Марк Харрисон

Искусный инвестор. Управляйте своими инвестициями профессионально

© Mark Harrison, 2002

© ЗАО «Олимп-Бизнес», перевод на рус. яз. 2005 * * *

Предисловие к русскому изданию

Еще совсем недавно понятия «инвестирование» и «финансовые рынки» были весьма далеки от повседневной жизни россиян, интересовавшихся этим только с познавательной точки зрения. Но жизнь не стоит на месте, российская экономика седьмой год подряд растет, и постепенно повышается благосостояние наших сограждан. Можно констатировать, что для сотен тысяч россиян ответ на непростой вопрос, как сохранить и приумножить заработанное, становится все более актуальным.

На сегодняшний день простое накопление как способ сохранения сбережений давно устарело и далеко не эффективно. Ведь хорошо известно, что деньги все время обесцениваются, а цены постоянно растут. Так стоит ли по старинке складывать свои деньги «под матрас»? Как сделать так, чтобы не только сохранить накопленное, но и заставить деньги работать и приносить достойный доход? Один из возможных ответов на этот сложный вопрос – инвестирование в ценные бумаги.

Теме инвестирования на финансовых рынках как раз и посвящена книга Марка Харрисона, которую вы держите в руках. Автор затрагивает многие вопросы, актуальные для сегодняшнего инвестора. Книга поможет читателям понять, кто есть кто на фондовом рынке и как этот рынок работает. Общее представление и о фундаментальном, и о техническом анализе будет неплохим стартом для более глубокого изучения проблем, понимание которых необходимо для успешного инвестирования.

Особенно интересны главы, посвященные истории фондового рынка: от периодов безудержного роста, обогативших многих инвесторов, до легендарных катастрофических падений, приведших тысячи людей к краху. Наши инвесторы, несмотря на молодость российского рынка ценных бумаг, уже имеют в своем активе опыт финансового кризиса 1998 года. И они смогут лишний раз убедиться в схожести большинства знаменитых падений рынка, хотя у каждого из них несомненно была своя «изюминка».

Фондовый рынок все плотнее входит в нашу повседневную жизнь. Информация о нем зачастую поступает порционно и несвязанными частями. «Искусный инвестор» поможет связать воедино части этой мозаики. Хотелось бы пожелать всем читателям успешно использовать в жизни те знания, которые они почерпнут из этой интересной и полезной книги.

Олег Ларичев

Управляющий портфелем ценных бумаг

Об авторе

Марк Харрисон с 1999 г. является главным редактором по инвестициям финансового веб-сайта www.iii.co.uk, который в 2000 г. Bradford & Bingley назвала сайтом года в категории «Личные финансы». В 2001 г. он был удостоен премии журнала «Investors Chronicle» за лучшее наполнение онлайнового вещания.

Ранее Марк был аналитиком рынка ценных бумаг в Credit Lyonnais Laing, крупной брокерской компании в Сити, а затем в течение трех лет входил в состав команды, управлявшей 20-миллиардными активами для Guardian Asset Management. Харрисон – член американской Ассоциации инвестиционного менеджмента и исследований и Британского общества профессионалов в области инвестиций. Выпускник колледжа Линкольна Оксфордского университета.

От автора

Просто чтобы доказать, что я написал все это не с кондачка, я хотел бы поблагодарить Фреда Уэллингза за его безупречные семинары для аналитиков в Credit Lyonnais Securities, Ассоциацию инвестиционного менеджмента и исследований, чья программа для финансовых директоров помогла мне упорядочить соображения по анализу инвестиционного портфеля, а также многих пользователей, посетивших финансовый сайт iii, особенно короткой весной 2000 г., когда нам показалось, что мы открыли новую вечную истину и победили старые предрассудки. Роберт Барри из Credit Suisse First Boston, Клайд Льюис и Джулиан Маршалл из HSBC Securities, Анил Равал из Ample Interactive Investor, Том Стивенсон из Hemscott.net, сотрудники Британского общества профессионалов в области инвестиций (UKSIP), библиотек «City Business Library» и «Guildhall Library» и хранители литературного наследия Кейнса – все они заслужили мою благодарность за то, что помогли быстро получить ответы на мои вопросы. Рафаэль Гомес Родригес напомнил мне о том, что ничего нет лучше простого человеческого языка. Издатели Джонатан Агбеньега и Ричард Стэгг выказали похвальную веру в жажду знаний у частных инвесторов. Моя искренняя благодарность Пенелопе Олпорт, которая стойко довела эту книгу до самого выхода в свет, и Сюзанне Уильямс – за точную и бдительную корректуру.

Желаю вам получить удовольствие от этой книги и – удачных инвестиций!

Марк Харрисон

Клеркенуэлл, Лондон

Декабрь 2001 г.

Предисловие

В 1999 г., в разгар бума акций высокотехнологичных компаний, одному из ведущих брокеров как-то позвонил клиент: «Я хочу купить тысячу акций, о которых только что говорил по телевизору этот парень, – сказал он. – Не знаю, как они называются, да это и не важно, главное, купите мне тысячу таких акций, и побыстрее»[1]. Свою книгу я написал не для таких людей, потому что они, похоже, безнадежны. Я написал ее, чтобы помочь инвесторам использовать возможности фондового рынка, понять преимущества новейших технологий и самостоятельно принимать разумные решения.

Бум акций высокотехнологичных компаний привел к тому, что на рынке появилось множество новых инвесторов. Некоторые из них быстро разочаровались, другие благополучно заглотнули наживку. Объем трейдинга, особенно через Интернет, с помощью которого в Великобритании совершается теперь каждая пятая сделка, резко увеличился. Наряду с этим многие частные инвесторы разуверились в способностях специалистов по управлению фондами, имеющих обыкновение усиленно рекламировать секторы, где вот-вот начнется спад.

Эти новые активные инвесторы и трейдеры становятся во всем мире силой, с которой придется считаться так же, как уже считаются с ними в США. Они хотят сравняться с профессионалами, получив доступ ко всей самой качественной информации. «Они не согласны с тем, что должен существовать порочный круг брокеров, аналитиков и институциональных инвесторов, имеющих привилегированный доступ к корпоративной информации»[2]. Индивидуальные частные инвесторы теперь требуют равных стартовых условий, чтобы им предоставляли достаточно независимой информации и они могли самостоятельно принимать решения.

Я написал эту книгу для того, чтобы дать частным инвесторам возможность самим формировать инвестиционный портфель и управлять им. Слово «портфель» может показаться в данном случае неудачным, возникает ассоциация со старомодным кожаным портфелем, битком набитым бумагами. Но это очень далеко от истины. Если вы владеете больше чем одной акцией, то у вас уже есть портфель. Он может быть у каждого. При новой технологии вы можете управлять им так, что у вас не будут скапливаться груды бумаг и вам не придется нести высокие административные расходы.

При этом, говоря о вашем инвестиционном портфеле, я вовсе не имею в виду ваш дом, пенсию и какие-либо денежные суммы на экстренные нужды. Дом совсем не то, что акции, и вы не должны учитывать его тем же способом. Это относится и к вашей пенсии, хотя и представляющей собой актив, но являющейся материальным воплощением обязательств, благодаря которым вы будете обеспечены, когда уйдете в отставку.

Я говорю не столько о выборе акций, сколько об их правильном сочетании и формировании оптимального портфеля. Чтобы этого добиться, вы должны научиться пользоваться всеми инструментами, применяемыми управляющими фондами, и думать точно так же, как думают профессионалы. В свое время я был аналитиком фондового рынка, работал в команде, управлявшей 20-миллиардным капиталом институциональных инвесторов, и журналистом, пишущим о финансах, и полагаю, что изучил этот бизнес вдоль и поперек. Как бы то ни было, вы можете быть совершенно уверены в одном: ни один профессиональный инвестор не вложит и пенни, руководствуясь тем, что ему посоветовали по телевизору.

Дело в том, что между таким советом и анализом лежит огромная пропасть. Прежде всего, аналитиков контролируют в целях защиты инвесторов, а журналистов нет. Аналитики не могут бежать впереди паровоза, т. е. покупать акции для себя, прежде чем советовать другим. Если они это делают, то рискуют лишиться лицензии на свою деятельность и испортить репутацию своей фирмы. На журналистов такие строгие ограничения не распространяются. Совет в газете может быть шуткой, придуманной, пока журналист принимал душ. Этот совет может быть опубликован только потому, что кажется умным или

хорошо звучит. Между тем аналитики, которые, как и я, состоят в профессиональных организациях, обязаны давать объективные и обоснованные заключения.

Так как же аналитики анализируют? Ниже приводятся результаты исследования среди 185 американских инвестиционных управляющих и банкиров. Явные фавориты – фундаментальный и технический анализ. Но мы последовательно рассмотрим все три направления анализа.

Излюбленные методики инвесторов[3]

Фундаментальный анализ – 74%

Портфельный анализ – 30%

Технический анализ – 35%

Я думаю, что для начала лучше всего выяснить, каким способом информация распространяется по фондовому рынку. Далее мы покажем, как можно извлечь выгоду из недостатков в распространении информации. Затем вы познакомитесь с профессиональными инструментами фундаментального и технического анализа. После этого мы будем готовы покончить с мифом, что формирование беспроигрышного портфеля – прерогатива управляющих инвестициями. И наконец, мы сможем кое-что узнать о том, каким образом такие инвесторы, как Джон Мейнард Кейнс, Уоррен Баффетт и Джим Слейтер, опередили свой век и сделали себе состояние с помощью инвестирования и на рынке «медведей», и на рынке «быков». В развлекательных и познавательных целях я также включил в эту книгу несколько страниц, посвященных описанию великих финансовых «пузырей» и крахов.

1. Информационная машина

Будь рынки абсолютно эффективными, я бы сейчас был уличным попрошайкой с жестяной кружкой.

Уоррен Баффетт[4]

Я заметил, что все, кто когда-либо говорил мне, что рынки эффективны, бедны.

Ларри Хайт[5]

Еще совсем недавно информация спокойно распространялась по маленькому клубному мирку лондонского Сити. Новости о слияниях и поглощениях, прибыльности, выпуске новой продукции или некомпетентности управляющих ежедневно становились достоянием узкого круга лиц, т. е. примерно двух тысяч брокеров и управляющих фондами.

Девиз Лондонской фондовой биржи «Мое слово нерушимо» по большей части соблюдался, а каждый, кто осмеливался нарушить это правило, безжалостно изгонялся. Снятие ограничений прав собственности на Лондонской фондовой бирже в конце 80-х гг. положило этому конец. «Большой бум» подсказал американским и зарубежным банкам идею кампании по скупке

европейского финансового капитала.

Однако в Сити все еще сохранилась независимость клуба инвесторов, система взаимных услуг и неформальных договоренностей. Компании, желающие получить заем или выпустить акции, должны полагаться на инвестиционные банки. Например, инвестиционный банк гарантирует размещение акций компании среди уже существующих акционеров за комиссионные, достигающие 15 %. Риск, что эти акции не разойдутся, инвестиционный банк перекладывает на субандеррайтеров[6], в роли которых нередко выступают управляющие инвестициями, уже владеющие этими акциями. Комиссионные при этом снова переходят из рук в руки.

Инвестиционные банки полагаются на менеджеров, которые берут у них кредиты и покупают акции, а вместе они полагаются на аналитиков и трейдеров, передающих и интерпретирующих информацию. У любого крупного инвестиционного банка есть не только корпоративный, но еще и аналитический и биржевой отделы, а также отдел управления инвестициями.

Поймите принцип действия информационной машины

Фондовый рынок можно представить себе как гигантскую машину по обработке информации. Успех ваших инвестиций целиком зависит от информации, причем информации не столько о прошлой, сколько о будущей доходности тех или иных акций. Обладая компьютерным терминалом, мы теперь можем видеть, как биржевые курсы практически моментально отражают все, что происходит в самых отдаленных уголках мира. Когда в Лос-Анджелесе вводят законодательные ограничения на деятельность табачных компаний, это сказывается на ценах на сигареты во всем мире. Если в Бразилии происходит взрыв на нефтеперегонном заводе, курс акций английских химических компаний, которым это несчастье только на руку, моментально взлетает.

Важно уметь отличить устаревшую информацию от свежей. Старая информация уже привела к изменению курса акций. Новая информация, касающаяся будущего роста, еще только должна инициировать такое изменение. Получив свои собственные сведения и проведя свой собственный анализ, миллионы инвесторов постоянно голосуют, как бы участвуя в гигантском опросе общественного мнения, результатом которого и является рыночный курс акций. С появлением новых данных разворачивается борьба за возможность извлечь из них выгоду, и курс приспосабливается к этому вновь установившемуся равновесию.

Важно уметь отличить устаревшую информацию от свежей.

Таким образом, фондовый рынок – это сфера конкурентной борьбы между инвесторами за самую лучшую информацию. Если ничего нового нет, то на фондовом рынке наступает затишье. Когда же возникает «свежий» информационный импульс, его энергия снова приводит рынок в движение.

Лучшая информация позволяет выполнить качественный анализ и извлечь больше выгоды из отклонения нынешнего биржевого курса от того значения, которое он, как вы считаете, будет иметь со временем. Своими покупками или продажами вы лишаете менее прозорливых инвесторов возможности сыграть на разнице в курсах, и в то же время и вы, и другие подталкиваете курс к тому уровню, при котором получить прибыль уже нельзя.

Отметим, что это игра не столько в ноль, сколько в плюс, так как прибыль и курсы обычно имеют тенденцию к повышению. С общим экономическим ростом прибыль компании и курсы

акций при прочих равных условиях повышаются. Но выбирать акции от этого отнюдь не становится легче. Чтобы принять инвестиционное решение купить и продать, вы должны быть уверены в правильности того, что делаете, а для этого нужно сложить мозаику из разрозненных фрагментов информации.

