

# ОГЛАВЛЕНИЕ

Джейсон Цвейг <b>СЛОВА БЛАГОДАРНОСТИ</b> .....	9
Уоррен Баффетт <b>ПРЕДИСЛОВИЕ К ЧЕТВЕРТОМУ ИЗДАНИЮ</b> .....	10
Бенджамин Грэм (1896–1976) .....	11
Джейсон Цвейг <b>НЕСКОЛЬКО СЛОВ О БЕНДЖАМИНЕ ГРЭМЕ</b> .....	13
Предисловие .....	17
<b>О чем эта книга?</b> .....	17
<b>КОММЕНТАРИИ К ПРЕДИСЛОВИЮ</b> .....	26
Глава 1 <b>Инвестиции и спекуляции: выбор разумного инвестора</b> .....	32
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 1.</b> .....	48
Глава 2 <b>Инвестор и инфляция</b> .....	60
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 2.</b> .....	70
Глава 3 <b>Сто лет фондовому рынку: пейзаж начала 1972 г.</b> .....	76
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 3.</b> .....	89
Глава 4 <b>Основы портфельной политики пассивного инвестора</b> .....	97
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 4.</b> .....	110
Глава 5 <b>Пассивный инвестор и акции</b> .....	121
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 5.</b> .....	132

Глава 6	
<b>Портфельная политика активного инвестора:     чего не следует делать</b> . . . . .	141
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 6</b> . . . . .	152
Глава 7	
<b>Портфельная политика активного инвестора:     что делать?</b> . . . . .	161
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 7</b> . . . . .	182
Глава 8	
<b>Инвестор и колебания рынка</b> . . . . .	190
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 8</b> . . . . .	213
Глава 9	
<b>Инвестор и инвестиционные фонды</b> . . . . .	226
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 9</b> . . . . .	241
Глава 10	
<b>Инвестор и его консультанты</b> . . . . .	256
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 10</b> . . . . .	270
Глава 11	
<b>Анализ ценных бумаг     непрофессионального инвестора:     общие представления</b> . . . . .	278
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 11</b> . . . . .	299
Глава 12	
<b>Что следует учитывать     при анализе показателя прибыли на акцию</b> . . . . .	307
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 12</b> . . . . .	319
Глава 13	
<b>Анализ ценных бумаг на практике:     сравнение четырех компаний</b> . . . . .	326
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 13</b> . . . . .	335
Глава 14	
<b>Выбор акций пассивным инвестором</b> . . . . .	342
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 14</b> . . . . .	360
Глава 15	
<b>Выбор акций активным инвестором</b> . . . . .	369
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 15</b> . . . . .	388

---

Глава 16	
<b>Конвертируемые ценные бумаги и варранты</b> . . . . .	395
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 16</b> . . . . .	410
Глава 17	
<b>Четыре крайне поучительных примера</b> . . . . .	414
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 17</b> . . . . .	430
Глава 18	
<b>Сравнительный анализ восьми пар компаний</b> . . . . .	437
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 18</b> . . . . .	461
Глава 19	
<b>Акционеры и руководство компаний:</b> <b>дивидендная политика</b> . . . . .	474
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 19</b> . . . . .	483
Глава 20	
<b>«Запас надежности» —</b> <b>основа инвестиционной деятельности</b> . . . . .	496
<b>КОММЕНТАРИИ К ГЛАВЕ 20</b> . . . . .	508
Послесловие . . . . .	514
<b>КОММЕНТАРИИ К ПОСЛЕСЛОВИЮ</b> . . . . .	516
Приложения . . . . .	518
Примечания . . . . .	558

# ДЖЕЙСОН ЦВЕЙГ

## СЛОВА БЛАГОДАРНОСТИ

Выражаю сердечную признательность всем, кто помог подготовить новое издание книги Бенджамина Грэма. Это Эдвин Тэн (HarperCollings), поддержка и неиссякаемая энергия которого помогли реализовать проект. Это сотрудники журнала *Money* — Роберт Сафьян, Дэнис Мартин и Эрик Джелман, которые активно, терпеливо и бескорыстно помогали мне. Это мой замечательный литературный агент Джон Райт и неутомимая Тара Кальварски из *Money*. Это Теодор Аронсон, Кевин Джонсон, Марта Орtiz и другие сотрудники инвестиционно-консалтинговой фирмы Aronson + Johnson + Oritz, которые высказали ряд ценных замечаний и предложений. Я также благодарен президенту корпорации Peter L. Bernstein Питеру Бернстайну, Уильяму Бернстайну (Efficient Frontier Advisors), Джону Боглу (основателю Vanguard Group), Чарльзу Эллису (одному из основателей Greenwich Associates) и Лоуренсу Сигелу (директору по изучению инвестиционной политики Fond Foundation). Я глубоко признателен Уоррену Баффетту и Нине Манк, а также неутомимым работникам Time Inc. Business Information Research Center; исполнительному директору FridsonVision LLC Мартину Фридсону; президенту Center for Financial Research & Analysis Говарду Шилиту; редактору и издателю *Inside Information* Роберту Вересу; Дэниелу Фуссу (Loomis Sayles & Co), Барри Нельсону (Advent Capital Management); работникам Музея финансовой истории США; Брайану Мэттесу и Гусу Сотеру (Vanguard Group); Джеймсу Сейделу (RIA Thomson); Самилье Артамуре и Сину Маклафлину (Lipper); Алексу Ауэрбаху (Ibbotson Associates); Анетте Дарсон (Morningstar); Джейсону Брэму (Федеральный резервный банк Нью-Йорка) и одному управляющему инвестиционным фондом, пожелавшему остаться неизвестным.

Но больше всего я благодарен своей жене и дочерям, которые так долго страдали от того, что я работаю днем и ночью. Без их любви и терпения мне бы ничего не удалось сделать.

# УОРРЕН БАФФЕТТ

## ПРЕДИСЛОВИЕ

### К ЧЕТВЕРТОМУ ИЗДАНИЮ

**В** начале 1950 г., когда мне было 19 лет, я прочел первое издание этой книги и решил, что это лучшее из всего, что когда-либо было написано об инвестициях. С тех пор мое мнение не изменилось.

Чтобы всю жизнь успешно заниматься инвестициями, не нужны ни сверхвысокий IQ, ни изощренные бизнес-стратегии, ни инсайдерская информация. Нужно лишь умение принимать решения на основе здравого смысла и способность контролировать эмоции, не позволяя им приводить к разрушительным последствиям. В этой книге подробно и доступно описан правильный подход к инвестированию, основанный на эмоциональной дисциплине.

Если вы будете вести дела, придерживаясь принципов, предложенных Грэмом, и следовать полезным советам, которые он дает в главах 8 и 20 (что не так просто, как может показаться), результаты не заставят себя ждать. Сможете ли вы добиться выдающихся успехов? Это будет зависеть от ваших усилий и интеллекта, а также от колебаний и прихотей рынка ценных бумаг, с которыми инвестор сталкивается всю жизнь. Чем более нелогично ведет себя рынок, тем лучше для разумного инвестора. Следуйте советам Грэма, и вы выиграете от причуд фондового рынка, а не превратитесь в одну из них.

Для меня Бенджамин Грэм — не просто автор этой книги и учитель. Он повлиял на мою жизнь почти так же сильно, как мой отец. Вскоре после его смерти в 1976 г. я написал о нем несколько слов в *Financial Analysts Journal*. Я думаю, что, прочитав эту книгу, вы сами сможете оценить отмеченные мной достоинства Грэма.

# БЕНДЖАМИН ГРЭМ

## (1896–1976)

Когда Бенджамину Грэму было около 80 лет, он сказал одному из своих друзей, что хотел бы каждый день делать какую-нибудь глупость, создавать что-то новое и проявлять великодушие.

Эта оригинальная формулировка жизненной цели свидетельствует об удивительной способности выражать свои мысли просто и скромно, в весьма деликатной форме, не морализируя и не впадая в менторский тон.

