

Глава 17

Три инвестиционные религии: вера в рост, ценность и агностицизм

Точно так же, как в искусстве существуют различные школы, можно выделить три крупные серьезные инвестиционные религии, которые представлены приверженцами роста (растущих акций), ценности (ценных акций, то есть акций, имеющих хорошие фундаментальные показатели) и агностиками (теми, кого нельзя отнести к какой-либо из двух первых категорий). Большинство инвесторов, которых я знаю, относятся или к первому, или ко второму типу. Я склонен быть инвестором в ценные акции, но во мне есть и черты агностика.

Распознать акции роста чрезвычайно трудно

Сторонники инвестиций в акции растущих компаний утверждают, что выгодно покупать акции компаний, доход и дивиденды которых последовательно увеличиваются. Цена, которую вы платите за эти акции, важна, но не столь критична по сравнению с правильной идентификацией истинных растущих компаний. По определению эти компании должны иметь превосходный менеджмент, устойчивые позиции в своем бизнесе, который не слишком чувствителен к циклическим изменениям, и быть весьма прибыльными. В идеале инвесторы в рост хотят владеть акциями крупного бизнеса, и они продают только тогда, когда сам бизнес начинает колебаться, а не потому, что цена акций достаточно повысилась. Исследователи доказали, что

если бы вы имели дар безошибочного предвидения и покупали акции компаний с самым быстрым ростом дохода независимо от их фундаментальных оценок, то в долгосрочной перспективе вы превосходили бы рост индекса S&P 500 на 11% ежегодно, что является огромным преимуществом.

Проблема в том, что никто не обладает даром безошибочного предвидения. Фактически мы все, как правило, самонадеянны и сверхоптимистично оцениваем свои способности определять компании роста. Идентификация предполагаемого роста чрезвычайно трудна, и, как было отмечено ранее, компании роста имеют огромную склонность по той или иной причине терять свою привлекательность, иными словами, они внезапно перестают расти. К тому моменту, когда инвестор может ясно идентифицировать акцию как растущую, она, скорее всего, уже будет оценена рынком по достоинству. Поэтому в итоге вы покупаете акции хорошей компании, но по слишком высокой цене.

Инвесторы в рост к тому же склонны влюбляться в компании, акции которых принесли им хорошую прибыль. Этого нельзя допускать, помните, что вы покупаете акции, а не компании. Продавайте растущие акции, когда они становятся вопиюще дорогими. Влюбляйтесь в людей, детей и собак, но не в акции.

Человек по имени Томас Роу Прайс-младший в 1930-х был первым откровенным защитником современной стратегии вложений исключительно в растущие акции, хотя еще в XIX веке некоторые лондонские торговые банки, шотландские трастовые компании и швейцарские частные банки практиковали подобные стратегии. В то время когда мир душила депрессия, внимание Прайса сначала было главным образом сосредоточено на показателе роста дивидендов. Затем после Второй мировой войны он расширил свое определение роста, он и его компания настойчиво проводили в жизнь и популяризировали эту концепцию. В более позднее время Прайс стал значительной личностью, и всякий раз, когда мы с ним пересекались на различных встречах, он весьма презрительно высказывался в отношении тех инвесторов, которые не разделяли его взглядов: «Почему у инвесторов возникает желание покупать акции посредственных компаний только потому, что они дешевы, когда есть возможность приобрести акции крупных, растущих компаний?» Он дал следующее определение

растущим акциям: «Это акции деловых предприятий, которые продемонстрировали долгосрочный рост доходов, достигая все новых высоких ценовых уровней на пике каждого последующего основного бизнес-цикла, и тщательное исследование которых указывает на наличие признаков продолжения роста при переходе от одного бизнес-цикла к следующему с динамикой, опережающей повышение уровня жизни».

У Боба Баркера из инвестиционной компании Capital Guardian, еще одного очень успешного инвестора в растущие акции, несколько иной взгляд: «В своей работе мы концентрируемся на выявлении тех немногих компаний, которые имеют ясные перспективы очень быстрого роста чистой прибыли на акцию на длительный будущий период. Мы полностью инвестируем свой портфель именно в такие компании, не уделяя внимания другим. Только подумайте, сколько времени мы экономим при таком подходе!» Мудрый инвестор Уинтроп Ноултон уподобил растущие акции прекрасным гигантским денежным деревьям. Он сказал не совсем так, но я хотел бы перефразировать его высказывание следующим образом: «Большие корпорации, подобно большим деревьям, несколько лет пускали глубоко в землю свои корни, затем начали уверенно расти и раскидывать ветви и продолжают это делать. Обычно деревья не растут до небес, но денежные деревья подбираются достаточно близко к инвестиционным небесам».