Чтобы получить основную информацию, вы можете следить за сообщениями компании, досками объявлений или экономическими показателями. Если вы анализируете графики, то можете также подметить какой-нибудь принцип или тенденцию. Но каким бы способом вы ни вкладывали свои деньги, вам обязательно нужно знать важнейшие факты. Тогда, если кто-нибудь спросит, почему вы осуществили ту или иную сделку, вы, по крайней мере, сможете дать этому разумное объяснение.

Охота за информацией

Откуда поступает информация и что имеет здесь значение? Ведь информация и рыночный «шум» совсем не одно и то же. Информация – это то, что определяет подлинную, или внутреннюю, стоимость акции. Она сообщает нечто существенное о будущей доходности акций. Когда я как аналитик говорю о подлинной или экономической стоимости акции, я имею в виду, что она может сильно отличаться от ее рыночной стоимости. Рыночная стоимость испытывает влияние ежедневных неоправданных колебаний ликвидности акций. Например, когда организация продает крупный пакет своих акций, их рыночный курс повсеместно падает, хотя теоретическая стоимость при этом не меняется. Когда акции вполне ликвидны, но их немного, курс этих акций может сильно пострадать, если крупный держатель решит их продать, пусть даже и по чисто техническим соображениям.

Подлинная стоимость акции не зависит от таких краткосрочных соображений, и вы можете рассчитать ее самостоятельно или воспользоваться расчетами независимых экспертов, таких как инвестиционные аналитики. Фактически теоретическую стоимость компании может рассчитать каждый. Для этого можно использовать данные бухгалтерского учета, принять во внимание качество управления, определить долю компании на рынке или самостоятельно оценить ее продукцию. Если у вас есть математические способности, то вы можете рассчитать приведенную стоимость будущих денежных потоков, хотя это и выходит за рамки данной книги.

Инвесторы могут воспользоваться двумя группами информационных возможностей. Первая связана с недостаточной реакцией рынка, вторая – с избыточной.

Инвесторы могут воспользоваться двумя группами информационных возможностей. Первая связана с недостаточной реакцией рынка, вторая – с избыточной. Хорошая новость может привести к избыточной реакции, и в этом случае вы заработаете на продаже. Но курсы могут отреагировать на такую новость и в недостаточной степени. Если курс продолжает меняться в том же направлении, это просто долгосрочный результат недостаточной краткосрочной реакции рынка на новость.

Все новости приводят к изменениям в стоимости акций, поддающимся количественному измерению. Представьте себе мир, в котором курсы акций мгновенно реагировали бы только на проверенную информацию, а не на рыночный «шум». В таком мире курсы делали бы гигантские скачки то верх, то вниз, как только по регулируемым каналам поступала бы та или иная новость. Активный трейдинг делает эти скачки менее выраженными, а фондовый рынок – оживленным и ликвидным местом торговли.

Одно непростое понятие, с которым нам придется сначала разобраться, – это понятие

эффективного рынка. Когда ученые и эксперты по инвестициям говорят об эффективности, они имеют в виду не совсем то, что обычные люди. Мы можем думать, что наша новая машина очень эффективна, поскольку она потребляет один галлон бензина на 50 миль пробега, тогда как новой машине нашего соседа одного галлона бензина хватает только на 30 миль. Эффективность фондового рынка – это нечто совсем иное. Главное в ней то, как курсы акций реагируют на новости, как они в соответствии с ними меняются. Если курсы акций отражают всю имеющуюся информацию, то они всегда правильные, всегда эффективные. Но, как все мы можем догадаться, на практике такое наблюдается довольно редко. Не знаю, в чем тут дело, но теоретики как будто постоянно занимают крайние позиции и находятся на крайних полюсах. На одном полюсе выдвигают предположение, что рыночные цены должны мгновенно реагировать на всю имеющуюся информацию, исключая тем самым всякую возможность трейдинга. Сторонники этой точки зрения называют ее теорией совершенных рынков (Efficient Markets Hypothesis, EMH)[7].

Эта теория основывается на примитивнейшей идее: люди во все времена ведут себя разумно, пытаются максимизировать свою выгоду и способны правильно обработать новую информацию. В моей книге доказывается, что по той или иной причине обычно они этого как раз не делают, и в своем мнении я отнюдь не одинок. По словам известного биржевого дельца Джорджа Сороса, «теория (совершенных рынков) явно ошибочна: я опроверг ее, постоянно добиваясь показателей выше средних»[8]. Сорос считает, что участники сами снижают эффективность рынков, реагируя на информацию неожиданным образом: «Ничто не может быть столь далеким от действительности, как предположение, что участники основывают свои решения на совершенном знании. Люди пытаются предсказать будущее с помощью любых ориентиров, которые они только могут установить»[9].

В чем суть теории совершенных рынков? Считается, что на абсолютно эффективном рынке курсы акций мгновенно реагируют на всю доступную информацию, исключая тем самым всякую возможность трейдинга.

Машина выдает новую информацию

На современном фондовом рынке новая информация о компаниях сначала поступает к узкому кругу аналитиков, журналистов, специалистов из фирм по связям с общественностью и с инвесторами и только под конец – к институциональным и мелким инвесторам (см. рис. 1.1).

Новая информация, например данные о продажах новой продукции, сначала должна пройти через органы управления компанией. Вы можете легко представить себе, как этот товар появляется в магазинах на главной улице вашего города и на тысячах других главных улиц по всему миру. Компании может потребоваться какое-то время, чтобы узнать, хорошо ли ее продукт продается в том или ином районе. Возможно, она произвела его слишком много или ей придется отозвать бракованные изделия. В крупной компании, где имеется несколько уровней управления, менеджеры могут скрывать от руководства данные о низких продажах, например до момента выплаты премиальных. В конечном счете эта информация все же дойдет до аппарата главного исполнительного директора, и будет принято решение, может ли она повлиять на курс акций, как и когда ее можно сообщить внешнему миру.

Все важнейшие новости, такие как сведения о результатах основной деятельности, слияниях,

поглощениях или новых контрактах должны поступать по официальным каналам фондовой биржи. В Великобритании это Служба информации (Regulatory News Service, RNS) Лондонской фондовой биржи, а в США – Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC). Оттуда поступает то, что называется существенной внутренней информацией. Это новости, которые в случае их публикации способны повлиять на курс акций. С помощью пресс-релизов такие новости одновременно сообщаются журналистам и инвесторам. В день, когда это происходит, управляющие соответствующей компании сначала предоставляют себя в распоряжение инвесторов (обычно в порядке роста их значимости), затем – аналитиков рынка ценных бумаг и только потом – журналистов.

Однако эти официальные источники только верхушка информационного айсберга. Сегодня фирмы по связям с инвесторами обрели такой вес, что превратились в гораздо более важные неформальные источники информации. Они организуют посещения компании аналитиками и инвесторами и обрабатывают данные об ожиданиях рынка в период между сообщениями новостей. Журналисты и управляющие компаниями существовали веками, а аналитик – профессия довольно новая. В США аналитики появились на Уолл-стрит в 20-х гг. прошлого века, нередко в качестве сотрудников статистических отделов брокерских фирм. В Лондоне они появились в 60-х, и их число резко увеличилось, когда брокерские фирмы слились с инвестиционными. Позднее компании, занимающиеся управлением инвестициями, создали у себя собственные аналитические отделы. Работа аналитика рынка ценных бумаг состоит в основном в том, чтобы разрабатывать инвестиционные рекомендации для своих клиентов или нанимателей.

Из-за своего тесного контакта с институциональными инвесторами и влияния на общественное мнение аналитики пользуются привилегированным доступом к компаниям и к их управляющим. Последние «намекают» им на то, как на фирме идут дела. Правда, сегодня от компаний все настойчивее требуют обеспечить равный для всех доступ к новой информации, быть прозрачными. Благодаря Интернету стало возможным мгновенное и одновременное распространение информации. Но данные, которые разные фирмы публикуют на своих корпоративных сайтах, все еще заметно отличаются друг от друга.

Для бизнес-новостей характерна сезонность: большая часть появляется в конце года. Плохие новости зачастую поступают, когда рынки уже закрыты или же в пятницу после завершения недельных торгов. Новости о слияниях и поглощениях также обычно поступают в выходные, на бирже это называют «обвалом к вечеру пятницы». Когда внутренние рынки закрыты, их настроения могут отражать рынки иностранные, поскольку большинство крупных компаний зарегистрированы на биржах за границей.

Как индивидуальный частный инвестор может переиграть профессионалов?

Каждый день тысячи аналитиков и профессионалов рыщут по рынку в поисках выгодных сделок, и кажется, что шансов, которые проглядели бы другие и которыми можно было бы воспользоваться, не так уж и много: «Чем более искусны аналитики, тем труднее бывает среднему специалисту-практику „обставить рынок“»[10]. На это жалуются даже управляющие фондами. Для профессиональных менеджеров из гигантских фирм, занимающихся управлением фондами, найти выгодную информацию – тяжелая работа, и с ростом фондов она становится все тяжелее. Конкуренция за информацию становится все более острой, и профессионалам приходится прилагать массу усилий, чтобы опередить других. Как сказал один из них, «мы не могли обставить рынок, поскольку сами быстро становились рынком»[11].

Индивидуальные частные инвесторы могут обыграть и весь рынок

• Проанализируйте собственное инвестиционное поведение; почитайте о великих биржевых «пузырях», узнайте, что такое излишняя самоуверенность, ажиотажный трейдинг и ложные схемы.

• Проанализируйте инвестиционное поведение профессионалов – поучитесь у лучших специалистов.

• Поймите, как работает информационная машина, – научитесь распознавать действительно новую информацию.

• Изучите аномалии рынка: акции роста, эффекты мелких фирм, коэффициентов и выбора времени.

• Сформируйте беспроигрышный, сбалансированный инвестиционный портфель с использованием профессиональных инструментов – брокерских исследований, фильтров-критериев, онлайнового сбора информации и ведения портфеля.

Анализ собственного инвестиционного поведения

Различие наших мнений происходит не оттого, что один разумнее других, а только оттого, что мы направляем наши мысли разными путями и рассматриваем не одни и те же вещи. Рене Декарт[12]

Как это получается, что, обладая равным доступом к одной и той же информации, два инвестора приходят к совершенно разным заключениям? В последние годы группа теоретиков, получившая довольно пугающее название «бихевиористы», попыталась найти в такого рода фактах какие-то общие принципы. Они предположили, что в своей инвестиционной деятельности люди ведут себя предсказуемо, и именно этим объясняется движение курсов акций. Бихевиористы обычно берут хорошо выявляемые особенности поведения, такие как алчность, нежелание рисковать, нетерпение и формирование привычек, и пытаются увязать их с различными категориями информации. Когда мы познакомимся с парочкой этих категорий, то сможем быстрее распознавать акции, которыми торгуют по неправильной рыночной цене.

«Бихевиористы» обычно берут особенности поведения, такие как алчность, нежелание рисковать, нетерпение и формирование привычек, и пытаются увязать их с категориями информации.

Профессиональные инвесторы живут в довольно разреженном мире. У них есть опыт и время, чтобы направить все свои ресурсы на прогнозирование реакции курсов тех или иных акций на информацию той или иной категории. Частные инвесторы менее информированы, и у них меньше времени. Всегда есть искушение все упростить и ограничиться двуми-тремя методиками инвестирования и правилами наподобие следующего: «Инвестируйте, когда директоры покупают собственные акции или при низком коэффициенте цена/прибыль». Эти правила вполне разумны, и все же, прежде чем полагаться на них, желательно изучить

детали. Далее мы обсудим бихевиоризм в финансах более подробно.

Что такое коэффициент цена/прибыль (Price/Earnings, P/E)? Это цена одной акции, деленная на прибыль на акцию, т. е. если цена равна 100 единицам, а прибыль равна 10 единицам, то отношение цены к прибыли равно 10. Так что если вы покупаете эту акцию, то платите сумму, равную прибыли на акцию за 10 лет (при условии сохранения нынешней прибыли).

Рынки неэффективны

Найдите проявления неэффективности и извлеките из них выгоду

За период с осени 1929 г. до 8 июля 1932 г. американский фондовый рынок «похудел» на 90 % своей стоимости. Произошло это не сразу, хотя начало процесса и было бурным. В четверг 24 октября, в первый день краха, синдикат, главой которого был Дж. П. Морган, а управляющим – Ричард Уитни, решил, что заключает удачную сделку, покупая акции US Steel по 205 дол. Недавно, т. е. еще летом, они шли по 258 дол. К 5 ноября 1929 г. курс акций US Steel упал до 165, а к 8 июля 1932 г. – уже до 22 дол. Не похоже, чтобы этот курс отражал что-либо кроме паники тех лет.

Почему 19 октября 1987 г. курсы акций в Лондоне всего за день упали на 11 %? Может ли это случиться снова? Огромное отличие сегодняшних курсов от вчерашних красноречиво свидетельствует о том, что на самом деле курсы, мягко говоря, не совсем корректны. Иногда они реагируют не на новую информацию, те или иные новости, а, скорее, на «шум» и сам трейдинг. Некоторые утверждают, что эти неоправданные колебания компенсируют друг друга, но все равно рынки, похоже, далеко не так эффективны в оценке акций, как мы бы этого хотели.

Исходя из этого у нас есть все основания предположить, что существует возможность обнаружить предсказуемые аспекты неэффективности. И если мы сумеем определить, когда и почему рынок бывает некорректен в оценке информации, то сможем заработать на этих отклонениях. При этом, по мнению экспертов, последние пятьдесят лет неустанно пытающихся раскрыть секреты рынка (что, конечно, совсем неудивительно), таких секретов не так уж много:

1. Покупайте акции роста.