Те, кто читал Грэма, прекрасно понимают, насколько новаторскими были его идеи. Нечасто ученикам и последователям не удается превзойти учителя и автора новой теории. Но сегодня, спустя 40 лет после выхода книги, благодаря которой такая беспорядочная и запутанная область деятельности, как инвестирование, получила логическое обоснование и системное объяснение, вряд ли какой-либо аналитик рынка ценных бумаг может сравниться с Грэмом. В области, где любые представления устаревают буквально через несколько месяцев, принципы Бенджамина Грэма остаются неизблемыми. Более того, во времена финансовых потрясений, сметающих другие, более шаткие логические конструкции, ценность этих принципов лишь растет и становится еще более очевидной. Советы Грэма всегда помогают тем, кто им следует, и позволяют даже не слишком способным инвесторам обгонять своих более одаренных собратьев, которые часто ошибаются, потому что следуют указаниям модных и популярных экспертов.

Как ни странно, авторитет Грэма как инвестора вовсе не был результатом целенаправленной концентрации умственных усилий на решении какой-то одной задачи. Грэм не был узким профессионалом. Скорее, он был мыслителем в широком смысле, а его теория стала своего рода «побочным продуктом» мощного интеллекта — интеллекта, которым ни обладал ни один из моих знакомых. Он помнил буквально все, был одержим жадной новизны и умел использовать их для решения проблем, на первый взгляд относящихся совсем к другим областям. О чем бы он ни рассуждал, следить за полетом его мысли было настоящим наслаждением.

У Грэма было еще одно качество, выделяющее его из общей массы. Я говорю о великодушии. Для меня он был учителем, работодателем и другом. С кем бы ни приходилось иметь дело — с учениками, подчиненными, друзьями, — он всегда держался абсолютно открыто, свободно делился своими мыслями, не жалея для людей ни времени, ни сил. Хотите в чем-то разобраться? Идите к Бену. Нужна поддержка или совет? Бен обязательно поможет.

Уолтер Липпман<sup>1</sup> с восхищением говорил о людях, которые сажают деревья, в тени которых будут отдыхать другие люди. Бен Грэм был именно таким человеком.

*Financial Analysts Journal*,  
ноябрь–декабрь 1976 г.

---

<sup>1</sup> Уолтер Липпман (1889–1974) — американский писатель и журналист, автор книги «Общественное мнение» (Public Opinion). Впервые ввел в обращение понятие «стереотип». — Прим. ред.

# ДЖЕЙСОН ЦВЕЙГ

## НЕСКОЛЬКО СЛОВ О БЕНДЖАМИНЕ ГРЭМЕ

**К**то такой Бенджамин Грэм и почему мы должны прислушиваться к его советам?

Это был не только один из лучших инвесторов, когда-либо живших на планете, но и величайший мыслитель, посвятивший себя изучению практических аспектов инвестиционной деятельности. До Грэма инвесторы были кем-то вроде членов особой гильдии, этакое средневековое тайное общество, и в основном полагались на суеверия, озарения и тайные ритуалы. Книга Грэма «Анализ ценных бумаг» стала учебником, превратившим отсталых ремесленников в современных профессионалов<sup>1</sup>.

Автор книги «Разумный инвестор» впервые рассказал индивидуальным инвесторам об эмоциональных аспектах инвестиционной деятельности и аналитических инструментах, имеющих ключевое значение для достижения финансового успеха. Этот труд до сих пор остается лучшим пособием по инвестиционной деятельности для широкого круга читателей. Это была первая книга, которую я прочел, когда в 1987 г. начал работать в журнале *Forbes* в качестве репортера. Меня поразило утверждение Грэма, что рано или поздно бычий рынок обязательно обвалится. В октябре того же года американский фондовый рынок пережил самое сильное однодневное падение за всю свою историю, и я убедился в правоте Грэма. (Сегодня, после безумного роста фондового рынка в конце 1990-х гг. и коллапса в начале 2000 г., книга «Разумный инвестор» кажется поистине пророческой.)

Грэм шел к своей теории трудным путем. Не один десяток лет он потратил, на собственном опыте постигая историю и психологию фондового рынка, нередко испытывая всю горечь финансовых потерь.

---

<sup>1</sup> Книга «Анализ ценных бумаг» (Security Analysis), написанная в соавторстве с Дэвидом Доддом, была издана в 1934 г.

Бенджамин Грэм (Гроссбаум)<sup>2</sup> родился 9 мая 1894 г. в Лондоне. Его отец торговал китайским фарфором — статуэтками и разной другой утварью. Когда Бену исполнился год, семья переехала в Нью-Йорк. Поначалу жили неплохо — хорошая квартира на Пятой авеню, горничная, кухарка и гувернантка-француженка. Но в 1903 г. отец Бена умер, торговля китайским фарфором пришла в упадок, и семья познала нужду. Мать Бена открыла в своем доме пансион, затем стала спекулировать на бирже на заемные деньги и во время биржевого краха 1907 г. разорилась. До конца своих дней Бен не мог забыть унижения, которое испытал в банке, куда он пришел, чтобы обналичить чек матери. Кассир спросил у администратора: «Можем мы дать Дороти Гроссбаум хотя бы пять долларов?»

К счастью, Грэм получил стипендию Колумбийского университета, где в полной мере проявились его способности. Он окончил его в 1914 г., будучи вторым на курсе. Ему предложили работу сразу три кафедры (английского языка, философии и математики). В то время ему было всего 20 лет.

Грэм мог остаться при университете, но его не привлекала академическая стезя. Он решил попытать силы на Уолл-стрит и пошел работать простым клерком в фирму, специализирующуюся на операциях с облигациями. Вскоре Бен получил должность аналитика, потом стал партнером, а затем создал и собственную инвестиционную компанию.

Бум и последовавший за ним крах доткомов нисколько не удивили бы Грэма. Он пережил нечто подобное еще в апреле 1919 г. Тогда он получил 250% прибыли в первый день торгов по акциям компании Savold Tire, относящейся к автомобильной отрасли, которая в тот период была на подъеме. В октябре компанию обвинили в мошенничестве, и ее акции обесценились.

Грэм стал выдающимся специалистом по анализу ценных бумаг. Он исследовал их буквально под микроскопом, можно сказать, на молекулярном уровне. В 1925 г., копаясь в невразумительных отчетах нефтетранспортных компаний в Комиссии по торговле между штатами, Бен обнаружил, что компания Northern Pipe Line, акции которой продавались по \$65, значительную часть акционерного капитала держала в первоклассных облигациях (\$80 на акцию). Он купил акции компании, добился от ее руководства увеличения дивидендов, а через три года продал ценные бумаги по \$110.

Несмотря на колоссальные потери во время Великой депрессии 1929–1932 гг., когда он лишился 70% капитала, Грэму удалось выжить и впоследствии преуспеть, извлекая выгоду даже из обрушения бычьих рынков. О результатах инвестиционной деятельности Грэма на первоначальном этапе почти ничего не известно, но с 1936 по 1956 г. (т. е. непосредственно

---

<sup>2</sup> Семейство Гроссбаум изменило фамилию на Грэм во время Первой мировой войны, когда немецкая фамилия вызывала подозрения.

до ухода в отставку) среднегодовая прибыль инвестиционной компании Graham-Newman Corp.<sup>3</sup> достигала 14,7% при средней доходности фондового рынка 12,2%. В то время это был один из лучших показателей за всю историю Уолл-стрит.

Как же Грэму удавалось добиваться таких результатов? Блестящий интеллект в сочетании со здравым смыслом и огромным опытом позволили ему сформулировать основополагающие принципы разумного инвестирования, которые работали на протяжении всей его жизни и не устарели до сегодняшнего дня. Вот эти принципы.