Инвесторы в ценность любят уродливые компании

Инвесторы в ценность, напротив, хотят иметь акции, которые дешевы не только относительно других акций, но и в абсолютном выражении. Они полагают, что все инвесторы склонны ошибаться и зачастую недооценивают фундаментальные показатели компании. Покупая дешево, инвестор в ценность создает «подушку безопасности» для своих инвестиций. Истинных инвесторов в ценность не беспокоит непривлекательность компаний, в которые они вкладывают свои деньги; фактически иногда кажется, что чем уродливее выглядит компания, тем лучше для наиболее бескомпромиссных из них. Их привлекают три «Н» — невостребованные, нелюбимые и недооцененные акции. Конечно, они предпочли бы покупать «хорошо управляемый, прибыльный бизнес по низкой цене», но таких возможностей

немного, и встречаются они редко. Вместо этого они покупают акции, которые продаются по цене значительно ниже внутренней стоимости замещения бизнеса, текущая прибыль которых ниже уровня устойчивой способности компании получать доход и которые дешевы с точки зрения традиционных методов оценки.

Инвесторы в ценность определенно не страдают от любви к своим акциям. Когда акции уродливых компаний, которыми они владеют, повышаются в цене, становятся дорогими и имеют хороший спрос по цене выше их амортизационной стоимости, эти инвесторы продают их с легким сердцем и отправляются искать дешевизну где-либо еще. Инвесторы в растущие акции заполняют свои портфели акциями крупных компаний с хорошим потенциалом роста, то есть акциями, которыми они могут гордиться. Инвесторы в ценность наполняют свои портфели дешевыми акциями компаний, которые испытывают проблемы и совершенно запущены. Ценные акции по определению дешевы относительно стоимости своих активов и прибыльности, потому что инвесторы смотрят на них с пессимизмом. Обычно об этих акциях на рынке появляются в основном плохие новости, а поскольку инвесторы склонны к экстраполяции, они предполагают, что тяжелые времена для этих компаний будут продолжаться.

Бенджамин Грэм — святой отец для инвесторов в ценность. Уоррен Баффет относится к нему с уважением, хотя и расширил определение внутренней ценности Грэма, включив в него стоимость нематериальных активов крупного предприятия или бренда. Так как Баффет является инвестором в ценность, то огромный размер его портфеля вынуждает его использовать стратегию «покупай и держи», хотя это может выглядеть инвестиционным оксюмороном — сочетанием противоположностей. Баффет говорит, что он любит покупать хорошие компании по высоким ценам. Ему нравятся предприятия, выпускающие продукты, в которых он может разобраться, и порождающие свободные денежные потоки. Поскольку технологические акции не соответствуют этим критериям, он никогда их не покупает. Бен Грэм рекомендовал всегда приобретать акции (или корпоративные облигации с «подушкой безопасности»). Она образуется в результате того, что ликвидационная стоимость активов компании (цена, которую заплатил бы за нее информированный бизнесмен) намного выше цены, которую вы платите за ее акции. На форзаце классической книги Грэма

«Анализ ценных бумаг» приведена цитата из «Науки поэзии» Горация: «Многие падшие вновь возродятся; другие же, ныне пользующься честью, падут».

Агностики верят в то, что ничто не вечно

Агностики не верят ни в одну религию. Они говорят, что все в инвестиционном бизнесе является временным. Их девиз — «Ничто не вечно». Когда растущие акции сравнительно дешевы и экономическая конъюнктура им благоприятствует, агностики будут инвестировать в рост. Когда растущие акции дороги, но имеются бумаги, продающиеся дешевле их ликвидационной стоимости, они будут инвестировать в ценность. Иногда они понемногу вкладывают свои деньги и в то, и в другое. Они утверждают, что существует возможность балансировать между ростом и ценностью, из которой интеллектуальный инвестор может извлечь выгоду. Фанатики роста и фанатики ценности отвечают, что такой разброс используемых стратегий ведет к проигрышу. Я агностик, но, поскольку покупка дешевых акций в большинстве случаев оказывается выгоднее покупки дорогих, у меня большая склонность к инвестициям в ценность.