2. Покупайте акции мелких компаний.

3. Следите за своими коэффициентами: низкий коэффициент цена/прибыль (P/E) и низкий коэффициент цена/балансовая стоимость (Price/Book).

4. Следите за профессионалами.

5. Помните об эффекте выбора времени.

6. Следите за инвестиционными сообщениями.

7. Победите индексные фонды в их собственной игре.

Если мы сумеем определить, когда и почему рынок бывает некорректен в оценке информации, то сможем заработать на этих отклонениях.

Покупайте акции компаний, в отношении которых прогнозируется рост

Нужно ли покупать акции роста – ведь их курс уже вырос? Данные о прибыли действительно имеют первостепенное значение для оценки компании. Ведь это информация об ее нынешних и будущих перспективах. Она позволяет сопоставить существовавшие ожидания в отношении роста акций с действительным положением вещей. До публикации данных о прибыли рынок основывает свои ожидания на гипотетической цифре, содержащейся в согласованном прогнозе прибыли. Масштабы реакции рынка определяются степенью, в которой реальная прибыль совпала с ожиданиями инвесторов. Попробуйте не удовлетворить эти ожидания – и курс ваших акций моментально упадет.

Что такое согласованный прогноз прибыли? Это среднее значение прогнозов прибыли компании в предстоящем году, сделанных всеми аналитиками фондового рынка. Если из двух аналитиков один предсказывает 10 пунктов роста, а другой – 20, то согласованный прогноз составит 15 пунктов.

Инвесторы смотрят на прибыль на акцию (Earning Per Share, EPS) как на главную информацию и основной показатель прошлого и будущего роста. В мире, где темпы инфляции невысоки, рост приобретает все большее и большее значение. Поскольку на основе EPS рассчитывается другой важнейший используемый инвесторами коэффициент цена/прибыль (P/E), значение показателя прибыли на акцию для инвесторов переоценить невозможно. Конечно, общая информация о состоянии экономики, рынков, на которых действует данная фирма, и об ее продукции будет широко доступна задолго до публикации конечных результатов ее деятельности и годовых отчетов. Это отчеты конкурирующих фирм, сообщения руководства и промежуточный отчет компании с более свежими данными. Так что такие внимательные наблюдатели, как, например, аналитики, вполне в состоянии предугадать динамику прибыли в будущем.

В ходе одного исследования связи между прибылью и доходностью акций было обнаружено, что на самом деле рыночный курс акций предвосхищает величину объявленной прибыли. Согласно этому исследованию примерно 80 % изменений курса, связанных с публикацией этих данных, происходит еще до появления годового отчета и только 20 % – после[13]. Отчасти недостаточная реакция рынка на такие сообщения объясняется тем, что со старыми привычками трудно бороться. Получив новую информацию о компании, инвесторы должны увязать ее со своими уже сложившимися представлениями. Обычно они не реагируют на эту информацию так, как она того требует, из-за своего бессознательного консерватизма. В то же время, когда хорошие новости начинают сыпаться на инвесторов как из рога изобилия, они не только отказываются от прежнего консерватизма, но приходят в такой восторг, что начисто забывают о возможности неудачи[14].

Инвесторы смотрят на прибыль на акцию (EPS) как на главную информацию и основной показатель прошлого и будущего роста.

Из этого следует, что мы должны сполна платить за рост, особенно если обнаруживаем в публикуемых сообщениях положительную тенденцию. Тот факт, что динамика курса акций предвосхищает направление изменения и величину прибыли, является основным аргументом против теории абсолютно эффективных рынков, поскольку согласно этой теории курс должен измениться только после публикации результатов деятельности компании и ни на минуту раньше.

Покупайте акции мелких фирм

Другая важная возможность связана с тем, что мелкие фирмы стремятся обставить рынок, даже если скорректировать доходность с учетом рисков. Это означает, что вкладывать средства в компании небольшого размера – хорошая инвестиционная стратегия. Ниже перечисляются шесть веских причин, по которым следует покупать акции мелких фирм:

1. Прибыли и дивиденды у таких компаний могут расти быстрее, чем у крупных, потому что этот рост начинается с более низкого уровня.

2. В мелких компаниях нет бюрократии, которая не давала бы хода ярким идеям.

3. Они достаточно малы и подвижны, чтобы легко приспосабливаться к быстро меняющимся условиям рынка.

4. Исследования за длительный период показывают, что во многих странах прибыль таких компаний после вычета затрат по сделкам превышает обычную на 8–17 %[15]. Если бы в 1926 г. вы вложили 1000 дол. не в крупную, а в мелкую фирму и позволили бы этим деньгам расти до 2000 г., то заработали бы миллион долларов.

5. Хорошие мелкие компании могут просто не попасть в поле зрения крупных инвесторов и аналитиков, и в результате появляется множество никем не замеченных возможностей.

6. Вероятность слияний и поглощений мелких компаний более высока.

Акции мелких компаний могут быть прекрасным объектом для сделки, тому есть несколько объяснений. Одно из них заключается в том, что из-за большого расхождения между ценой покупки и продажи[16] издержки инвестирования в эти акции выше, так что можно ожидать, что и доходность будет выше. Надбавка к нормальной доходности так велика (8-17 %), что связанные с разницей между предложенной и запрашиваемой ценой затраты по сделкам начинают казаться низкими.

Другое объяснение связано с тем, что вложения в акции мелких фирм более рискованны и что прибыль – это просто компенсация за риск, который трудно выразить количественно. Но даже с поправкой на риск доходность операций с акциями мелких компаний все же несоразмерно велика. Еще одно возможное объяснение: некоторые малые компании не отслеживаются аналитиками, что приводит к нехватке достоверной информации. Ну а если у вас мало информации, то вы, конечно, можете требовать за это более высокой компенсации.

Следите за своими коэффициентами

Покупайте при низких коэффициентах цена/прибыль

Даже если вы не узнаете о коэффициентах цена/прибыль больше ничего, помните, что нужно избегать акций, у которых эти коэффициенты слишком высоки. Тогда вы сэкономите кучу денег. За редким исключением, слишком высокий коэффициент цена/прибыль – такой же недостаток для акции, как лишний вес для скаковой лошади. Питер Линч[17]

Многие инвесторы пользуются только показателями цена/прибыль (P/E) и ничем иным, поскольку их легко рассчитывать и они позволяют быстро сравнивать акции. Однако, по-моему, хорошего или плохого P/E вообще не существует. Разделив курс на прибыль на

акцию, вы просто получаете исходную цифру, с которой еще предстоит работать, и чем больше вы узнаете о той или иной компании, тем менее эта цифра информативна. Рассчитать ее можно, используя прошлую или, что полезнее, будущую прибыль. Но вы должны быть уверены, что сравниваете сопоставимые вещи.

Посмотрев на весь рынок во времени, мы увидим, что коэффициенты цена/прибыль то растут, то падают. Взять, к примеру, фондовый рынок США. За период с 1926 г. по настоящее время коэффициент P/E составил в среднем 14,4 и колебался в пределах от 5,9 в 1949 г. до 35 в 1999 г. Доллар прибыли мог стоить и 5,9, и 35 дол. за акцию[18]. Разница, как видим, существенная. В начале 70-х гг. курсы акций крупных компаний, известных как «лучшие пятьдесят», в число которых входили Sony Corporation и McDonald's, превышали прибыль на акцию этих компаний в 60–90 раз. В то же время для рынка в целом коэффициент цена/прибыль был равен тогда 18. В 1961 г. этот показатель вырос от своего предвоенного минимума до 22 и затем (в 1980 г.) упал до 7, прежде чем снова подняться до своего недавнего максимума 35. Какое из этих значений было правильным? Ответ на этот вопрос таков: все они казались правильными для инвесторов, купивших акции в этот момент.

Покупка акций с низким коэффициентом цена/прибыль – один из самых старых способов выразить свое предпочтение этим акциям. При этом инвесторы исходят из того, что акции с низким коэффициентом цена/прибыль или, наоборот, высоким отношением прибыли к цене, скорее всего, недооценены и впоследствии будут иметь повышенную доходность. Основоположник современного анализа рынка ценных бумаг Бенджамин Грэм в своей классической работе «Анализ ценных бумаг: принципы и методы»[19] (1934) использовал коэффициент цена/прибыль для обнаружения недооцененных акций. Показатели деятельности компаний как будто подтверждают правомерность такого подхода. С 1967 по 1988 г. доходность американских фирм с самыми низкими коэффициентами P/E составила в среднем 16,26 %, а фирм с самыми высокими коэффициентами – только 6,64 %. Такую картину можно наблюдать по всему миру[20].

Покупка акций с низким коэффициентом цена/прибыль – один из самых старых способов выразить свое предпочтение этим акциям.

Повышенную доходность акций с низким коэффициентом P/E нельзя считать компенсацией за чрезмерный риск, поскольку большинство из них – это акции медленно растущих, крупных, стабильных компаний, располагающих значительными активами. Это акции скучных, надежных компаний, поэтому риск в данном случае минимален. Однако правило покупки при низком коэффициенте P/E, очевидно, не учитывает того, что многие весьма достойные компании могут в данный момент и не получать прибыли или что их доходы улетучились в результате циклического спада или корпоративных событий.

Другая проблема, возникающая при инвестировании на основе низкого коэффициента P/E, – это так называемый «агрессивный бухучет», когда компании намеренно практикуют такой учет, при котором прибыль искусственно завышается. Еще одна совершенно легальная практика учета искажает показатель прибыли, например, путем реструктуризации расходов или амортизации деловой репутации. В целом тактика покупки при низких коэффициентах цена/прибыль окажется удачной, если вы детально изучите компанию и ее доходы.

Покупайте акции с низким коэффициентом цена/балансовая стоимость

В бизнесе главное не размер. Некоторые компании с полумиллионным капиталом получают больше прибыли, чем иные с пятимиллиардным. Если размер не дополняется эффективностью, он только помеха. Герберт Кассон[21]

Если вы посмотрите отчеты любой компании, то увидите, что в балансе есть строка «средства акционеров или собственный капитал». Это и есть балансовая стоимость (book value, BV). И это вовсе не те деньги, которые акционеры могут получить обратно, если вежливо попросят, или которые компания может потратить на все, что ей заблагорассудится.

Балансовая стоимость – это именно то, что эти слова означают: просто стоимость чистых активов компании по ее балансу. При этом истинная стоимость может быть и ниже, если такие активы, как машины и оборудование, уже износились, и выше, если земля или технология подорожала. Коэффициент цена/балансовая стоимость – это просто курс акции, деленный на ее балансовую стоимость. Отклонение этого показателя от среднего отражает повышенную эффективность фирм, где на долю активов приходится значительная часть рыночной стоимости. Поэтому вы покупаете акции с низким коэффициентом цена/балансовая стоимость, а продаете – с высоким.

Величина балансовой стоимости всегда довольно стабильна. Она не может упасть или вырасти так резко, как прибыль, и для сравнительно надежных фирм всегда характерна высокая балансовая стоимость.

[22]

Что такое коэффициент цена/балансовая стоимость (P/BV)? Это просто цена акции, деленная на ее балансовую стоимость, или средства акционеров, деленные на общую рыночную капитализацию. Если цена равна 100 единицам и балансовая стоимость также равна 100 единицам, коэффициент цена/балансовая стоимость равен 1.

Данные о балансовой стоимости можно найти в годовом отчете компании. У банка коэффициент P/BV может быть около единицы, в то время как у промышленной компании он, скорее всего, будет больше единицы. Но поскольку балансовая стоимость рассчитывается по прошлым затратам на приобретение активов, промышленная компания может завышать истинную стоимость изношенного оборудования.

Бенджамин Грэм пользовался при выборе акций коэффициентом цена/балансовая стоимость, при этом он особенно увлекался акциями, у которых этот показатель был выше 2/3, т. е. более двух третей цены акции компании могло быть покрыто балансовой стоимостью ее активов. Должно быть, именно эта стратегия помогла Грэму не попасться на удочку дутых компаний периода Великой депрессии, однако в эпоху низкой инфляции и профессионального управления экономикой она представляется довольно консервативной. Мы не должны забывать о том, что активы нужно содержать и что их владельцам приходится нести расходы по ремонту и обслуживанию.

Тактика покупки акций с низким коэффициентом P/BV кажется беспроигрышной, поскольку вы вкладываете свои средства главным образом в стабильные и надежные акции. Но, возможно, неплохо было бы убедиться в том, что все балансовые активы, в которые вы инвестируете свой капитал, в самом деле создают денежный поток. Проверьте, действительно ли дивиденды компании имеют покрытие, а не просто являются сувенирами на память о давно прошедшей поре процветания.

Следите за профессионалами

Покупайте вслед за директорами-инсайдерами и управляющими фондами

Даже обладая достаточной внутренней информацией и миллионом долларов, вы можете через год пойти по миру. Уоррен Баффетт[23]

Вокруг отслеживания сделок директоров и институциональных инвесторов сложилась целая индустрия. Это связано с тем, что директоры и крупные институциональные акционеры владеют важной закрытой информацией или, по крайней мере, имеют возможность отреагировать на общедоступную информацию еще до того, как это сделают остальные. К счастью, в большинстве стран о таких сделках положено сообщать на местную фондовую биржу. В США так называемые корпоративные инсайдеры должны ежемесячно сообщать об операциях с акциями своих нанимателей в SEC. В Великобритании информация о директорских сделках и операциях держателей более 3 % пакета акций должна предоставляться как можно быстрее. Так что мы имеем возможность следить за тенденциями, характерными для этих покупок и продаж.