- Акция — это не просто тикер или некая виртуальная реальность, а документ, подтверждающий право ее владельца на долю собственности в определенном бизнесе, имеющем реальную стоимость, не зависящую от стоимости акций.
- Фондовый рынок ведет себя как маятник: он постоянно раскачивается из стороны в сторону — от необоснованного оптимизма (при этом акции переоцениваются) до неоправданного пессимизма (при этом акции недооцениваются). Разумный инвестор — это реалист, который продает акции оптимистам и покупает у пессимистов.
- Будущая цена инвестиции зависит от ее сегодняшней цены. Чем выше цена, которую вы платите сегодня, тем ниже будет ваш доход в будущем.
- Как бы осторожны вы ни были, существует риск, который не может просчитать ни один инвестор, — возможность ошибки. Этот риск можно минимизировать, только имея, по выражению Грэма, «запас надежности», т. е. никогда не переплачивая, какой бы привлекательной ни казались инвестиции.
- Секрет вашего финансового успеха — внутри вас. Лишь критически относясь к фондовому рынку, не принимая на веру «истины» Уолл-стрит и занимаясь инвестированием с олимпийским спокойствием, можно постоянно извлекать выгоду даже на медвежьих рынках. Воспитав в себе дисциплинированность и мужество, вы сможете противостоять необъяснимым перепадам рыночных настроений, никому не позволяя влиять на ваши инвестиционные решения. В конечном счете не так важно, как ведут себя ваши инвестиции. Важно, как ведете себя вы.

---

<sup>3</sup> Graham-Newman Corp. — открытый инвестиционный фонд (см. главу 9), которым Грэм управлял совместно с другим не менее успешным инвестором — Джеромом Ньюманом. На протяжении большей части своего существования фонд был закрытым. Я глубоко благодарен Уолтеру Шлоссу, который предоставил мне данные, необходимые для оценки результатов деятельности фонда. Когда в эпилоге Грэм пишет о 20%-ной среднегодовой прибыли, он, видимо, не учитывает комиссионные.

Цель нового, переработанного издания книги «Разумный инвестор» — показать, как идеи Грэма работают в современных условиях. Авторский текст оставлен без изменений, все пояснения даются в сносках<sup>4</sup>. За каждой главой следуют комментарии, в которых на примерах из недавнего прошлого наглядно показано, насколько и сегодня актуальны и полезны для инвесторов принципы Грэма.

Я завидую тем, кто будет читать эту книгу впервые. Сколько нового они узнают, какое удовольствие получат! Я завидую и тем, кто будет читать книгу в третий или четвертый раз. Как и любая классика, эта книга меняет наше мировоззрение и, меняя нас, меняется сама. Чем больше ее читают, тем лучше она становится. Имея такого наставника, как Грэм, вы непременно станете разумным инвестором.

---

<sup>4</sup> Текст печатается по четвертому изданию, переработанному Грэмом в 1971–1972 гг. и впервые опубликованному в 1973 г.

# ПРЕДИСЛОВИЕ

## О ЧЕМ ЭТА КНИГА?

Цель этой книги — помочь непрофессиональным инвесторам разобраться в тонкостях разработки и реализации инвестиционной политики. В ней сравнительно мало говорится о методах анализа рынка ценных бумаг. Главное внимание уделяется принципам инвестирования и поведению инвестора. Вместе с тем мы приведем несколько кратких примеров парного сравнения акций ряда компаний, соседствующих в котировальном списке Нью-Йоркской фондовой биржи. Это поможет понять, на что в первую очередь должен обращать внимание инвестор при выборе объектов инвестиций, в том числе акций и облигаций<sup>1</sup>.

В книге содержится множество исторических примеров динамики финансовых рынков, в том числе из весьма отдаленного прошлого. Для разумного вложения средств в ценные бумаги необходимо прежде всего знать, как ведут себя в тех или иных ситуациях различные виды облигаций и акций. Для Уолл-стрит как нельзя лучше подходит известное предостережение Джорджа Сантаяны: «Те, кто не помнит прошлого, обречены пережить его вновь».

Эта книга написана не для спекулянтов, а для инвесторов, и ее главная задача состоит в том, чтобы показать принципиальные различия (о которых часто забывают) между первыми и вторыми. Эта книга не о том, «как стать миллионером за три дня». Она не о том, как без труда разбогатеть при помощи Уолл-стрит или какого-либо другого бизнеса. Наверное, стоит привести один весьма поучительный во многих отношениях пример из финансовой истории. В нелегком 1929 г. Джон Раскоб<sup>2</sup>, которого хорошо

---

<sup>1</sup> Если не указано иное, здесь и далее в книге речь идет об обыкновенных акциях. — *Прим. ред.*

<sup>2</sup> Джон Раскоб (1879–1950) был финансовым директором химического гиганта DuPont и компании General Motors. Кроме того, возглавлял Демократическую партию и был одним из ярых сторонников строительства Empire State Building. По расчетам Джереми Сигела, через 20 лет капитал вырос бы примерно до \$9000, несмотря на то что инфляция съела бы при этом большую часть прибыли. Более подробно с точкой зрения Раскоба на долгосрочное инвестирование в акции можно ознакомиться в работе

знала и вся страна, и Уолл-стрит, опубликовал в *Ladies' Home Journal* статью «Каждый должен быть богатым» (Everybody Ought to Be Rich), в которой он всячески превозносил преимущества капитализма. Его главная мысль состояла в том, что, выделяя на инвестирование в надежные инструменты фондового рынка всего \$15 в месяц и направляя на приобретение новых ценных бумаг доходы, получаемые от этих инвестиций, за 20 лет, вложив в общей сложности \$3600, можно заработать \$80 000. Если бы финансовый магнат из General Motors был прав, путь к богатству действительно был бы очень прост. Но был ли он прав? По самым грубым подсчетам, вкладывая деньги в акции 30 компаний, входящих в расчет промышленного индекса Доу–Джонса, с 1929 по 1948 г., на начало 1949 г. инвестор имел бы около \$8500, т. е. значительно меньше обещанных Раскобом \$80 000. Эти расчеты говорят о том, что никогда не следует доверять оптимистичным прогнозам и обещаниям. Однако следует заметить, что в итоге 20-летних операций с акциями накопленная прибыль составила бы более 8%. И это при том, что на начало расчетного периода индекс Доу–Джонса находился на уровне 300 пунктов, а на конец 1948 г. упал до 177 пунктов. Данный пример может служить весомым аргументом в пользу эффективности регулярного (ежемесячного) приобретения надежных акций на определенную сумму независимо от ситуации на рынке. Этот метод известен как метод усредненных равномерных инвестиций.

Эта книга, как уже было сказано выше, адресована не спекулянтам и не трейдерам. Как правило, при выборе момента для купли-продажи ценных бумаг они используют графики и другие методы технического анализа. Принцип, лежащий в основе практически всех методов такого анализа, заключается в том, что нужно *покупать*, когда цена акции или фондовый рынок в целом растет, и *продавать*, когда цены падают. Этот принцип прямо противоположен принципам любого другого бизнеса, и вряд ли он способен обеспечить устойчивый успех на Уолл-стрит. И наш собственный опыт работы на рынке, и исследования, которые велись на протяжении 50 лет, говорят о том, что еще ни один из смертных, следуя за рынком, не получал прибыль постоянно или хотя бы в течение сколько-нибудь длительного периода. Мы убеждены в том, что такой подход столь же ошибочен, сколь и популярен. Разумеется, никто не обязан считать наше мнение истиной в конечной инстанции, но позже мы проиллюстрируем вышесказанное, кратко остановившись на обсуждении знаменитой теории Доу<sup>3</sup>.

---

Уильяма Бернстайна, размещенной в Интернете ([www.efficientfrontier.com/ef/197/gaskob.htm](http://www.efficientfrontier.com/ef/197/gaskob.htm)).

<sup>3</sup> См. главы 1 и 8. Более подробно с теорией Доу можно ознакомиться в Интернете (<http://viking.som.yale.edu/will/dow/dowpage.html>).

