, Бобу Хиллу, г-ну Джонсону II, Неду Джонсону, Брюсу Джонстону, Калебу Лорингу, Малкому Макноту, Джеку О'Брайену, Пэтси Острандер, Франку Парришу, Биллу Пайку, Дику Рилли, Дику Смиту, Кэти Стефенсон, Джорджу Салливану, Джону Тизу и Джону Вандерхайдену.

Неоценимую помощь я получил от группы финансовых менеджеров Fidelity, в частности от Джеффа Бармейера, Гэри Беркхеда, Уильяма Даноффа, Джорджа Домолки, Беттины Доултон, Билла Эбсуорта, Рика Фентина, Кэри Файрстоун, Боба Хабера, Стива Кэя, Алана Лайфера, Брэда Льюиса, Стива Петерсона, Кена Ричардсона, Боба Стэнски, Бет Террана и Эрнеста Уиггинса.

Мне также помогала группа замечательных трейдеров, которые работают с Magellan Fund. Я особенно благодарен тем, кто обеспечил плавное превращение небольшого фонда в мультимиллиардное предприятие: Роберту Бернсу, Карлин де Лука О'Брайен и Бэрри Лидену.

Несмотря на мои язвительные замечания в адрес Уолл-стрит, мне помогало немало друзей и коллег за пределами Fidelity — отраслевые аналитики и менеджеры других фондов. Назову здесь лишь некоторых.

## Аналитики

Джон Адамс, Adams, Harkness & Hill

Майк Армеллино, Goldman, Sachs & Co.

Стив Берман

Аллан Бортел

Джон Берк

Норм Карис, Gruntal & Co.

Том Клефан, Morgan Stanley & Co.

Арт Дэвис

Дон Дешенца (покойный), Nomura Securities

Дэвид Эйзенберг, Sanford Bernstein

Джерри Эпперсон

Джо Фраццано

Дик Фредерикс

Джонатан Джеллес

Джейн Джилдей, McKinley Allsopp

Мэгги Джиллиам

Том Хэнли

Херб Хардт, Monness, Crespi, Hardt & Co., Inc.

Брайан Харра, Brean Murray, Foster Securities

Айра Хирш, The Fourteen Research Corp.

Эд Химан

Сэм Айсели

Ли Изгур  
Роберт Джонсон  
Джо Джолсон  
Пол Келер  
Джон Келлени  
Дэн Ли  
Боб Мэлони, Wood Gundy Corp.  
Питер Маркус  
Джей Мельтцер, Goldman Sachs & Co.  
Том Петри  
Ларри Рейдер  
Том Рихтер, Robinson Humphrey  
Билл Ритгер, Dillon Reed & Co.  
Эллиот Шланг  
Эллиот Шнайдер, Gruntal & Co.  
Рик Шнайдер  
Дон Синсабо, Swergold, Chefitz & Sinsabaugb  
Штейн Зельберг, Baird, Patrick & Co.  
Оукс Сполдинг  
Стюарт Спектер  
Джозеф Штеклер, Stechler & Co.  
Джек Салливан (покойный), Van Kasper & Co.  
Дэвид Уолш  
Скип Уэллс, Adams, Harkness & Hill

## **Менеджеры фондов**

Джеймс Роджер Бейкон, Putnam Management  
Джордж Болтрис, Tiedman, Karlin, Boltres  
Том Кэшман, Massachusetts Financial Services  
Кен Кассиди, Cassidy Investments  
Тони Коуп  
Ричард Корнелиусон  
Джералд Куртис, Webster Management  
Питер Дерутт, Account Management  
Том Данкан, Frontier Capital Management  
Чарльз Флэтер, Middlegreen Associates  
Ричард Фручи, Putnam Management  
Марио Габелли, Gabelli & Company  
Боб Джинтель, Gintel & Company  
Дик Голдштайн, Richard Goldstein Investments  
Джон Грабер, Gruber Capital Management  
Пол Хагенсен, Putnam Management  
Билл Харрис (на пенсии), Massachusetts Financial Services  
Кен Хибнер, Capital Growth Management  
Филип Хемплман, Ardsley Partners  
Эд Хюбнер (покойный), Hellman, Jordan Management  
Ричард Йодка

Алден Джонсон, мл. (покойный), Massachusetts Financial Services  
Дональд Келлер, Rollert & Sullivan  
Дэвид Найт, Knight, Bain, Seath & Holbrook  
Кэти Мэгрет, Valuequest  
Тэрри Мэгрет, Valuequest  
Эд Матиас, The Carlyle Group  
Джо Макней, Essex Investment Management  
Билл Миллер, Legg Mason  
Нил Миллер, Fidelity  
Дэвид Миллс  
Эрнест Монрад, Northeast Investors  
Джон Нефф (на пенсии), Wellington Management  
Майкл Прайс, MFP Investors, LLC  
Джимми Роджерс  
Бинкли Шортс, Wellington Management  
Рик Спиллейн, Eaton Vance (ныне Fidelity)  
Ричард Стронг, Strong Corneliuson  
Эйк Ван Оттерло, Grantham, Mayo, Van Otterloo  
Эрнст фон Метч, Wellington Management  
Уолли Уэдман, Constitution Research & Management Inc.  
Мэтт Уэтерби, M.A. Weatherbie & Co., Inc.

Особую признательность я выражаю необыкновенному человеку, который более сорока лет является другом моей семьи, — отцу Джону Коллинзу, Бостонский колледж. Как председатель финансового департамента он многому меня научил. Впоследствии он крестил всех моих детей и с тех пор постоянно поддерживает меня и сотни других студентов и выпускников Бостонского колледжа.