Правда, директорские сделки – это только верхушка айсберга. Директор может покупать по целому ряду причин. Возможно, он реализует опцион на акции или его только что назначили и он хочет продемонстрировать свою преданность новому работодателю, а может быть, он просто вносит в свой огромный портфель незначительные изменения. И все же факты показывают, что доходы корпоративных инсайдеров, особенно от сделок по покупке, постоянно превышают средние[24]. Очень полезно, похоже, следить за сделками председателя правления и главного исполнительного директора. В связи с большим интересом инвесторов к этой информации «Wall Street Journal» в США и «Financial Times» в Великобритании даже имеют специальные колонки, посвященные крупнейшим сделкам, основанным на внутренней информации.

Должен сознаться, что это еще одна моя самая любимая тактика наряду с покупкой акций мелких фирм. Я всегда слежу за директорами, хотя и подозреваю, что иногда они используют свои сделки, чтобы подать рынку ложный сигнал. Я нахожу, что сделки управляющих фондами менее полезны, за исключением сделок по некоторым мелким компаниям: участие в них хорошего менеджера фонда может также подсказать его поклонникам, что нужно покупать.

Покупайте или продавайте по рекомендациям аналитика

Аналитики работают в самой гуще потока информации, циркулирующей между компаниями, акции которых они анализируют, и фондовым рынком. Разрабатывая свои рекомендации по покупке и продаже, они используют как общедоступную, так и частную информацию. При этом, как вы, возможно, и предполагали, влияние на курс акций оказывают и их рекомендации покупать, и их рекомендации продавать (см. рис. 1.2).

Следует сказать, что не так давно аналитики подверглись жесткой критике. Дело в том, что они работают в гигантских инвестиционных банках, а там между отделом корпоративных финансов и аналитическим отделом существует «китайская стена»[25]. И вот возникло подозрение, что кое-кто из их банка (возможно, крупный акционер анализируемой компании)

может оказывать на них давление. Оказалось, что только около 3 % последних рекомендаций аналитиков были рекомендациями продавать. К чести аналитиков следует сказать, что они очень обеспокоены тем, чтобы сохранить свою репутацию независимых, и уже предпринимаются меры по восстановлению доброго имени аналитиков и их нанимателей[26].

Другая связанная с этим проблема касается эффекта игнорирования аналитиками, именно в результате него, как считается, рыночная стоимость многих мелких компаний и остается низкой. Чем меньше аналитиков отслеживают данные акции, тем больше та поправка, которую приходится делать, когда наконец поступает новая информация.

Следует ли подражать управляющим фондами?

Если бы рынки были абсолютно эффективными, то управляющим фондами не нужно было бы постоянно перетасовывать свои портфели, чтобы превзойти индекс. Ведь тогда курсы фондового рынка полностью отражали бы имеющуюся информацию и превзойти индекс было бы невозможно. Поэтому на совершенном рынке вы можете с тем же успехом купить акции индексного фонда.

Казалось бы, если на рынке есть какие-то аномалии, которыми можно воспользоваться, то управляющим финансами легче это сделать, чем многим другим. Однако факты говорят о том, что в общем и целом дела у них идут совсем не лучше, чем у других. В одной известной работе Йенсена[27] показано, что из 115 управляющих фондами обыграть рынок удалось только 26. И это вовсе не доказывает, что рынки эффективны, поскольку по-настоящему эффективный рынок не под силу обставить ни одному фонду.

Гуру и инвестиционные схемы

Если вы решили учитывать рекомендации аналитиков, то на следующем этапе, очевидно, должны решить, какие методы анализа предпочтительны. В США для проверки этих методов были проведены исследования на примере Value Line. Это крупный провайдер финансовой информации, который разработал модель, состоящую из четырех элементов (четырехфакторную). Около 1700 обыкновенных акций были поделены на пять упорядоченных групп. Веса этих групп определяются четырьмя факторами:

• коэффициентом цена/прибыль данной компании по сравнению с другими;

• динамикой курса;

• годовой динамикой прибыли;

• разницей между фактической и прогнозируемой прибылью (неожиданной прибылью).

Результаты применения этого подхода приведены на рисунке 1.3. Исследование показало, что группа акций с самым высоким рангом в этой модели превзошла нижнюю группу на 20 % [28]. Однако собственный фонд компании Value Line под названием «Centurion», который делает инвестиции в акции самой высокоранговой группы, в последнее десятилетие систематически отстает от рынка.

Умейте распознать сомнительную схему!

Не забывайте:

• об издержках по сделкам – они могут съесть всю прибыль;

• об «эффекте выживших»: акции разоряющихся компаний зачастую отсеиваются, и остаются только первоклассные акции;

• вас могут ввести в заблуждение масштабы результатов;

• данных может быть столько, что с их помощью можно будет доказать все что угодно;

• предлагаемая схема может требовать, чтобы вы положились на прошлогоднюю стратегию;

• допущения, на которых эта схема основывается, должны быть полностью раскрыты.

Обзоры деятельности аналитиков, проведенные Womack в США и AQ в Великобритании, выглядят одинаково неубедительно. Свидетельств того, что есть аналитики, которые постоянно добиваются успеха, довольно мало. По данным Womack, рекомендации продавать бывают более точными, чем рекомендации покупать. Однако даже если советы аналитика неточны, это не означает, что он не имеет никакого влияния. Поэтому стоит ознакомиться с данными обзоров, чтобы выяснить, кто из аналитиков, по мнению управляющих фондами и анализируемых компаний, пользуется наибольшим влиянием. Эти обзоры ежегодно публикуют Reuters и Extel.

Эффект выбора времени

Другая любопытная особенность рынков связана с высокими показателями в первый месяц налогового года. Это вызвано тем, что в конце налогового года инвесторы много продают, чтобы оптимизировать свои обязательства по уплате налога. После Нового года все снова кидаются покупать акции, которые кажутся им привлекательными. Так что если вы покупаете акции в последний месяц налогового года, то должны обставить рынок[29]. Существует также эффект конца недели: рыночные цены открытия в понедельник обычно бывают ниже цен закрытия в пятницу[30].

Покупайте на волне сообщений об инвестициях

Многие думают, что верный способ заработать – это купить в момент объявления новостей, но это скорее искусство, чем точная наука. Вы должны спросить себя: «Какое информационное преимущество у меня перед другими трейдерами?»[31]. Интуитивно мы догадываемся, что если фирма вкладывает во что-то средства, то этот проект может оказаться успешным. Если у нас есть эти акции за день до объявления о новых инвестициях, то мы вправе рассчитывать, что продадим их на следующий день с надбавкой, которая будет

отражать эту возможность.

Факты показывают: создание совместных предприятий, инвестиции в исследования и разработки и капитальные издержки – все это оказывает существенное влияние на курсы акций (примерно +1,5 % в месяц публикации соответствующих сообщений).

Победите индексные фонды в их собственной игре

Все большую долю рынка контролируют теперь индексные фонды, которые автоматически инвестируют во все ценные бумаги выбранного индекса, не дожидаясь каких-либо сигналов со стороны аналитиков или управляющих фондами. В общем и целом они делают то, что от них ожидается, – по данным одного исследования, первые американские индексные фонды отслеживали индекс S&P 500 с корреляцией 98 %. Первый фонд, отслеживающий индексы, был основан компанией Wells Fargo в 1971 г., и с тех пор капитал, которым оперируют эти фонды, вырос до 1 трлн дол.

Это означает, что крупный сектор рынка вкладывает средства, ставя на успех или неудачу одного конкретного индекса. Акции за пределами этого индекса или акции, которые то входят в него, то не входят, могут оказаться недооцененными или переоцененными только из-за того, что индексные фонды продают и покупают так, чтобы не отстать от индекса. Это создает очевидные возможности арбитража для инвесторов, отслеживающих акции на периферии индекса. Поскольку управляющим фондами платят именно за то, чтобы показатели их фондов превосходили показатели индекса, многие из них практически перестали выбирать акции и просто приводят показатели фонда в соответствие с принятым за ориентир индексом. Это называют неформальным, или «тайным», отслеживанием индекса.

Пример абсурдной ситуации, к которой может привести и формальное, и неформальное отслеживание индекса, – история со слиянием английской компании Vodafone с крупным американским оператором Airtouch, которое мгновенно чисто технически увеличило вес Vodafone в индексе. Один управляющий фондами сказал: «Я окружен людьми, которые покупают акции Vodafone после новостей об Airtouch. Все мы считаем, что они дороги, но должны их покупать, чтобы поддержать наш вес в секторе. Чем больше мы их покупаем, тем выше поднимается курс, и нам приходится покупать еще»[32].

Резюме

Арбитражные спекулянты

Мы не единственные, кому известно об этих аномалиях и проявлениях неэффективности. По всему миру существуют тысячи хеджевых фондов, которые могут также занимать деньги, чтобы инвестировать их в неэффективность нашего рынка. На абсолютно эффективном рынке эти спекулянты сделали бы так, чтобы все возможности быстро заработать были мгновенно использованы. Однако «арбитражеры» не могут знать всего, и им всегда нужно какое-то время, чтобы ухватить суть. Иногда эффективно и дешево осуществить короткую продажу бывает трудно. Короткая продажа – это продажа акций, которыми вы не обладаете, в надежде на то, что вы сможете представить эти акции при расчете в будущем, купив их обратно по более низкой цене (если термины «короткая продажа» или «арбитраж» не укладываются у вас в голове, не расстраивайтесь – вы не одиноки). Кроме того, есть и

проблема поиска замены, чтобы реализовать арбитраж между двумя аналогичными, но неправильно оцененными активами.

Сегодня в США существуют 2000 хеджевых фондов стоимостью около 175 млрд дол.; тысячи таких фондов созданы в других странах[33]. Время от времени они разоряются. В августе – сентябре 1998 г. оценивавшиеся в 3–4 млрд дол. активы фонда Long Term Capital Management (LTCM), известного своими крупными размерами, высоким кредитным плечом и тем, что в нем работали нобелевские лауреаты Майрон Шольц и Роберт Мертон, сократились почти вдвое. LTCM и несколько других хеджевых фондов сильно пострадали в результате коллапса на рынке, вызванного дефолтом в России. В дальнейшем спасение LTCM координировалось Федеральным резервным банком Нью-Йорка, вмешательство которого глава Федеральной резервной системы Алан Гринспен объяснил следующим образом: «Срочная распродажа могла бы быть такой активной и всеобщей, что серьезно нарушила бы работу рынков и настолько усилила бы неопределенность, что это могло отрицательно сказаться на функционировании всей экономики». Иными словами, финансовая система была поставлена на грань катастрофы.

Другая связанная с арбитражем проблема состоит в том, что искажение курса акций, которого быть не должно, на самом деле есть и сохраняется длительное время. Например, курс акций многих инвестиционных трестов в Великобритании и закрытых фондов[34] в США уже долгое время весьма далек от стоимости их активов. Royal Dutch и Shell независимо друг от друга зарегистрированы на биржах в Нидерландах и Великобритании. Такое положение возникло после заключения Royal Dutch и Shell в 1907 г. договора, в результате которого две эти компании объединились, сохранив собственные регистрации, при этом Royal Dutch получила 60 % денежных поступлений, а Shell – 40 %. Так что теоретически акции Royal Dutch должны стоить в полтора раза дороже, чем акции Shell. Фактически же налицо огромные отклонения от этой теоретической стоимости, которые сохраняются надолго. Такой проблемы не существовало бы, будь рынки действительно рациональными и эффективными. Прибыли, которую можно получать на арбитраже, просто не было бы.

На мой взгляд, все это (и особенно лучшие, чем в среднем по рынку, показатели мелких фирм, учет коэффициентов и рекомендаций аналитиков) убедительно доказывает нам неэффективность рынков. И как это ни парадоксально, но рынок, возможно, становится только еще более неэффективным оттого, что многие инвесторы верят в его эффективность, так как они вкладывают свой капитал в индексные фонды, а это искажает курсы многих акций.

2. Революция «трейдинга на шуме»

Фондовые биржи – это необходимые дополнения к современной промышленности и торговле, и услуги, которые они оказывают обществу, возможно, многократно перевешивают порождаемое ими зло. Альфред Маршалл[35]

Черта, отделяющая инвестиции от спекуляции, которая никогда не была ясной и отчетливой, становится все более расплывчатой сегодня, когда большинство участников рынка в одночасье добились больших успехов. Ничто так не притупляет разум, как большие деньги, полученные безо всяких усилий. Уоррен Баффетт[36]

Что такое «трейдинг на шуме»?

На рынке «быков» 1990-х гг. для меня стало как никогда очевидно, что многие инвесторы предпочитают не реагировать на новые существенные факты и вместо этого совершают свои сделки на основе рыночных слухов, «шума». Они следуют неглубоким советам плохо информированных журналистов или гуру и торгуют своими акциями не столько чтобы заработать, сколько симулируя деятельность.

Инвесторы способны убедить самих себя, что они делают инвестиции, но почему нужно при этом забывать о надежности? Самый очевидный ответ на этот вопрос: потому что они думают, что надежность – в количестве (все покупают, поэтому и им тоже нужно купить). Но для мелкой рыбешки вовсе не безопасно плавать вместе с акулами. Такие инвесторы полагаются на то, что: а) все остальные делают то же самое; б) все остальные продолжают делать то же самое и тогда, когда цена упала. Позже мы еще расскажем о том, какую роль в формировании психологии толпы играют доски объявлений.

Если люди делают инвестиции на основе случайной догадки ил предчувствия, сообщения на доске объявлений, биржевых сплетен или беспочвенной подсказки, то они торгуют на «шуме».