Книга «Разумный инвестор» вышла в свет в 1949 г. С тех пор она переиздавалась примерно каждые пять лет. В новом переработанном издании, которое вы держите в руках, рассмотрены некоторые изменения на рынке, произошедшие после выхода в свет последнего издания 1965 г., а именно:

1. Беспрецедентный рост процентных ставок по первоклассным облигациям.
2. Падение примерно на 35% акций ведущих компаний, которое завершилось в мае 1970 г. Это был самый большой в процентном измерении спад примерно за 30 лет. (Огромное количество менее надежных акций подешевели еще больше.)
3. Постоянный, даже несмотря на спад деловой активности в целом в 1970 г., рост цен производителей и потребительских цен.
4. Быстрое развитие компаний-конгломератов, франшиз и других нововведений в сфере бизнеса и финансов (в том числе появление хитроумных схем с использованием не зарегистрированных на бирже акций [1]; широкое распространение опционов на биржевые варранты; использование названий компаний, вводящих в заблуждение инвесторов; работа через зарубежные банки и т.д.)<sup>4</sup>.
5. Банкротство крупнейшей в стране железнодорожной компании, чрезмерный рост кратко- и долгосрочной задолженности многих ранее устойчивых компаний и возникновение проблем с платежеспособностью некоторых компаний Уолл-стрит<sup>5</sup>.
6. Чрезмерное увлечение руководителей инвестиционных фондов, в том числе трастов, управляемых банками, высокими финансовыми показателями. Результаты этого увлечения внушают тревогу.

Далее мы рассмотрим эти тенденции подробно. В связи с некоторыми из них придется обновить выводы, представленные в предыдущем издании,

---

<sup>4</sup> Открытые инвестиционные фонды покупали у частных лиц не зарегистрированные на бирже акции, а затем продавали их инвесторам по более высокой цене (см. примечания Грэма в конце книги). В середине 1960-х гг. эта схема позволяла предприимчивым фондам отчитываться в необоснованно высокой прибыли. В 1969 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США приняла жесткие меры, направленные на защиту инвесторов от подобных злоупотреблений. Опционы на биржевые варранты рассматриваются в главе 16.

<sup>5</sup> 21 июня 1970 г. корпорация Penn Central Transportation, в то время самая крупная железнодорожная компания США, была вынуждена инициировать процедуру банкротства. Это стало потрясением для инвесторов, которые не ожидали разорения гиганта (см. главу 17). Компании с чрезмерной задолженностью — Ling-Temco-Vought и National General Corp. (см. главы 17 и 18). Проблемы с платежеспособностью на Уолл-стрит возникли в период с 1968 по 1971 г., когда внезапно обанкротилось несколько брокерских контор.

и несколько сместить акценты. основополагающие принципы разумного инвестирования остаются неизменными, но их практическое применение требует корректив с учетом серьезных изменений финансовых механизмов и инвестиционного климата.

Наши убеждения прошли проверку на прочность при подготовке настоящего издания, первая версия которого была завершена в январе 1971 г. В то время индекс Доу–Джонса значительно вырос: с 632 пунктов в 1970 г. до 951 пункта в 1971-м. Одновременно рос и оптимизм на рынке. Когда в ноябре 1971 г. была завершена работа над последним вариантом текста, фондовый рынок находился в ожидании нового спада и индекс Доу–Джонса упал до 797 пунктов. Росло и беспокойство участников рынка. Однако мы не позволили этим событиям поколебать наши взгляды на разумную инвестиционную политику, которые в основном оставались неизменными со времени выхода в свет первого издания книги в 1949 г.

Сжатие фондового рынка в 1969–1970 гг. должно было развеять иллюзию, сложившуюся за последние два десятилетия. Она состояла в том, что акции крупнейших компаний можно покупать в любое время и по любой цене, не только гарантированно получая в итоге прибыль, но и будучи уверенным, что любые текущие убытки будут быстро компенсированы за счет очередного скачка цен на фондовом рынке. Это было слишком хорошо для того, чтобы быть правдой. Фондовый рынок вновь вернулся в нормальное состояние. И спекулянты, и инвесторы вновь должны были готовиться к серьезным и, возможно, продолжительным падениям и взлетам.

Что касается акций компаний второго и третьего эшелонов, особенно недавно обращающихся на фондовом рынке, то потери их владельцев в результате недавнего обвала рынка были катастрофическими. Вообще-то такое уже случалось — нечто подобное произошло в 1961–1962 гг., но на этот раз портфели некоторых инвестиционных фондов включали большое количество спекулятивных и явно переоцененных акций второго и третьего эшелонов. Очевидно, не только новички на фондовом рынке забывают о том, что необоснованный энтузиазм хорош в любом другом месте, но только не на Уолл-стрит, где он неизбежно ведет к катастрофе.

Важная проблема, которую нам предстояло решить, была связана с колоссальным ростом процентных ставок по первоклассным облигациям. С конца 1967 г. доходность по ним более чем вдвое превышала дивидендную доходность по акциям. В начале 1972 г. доходность по первоклассным облигациям достигала 7,19%, а по акциям промышленных компаний — всего 2,76%. (На конец 1964 г. эти показатели составляли соответственно 4,40% и 2,92%.) Трудно представить, что, когда эта книга впервые вышла в свет в 1949 г., ситуация была прямо противоположной: доходность по облигациям составляла всего 2,66%, а по акциям — 6,82% [2]. В предыду-

сих изданиях мы настоятельно советовали консервативным инвесторам включать в инвестиционный портфель как минимум 25% акций, а в целом рекомендовали делить капитал поровну между этими двумя видами ценных бумаг. Сегодня возникает вопрос: если доходность по облигациям выше доходности по акциям, значит ли это, что инвестиционный портфель следует формировать только из облигаций — по крайней мере до тех пор, пока соотношение показателей доходности по этим двум видам ценных бумаг не выровняется (а мы предполагаем, что так оно и будет)? Несомненно, для ответа на этот вопрос важно принимать во внимание растущую инфляцию. Этой проблеме посвящена отдельная глава<sup>6</sup>.

Далее мы рассматривали основные различия между двумя категориями инвесторов, которым адресована эта книга, — пассивными и активными. Пассивный инвестор прежде всего стремится избежать серьезных ошибок и потерь. Кроме того, он хочет быть избавлен от трудностей и волнений, связанных с необходимостью постоянно принимать решения. Главное отличие активного инвестора заключается в том, что свое время и силы он тратит на выбор самых надежных и привлекательных ценных бумаг. На протяжении десятилетий активный инвестор мог быть уверен, что его дополнительные усилия и навыки будут вознаграждаться более высокой средней прибылью, чем прибыль пассивного инвестора. Сегодня в этом приходится сомневаться. Но через год или в более отдаленной перспективе все может измениться. Поэтому мы будем рассматривать как возможности активного инвестирования, существовавшие в прошлом, так и те, которые могут открыться в будущем.

Долгое время превалировала точка зрения, согласно которой успех инвестора зависит в первую очередь от выбора самых перспективных отраслей экономики и многообещающих компаний этих отраслей. Например, дальновидные инвесторы (или их дальновидные консультанты) давно оценили перспективность компьютерной индустрии в целом и акций International Business Machines (IBM) в частности, а также других быстро развивающихся отраслей и компаний. Но сделать это было не так просто, как кажется сегодня. Чтобы пояснить нашу точку зрения, приведем фрагмент текста, который был включен в издание 1949 г.

К числу таких инвесторов можно отнести, например, покупателей акций авиакомпаний, считающих эти акции даже более перспективными, чем показывает текущий рыночный тренд. Наша книга будет полезна этим инве-

---

<sup>6</sup> См. главу 2. На начало 2003 г. доходность по 10-летним казначейским обязательствам составляла примерно 3,8%, по акциям (в соответствии с промышленным индексом Доу-Джонса) — 1,9%. (Интересно, что эти показатели практически не отличаются от показателей 1964 г., которые приводит Грэм.) Доходность по первоклассным облигациям неуклонно снижалась с 1981 г.