Рост или ценность: какая стратегия работает лучше?

Сравнение статистических данных, характеризующих эффективность стратегий инвестиций в рост и в ценность, однозначно свидетельствует о том, что в течение ряда лет ценность значительно побеждает рост, особенно для компаний с малой капитализацией. Такие авторитетные специалисты, как Роджер Ибботсон, а также Юджин Фама и Кеннет Френч, создали индексы роста и ценности и вычислили эффективность соответствующих стратегий. Согласно Ибботсону, с 1927 года акции крупных устойчивых компаний росли на 11,5% в год, а мелкие компании дорожали на 14,8%. По контрасту крупные растущие компании поднимались в цене в среднем на 9,2% в год, а растущие компании с малой капитализацией — на 9,6%. Различие в этих показателях, сложившееся более чем за 75 лет, поражает. Один доллар, инвестированный в 1927 году в каждый из этих индексов, стоил бы сегодня 35 957 долл., если вы вложили его в недооцененные

рынком акции мелкой компании, 4802 долл. — для недооцененных акций крупной компании, 1089 долл. — для акций мелкой растущей компании, 820 долл. — для акций крупной растущей компании! Различие между показателями недооцененных акций компании с малой капитализацией и всех остальных просто поражает, о чем и говорят результаты инвестиций в зависимости от выбора стратегии и величины капитализации компаний. Мелкие недооцененные компании принесли почти в восемь раз бóльшую доходность, чем крупные недооцененные, и в 40 раз бóльшую, чем крупные растущие. Бен Грэм должен быть доволен. Только в 1930-х и 1990-х годах имелся полный десятилетний период, когда акции крупных растущих компаний по доходности превосходили акции крупных недооцененных компаний. Акции мелких растущих компаний плелись в хвосте акций мелких недооцененных на протяжении каждого десятилетия, за исключением 1930-х. Однако в любом году могут иметь место невероятные перекосы. Например, в 1998 году акции крупных растущих компаний принесли 33,1%, в то время как бумаги крупных недооцененных компаний довольствовались ростом в 12,1%.

Если вы должны выбрать для инвестиций только один инструмент, то в США для индивидуальных пенсионных счетов (IRA, Individual Retirement Account) и долгосрочных вложений лучше всего подходят акции мелких недооцененных компаний. Это очевидно. Акции являются высокодоходным классом активов, а ценные бумаги компаний с малой капитализацией — отличники в этом классе. К сожалению, именно в настоящий момент (2005 год, когда писалась эта книга) акции малых компаний — как недооцененных, так и растущих — исторически слишком дороги по сравнению с акциями крупных компаний. В последние шесть лет доходность акций мелких компаний была намного выше, чем у крупных компаний, и ценные бумаги недооцененных мелких компаний обоснованно превосходили по данному параметру акции соответствующих растущих компаний. В середине 2005 года я бы предпочел подождать с покупкой каких-либо акций мелких компаний. Наоборот, акции крупных компаний выглядят *относительно* привлекательнее по сравнению с акциями мелких компаний, и они *относительно* дешевле по сравнению с акциями недооцененных компаний с высокой капитализацией. Индекс акций растущих компаний с высокой капитализацией, предложенный аналитической

компанией Leuthold Group и объединяющий 90 компаний, торгуется сейчас при превышении цены к доходу в 20,5 раза, а для индекса недооцененных акций, предложенного той же компанией, это отношение равно 11,9. Значение коэффициента P/E (отношения цены к доходу) для растущих акций превышает аналогичный показатель для недооцененных акций в 1,68 раза при историческом медианном значении этого отношения, равном 2,5.