Многие продают первоклассные акции или держатся за падающие в надежде, что те могут вернуться в исходное положение. Эти люди покупают шумно разрекламированные акции в разгар бума и продают их во время спада. Некоторые безгранично верят в возможности технического анализа и целыми днями разглядывают графики и показатели. Все они торгуют скорее на «шуме», чем на информации.

Давайте начнем с того, что определим разницу между «шумом» и информацией[37]. Если люди делают инвестиции на основе случайной догадки или предчувствия, сообщения на доске объявлений, биржевых сплетен или беспочвенной подсказки, то они торгуют на «шуме». Это – инвестирование на основе того, что люди ошибочно считают новой информацией.

Как я заключаю сделки – на информации или на «шуме»?

На «шуме» заключает сделки тот, кто покупает и продает ценные бумаги, руководствуясь такими факторами, как комментарий на доске объявлений, рыночные слухи, советы, которые дают в газетах, или устаревшие новости.

Тот, кто заключает сделки на основе информации, действует по получении ранее закрытой, совершенно новой информации, которая считается существенной для прогнозирования будущей прибыли компании.

Скажу вам прямо, если вы еще не догадались, что, по-моему, инвестирование на «шуме» – это проявление дезориентации. Это своего рода предубеждение или предпочтение в отношении конкретных акций, каждая сделка с которыми становится голосованием за или против. Это трейдинг ради трейдинга, возможно, просто ради развлечения. Безусловно, это не торговля на основе информации. Но цены все равно могут измениться, если достаточно людей займут одну и ту же позицию.

Результатом инвестирования на «шуме» является стадное инвестирование: «тренд – друг инвестора», «не нужно идти против течения». Когда я слышу подобные выражения, то всегда устремляюсь в противоположном направлении. Я прирожденный «несогласный инвестор»[38]

. Стадные инвесторы поступают по-другому. Они хотят во что бы то ни стало быть, как все, тем более когда те, кому они подражают, зарабатывают большие деньги. Некоторые люди – конформисты от природы. Их приучили к тому, что хорошее поведение в классе нравится учителям. Следование правилам позволяет получить поощрение. Когда они видят очередь, они в нее встают.

Стадные инвесторы хотят во что бы то ни стало быть, как все.

Вся беда в том, что когда «трейдеры на шуме» начинают гнаться за трендом, могут возникнуть «пузыри». Такие трейдеры реагируют не на конкретную информацию, но только на тот факт, что цены повышаются. В этих случаях ключевой информацией для них становится цена.

Нет ничего более неразумного, чем человек, который разумно неразумен. Леконт Дю-Нуа[39]

Доски объявлений в интернете: революция «трейдинга на шуме»

Интернет окончательно вступил в свои права как средство онлайнового обмена информацией о финансовых рынках и трейдинга. В США почти 20 млн электронных брокерских счетов. В Великобритании в третьем квартале 2001 г. было 327 тыс. онлайновых счетов и 20 % сделок совершаются теперь в Интернете.

Количество источников информации многократно увеличилось. Вся официальная информация американских компаний доступна в онлайновом режиме на сайте EDGAR. Все британские компании сообщают свои новости через службу RNS, и эти материалы выложены на финансовых сайтах, таких как Ample Interactive Investor и Hemmington Scott. Наряду с этими официальными материалами есть еще сообщения журналистов телеграфных агентств и экспертов по фондовому рынку. Интернет также позволяет миллионам инвесторов обменяться своими мнениями на открытых досках объявлений и форумах. Обычно на таких сайтах, как Raging Bull и Ample Interactive Investor, имеются доски сообщений по каждому виду ценных бумаг для обсуждения конкретных акций, а также «не по теме» для дискуссии по тем или иным вопросам, представляющим взаимный интерес.

Влияют ли доски объявлений на курсы акций?

Зачастую на досках объявлений быстро появляется новая информация, ставшая результатом утечки или официальная. Сообщения о слияниях SmithKline Beecham с Glaxo и AOL с Time Warner появились на досках объявлений еще до того, как эти события произошли. Акции Oracle упали на 30 % в результате распространенного с помощью досок объявлений ложного слуха о том, что основатель компании Ларри Эллисон умер.

Иногда эксперты публикуют в Интернете результаты собственного анализа. Внимательное изучение этих бюллетеней может дать хорошее представление о настроениях массового инвестора, и конечно, не худшее, чем если бы вы спросили у какого-нибудь одного брокера, каково отношение рынка к данным акциям. Другой возможности определить, доминирует на рынке пессимизм или оптимизм, у инвесторов может и не быть (короткая продажа акций, например, может быть невозможной).

Доски объявлений бывают средством взвинтить курс акций компании путем помещения на

них ложных хороших новостей, чтобы мошенник мог продать эти акции по завышенному курсу. В феврале 1999 г. курс акций маленькой милуокской компании по производству игрушек Allottafun Inc взлетел на 382 % благодаря обсуждениям в чате. В Великобритании на доске компании Minmet появился сфабрикованный пресс-релиз, который вызвал падение курса ее акций. Мошенник может обрушить акции, чтобы осуществить короткую продажу – продать акции, которых у него нет, чтобы тут же купить их по более низкой цене. В случае с Minmet был помещен пресс-релиз, сообщавший, что крупнейший институциональный инвестор распродал свои акции. Кентский отдел по борьбе с мошенничеством, кажется, до сих пор расследует это дело.

Ранние исследования показали, что по количеству электронных сообщений об акциях можно предсказывать изменение объема торгов и доходности на следующий день. В частности, было обнаружено, что удвоение количества сообщений накануне вечером приводит к отклонению доходности от нормального уровня в среднем на 0,18 %[40]. Другое исследование не выявило такой прогнозирующей способности, но в те дни, когда сообщения поступали особенно активно, объем торгов был необычайно высок. Изменения во мнении инвестора коррелировали с аномальной доходностью. Также было обнаружено, что доски объявлений с положительными мнениями очень восприимчивы к положительной динамике рыночной доходности. Количество сообщений можно предсказать исходя из объема торгов в предыдущий день. Так что и по состоянию рынка можно предугадать активность на досках объявлений, а не только наоборот[41].

Доски объявлений могут быть средством взвинтить курс акций компании путем помещения на них ложных хороших новостей, чтобы мошенник мог продать эти акции по завышенному курсу.

Даже не влияя на курсы акций, участники рынка или другие «трейдеры на шуме» могут думать, что они это делают (см. рис. 2.1). Так можно усугубить эффект, производимый любыми выраженными на досках объявлений настроениями. Для меня «трейдинг на шуме» – еще и проявление непонимания того, для чего существует фондовый рынок. Во многих странах антипатия к фондовому рынку как к институту, обеспечивающему рациональное инвестирование, возникает в ответ на какие-то травмирующие национальное сознание события в экономике. Так случилось, например, в Германии после инфляции начала XX в. и в США после Великого краха 1929 г. Для многих фондовый рынок до сих пор остается отвратительным игорным домом.

Джон Мейнард Кейнс прославился своими экономическими теориями, но это был и незаурядный инвестор. Будучи казначеем кембриджского Кингз-колледжа, Кейнс постоянно сталкивался с оппозицией своей, несомненно, радикальной политике продажи недвижимости и использования вырученных средств для игры на бирже. Имущественный комитет колледжа относился к операциям на фондовом рынке просто как к спекуляции. На это Кейнс отвечал, что лучше он будет «спекулировать» активами, которые, по крайней мере, ежедневно котируются на бирже и достаточно ликвидны, чтобы их продавали и покупали на фондовом рынке, чем «инвестирует» капитал во что-то, чья цена по большей части неизвестна[42]. Лично я склонен согласиться с Кейнсом в одном: то, что кое-кому кажется спекуляцией, на самом деле разумное вложение капитала.

Профессионалы против индивидуальных инвесторов

В США, как и в других странах, история фондового рынка за последние 50 лет была историей роста числа профессиональных инвесторов. Теперь в США насчитывается свыше 30 компаний, имеющих в управлении активы более чем в 100 млрд дол. Когда поколение инвесторов, пострадавших в результате Великого краха 1929 г. и жестокой депрессии начала 30-х гг., ушло со сцены, появилась новая поросль индивидуальных акционеров. Через тридцать лет после 1929 г. таковым являлся каждый восьмой взрослый житель США. На фоне иммиграции и счастливого избавления от тягот Второй мировой войны американская экономика добилась небывалого прогресса. Благодаря существующей здесь культуре отношение к тем, кто рискует, в США не столь консервативно, как во многих других странах. Плоды этого экономического роста позволили разбогатеть миллионам индивидуальных инвесторов.

Хотя частных инвесторов все еще много, доля институциональных инвесторов на американском фондовом рынке резко увеличилась (с 26 % в 1980 г. до 53 % в 1996 г.), при этом на рынке акций крупных компаний этот рост был еще значительнее. Та же история повторилась в Великобритании, где акциями владеют теперь 12 млн человек. Почти треть населения страны получила акции бесплатно от финансовых компаний, утративших статус паевых фондов. Роль институциональных инвесторов тоже значительно возросла. Если в 1963 г. частным инвесторам принадлежало 54 % британских акций, то к 1998 г. этот показатель упал до 16,7 %[43].

Кто получает информацию первым?

Старый мир дружеских встреч представителей компаний и аналитиков, во время которых виды на будущее и важные новости обсуждались путем намеков или подсказок, все больше уходит в прошлое. От компаний все активнее требуют, чтобы они стали прозрачными и обеспечили равный для всех доступ к своей информации. Одновременно от аналитиков хотят большей беспристрастности и независимости. В США Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) отреагировала на нажим со стороны прессы и инвесторов, введя правило, согласно которому компании не должны давать отдельным группам инвесторов привилегии в виде избирательного предоставления информации. После принятия постановления о справедливом раскрытии информации (Fair Disclosure, FD) на Уолл-стрит началась оживленная дискуссия о том, какой оно имело эффект: стали ли компании активнее делиться информацией, или же, наоборот, они стали еще более закрытыми[44]. Полезно в этой связи прислушаться к мнению легендарного инвестора Уоррена Баффетта:

Благодаря принятой в компаниях практике избирательно адресованных намеков, подмигиваний и кивков спекулятивно настроенные институты и консультанты получали информационное преимущество перед инвестиционно ориентированными индивидуумами. Эта коррупционная практика, к сожалению, была характерна и для Уолл-стрит, и для корпоративной Америки. Благодаря председателю SEC Левиту, чьи усилия по защите интересов инвесторов были и неустанными, и эффективными, от корпораций теперь требуют, чтобы они относились ко всем инвесторам одинаково[45].

От компаний все активнее требуют, чтобы они стали прозрачными и обеспечили равный для всех доступ к своей информации.

В некотором отношении Уоррен Баффетт действительно великий профессиональный индивидуальный инвестор, с той лишь разницей, что он покупает не несколько акций, а целую компанию.

В Великобритании власти гораздо медленнее вводят официальные правила, касающиеся справедливого распределения информации, полагаясь на то, что этого уже требуют правила фондовой биржи. К сожалению, из-за неотработанности процедур или намеренно компании продолжают устраивать избирательные брифинги для аналитиков, а информация о поглощениях по-прежнему передается журналистам в уикенд (в лондонском Сити это называется «обвалом к вечеру пятницы»). Хотя официальные выпуски новостей фондовой биржи доступны теперь в обеих странах, только в США материалы частных брифингов поступают ко всем одновременно. Похоже, однако, что вскоре новая информация будет доступна для всех, кто попытается ее получить и расшифровать.

Когда лопнул «пузырь» «технологических» акций, аналитики в США и Великобритании оказались под огнем критики из-за своей зависимости от корпоративных отделов инвестиционных банков, в которых они обычно работают. Проще говоря, эти люди поддерживали «свои» акции. Любая компания, которая содействовала бизнесу данного инвестиционного банка, могла ожидать благоприятного освещения своей деятельности в материалах работавших в этом банке аналитиков. В США профессиональная организация аналитиков (Association for Investment Management and Research, AIMR) в 2001 г. создала рабочую группу по изучению этого вопроса. Во время написания этой книги несколько инвестиционных банков строго запретили своим аналитикам владеть любыми акциями из тех, о которых они писали.

Узнайте самого себя

Излишняя самоуверенность: «трейдинг на шуме», слишком активный трейдинг, дезориентация из-за жажды прибыли

Как-то летним вечером, когда я был в Лондоне, от нечего делать я придумал провести на сайте Ample Interactive Investor опрос на тему: «Как вы водите машину: средне, лучше среднего водителя или хуже?». И только 8,8 % респондентов ответили, что они водят хуже, чем средний водитель. Конечно, это не могло быть правдой. На самом деле этот опрос показал, что 90 % респондентов полагают: они водят не хуже или даже лучше других. Люди слишком уверены в себе как в водителях и недооценивают способности других. Одновременно проводившийся опрос о том, что произошло с личными инвестициями в ценные бумаги за последний год, показал, что треть респондентов потеряла более 40 % своего капитала. Не было бы ничего удивительного, если бы оказалось, что в обоих опросах участвовали одни и те же люди: по-видимому, средний инвестор тоже верит, что он умнее других инвесторов[46].