сторам не столько потому, что мы предложим им какой-то особый метод работы на рынке, сколько потому, что мы постараемся предостеречь их от опасностей, таящихся в избирательном подходе к инвестициям<sup>7</sup>.

Покупка акций авиакомпаний действительно таила в себе немало опасностей. Да, нетрудно было предвидеть, что объем авиаперевозок будет расти, что и делало акции авиакомпаний столь привлекательными для инвестиционных фондов. И действительно, прибыль вначале росла (темпы роста были даже выше, чем в компьютерной индустрии), но со временем из-за технологических проблем и избыточных производственных мощностей она начала снижаться до опасных значений. В 1970 г., несмотря на высокие объемы авиаперевозок, потери акционеров авиакомпаний составили \$200 млн. (Авиакомпании несли убытки также в 1945 и 1961 гг.) В 1969–1970 гг. ситуация повторилась: акции этих компаний упали ниже, чем фондовый рынок в целом. Время показало, что даже самые квалифицированные и высокооплачиваемые эксперты взаимных инвестиционных фондов ошибались относительно ближайшего будущего отрасли.

С другой стороны, инвестиционные фонды, хотя и вкладывали значительные средства в акции IBM (и получали при этом немалую прибыль), в силу высоких цен акций и невозможности уверенно предсказать будущие темпы роста отрасли предпочитали держать в акциях этой блестящей компании не более 3% активов. Поэтому этот прекрасный выбор не оказал сколько-нибудь значительного влияния на их итоговые финансовые показатели. Более того, вложения во многие (если не все) другие компьютерные компании оказались убыточными. Данные примеры позволяют предостеречь читателей, напомнив им о двух вещах.

1. Явные перспективы роста бизнеса не гарантируют инвесторам прибыль.
2. Эксперты не могут предложить надежных методов выбора акций самых перспективных компаний самых перспективных отраслей.

Будучи управляющим инвестиционным фондом, автор книги не придерживался описанного выше подхода и поэтому не мог предложить читателям соответствующих рекомендаций.

---

<sup>7</sup> В конце 1940-х — начале 1950-х гг. акции авиакомпаний пользовались таким же ажиотажным спросом, как спустя полвека акции доткомов. Среди самых «горячих» открытых инвестиционных фондов того времени были Aeronautical Securities и Missiles-Rockets-Jets & Automation Fund. Как и компании, акциями которых они владели, эти фонды разорились. Сегодня общеизвестно, что коэффициент «прибыль/убытки» за всю историю авиакомпаний был отрицательным. Вывод Грэма состоит не в том, что нельзя покупать акции авиакомпаний, а в том, что никогда не следует руководствоваться всеобщей уверенностью в том, что акции компаний той или иной отрасли в будущем принесут больше прибыли, чем акции компаний других отраслей.

О чем же мы собираемся рассказать на страницах этой книги? Главная наша цель — предостеречь читателя от серьезных ошибок, которые он может совершить в процессе инвестирования, и помочь ему разработать оптимальную инвестиционную политику. Значительное внимание будет уделено психологии инвесторов: ведь главная проблема инвестора, можно сказать, его злейший враг — это он сам. Как писал Шекспир, «не в звездах, нет, а в нас самих ищи причину...»<sup>8</sup>. Это со всей очевидностью проявилось в последние десятилетия, когда консервативные инвесторы были вынуждены приобретать акции, помимо своей воли поддаваясь эмоциям и соблазнам фондового рынка. Мы надеемся, что наши аргументы и примеры помогут читателям занять правильную ментальную и эмоциональную позицию при принятии инвестиционных решений. Мы убеждены, что простым людям, характер которых позволяет им заниматься разумным инвестированием, удастся получать и накапливать больше денег, чем тем, кому недостает соответствующих черт характера, даже если последние хорошо разбираются в финансах, бухгалтерском учете и ценных бумагах.

Кроме того, мы надеемся привить читателям чувство меры и вкус к расчетам. О 99 акциях из 100 можно сказать, что при такой-то цене они достаточно дешевы для того, чтобы их покупать, а при такой-то — достаточно дороги для того, чтобы их продавать. Важнейшее правило инвестора — всегда учитывать, сколько он платит и что получает за свои деньги. В статье, опубликованной в одном из дамских журналов много лет назад, мы советовали читателям покупать акции не так, как покупают дорогие духи, а так, как покупают овощи. Самые крупные потери за последние два года (как и многие потери в прошлом) стали следствием того, что, покупая акции, инвестор забыл задать вопрос: «Сколько?»

В июне 1970 г. на вопрос «Сколько?» можно было ответить волшебной цифрой — 9,40% (доходность по новым выпускам первоклассных облигаций компаний коммунального сектора). Этот показатель сегодня упал до 7,3%, но он все еще может служить ответом на наш вопрос. Существуют и другие варианты ответов, которые следует тщательно анализировать. И все же, повторяем, и мы, и наши читатели должны заранее быть готовы к таким ситуациям, как, например, в 1973–1977 гг.

Мы также намерены предложить читателям всеобъемлющую программу инвестирования в акции. Частично она адресована обоим видам инвесторов, частично — лишь активным. Может показаться странным, что одно из главных требований, которое должны соблюдать читатели, заключается в том, что им следует ограничиваться акциями, цена которых лишь незна-

---

<sup>8</sup> У. Шекспир «Юлий Цезарь» (перевод П. Козлова). — *Прим. ред.*

чительно превышает стоимость реальных активов компании<sup>9</sup>. Мы даем этот «немодный» совет по причинам как практическим, так и психологическим. Опыт показывает, что, хотя акции многих перспективных компаний стоят в несколько раз дороже чистых активов этих компаний, инвесторы, покупая эти акции, попадают в серьезную зависимость от колебаний фондового рынка. И наоборот, инвесторы, покупающие акции, скажем, компаний коммунального сектора по стоимости их чистых активов, независимо от поведения фондового рынка остаются совладельцами стабильного растущего бизнеса, долю в котором они приобрели по разумной цене. В конечном итоге такая консервативная политика приносит больше прибыли, чем увлекательная, но опасная охота за акциями блестящих компаний, манящих инвестора предвкушением высоких темпов роста.

Искусство инвестирования имеет одну особенность, на которую не всегда обращают должное внимание. Непрофессиональный инвестор, обладая минимальными способностями и прикладывая минимальные усилия, может добиться если не блестящих, то стабильных результатов. Однако для достижения более высоких показателей потребуются колоссальные затраты умственной и физической энергии. Полумерами тут не обойтись — если для того, чтобы результаты реализации инвестиционной программы были чуть выше средних, вы попытаетесь получить лишь немного новых знаний и лишь чуть-чуть усовершенствовать свои навыки, может оказаться, что вы сделали только хуже.

Поскольку любой, кто просто покупает на рынке акции надежных компаний, способен получать такую же прибыль, как в среднем по рынку, может показаться, что «побить рынок» и получить прибыль выше средней не так уж трудно. Но удивительно, как много неглупых людей, пытающихся сделать это, терпят поражение. Даже большинству инвестиционных фондов, где работают квалифицированные и опытные специалисты, редко удается получить прибыль, равную среднерыночной. В связи с этим возникает вопрос о достоверности прогнозов, которые дают брокеры. Анализ показывает, что эти прогнозы не более надежны, чем гадание на кофейной гуще.

При работе над книгой мы старались не забывать об этой главной ошибке инвесторов. Мы сделали акцент на преимуществах простой портфельной политики, т. е. формирования диверсифицированного портфеля за счет первоклассных облигаций и акций крупнейших компаний. Такую инве-

---

<sup>9</sup> Реальные активы компаний включают материальные (здания и сооружения, оборудование, материальные запасы) и финансовые активы (наличные средства, краткосрочные инвестиции и дебиторская задолженность). Реальные активы не включают такие нематериальные ценности, как торговые марки, авторские права, патенты, франшизы и деловая репутация компании. О стоимости материальных активов см. сноску 11 в главе 8.