Эта книга никогда бы не была написана, если бы не настойчивость Пегги Маласпина из Malaspina Communications. Благодарю также Джейн Ладжой и Деррика Нидермана, который многие месяцы добывал и проверял факты для этой книги. Большое спасибо Кэти Дэвис и Джеку Кейхиллу из библиотеки Fidelity Research, Роберту Хиллу из технического отдела Fidelity, сотрудникам из отдела по исследованиям фондового рынка Fidelity, Беттине Доултон за особую помощь, моим четырем секретарям за их упорный труд — Поле Салливан, Эвелин Флинн, Натали Тракас и Карен Кунео.

Особая благодарность Бобу Бендеру, старшему редактору Simon & Shuster, и Доу Куверу из Doe Coover Agency за содействие проекту с начала и до конца.

Наконец, я хочу воздать должное Джону Ротчайлду за его вклад в создание этой книги. Его мнение, талант, гибкость и необычайное усердие неоценимы для меня.

1 В США широко известна книга Томаса Стэнли и Уильяма Данко «Мой сосед — миллионер» (The Millionaire Next Door). — Прим. ред.

2 На протяжении всей книги нам придется сталкиваться с осложняющим моментом — дроблением акций из расчета два к одному, три к одному и т.д. Если вы вкладываете 1000 долл. в 100 акций компании X по цене 10 долл. за акцию и происходит дробление из расчета два к одному, то вы становитесь обладателем 200 акций по 5 долл. каждая. Предположим, что через два года цена на акции поднялась до 10 долл. и ваши вложения удвоились. Но для того, кто не знает о дроблении, это выглядит так, словно вы ничего не заработали — акции, которые вы купили по 10 долл., по-прежнему стоят 10 долл.

Что касается Subaru, то на самом деле акции компании никогда не продавались по цене 312 долл. Незадолго до достижения ценового максимума произошло дробление из расчета 8 к 1, так что в то время акции продавались по цене 39 долл. (312 долл./8). Чтобы обеспечить сопоставимость, все цены до дробления акций необходимо разделить на 8. В частности,

минимум 1977 г., равный 2 долл., с учетом дробления акций составляет 25 центов (2 долл./8 = 0,25 долл.), хотя реально акции никогда не продавались по 25 центов.

Компании обычно стараются не допускать излишнего повышения цен на свои акции в абсолютном выражении. Это одна из причин, по которым производят дробление акций.

3 Американский актер и юморист, которому приписывают изречение: «Я ни разу не встречал человека, который бы мне не понравился». — Прим. ред.

4 Здесь имеется в виду лозунг, которым завершался транслируемый одно время рекламный ролик: «Когда Э. Хаттон говорит, люди слушают». — Прим. ред.

5 С графиками я работаю целый день. Книга графиков, отражающих серьезные и менее значительные движения цен, у меня всегда под рукой — одна на работе, а вторая дома.

Эти замечательные издания значат для меня то же, что и семейные фотоальбомы для многих людей. Если бы перед моими глазами промелькнула жизнь, я бы наверняка увидел график Flying Tiger, моего первого десятикратника; Apple Computer, открытых не без помощи семьи; Polaroid, напоминающий мне о новом фотоаппарате, с которым мы с женой отправились в свадебное путешествие. Тогда все было более примитивно, и чтобы получить изображение, приходилось ждать 60 секунд. Поскольку у нас не было часов, Кэролин, которая прослушала курс физиологии, отсчитывала время по ударам пульса.

6 Известный арбитражер, обвиненный в 1980-х гг. в использовании инсайдерской информации. — Прим. ред.

7 Один из возможных вариантов перевода словосочетания «consolidated rock» — сцементированный камень. — Прим. ред.

8 Один из альбомов Элвиса Пресли назывался Cajun Tornado. — Прим. ред.

9 Выдающийся американский бейсболист. — Прим. ред.

10 Некоторые путают дивиденды с прибылью, о которой идет речь в этой главе. Под прибылью компании подразумевается то, что у компании остается каждый год после вычета расходов и налогов. Под дивидендом подразумевается то, что она регулярно выплачивает акционерам в качестве их доли прибыли. Компания может иметь отличную прибыль, но при этом не платить дивидендов.

Переводчик В. Ионов

Технический редактор Н. Лисицына

Корректор Е. Аксёнова

Компьютерная верстка А. Абрамов

Дизайн обложки DesignDepot

**НАПИСАНИЕ на ЗАКАЗ:**

1. Дипломы, курсовые, рефераты...
2. Диссертации и научные работы.  
Тематика любая: ИНВЕСТИЦИИ, экономика, техника, право, менеджмент, финансы, биология...  
Уникализация текстов, переводы с языков, презентации...

УЧЕБНИКИ, ДИПЛОМЫ, ДИССЕРТАЦИИ:  
полные тексты в электронной библиотеке  
[www.учебники.информ2000.рф](http://www.учебники.информ2000.рф).

© Peter Lynch, 1989, 2000

Впервые издано Simon & Schuster, Inc.

© Издание на русском языке, перевод, оформление. ООО «Альпина Паблишер», 2019

© Электронное издание. ООО «Альпина Диджитал», 2019

## Линч П.

Метод Питера Линча: стратегия и тактика индивидуального инвестора / Питер Линч при участии Джона Ротчайлда; Пер. с англ. — 3-е изд. — М.: Альпина Паблишер, 2019.

ISBN 978-5-9614-2379-2