Излишняя самоуверенность проявляется во всем, и особенно в финансовых вопросах. Если бы люди не были слишком самонадеянны, желающих начать собственное дело было бы гораздо меньше. Доказательством того, что их уверенность в своих силах не вполне обоснована, служит тот факт, что множество мелких фирм терпят крах. Как ни неприятно это говорить, но вы совсем не так умны, как думаете, впрочем, если это может вас хоть как-нибудь утешить, не так уж умен и я. Излишняя самоуверенность может помешать в самых разных обстоятельствах. В инвестиционном деле она мешает нам в полной мере оценить риск и принять во внимание все имеющиеся факты. Мы слишком быстро продаем хорошие акции и слишком долго держимся за неходовые. Мы слишком доверяем оптимистичным прогнозам. Мужчины, между прочим, гораздо более самоуверенны, чем женщины. Инвесторы избирательно хранят в памяти свои прошлые результаты и необъективно оценивают собственные навыки.

Непомерное самомнение в широком масштабе может привести к чрезмерной реакции рынка, когда курсы в ответ на появление новой информации взлетают до небес, а затем инвесторы приходят в чувство и курсы снова падают. Если же инвесторы убеждены, что к данным акциям нужно относиться консервативно, их курс будет реагировать на хорошие новости в недостаточной степени (см. рис. 2.2).

Как нам определить, не слишком ли мы самоуверенны как инвесторы? Ответ на этот вопрос должен быть утвердительным, если мы:

• тратим на рынке массу денег, не очень представляя, во что мы их вкладываем;

• считаем, что всегда успешно действовали на рынке, и вспоминаем только о самых лучших сделках, которые нам удалось заключить;

• думаем, что для успеха нужно лишь вложить средства в то, что мы хорошо знаем.

Сделав это открытие, мы можем:

• прекратить вкладывать деньги каждый раз, когда слышим внушающий доверие совет;

• больше анализировать;

• получить совет профессионала;

• как и в случае вождения, пройти курс переподготовки.

Есть еще одна область, в которой наша жажда заработать может помешать воспользоваться реальным шансом. Когда люди что-то выигрывают, они предпочитают сразу забрать деньги, хотя могли бы продолжить играть и увеличить свой выигрыш. Если в порядке теста вы предложите им на выбор банкноту в пять фунтов или 50-процентный шанс выиграть десять фунтов, большинство инвесторов предпочтут взять гарантированные пять фунтов.

В теории им следовало бы выбрать возможность выиграть десять фунтов, потому что математически вероятность получить и потерять одна и та же. Большинство людей не любят математику. Она им плохо давалась в школе, и они ни за что не стали бы учить этот скучный предмет снова. Поэтому они не могут рассчитать даже простую вероятность. Если предоставить инвесторам выбор между возможностями дать кому-то другому пятифунтовую банкноту или позволить ему же выиграть десять фунтов с вероятностью 1:2, то большинство из них предпочтут второе. В этом случае они сочтут за лучшее пойти на риск.

На рынках, если ваши акции стали падать в цене, вы предпочитаете рисковать и цепляетесь за них до последнего в надежде, что в конце концов все обойдется. Равным образом, когда принадлежащие вам акции поднимаются, вы предпочитаете превратить их в деньги и упускаете свое, потому что они могут еще подняться. Совет тут может быть один: не мешайте расти акциям, которые растут, и избавляйтесь от падающих акций.

Совет тут может быть один: не мешайте расти акциям, которые растут, и избавляйтесь от падающих акций.

Синдром фиксации

Допустим, что два политика с разными взглядами говорят об одном и том же, например о легализации марихуаны. Один приводит доводы за (уменьшение уличной преступности), другой – против (поощрение пагубной привычки). Если бы вы слышали только одного, то, возможно, решили бы, что его точка зрения вполне разумна, – вы зафиксировались бы на его системе аргументов. Так и с инвестированием. Если вы слышали только половину истории, то в конце концов примете неправильное решение.

Первое впечатление – самое стойкое. Как-то группе наблюдателей дали пакет информации и сказали, что недавняя запрашиваемая цена на недвижимость составила 120 тыс. дол. Группа оценила ее в среднем в 114 тыс. дол. Другой группе предоставили ту же информацию, но сказали, что запрашиваемая цена – 150 тыс. дол. Эта группа предложила цену в 129 тыс. дол. [47] Когда мы фиксируемся на чем-либо, то берем себе в голову что-то, чего никак не можем забыть. Например, мы могли видеть, что акции Vodafone шли по 5 фунтов. Когда в следующий раз мы увидим, что они идут по 1,5 фунта, этот курс покажется нам неправильным.

Как можно узнать, страдаете ли вы синдромом фиксации?

• Можно ли сказать, что вы принимаете решения с кондачка, без размышлений?

• Вы всегда покупаете свои любимые акции?

• Верно ли, что вы не способны продать свои ценные бумаги дешевле, чем вы их купили?

Если это о вас, то вы – жертва синдрома фиксации.

Как избавиться от этой болезни?

• Узнайте еще чье-либо мнение.

• Проведите собственный анализ.

• Обращайте больше внимания не на курсы акций, а на фундаментальную информацию.

• Забудьте о прошлом, ведь важно только будущее.

Как мы начинаем понимать, что к чему

Первое правило инвестора

Если мы видим что-то кажущееся нам знакомым, то сразу отождествляем это с тем, что уже знаем: если оно ходит, как утка, и выглядит, как утка, то, наверное, это и есть утка. Но ведь мы можем и ошибиться, упустив какую-то важную деталь. Когда вы изучаете иностранный язык, то часто не можете подобрать нужного слова для того, что хотите описать. Во французском, например, есть несколько слов, синонимичных слову «друг». Поэтому когда французы ищут соответствующее английское слово, чтобы выразить определенную степень близости, то не могут его найти.

Такие широко употребляемые сегодня слова и выражения, как «неликвидный», ВНП, «индекс розничных цен» или «обставить индекс», еще 50–60 лет назад в обычной речи вообще не употреблялись. Слово – мощное средство что-то определить, обобщить и уложить у себя в голове, но, давая чему-либо какое-то название, мы легко можем упустить самую суть. Акции целых групп компаний мы можем называть «качественными», «биосами» и «технами». Обозначение «дотком»[48] (dot com), имевшее когда-то очень положительный смысл, теперь стало чуть ли не ругательным. Мы вполне можем ошибиться. Если один вид акций очень хорош, каждый, кто так думает, возможно, уже купил себе их пакет. Если другой вид акций очень плох, те, кто так считают, наверное, уже от них избавились. Инвесторы, которые проглатывают подобные полученные из опыта правила, начинают слишком пессимистично оценивать акции, курс которых когда-то падал, и слишком оптимистично – те, чей курс когда-то повышался.

Бихевиоризм в финансах – дисциплина очень амбициозная. Она пытается ответить на самые трудные вопросы, которые только можно задать, например: как инвесторы относятся к риску, как они его оценивают, почему они рискуют? Возможно, вы удивитесь, когда узнаете, что около 1,1 % американских мужчин – страстные игроки[49]. Другие вопросы: как возникают «пузыри» и почему инвесторы проводят так много сделок? Если бы вы сумели найти ответы, то наверняка стали бы очень богатыми.

Направление информационного потока может измениться

Короткое замыкание в информационной машине

Профессиональные инвесторы традиционно были инвесторами пассивными. В мое время в управлении фондами был ежедневный ритуал встреч с главными исполнительными директорами и финансовыми директорами крупных компаний, которые ежегодно посвящали недели две тому, чтобы обойти инвестиционные институты Сити. Они приходили в наши офисы, рассказывали час-другой о новостях компании и состоянии рынка, отвечали на несколько самых наивных вопросов и затем уходили, чтобы вернуться только через год. Обычно они говорили, как обстоят дела, не скрывая плохих новостей и давая ненужные обещания. Если нам не нравилось то, что мы слышали, нередко мы начинали продавать, зная, что ни одному институциональному инвестору, владей он даже несколькими процентами акций, не под силу ничего изменить. Что все жаждали услышать, так это сообщения о надежном и предсказуемом росте. Управляющий фондами Сити Тони Голдинг формулирует это так: «Инвесторы ненавидят неопределенность. Они спят и видят сделать мир более предсказуемым»[50].

Но когда дела идут плохо, инвестиционные институты начинают все более активизироваться. Когда British Airways не выполнила своих обязательств, ее главному исполнительному директору Роберту Эйлингу пришлось уйти. То же случилось летом 2001 г. в Marconi после предупреждения о снижении прибыли. Институты готовы были потребовать перемен в интересах акционеров. По словам Голдинга, «в 1990 г., когда наступил спад, институты обнаружили, что в своем инвестировании вынуждены придерживаться более интервенционистского подхода»[51]. Еще отчетливее эта тенденция проявилась, когда акции стали активно приобретаться иностранными инвесторами. В 1963 г. иностранцам принадлежало 7 % британских акций, а в конце 1998 г. – уже 27,6 %.

Инвесторы ненавидят неопределенность. Они спят и видят сделать мир более предсказуемым.

Эту мысль развивает Джордж Сорос, легендарный финансист, который в 1992 г. обрушил

фунт и заработал на его девальвации 1,5 млрд дол. По его мнению, инвестирование – это процесс рефлексивный. Активность инвесторов может повлиять на компанию точно так же, как активность компании может повлиять на инвесторов и курс акций.

Связь между курсами акций и соответствующими компаниями – это не улица с односторонним движением. Котировки фондового рынка моментально оказывают воздействие на такие вещи, как мотивационная ценность фондовых опционов для служащих. Пониженный курс акций может подорвать уверенность в способности компании погасить свою задолженность, и в результате кредит обойдется ей дороже. Если компания хочет выпустить акции, то при высоком курсе акций это будет легко, а при низком – сложно и дорого. В своей автобиографии Сорос говорит: «Я не согласен с предположением, что курсы акций – это пассивное отражение лежащей в их основе стоимости, не согласен я и с тем, что это отражение обычно соответствует этой стоимости. Я утверждаю, что стоимости всегда искажены»[52].

Сорос хорошо понимает, что точки зрения участников рынка определяют ситуацию на последнем, когда участники выступают и как наблюдатели, и как те, кто обладает правом голоса. Их собственная активность на рынке может привести к тому, что курсы либо повысятся, либо понизятся. Когда это происходит, принцип действия информационной машины может измениться (см. рис. 2.3). Информационный поток потечет не от компании, находящейся наверху, к инвесторам, находящимся внизу, а в обратном направлении: контролирующие инвесторы окажутся наверху, а компания – внизу. В этом случае важнейшей информацией становятся данные о курсе акций.

Преимущество индивидуального инвестора

У рынков есть способ обнаружить свое слабое место. В ходе бесконечной конкуренции между «быками» и «медведями» каждая сторона придает повышенное значение той или иной информации и по-своему ее толкует. Оценить, насколько пессимистично или оптимистично настроены «быки» и «медведи», позволяют доски объявлений. Когда новостей нет, а их отсутствие само по себе действительно может быть хорошей новостью, вы всегда найдете что-то новое на доске объявлений.

У рынков есть способ обнаружить свое слабое место.

Вооруженные персональными компьютерами, индивидуальные инвесторы используют сегодня такие сложные методы, которые еще пять-десять лет назад были недоступны даже для профессиональных управляющих фондами. Также они располагают средствами двусторонней связи, получают доступ к удаленным и ранее недоступным базам данных, голосуют по доверенности через Интернет. Крайне важно, что частные инвесторы могут сегодня получать официальные сообщения для печати одновременно с институциональными инвесторами и аналитиками. Теперь они, по крайней мере потенциально, могут «закоротить» информационную машину и устранить информационное преимущество профессиональных инвесторов.

Индивидуальные инвесторы могут создавать рыночный «шум», но им доступны и средства, которые позволяют его «отключить». Напомним еще раз план нашей книги:

• Анализируйте свое собственное инвестиционное поведение. Изучите великие биржевые «пузыри».

• Оцените инвестиционное поведение профессионалов. Поучитесь у выдающихся инвесторов.

• Поймите принцип действия информационной машины. Умейте распознавать действительно новую информацию.

• Познакомьтесь с аномалиями рынка – акциями роста, эффектами мелких фирм, относительных показателей и выбора времени.

• Сформируйте беспроигрышный, сбалансированный инвестиционный портфель, пользуясь профессиональными приемами – брокерскими исследованиями, онлайновым сбором информации, фильтрами-критериями и онлайновым ведением портфеля.

3. Фундаментальный анализ

В старые времена любой хорошо обученный аналитик мог профессионально выполнить работу по выбору недооцененных акций путем подробного анализа; но при колоссальном объеме проводимых сейчас исследований я сомневаюсь, позволят ли такие всесторонние усилия сделать выбор, качество которого оправдает эти затраты.

Бенджамин Грэм[53]

Реальное достижение многих тысяч аналитиков, изучающих теперь не так много тысяч компаний, – это установление на нынешнем рынке правильных относительных курсов большинства ведущих акций и огромного множества второстепенных.

Бенджамин Грэм и Дэвид Додд[54]

Часть первая

Как правильно выбрать акции

КАЧЕСТВЕННОЕ РЕШЕНИЕ

Когда вы начнете выбирать акции для своего портфеля, на вас обрушится настоящая лавина подробной информации о компаниях и отраслях, в которых они работают. Все это может показаться важным. Но в том и состоит мастерство инвестора, чтобы уметь провести различие. Иметь у себя множество таблиц или статистическую информацию, конечно, полезно, но значимость количественных данных может оказаться ложной.

В конце концов вам придется принять качественное решение.

Цифры очень быстро устаревают. Управляющие компаниями могут манипулировать данными отчетности, применяя ту или иную методику учета.

В конце концов вам придется принять качественное решение. Проанализировать

соответствующую количественную информацию, конечно, хорошо, но одного этого явно недостаточно. Разумеется, это все осложняет, ведь мы так любим определенность. Но когда мы делаем инвестиции, то идем на риск, и, хотя этот риск должен компенсироваться хорошей прибылью, никаких гарантий возврата денег не существует.