стиционную политику при минимальной помощи экспертов способен реализовать любой инвестор. Погоня за ценными бумагами за рамками этой надежной и безопасной политики чревата серьезными проблемами, в первую очередь эмоциональными. Прежде чем приступить к формированию портфеля, любитель приключений должен обрести уверенность в себе и своих консультантах. В первую очередь он должен уяснить, достаточно ли хорошо последние видят разницу между инвестициями и спекуляциями, а также между рыночной ценой и фундаментальной стоимостью.

Разумный подход к инвестированию, твердо опирающийся на принцип «запаса надежности», может обеспечить неплохую прибыль. Если же, не довольствуясь гарантированной прибылью, которую приносит пассивная политика, инвестор решит активно торговать на фондовом рынке, пусть он прежде всего заглянет внутрь себя.

В заключение сделаем небольшой экскурс в прошлое. Когда автор этой книги в июне 1914 г. юношей начал работать на Уолл-стрит, ни один человек не знал, что готовят нам следующие 50 лет. (На фондовом рынке никто и не подозревал о том, что через два месяца начнется Первая мировая война и закроется Нью-Йоркская фондовая биржа.) Сейчас, в 1972 г., мы, американцы, считаем себя самой богатой и влиятельной нацией в мире, но нам приходится сталкиваться с множеством проблем, и мы ощущаем неуверенность в завтрашнем дне и испытываем страх перед будущим. Но результаты анализа американского опыта в области инвестирования, накопленного за последние 57 лет, обнадеживают. Несмотря на небывалые трудности и потрясения, утверждение, что разумные принципы инвестирования обычно обеспечивают стабильную прибыль, остается верным. Мы должны действовать исходя из того, что это утверждение останется в силе и в будущем.

***Примечание.*** В этой книге не рассматриваются общие принципы финансирования, накопления и инвестирования. Речь идет только о той части денежных средств, которые люди готовы вложить в рыночные ценные бумаги — облигации и акции. Соответственно, речь не идет о таких важных вещах, как сберегательные счета, срочные банковские депозиты, счета ссудосберегательных ассоциаций, полисы страхования жизни, рентные облигации, закладные на недвижимость и прямые инвестиции. Кроме того, читатель должен иметь в виду, что, когда в тексте встречается слово «сейчас» или «сегодня», речь идет о конце 1971-го или начале 1972 г.

# КОММЕНТАРИИ К ПРЕДИСЛОВИЮ

Если ты выстроил воздушные замки, твой труд  
не пропал даром; именно там им и место.  
Тебе остается подвести под них фундамент.

*Генри Дэвид Торо.  
Уолден, или Жизнь в лесу*

**О**братите внимание на предупреждение, сделанное Грэмом в самом начале книги: она не раскроет секрета победы над рынком. Впрочем, этого не сделает ни одна честная книга.

Но книга Грэма научит вас трем важным вещам. Вы узнаете о том, как:

- свести к минимуму риск необратимых убытков;
- максимизировать шансы на получение устойчивой прибыли;
- уберечься от соблазна пуститься во все тяжкие, что неизбежно ведет к катастрофе и не позволяет большинству инвесторов реализовать свой потенциал.

Вспомним конец 1990-х гг. Тогда, во времена бума на фондовом рынке, цены акций технологических компаний ежедневно удваивались, а сама мысль о том, что, покупая их, можно потерять все деньги, казалось абсурдной. Но в конце 2002 г. стоимость акций многих доткомов и телекоммуникационных компаний упала на 95%. При таких убытках только для того, чтобы вернуть свои деньги, необходимо, чтобы доходность достигала 1900%<sup>10</sup>. Безрассудный риск может загнать инвестора в глубокую яму, из которой ему уже не выбраться. Вот почему Грэм постоянно подчеркивает, как важно избегать убытков. Он пишет об этом не только в главах 6, 14 и 20, но и практически во всех остальных.

И все же, как бы осторожны вы ни были, ваши инвестиции время от времени будут падать в цене. Поскольку избежать риска не может никто, Грэм покажет, как им управлять — и держать свои страхи под контролем.

---

<sup>10</sup> Но часто ли удается купить акции по \$30 и продать их по \$600?

## ВЫ — РАЗУМНЫЙ ИНВЕСТОР?

А теперь давайте ответим на ключевой вопрос: какой смысл вкладывает Грэм в понятие «разумный инвестор»? Давая дефиницию этого понятия в первом издании книги, он четко разъясняет, что в его понимании разумное поведение не имеет отношения к величине IQ. Разумный инвестор — это инвестор терпеливый, дисциплинированный и всегда готовый учиться. Кроме того, это инвестор, способный контролировать свои эмоции и думать о будущем. Грэм считает, что такая «разумность» — свойство скорее характера, чем интеллекта<sup>11</sup>.

Факты говорят о том, что высокий IQ и диплом о высшем образовании еще не делают инвестора разумным. В 1998 г. хедж-фонд Long-Term Capital Management (LTCM), которым управляла целая армия математиков, компьютерщиков и даже два нобелевских лауреата в области экономики, в течение нескольких недель потерял более \$2 млрд, поставив на то, что рынок облигаций вернется к «нормальному» состоянию. Но рынок продолжал вести себя все более «ненормально», и в итоге фонд задолжал столько денег, что его крах едва не обрушил мировую финансовую систему<sup>12</sup>.

А теперь немного истории. Весна 1720 г. Сэр Исаак Ньютон — один из акционеров «Компании Южных морей». Акции этой компании раскупаются как горячие пирожки. Понимая, что ситуация на фондовом рынке выходит из-под контроля, великий ученый сказал, что можно рассчитать ход небесных светил, но не ход мысли безумцев. Ньютон избавился от своих акций, получив 100%-ную прибыль (7000 фунтов стерлингов). Но уже через месяц, поддавшись всеобщему энтузиазму, приобрел эти акции по более высокой цене — и потерял 20 000 фунтов (на сегодня это более \$3 млн). До конца своей жизни Ньютон запрещал произносить в своем присутствии даже название злополучной компании<sup>13</sup>.

Сэр Исаак Ньютон был одним из самых умных людей, которые когда-либо рождались на планете. Большинство из нас считает их разумными. Но, с точки зрения Грэма, Ньютона вряд ли можно было назвать разумным инвестором. Попав под чужое влияние, он поступил как последний дурак.

Короче говоря, инвесторы терпят убытки не потому, что они глупы. Просто, подобно сэру Исааку Ньютону, они не всегда могут справиться со своими эмоциями, а без этого успешное инвестирование невозможно. В главе 8 Грэм

<sup>11</sup> Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (Harper & Row, 1949), с. 4.

<sup>12</sup> Хедж-фонд — как правило, частный инвестиционный фонд, занимающийся агрессивным инвестированием в интересах состоятельных клиентов. Для получения более подробной информации см.: Roger Lowenstein, *When Genius Failed* (Random House, 2000).

<sup>13</sup> John Carswell, *The South Sea Bubble* (Cresset Press, London, 1960), с. 131, 199. См. также [www.harvard-magazine.com/issues/mj99/damnd.html](http://www.harvard-magazine.com/issues/mj99/damnd.html).

показывает, как воспитать разум, обуздать эмоции и научиться не поддаваться иррациональному влиянию фондового рынка. Прочитав эту главу, вы поймете, что разумность инвестора — свойство не интеллекта, а характера.

## ХРОНИКА ФИНАНСОВЫХ КАТАСТРОФ

А теперь перечислим важнейшие события на финансовом рынке за последние годы.