На мой взгляд, для индивидуальных пенсионных счетов имеют смысл инвестиции в индексные фонды компании Vanguard. Конечно, вы можете получить сверхприбыль, дополнительный доход, если сможете выбрать для своих вложений успешный взаимный фонд, однако для этого вам придется бороться со встречными ветрами наподобие более высоких затрат, цикличности показателей эффективности работы, текучести кадров управляющих и т. д. Когда конъюнктура рынка позволяет и акции мелких компаний вновь выглядят дешево, компания Vanguard формирует индексный фонд недооцененных акций компаний с малой капитализацией. Выбор акций для этого фонда основан на индексе MSCI, кандидаты на включение в который просеиваются по восьми факторам цены и роста (в их число входят отношение цены к балансовой стоимости, дивидендный доход, доходность по прибыли, рост продаж и рост долгосрочного дохода). Индекс MSCI определяет американские мелкие компании следующим образом: в общем рейтинге по размеру рыночной капитализации их акции располагаются с 751-й по 2500-ю позиции. Учитывая показатели для каждой акции, компьютер помещает ее в индексы MSCI для ценности или роста. Неидеальный способ, на мой взгляд, но все же он позволяет реализовать общий принцип. Не менее важно и то, что расходы на управление индексным фондом незначительны. Издержек на продажи нет вообще, а накладные расходы укладываются в 18–27 базисных пунктов в год в зависимости от класса акций, которые находятся в собственности. Это при том, что в случае выбора сопоставимых активно управляемых фондов расходы составили бы 80–150 базисных пунктов без учета коммерческих издержек.

Инвесторы в растущие компании утверждают, что индексы Vanguard и Ибботсона упрощены до смешного, и заявляют, что их специальные навыки позволяют определить компании, способные избегать поражений и показывать устойчивый рост. Они говорят, что

их портфели переполнены акциями, которым принадлежит будущее. По их мнению, произвольные статистические выкладки и группировки ничего не доказывают. Эти управляющие порой несколько высокомерно заявляют, что обладают истинно *всевидящим оком*, позволяющим им находить красоту. Они презируют ярых приверженцев инвестиций в ценность, которые, по их словам, только тем и заняты, что копаются в навозе в поисках дешевого уродства. Единственно настоящий тест для сопоставления эффективности обеих стратегий, на их взгляд, должен заключаться в сравнении итоговой доходности портфелей профессиональных инвесторов в растущие и недооцененные активы. Они утверждают также, что для инвесторов в ценность оборачиваемость активов в портфелях и сумма взимаемых налогов оказываются гораздо выше, поскольку данная религия предполагает неизбежную продажу выросших в цене акций. Наоборот, инвесторы в растущие компании десятилетиями могут счастливо жить в тени своих вечно растущих денежных деревьев.

Приведу пример того, как все это может работать, если ваш выбор акций оказался удачным. В начале 1970-х моего отца волновали его здоровье и инфляция, поскольку он подозревал, что моя мать переживет его на много лет. Он никогда не был сторонником вложений в облигации. «Облигации торгуют сардинами, но хорошие акции эти сардины едят» — это было одно из его любимых выражений. Поэтому он создал для моей матери портфель растущих (и циклически растущих) акций, таких как Philip Morris, Caterpillar, Exxon, Coca-Cola, AIG, IBM, Citicorp, Hewlett-Packard, Berkshire Hathaway, GE, Merck, Pfizer и т. п. Ничего способного потрясти ваше воображение, он выбрал акции солидных долгожителей, которые не требуют никаких забот с вашей стороны. Когда мама умерла два года назад в возрасте 95 лет, стоимость многих из открытых для нее отцом позиций была фактически меньше нынешних выплачиваемых по ним дивидендов.

Портфель моей матери в течение свыше 32 лет приносил ей в среднем 17% в год, и ее дивидендный доход рос примерно такими же темпами. Я полагаю, что покупательная способность ее среднегодового дохода составляла примерно 12%. Единственные налоги, которые она платила, начислялись на суммы получаемых ею дивидендов.

Кстати, о налоговых освобождениях! Конечно, поскольку она постепенно старела, ей практически не было смысла продавать какие-либо

акции из ее портфеля. Для нее не имело значения, насколько выросли их цены, она продолжала держаться за них, поскольку в случае продажи ей пришлось бы заплатить колоссальный налог на прирост капитала, а потом еще и ее наследники должны были бы заплатить налог на наследство в размере 55% от полученной суммы. Понятное дело, уловка заключается в том, чтобы найти и держать растущие акции, которые могут выдержать испытание временем, и очевидно, что сделать это трудно. Мы с братом Джереми пристально следили за ее инвестиционным портфелем, и нам время от времени приходилось пропалывать сорняки и производить замену акций тех компаний, которые, как мы думали, начали колебаться.