Как определить, что компания растет?

Многие инвесторы начинают с того, что изучают курс акций и график его изменения, как будто это и есть вся необходимая им информация. На мой взгляд, курс – это просто результат взаимодействия различных глубинных факторов, только дым от костра, но не огонь. Сам я предпочитаю в большинстве случаев начинать с установления основных фактов с помощью годового отчета. Если у меня возникает ощущение, что в той или иной отрасли или подотрасли хорошие перспективы роста, я выбираю группу компаний и сопоставляю их отчеты. Знакомство с каждым отчетом я начинаю с заявления председателя правления, чтобы получить представление о продукции компании и нынешнем состоянии рынка. Затем я обращаюсь к денежным потокам и счетам, чтобы представить себе масштабы деятельности компании. И под конец я интересуюсь такими вещами, как курс акций, процентная доходность, покрытие дивиденда, коэффициенты цена/прибыль и цена/балансовая стоимость. Последние помогают мне понять, соответствует ли стоимость акции ее нынешней цене.

Рост – это святой Грааль инвестирования в ценные бумаги.

Рост – это святой Грааль инвестирования в ценные бумаги. Без него прибыль и дивиденды тоже не могут вырасти. Нужно не только определить, растет ли компания, но и выяснить характер происходящих изменений. Ускоряется или замедляется рост? При этом прошлое интересует нас меньше, чем будущее, и мы также хотим знать, может ли компания финансировать собственный рост, потому что бывают компании, которые растут просто ради того, чтобы расти. Если компании недостаточно осторожны, они могут в буквальном смысле слова дорасти до разорения. Прогнозированием роста прибыли занимаются по большей части аналитики фондового рынка, и это, как мы увидим дальше, еще та работа.

Рост, очевидно, в основном является результатом увеличения продаж. Поэтому зачастую бывает полезно посмотреть, какова основная продукция компании, и выяснить динамику ее продаж. Рисунок 3.1 демонстрирует график еженедельных продаж новой продукции, такой как DVD или новый микрочип, за несколько недель. Сначала продажи растут очень быстро, но в конце концов достигают пика, начинают падать и затем стабилизируются на том или ином уровне. На графике могут быть представлены и кумулятивные продажи за все время. Кривая роста, как это должно быть понятно, вполне предсказуема для любого вида товаров.

Определив максимальную долю данного товара на рынке, аналитик может рассчитать темп роста на основе срока его службы, частоты замены и количества домохозяйств в стране. Если речь идет о таких крупных потребительских товарах длительного пользования, как широкоэкранные телевизоры и пылесосы без мешков для сбора пыли, то в каждом доме их одновременно, скорее всего, не больше одного.

Прогнозирование прибыли – это не совсем то же, что прогнозирование продаж, поскольку между доходом и прибылью существуют расходы, проценты, налоги и применяемые способы

учета. Годами аналитики и отраслевые обозреватели создают все новые графики, отражающие тенденции и циклы развития их отраслей[55]. Всем известен график, на котором кривая продаж компании сначала, когда новая продукция только появляется, выглядит J-образной, а затем, по мере того как спрос насыщается, идет на спад. Такого рода стандартные модели подходят не только для технического анализа.

Если темпы роста отрасли уже установлены, прогнозирование продаж сводится к определению рыночной доли, которая обычно представляет собой функцию расходов на маркетинг. Если вы обнаружили, что эти расходы растут, то можно ожидать и роста рыночной доли. Затем аналитики рассчитывают норму прибыли и рентабельность, используя данные о первоначальных затратах и денежных поступлениях от продаж.

Успех того или иного товара на рынке обычно зависит от того, насколько он отличается от аналогичных товаров и какова его себестоимость. У компании может быть технологическое преимущество или инновационные разработки. Пример – швейцарская ювелирная и часовая компания Cartier. Главная опасность для такой компании связана с возможностью копирования продукции или изменения технологии.

Если фирма поставила себе целью производство недорогой продукции, успех будет зависеть от размеров фирмы и ее способности минимизировать затраты. Примером здесь может служить Ford. Для такой компании главные угрозы связаны с возможностью появления конкурентов, чей производственный процесс более дешев, или с резким изменением вкусов покупателей.

Если компания растет слишком быстро, ей понадобится привлечь капитал, т. е. выпустить дополнительные акции или взять новый банковский кредит. Если компания растет слишком медленно, она может либо прекратить свое существование и вернуть деньги акционерам, либо добиться роста через поглощение. Рост может быть не только признаком успеха, но и обузой. «Как это ни печально, но почти столько же компаний могут разориться, потому что росли слишком быстро, сколько разоряются, потому что росли слишком медленно»[56].

Где можно ознакомиться с аналитическими прогнозами? Прогнозы и разработки индивидуальных аналитиков теперь широко доступны в Интернете. Вы можете почитать материалы Reuters или Extel, чтобы узнать, кто из аналитиков наиболее популярен, а затем изучить их последние прогнозы на таких сайтах, как Ample Interactive Investor и Hemmington Scott. Наконец, вы можете скачать их разработки с сайтов, перечисленных в последней части этой книги.

Ох уж эти цифры: анализ относительных показателей

Относительные показатели существуют не только для аналитиков. Их легко рассчитать, иони могут служить полезными инструментами сравнения.

Инвестиционный процесс неизбежно потребует даже от тех из нас, у кого нет никаких математических способностей, по крайней мере беглого просмотра нескольких цифр. Компании информируют о своей деятельности за тот или иной период в отчетах. Эти отчеты можно проанализировать, чтобы выявить тенденции и провести сравнение с другими аналогичными компаниями или отраслями. Затем мы можем встроить эти тенденции и результаты сравнения в наши прогнозы.

Относительные показатели существуют не только для аналитиков. Их легко рассчитать, и они могут служить полезными инструментами сравнения. Если вы не знаете, какую из двух

похожих акций выбрать, рассчитайте пару коэффициентов и купите ту, для которой эти показатели окажутся лучше. Однако коэффициенты – это только часть всей картины. Вы не можете ожидать, что, просто поделив одну цифру на другую, поймете весь путь, пройденный сложной организацией, но это поможет вам узнать о ней больше (см. табл. 3.1).

Показатели цена/прибыль и цена/балансовая стоимость широко обсуждаются в финансовой литературе. Цена, деленная на прибыль (коэффициент цена/прибыль), – полезный инструмент сравнения. Также он очень чувствителен к изменениям прибыли, скажем, если компания реорганизуется или переживает упадок. Хорошего или плохого показателя цена/прибыль не существует.

Рентабельность легко рассчитать, зная норму операционной прибыли. Операционная прибыль (иногда называемая прибылью до вычета процентов и налогов) делится на продажи. Оба показателя, на основе которых рассчитывается этот коэффициент, можно легко найти в отчете о прибылях и убытках компании. Продажи – это верхняя строчка, а операционная прибыль указывается под стоимостью проданных товаров. Убедитесь, что вы пользуетесь данными за нужный год. Этот коэффициент также может быть чувствительным к «агрессивному бухучету», например, если руководство не придерживается консервативного подхода к учету продаж по своим долгосрочным контрактам.

Цена, деленная на балансовую стоимость, – показатель более стабильный, но опять-таки этот коэффициент не может быть хорошим или плохим. Многое зависит от подхода руководства компании к определению балансовой стоимости своих активов, а кроме того, многие компании не нуждаются в значительных активах. Сравните активы химической компании с активами консалтинговой фирмы.

Долговую нагрузку, или соотношение заемных и собственных средств, также легко узнать из баланса компании. Вы просто находите в нижней части баланса данные о долгосрочной задолженности и делите их на общие активы (строка в середине баланса).

Еще одна цифра, которую нетрудно найти, – оборачиваемость активов. Цифра продаж из отчета о прибылях и убытках делится на общую величину активов, указанную в средней части баланса.

Последний относительный показатель, расчетом которого я собираюсь вас озадачить, – это рентабельность собственного капитала (ROE). Это чистая прибыль, деленная на акционерный капитал. Чистая прибыль берется из отчета о прибылях и убытках, а акционерный капитал – из нижней части баланса компании.

Эти относительные показатели особенно полезны для сравнения по годам, которое позволяет обнаружить ту или иную тенденцию. Никаких «правильных» показателей не существует. Какой показатель считать слишком высоким, зависит от вашей точки зрения. Например, у компании может быть высокая долговая нагрузка, потому что она много заняла, чтобы профинансировать удачный проект. Низкая оборачиваемость активов характерна для капиталоемких отраслей. Норма прибыли может быть низкой оттого, что компания переживает циклический спад и у нее высокие постоянные издержки.

Все относительные показатели очень чувствительны к изменению каждой из двух величин, на основе которых они рассчитываются. Например, интеллектуальная собственность (патенты на лекарства и медикаменты в стадии разработки) фармацевтических компаний не включается в собственный капитал. Компании извлекают выгоду из использования интеллектуальных активов, но эти активы не отражаются в балансе. Поэтому у

фармацевтических компаний рентабельность собственного капитала оказывается выше, чем у компаний других отраслей.

Аналогично на данные, по которым рассчитываются относительные показатели, может сильно влиять избранная руководством компании методика учета прибыли. Если прибыль тем или иным способом приукрашивается, соответствующие коэффициенты тоже оказываются завышенными. Существуют и значительные различия между странами: например, американские и британские компании обычно предпочитают выпускать акции, а французские и германские – долговые обязательства. Это сказывается на долговой нагрузке. Тем не менее сравнение относительных показателей разных компаний одной отрасли позволяет быстро определить место той или иной компании среди себе подобных.

Скрытые активы

Многие частные инвесторы благоговеют перед активами, рассматривают их в качестве главного критерия для инвестирования и охотятся за компаниями с самыми крупными активами и самым низким коэффициентом цена/балансовая стоимость. Винить за это прежде всего нужно одного из первых теоретиков инвестиционного дела Бенджамина Грэма. Его стратегия сложилась в мрачные времена Великой депрессии, когда угроза банкротства подстерегала инвесторов на каждом углу. Страховым полисом Грэма был вопрос: «Если эта компания лопнет, будет ли она стоить столько же, сколько стоит, пока еще работает?». На последнем отрезке XX в. с его инфляцией этот подход к инвестированию снова стал актуальным, но теперь даже частные инвесторы пользуются гораздо более тонкими приемами.

Страховым полисом Грэма был вопрос: «Если эта компания лопнет, будет ли она стоить столько же, сколько стоит, пока еще работает?»

Бывают скрытые активы, но, конечно, их нужно соотносить со скрытыми обязательствами. Главные скрытые сокровища – это нематериальные активы, такие как патенты, бренды, авторские права, лицензии и активы, взятые в лизинг, а также проводимые исследования и разработки. В отчетах сведений об этих активах обычно нет, хотя о многом можно догадаться по цене, которую они приобретают, когда переходят из рук в руки.

Другие обладатели скрытых активов, которых нередко ищут инвесторы, – это компании, занимающиеся застройкой земельных участков и торговлей недвижимостью, и инвестиционные тресты. Оценивать их ниже стоимости могут длительное время, поэтому не следует ожидать от них немедленного роста. Частично такая недооценка активов может отражать больший риск, связанный с крупными заимствованиями, или наличие активов, отличающихся сильной ценовой изменчивостью.

Как выбирать акции на основе коэффициента цена/прибыль

Выбор акций – дело непростое. Все мы хотим найти простейший путь, и немалую часть работы могут проделать за вас фильтры-критерии. В основном все пользуются таким фильтром-критерием, как коэффициент цена/прибыль. На компьютере подсчитываются коэффициенты цена/прибыль для всех акций на рынке и определяются акций Z-3 с самыми низкими и самыми высокими коэффициентами. Также рассчитывается средневзвешенный

рыночный коэффициент цена/прибыль, который принимается равным 100 %. Тогда коэффициент для отдельных акций можно сравнить со средним по рынку. Например, у каких-то акций может быть коэффициент цена/прибыль, на 20 % превышающий средний по рынку. Если средний коэффициент равен 10, то коэффициент цена/прибыль этих акций будет равен 12, а их коэффициент цена/прибыль в сравнении с рынком (P/E relative, PER) – 120 %.

Выбор акций – дело непростое.

В дальнейшем на компьютере можно рассчитать коэффициент цена/прибыль/темпы роста (P/E growth, PEG): коэффициент цена/прибыль делится на темп роста прибыли (прогноз на следующий год в сравнении с фактической прибылью за этот год). Например, у компании с коэффициентом цена/прибыль, равным 16, и темпом роста прибыли 8 % PEG равен 2 (16 / 8 = 2). Все акции затем ранжируются и из них выбираются те, с которыми вы получаете больший рост при низком P/E. Некоторые инвесторы, например Джим Слейтер, безгранично верят в эти показатели: «Для меня правильным сочетанием всегда были низкий коэффициент цена/прибыль и высокий темп роста»[57]. Такие инвесторы покупают, когда PEG меньше единицы, и продают, если PEG приближается к двум.

Что такое PEG? Это коэффициент цена/прибыль, деленный на темп роста (например, у компании с коэффициентом цена/прибыль, равным 16, и темпом роста прибыли 8 % PEG равен 2 (16 / 8 = 2)).