1. Самый большой крах фондового рынка со времен Великой депрессии. С марта 2000 по октябрь 2002 г. стоимость акций американских компаний упала на 50,2% (\$7,4 трлн).
2. Катастрофическое падение цен акций самых «горячих» компаний 1990-х: AOL, Cisco, JDS Uniphase, Lucent и Qualcomm — плюс разорение сотен интернет-компаний.
3. Обвинение руководителей нескольких крупнейших корпораций США, включая Enron, Tyco и Xerox, в грандиозных финансовых махинациях.
4. Банкротства таких известных и уважаемых компаний, как Conseco, Global Crossing и WorldCom.
5. Заявления о том, что аудиторские фирмы фальсифицируют бухгалтерскую отчетность и даже уничтожают записи, чтобы помочь клиентам ввести в заблуждение инвесторов.
6. Обвинения в адрес высших руководителей ведущих компаний в перекачивании сотен миллионов долларов на личные счета.
7. Признание того факта, что финансовые аналитики с Уолл-стрит, публично высоко оценивающие акции тех или иных компаний, в частных беседах называют их бросовыми.
8. Предупреждения экспертов о том, что фондовый рынок, который даже после чудовищного спада считается переоцененным, будет продолжать падать.
9. Непрерывающееся падение процентных ставок, лишаящее инвесторов практически любых привлекательных финансовых инструментов кроме акций.
10. Опасения инвесторов, связанные с непредсказуемыми последствиями глобального терроризма и войны на Ближнем Востоке.

Инвесторы, следовавшие принципам Грэма, смогли не пострадать (и не пострадали) от всего этого. Как писал Грэм, «необоснованный энтузиазм хорош в любом другом месте, но только не на Уолл-стрит, где он неизбежно ведет к катастрофе». Увлечшись акциями доткомов, акциями перспективных компаний быстро развивающихся отраслей и акциями вообще,

многие инвесторы ведут себя столь же безрассудно, как сэр Исаак Ньютон. Их мнение начинает зависеть от мнений других инвесторов. Они игнорируют предупреждение Грэма о том, что самые серьезные потери всегда происходят из-за того, что «инвестор забыл задать вопрос: “Сколько?”» И, что самое обидное, теряя самообладание именно тогда, когда оно более всего необходимо, эти люди подтверждают правоту Грэма, который считал, что «главная проблема инвестора, можно сказать, его злейший враг — это он сам».

## ДЕЛО — ВЕРНЯК?

Многие из тех, кто позволил себе увлечься акциями высокотехнологичных компаний и доткомов, верили навязчивой рекламе, твердившей, что эти отрасли будут расти из года в год, а может быть, и вечно. Приведем лишь некоторые факты, красноречиво говорящие о царившей тогда атмосфере.

- В середине 1999 г., получив 117,3%-ную прибыль всего за первые пять месяцев года, Александр Ченг, управляющий портфелем инвестиционного фонда Monument Internet Fund, спрогнозировал, что его фонд будет получать 50% прибыли в год на протяжении следующих трех или пяти лет и в среднем 35% прибыли «на протяжении следующих 20 лет»<sup>14</sup>.
- После колоссального роста стоимости Amerindo Technology Fund на 248,9% в 1999 г. управляющий портфелем этого фонда Альберто Вилар высмеивал всех, кто сомневался, что Интернет — это вечный двигатель фондового рынка. «Тот, кто не работает в этом секторе, плетется в хвосте событий. Он тащится в телеге на старой кляче, а я мчусь в шикарном Porsche. Вам не нужен десятикратный рост? Значит, нам не по дороге»<sup>15</sup>.

<sup>14</sup> Constance Loizos, “O&A: Alex Cheug,” *InvestmentNews*, 17 мая 1999 г., с. 38. Самый высокий уровень среднегодовой доходности за всю историю взаимных инвестиционных фондов составлял 25,8% в год. Это показатель компании Fidelity Magellan, которой руководил легендарный Питер Линч. Рекордный показатель был зафиксирован на 31 декабря 1994 г. При такой доходности, вложив \$10 000, Линч за 20 лет заработал бы \$982 000. Ченг уверял, что, вложив те же \$10 000 в его инвестиционный фонд, за те же 20 лет можно получить более \$4 млн. Вместо того чтобы посмеяться над оптимистичными прогнозами Ченга, инвесторы наперегонки понесли ему свои деньги, за год вложив в инвестиционный фонд более \$100 млн. Однако \$10 000, вложенные в Monument Internet Fund в мае 1999 г., к концу 2002 г. превратились примерно в \$2000. (Фонда под упомянутым названием более не существует. Сегодня он называется Orbitex Emerging Technology Fund.)

<sup>15</sup> Lisa Reilly Cullen, “The Triple Digit Club,” *Money*, декабрь 1999 г., с. 170. Вложенные в конце 1999 г. в инвестиционный фонд Вилара \$10 000 в конце 2002 г. преврати-

- В феврале 2000 г. управляющий хедж-фондом Джеймс Крамер заявил, что акции интернет-компаний — «единственные акции, которые сегодня стоит покупать». Только «победители нового мира», как он назвал эти акции, растут в цене независимо от ситуации на рынке. Крамер даже критиковал Грэма: «Вы должны выбросить из головы все таблицы, формулы и учебники, которыми пользовались до наступления эпохи Интернета... Если бы мы следовали советам Грэма и Додда, у нашего фонда не было бы ни гроша»<sup>16</sup>.

Все эти так называемые эксперты игнорировали здравое предупреждение Грэма: «Явные перспективы роста бизнеса не гарантируют инвесторам прибыль». Предвидеть, какая отрасль будет расти быстрее других, не так уж важно, если большинство других инвесторов тоже это предвидят. К тому времени, как практически каждый инвестор решит, что та или иная отрасль явно является лучшей и именно в нее следует инвестировать, стоимость акций компаний будет настолько взвинчена, что будущей прибыли ничего не останется, кроме как падать.

Сейчас уже никто не кричит о том, что высокотехнологичные отрасли — самые перспективные. Но надо хорошенько запомнить: те, кто сегодня уверяет, что здравоохранение, или энергетика, или недвижимость, или золото — это «верняк», в конце концов с большой долей вероятности окажутся в той же ситуации, что и инвесторы высокотехнологичных компаний.

## НЕТ ХУДА БЕЗ ДОБРА

Если в 1990-е гг. никакая, даже заоблачная цена акций не казалась слишком высокой, то в 2003 г. мы докатились до того, что никакая цена уже не казалась слишком низкой. Как и следовало ожидать, маятник качнулся в другую сторону. Грэм всегда знал, что именно так колеблется рынок: от необоснованного оптимизма до неоправданного пессимизма, и наоборот. В 2002 г. инвесторы вывели из взаимных фондов, инвестирующих в акции, \$27 млрд. Исследование, проведенное Securities Industry Association, показало, что каждый десятый инвестор потерял на инвестициях в акции как минимум 25%. Те, кто активно покупал акции в конце 1990-х гг., когда цены росли

---

лись бы в \$1195. Это один из самых ярких примеров катастрофических потерь за всю историю существования взаимных инвестиционных фондов.

<sup>16</sup> См. [www.thestreet.com/funds/smarter/891820.html](http://www.thestreet.com/funds/smarter/891820.html). Любимые акции Крамера обманули его ожидания. К концу 2002 г. каждая десятая компания обанкротилась, и \$10 000, вложенные поровну в акции, предлагаемые Крамером, сжались до \$597,44 (-94%). Возможно, Крамер имел в виду, что эти «победители нового мира» победят не в нашем, а в лучшем мире?

(т.е. когда акции дорожали), продавали акции, когда цены начинали падать (т.е. когда акции дешевели).

В главе 8 Грэм убедительно показал, что поступать следует с точностью до наоборот. Разумный инвестор понимает, что рост цен делает акции не менее, а более рискованными и, напротив, падение цены делает их менее, а не более рискованными. Разумный инвестор опасается бычьего рынка, потому что покупка акций на нем — дорогое удовольствие. И соответственно, если у вас есть свободные средства, следует выходить на медвежий рынок, потому что на нем продаются дешевые акции<sup>17</sup>.