Мы были удачливы и чувствовали попутный ветер, который дул нам в спину. Я считаю, что выбирать отдельные акции — слишком опасное занятие для любителя. Как я отмечал ранее, история показывает нам, что продолжительность жизни растущих акций коротка и последующее падение может уничтожить годами копившуюся прибыль.

Что касается открытых фондов, то их управляющие приходят и уходят, а комиссионные выплаты высоки. Если вы можете найти кого-то подобного Биллу Миллеру, портфельному управляющему взаимного фонда Legg Mason Value Trust, считайте это подарком небес. Как я уже говорил, индексные фонды, представленные во всех формах и размерах и берущие крохотные комиссионные, являются привлекательной альтернативой. По крайней мере вы сможете получить доходность, точно соответствующую росту индекса. Две самые крупные компании, управляющие индексными фондами, — это, безусловно, Vanguard Group и Fidelity Investments.

Инвестиции в растущие компании из-за их склонности к стратегии «покупай и держи», по существу, являются более эффективными с точки зрения экономии на налогах. Однако для инвесторов, свободных от налогов, весомым аргументом является тот факт, что доходность реальных портфелей инвесторов в ценность превосходит доходность реальных портфелей инвесторов в растущие компании. Нью-йоркская исследовательская компания Sanford C. Bernstein & Co публикует результаты сравнения индексов роста и ценности, которые основаны на анализе обоих инвестиционных стилей для реальных портфелей шести консалтинговых фирм (табл. 17.1). Этот индекс учитывает фактор выбора акций. Невероятные колебания между

доходностями этих двух базовых стратегий, которые наблюдались с 1998 по 2001 год, только подтверждают мою решимость быть агностиком. Интересно также отметить, что в период одного из самых больших за всю историю спекулятивных «пузырей» растущих акций лишь в 1998 и 1999 годах им удалось получить абсолютное преимущество над недооцененными акциями.

Таблица 17.1. Сравнение совокупной доходности, полученной от вложений в акции роста и в недооцененные акции, %

Год	Крупная капитализация		Спред (рост—ценность)
	инвесторы в ценность	инвесторы в рост	
1969	-12,1	-7,2	4,9
1970	4,0	-7,4	-11,4
1971	13,9	23,3	9,4
1972	11,0	20,1	9,1
1973	-9,3	-19,2	-9,9
1974	-16,1	-29,8	-13,7
1975	43,8	36,0	-7,8
1976	38,2	21,3	-16,9
1977	1,5	-0,9	-2,4
1978	9,3	10,7	1,4
1979	22,8	24,2	1,4
1980	26,4	38,2	11,8
1981	5,3	-1,3	-6,6
1982	25,0	26,4	1,4
1983	24,6	19,4	-5,1
1984	7,5	1,9	-5,6
1985	31,6	27,4	-4,2
1986	18,9	18,3	-0,6
1987	3,2	6,5	3,3
1988	19,6	12,9	-6,7
1989	25,6	33,1	7,5
1990	-4,3	-0,4	4,0
1991	30,0	39,4	9,5

Год	Крупная капитализация		Спред (рост–ценность)
	инвесторы в ценность	инвесторы в рост	
1992	11,0	7,0	-4,0
1993	14,3	9,0	-5,3
1994	0,6	-0,8	-1,4
1995	34,4	33,5	-0,9
1996	22,4	22,3	-0,1
1997	28,9	30,5	1,5
1998	12,9	32,2	19,3
1999	7,4	33,4	26,0
2000	9,7	-9,3	-19,0
2001	-3,8	-20,2	-16,4
2002	-18,0	-27,3	-9,3
2003	28,6	29,6	1,0
2004	12,5	9,4	-3,1
I квартал 2005	-0,9	-3,6	-2,7
Пересчитанная на год доходность			
1969–1979	8,2	4,5	-3,7
1969–2004	12,3	10,5	-1,8
1980–2004	14,2	13,3	-0,9

Источник: группа стратегических и количественных исследований компании Sanford C. Bernstein & Co.