Итак, не отчаивайтесь: падение бычьего рынка — это не так уж плохо, как принято считать. Благодаря падению цен на акции наступили более безопасные (и лучшие) времена для накопления богатства. Приступайте к чтению книги: позвольте Грэму рассказать, как это делается.

---

<sup>17</sup> Единственное исключение из этого правила касается очень пожилых инвесторов, которые могут не дождаться конца медвежьего рынка. Но даже пожилому инвестору не стоит продавать свои акции просто потому, что они начали падать в цене. Такой подход не только превращает бумажные убытки в реальные, но и лишает наследников инвестора потенциальной возможности получить его дешевые акции, за которые придется платить меньше налогов.

# ГЛАВА 1

## ***Инвестиции и спекуляции: выбор разумного инвестора***

**В** этом разделе мы коснемся важнейших вопросов, которые будут более подробно рассмотрены далее. Здесь мы представим основные принципы оптимальной портфельной политики непрофессиональных индивидуальных инвесторов.

### **Инвестиции и спекуляции**

Какой смысл мы вкладываем в понятие «инвестор»? На страницах книги этот термин будет использоваться как антоним понятию «спекулянт». Мы попытались сформулировать различия между этими понятиями еще в 1934 г. в книге «Анализ фондового рынка» (*Security Analysis*): «Инвестиции — это операции, цель которых — тщательно анализируя ситуацию, сохранить вложенные средства и получить приемлемую прибыль. Операции, которые не отвечают этим требованиям, — это спекуляции» [1].

Данному подходу мы неукоснительно следовали все последующие 38 лет. Однако с течением времени термин «инвестор» стали понимать несколько иначе. После падения фондового рынка в 1929–1932 гг. по сути *все* акции стали считать инструментами финансовых спекуляций. (Ведущие финансовые аналитики решительно заявляли, что для инвестирования можно использовать только облигации [2]). Поэтому пришлось защищать наш подход от обвинений в том, что мы трактуем понятие «инвестиции» слишком широко.

Сегодня можно говорить о другой крайности. Следует предостеречь читателей: не следует называть инвесторами всех без исключения участников фондового рынка. В предыдущем издании книги мы приводили заголовок статьи с обложки авторитетного финансового журнала *Security Analysis* (июнь 1962 г.):

## МЕЛКИЕ ИНВЕТОРЫ ИГРАЮТ НА ПОНИЖЕНИЕ: БУМ КОРОТКИХ ПРОДАЖ НЕПОЛНЫХ ЛОТОВ

В октябре 1970 г. в этом же журнале критиковались так называемые «безрассудные инвесторы» — участники фондового рынка, которые приобретали акции, ожидая их роста.

Все это указывает на путаницу в трактовке терминов «инвестиции» и «спекуляции», существующую на протяжении многих лет. Вспомним предложенное в начале главы определение инвестиций и посмотрим, соответствуют ли ему действия непрофессиональных индивидуальных инвесторов, которые продают несколько акций, даже не принадлежащих им, с нетерпением ожидая, что через некоторое время они смогут купить их по более низкой цене. (Нелишне заметить, что в 1962 г., когда была напечатана упомянутая выше статья, рынок уже пережил значительный спад и даже был готов к подъему. Это был самый неблагоприятный момент для коротких продаж.) Вообще говоря, понятие «безрассудный инвестор» можно было бы считать забавным оксюмороном, таким как, например, словосочетание «расточительный скряга», если бы путаница в терминах не была столь опасной.

В прессе в обоих случаях был использован термин «инвестор», потому что на жаргоне Уолл-стрит каждый, кто покупает или продает ценные бумаги, считается таковым, независимо от того, что именно он покупает, с какой целью, по какой цене и на какие средства — собственные или заемные. Между тем результаты опроса общественного мнения, проведенного в 1948 г. и посвященного отношению населения к акциям, показали, что более 90% опрошенных были настроены против покупки последних [3]. Почти половина респондентов указала на то, что это «небезопасно или рискованно». Другая половина считала, что они «недостаточно информированы»<sup>1</sup>. Парадоксально, но факт: покупка всех видов акций считалась весьма рискованной спекулятивной операцией, хотя в то время, накануне рекордного роста,

---

<sup>1</sup> Опрос, о котором пишет Грэм, проводился Университетом штата Мичиган по заказу Федеральной резервной системы. Его результаты были опубликованы в *Federal Reserve Bulletin* в июле 1948 г. Участникам опроса был задан вопрос: «Предположим, у вас есть сбережения. Вы можете положить их на счет в банке или вложить в ценные бумаги. Как, по вашему мнению, следует поступить сегодня: положить деньги на счет в банке, купить на них облигации, инвестировать в недвижимость или вложить их в обыкновенные акции?» Только 4% опрошенных ответили, что обыкновенные акции приносят «удовлетворительный доход»; 26% посчитали такие вложения «небезопасными» или «рискованными». С 1949 по 1958 г. среднегодовые показатели доходности фондового рынка были одними из самых высоких за всю историю (18,7%). В конце 2002 г. журнал *Business Week* провел аналогичный опрос. Только 24% инвесторов изъявили желание увеличить вложения в паи взаимных инвестиционных фондов или собственные портфели акций. Тремя годами ранее такое желание высказывали 47% опрошенных.

они продавались на самых выгодных условиях. С другой стороны, именно благодаря тому обстоятельству, что акции выросли до уровня, который, как показывал опыт, был опасным, любые вложения в акции стали считаться инвестициями, а все, кто покупал акции, — инвесторами.

Забывать о том, что «инвестиции» и «спекуляции» — не одно и то же, ни в коем случае нельзя, и тот факт, что об этом забыли, — тревожный симптом. Мы всегда считали, что финансовые институты должны постоянно напоминать индивидуальным инвесторам о разнице между этими понятиями, иначе в один прекрасный день против фондовых бирж могут быть выдвинуты обвинения в том, что они не донесли соответствующую информацию до инвесторов, в результате чего те понесли огромные спекулятивные потери. Еще один парадокс: многие трудности, с которыми в последнее время сталкивались брокерские конторы, были связаны с тем, что их активы в значительной степени состояли из спекулятивных акций. Мы надеемся, что читатели получают достаточно четкое представление о рисках при операциях с акциями, которые (и это важно понимать), неотделимы от возможности получать прибыль. Разумный инвестор обязан помнить не только о возможностях, но и о рисках.

Сказанное свидетельствует о том, что сегодня уже невозможно следовать «чистой» инвестиционной политике, нацеленной на вложение средств в надежные инструменты финансового рынка и обеспечивающей каждому игроку возможность дождаться удачного момента для их покупки, не опасаясь понести убытки из-за падения котировок или сведя их к минимуму. Инвестор должен понимать, что в большинстве случаев в операциях с акциями присутствует *спекулятивная составляющая*. Его задача — по возможности уменьшить ее. При этом он должен быть (и в финансовом отношении, и психологически) готов к тому, что ему не обязательно удастся сделать это (в кратко- или долгосрочной перспективе).

Скажем несколько слов о биржевых спекуляциях как таковых (не путать с спекулятивной составляющей операций с надежными акциями, о которой мы писали выше). Сами по себе спекулятивные сделки ни противозаконны, ни аморальны, да и нажиться на них удастся лишь немногим. Более того, иногда спекуляции бывают даже полезны, поскольку при проведении операций с акциями инвестор может как выиграть, так и проиграть, и каждый, кто совершает такие сделки, должен учитывать, что риск — их неотъемлемая составляющая<sup>2</sup>. Не только инвестиции, но и спекуляции могут быть раз-

<sup>2</sup> В ряде случаев спекулятивные сделки бывают полезны. Во-первых, благодаря им новые, никому не известные компании (такие как Amazon.com или, ранее, Edison Electric Light Co.) могут собрать необходимые для роста финансовые ресурсы. Возможность быстро получить огромную прибыль — хороший стимул для продвижения инноваций. Во-вторых, при каждой новой сделке риск не исчезает, но переходит от продавца