Все показатели цена/прибыль страдают тем недостатком, что они рассчитываются на основе данных, которые часто оказываются очень изменчивыми. Управляющие могут поднять прибыль продажей активов или поглощениями, а брокерские прогнозы роста постоянно меняются. Курсы акций могут также быть очень неустойчивыми и подверженными искусственным колебаниям. Таким образом, вы нагромождаете одни изменчивые цифры на другие. Коэффициент цена/прибыль сам по себе весьма чувствителен к бухгалтерским манипуляциям, как, впрочем, и темп роста. Что если компания недавно купила другую быстрорастущую компанию или пожертвовала нынешним ростом ради инвестиций в разработку беспроигрышной продукции? Никому не известно, каким будет темп роста в следующем году. Брокерские прогнозы славятся своей неточностью. Сам коэффициент цена/прибыль уже представляет собой функцию темпа роста, прошлого или будущего. Другая большая погрешность начальных данных связана с рыночным курсом, который, очевидно, уже отражает ожидания инвесторов относительно роста. Так что, возможно, вы заложите в свои расчеты погрешность сразу на нескольких уровнях[58].

Акции компаний-«оболочек» и копеечные акции

Многих инвесторов прямо-таки гипнотизируют акции с низкой стоимостью, как будто их дешевизна сама по себе служит гарантией того, что они поднимутся в цене. Конечно, это факт, что со многими из самых ходовых сегодня акций когда-то не хотел иметь дело ни один уважающий себя управляющий фондами, и прежде чем подняться, они должны были упасть. Когда курс этих акций достиг ценового дна, на сцене появилась сильная управленческая команда, которая провела оздоровление компании, возможно, даже путем ее перепрофилирования.

Безусловно, это правда, что некоторые компании-«оболочки» создаются на руинах уже прекративших свое существование компаний, когда предприниматели хотят получить готовую фирму, имеющую регистрацию на бирже. Но при большом числе подобных компаний-«оболочек» отгадать, на какую из них предприниматели нацелятся в следующий раз, – задача, похоже, совершенно нереальная.

Многих инвесторов прямо-таки гипнотизируют акции с низкой стоимостью, как будто их дешевизна сама по себе служит гарантией того, что они поднимутся в цене.

Как выбрать компанию с хорошим управлением

Вопрос выбора хорошей компании – это в значительной мере вопрос поиска компании с хорошим управлением. Какой толк в превосходных фабриках, высококвалифицированном персонале и солидном счете в банке, если те, кто сидят в руководстве компании, сводят все это на нет, ни в чем себе не отказывая или заключая неудачные сделки! Ведь история многих крупных компаний – это история войны акционеров с плохими управляющими.

Если акционеры берут верх, то компании действуют в их интересах. Если же управляющие думают, что могут не слишком оглядываться на акционеров, то повышение курса акций не является для них приоритетной задачей. Начиная с 80-х гг. многие враждебные поглощения затевались с явной целью вынудить плохих управляющих реорганизовать свои компании. Нередко инвесторы могут догадаться о плохом менеджменте по состоянию отрасли, к которой относится компания. Плохо управляемые компании зачастую обнаруживаются в зрелых или пришедших в упадок отраслях. Когда инвестиционные возможности становятся ограниченными, руководители обязаны, наверное, позаботиться о том, чтобы компания свернула свою деятельность и ушла с рынка, возможно, возвратив оставшиеся средства акционерам. Но часто они этого не делают. Они продолжают вкладывать капитал так, как и раньше. Они впустую тратят деньги на бесперспективные инвестиции из лояльности к корпоративной культуре и служащим или чтобы сохранить свой пост и поддержать престиж. Теоретически в этом случае должен сказать свое слово совет директоров, но нередко и он оказывается на удивление неэффективным.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, перейдя по ссылке http://www.litres.ru/mark-harrison-2/iskusnyy-investor-upravlyayte-svoimi-investiciyami-professionalno/?lfrom=329574480 и купив полную легальную версию на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.

Сноски

1

Джастин У. Стюарт из 7 Investment Management, подразделения Killik & Co.

2

Говард Дейвис, председатель правления Financial Services Authority, из речи в Институте по связям с инвесторами 9 июля 2001 г.

3

R. C. Carter, H. Van Auken. Security analysis and portfolio management: a survey and analysis // Journal of Portfolio Management, 1990, Spring, p. 82.

4

Janet C. Lowe. Warren Baffett Speaks: Wit and Wisdom from the World's Greatest Investor. New York: Wiley, 1997, p. 93.

Подробнее об Уоррене Баффетте см. главу 7 этой книги. –

Примеч. переводчика.

5

Это изречение приписывают Ларри Хайту из Mint Investment Management Company.

Знаменитый американский финансист. –

Примеч. переводчика.

6

Andrei Shleifer. Inefficient Markets. Oxford: Oxford University Press, 2000, p. 18.

7

Теория совершенного рынка гласит, что цены являются суммой всей имеющейся информации и мгновенно отражают любые новости. Это можно представить себе в виде формальной научной модели. У вас есть различная информация на входе, а на выходе вы имеете цены, реагирующие на нее и поддающиеся измерению. Ученый-физик Юджин Фама связал все вместе в теорию совершенного рынка. Фама выделяет три вида информации, соответствующих слабой, полусильной и сильной формам эффективного рынка. Информация первого вида – сведения о прошлых курсах акций. Предполагается, что прошлые цены никак не могут быть использованы для предсказания будущих цен. Следовательно, технический анализ, который позволяет нарисовать графики и выявить тенденции на основе прошлой динамики курсов, – просто пустая трата времени. Мы еще остановимся на этом позднее. Второй вид информации – вся общедоступная информация, такая как отчеты компаний и государственная статистика. Согласно теории совершенного рынка она отражается в цене сразу, как только становится известной. Таким образом, и фундаментальный анализ – напрасная трата времени. Последний вид – это вся общедоступная и хранимая в секрете информация. Сюда относятся, например, сведения о тайных переговорах о поглощении. Процессы против дилеров-инсайдеров, таких как Айвен Боэски, свидетельствуют против использования последнего вида информации.

8

George Soros. The Alchemy of Finance. New York: Simon and Schuster, 1987, p. 47.

9

Ibid., p. 45.

10

Peter Bernstein. Capital Ideas. New York: Free Press, 1993, p. 161.

11

Ibid., p. 140.

12

Rene Descartes. Discourse on the method of rightly conducting the reason // The Great Books of the Western World: Descartes and Spinoza. Franklin Library, Franklin Center, PA, 1982, p. 69.

13

Ray Ball, Philip Brown. An empirical evaluation of accounting numbers // Journal of Accounting Research, 1968, Autumn, p. 159–178.

14

Andrei Shleifer. Inefficient Markets. Oxford: Oxford University Press, 2000, p. 112.

15

В США. См.: R. W. Banz. The relationship between return and market values of common stocks // Journal of Financial Economics, 1981, 9, 1, p. 3–18; Marc Reinganum. Misspecification of capital asset pricing // Journal of Financial Economics, 1981, 9, 1, p. 19–46. В Великобритании Димсон и Марш в 19551984 гг. обнаружили надбавку в 7 %. Во Франции, по данным Бергстрема, Фрашура и Чисхольма, эта надбавка в 1975–1989 гг. составляла 8,8 %; в Германии она была лишь немногим меньше. Хамео в 1989 г. писал, что в 1971–1988 гг. надбавка по японским мелким компаниям составляла 5,1 %.

16

В биржевой практике это расхождение называется «спред». –

Примеч. ред.

17

Peter Lynch. One Up on Wall Street. New York: Simon and Schuster, 2000, p. 165.

18

C. Barry White. What P/E will the US market support? // Financial Analysts Journal, 2000, 56, 6, p.

30.

19

См.: С. Коттл, Р. Ф. Мюррей, Ф. Е. Блок. «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда. М.: Олимп-Бизнес, 2000. –

Примеч. ред.

20

Asweth Damodaran. Investment Valuation. New York: Wiley, 1996, p. 175–176.

21

Dean LeBaron, Romesh Vaitilingam, Marilyn Pitchford. The Ultimate Book of Investment Quotations. Capstone, Dover, NH, 1999, p. 332.

Знаменитый американский финансист, автор целого ряда популярных книг, в том числе «Искусство делать и сохранять деньги», «Искусство торговать» и др. –

Примеч. переводчика.

22

Таблица по данным Дамодарана (1996 г.), с. 177. Другие исследования показали, что в 1963–1990 гг. акции с низким коэффициентом цена/балансовая стоимость приносили дополнительный доход в 1,83 %. E. F. Fama, K. R. French. The cross-section of expected stock returns // Journal of Finance, 1992, June, p. 436.

23

Janet C. Lowe. Warren Baffett Speaks: Wit and Wisdom from the World’s Greatest Investor. New York: Wiley, 1997, p. 189.

24

H. Nejat Seyhun. Insiders’ profits, costs of trading, and market efficiency // Journal of Financial Economics, 1986, 16, 2, p. 189–212. Изучение периода 1975–1981 гг., в течение которого было заключено 59 148 сделок, показало, что за покупками следовало повышение курса на 4,3 %, а за продажами – падение курса на 2,2 %.

25

Система разграничения функций внутри банка во избежание злоупотреблений. –

Примеч. переводчика.

26

В начале 2001 г. Ассоциация инвестиционного менеджмента и исследований (AIMR) создала рабочую группу для изучения вопроса о рекомендациях. Многие инвестиционные банки также выпустили внутренние руководства, чтобы укрепить «китайскую стену» между аналитиками и корпоративными финансистами.

27

Michael C. Jensen. The performance of mutual funds, 1948–1967 // Journal of Finance, 1968, 23, 2, p. 389–416.

28

Clark Holloway. A note on testing an aggressive investment strategy using Value Line Ranks // Journal of Finance, 1981, 36, 3, p. 711–719.

29

По данным одного исследования с использованием прошлых показателей Нью-Йоркской фондовой биржи, если бы вы каждый год покупали акции начиная со второго и кончая последним днем налогового года и продавали бы их на четвертый день налогового года, то получали бы ежегодно свыше 6,9 % прибыли, а для мелких компаний даже больше. Можно подумать, что арбитражные спекулянты это давно поняли бы и скупали акции до окончания налогового года, а потом их продавали. Цены приспосабливались бы к этому, чтобы

исключить возможность заработать на аномалии. Некоторые говорят, что для мелких американских компаний этот эффект уже пропал. Но, очевидно, это справедливо не во всех случаях; другие исследования показывают, что эта аномалия сохраняется. Возможно, что продажей занимаются сами «арбитражеры».

30

Kenneth French. Stock returns and the weekend effect // Journal of Economics, 1980, 8, 1, p. 55–70. Френч предполагает, что должна быть возможность заработать, всегда продавая по пятницам и покупая по понедельникам или открывая короткую позицию по тем же акциям в пятницу и закрывая ее в следующий понедельник. Этот эффект может быть связан со склонностью фирм публиковать плохие новости тогда, когда рынки закрыты.

31

Как это сделал нобелевский лауреат Майрон Шольц, когда LTCM предложили сделать несколько ставок на валютных рынках. Однако в отношении других ставок LTCM не проявил подобной осмотрительности.

32

Treasury’s Smaller Quotes Companies Report, 1998, November, quoted in Tony Golding. The City: The Great Expectations Machine. London: Pearson Education, 2001.

33

Bing Liang. Hedge fund performance: 1990–1999 // Financial Analysts Journal, 2001, 57, 1, p. 11. Лянь использует базу данных TASS, весьма обширную, но все же не охватывающую все фонды мира. Согласно данным Ричарда Хиллза, на конец 1999 г. в мире было 5000 хеджевых фондов, общая сумма средств которых составляла 300 млрд дол.

34

Инвестиционные компании, выпускающие ограниченное количество акций. Инвестор, желающий приобрести акции такой компании, может осуществить это, только выкупив их у другого инвестора, который захочет их продать. –

Примеч. переводчика.

35

Alfred Marshall. Money, Credit and Commerce. London: Macmillan, 1923, p. 95.

36

Письмо председателя правления акционерам, 2001 г.

37

Peter Bernstein. Capital Ideas. New York: Free Press, 1993, p. 124.

38

Несогласный инвестор – такой инвестор, поведение которого всегда идет вразрез с настроением большинства участников рынка. Если большинство покупает ценные бумаги, то несогласный инвестор их продает, и наоборот. –

Примеч. переводчика.

39

Dean LeBaron, Romesh Vaitilingam, Marilyn Pitchford. The Ultimate Book of Investment Quotations. Capstone, Dover, NH, 1999, p. 224.

40

P. Wysocki. Cheap talk on the web: the determinants of postings on stock message boards. Working paper, University of Michigan Business School, 1999.

41

R. Tumarkin, R. F. Whitelaw. News or noise? Internet postings and stock prices // Financial Analysts Journal, 2001, May/June, p. 41–51.

42

The Collected Writings of Jonh Maynard Keynes / Donald Moggridge. Vol. XII. New York: Cambridge University Press, 1983, p. 109. (Публикуется с разрешения Palgrave.)

43

Office for National Statistics. Share Ownership, A Report on the Ownership of Shares as at 31st December 1998. London: The Stationery Office, 1999, p. 7.

44

Чтобы пролить свет на этот вопрос, было проведено несколько исследований. Однако факты не позволяют дать однозначный ответ. Обследование 600 компаний, проведенное Национальным институтом по связям с инвесторами (National Investor Relations Institute), данные которого были опубликованы в феврале, показало, что в результате введения правила FD объем публикуемой информации увеличился. Другое обследование этого же института показало, что 48 % компаний публикуют то же количество информации, что и раньше, 24 % – меньше и 28 % – больше. И согласно First Call/Thompson Financial правило FD, похоже, заставляет большее число компаний делать сообщения для прессы, когда они хотят информировать инвесторов об ожидаемой прибыли. Но исследование Ассоциации института ценных бумаг (Securities Institute Association) дало менее обнадеживающие результаты. Согласно этим данным объем раскрываемой информации сокращается. (Говард Дейвис, председатель FSA, речь в Обществе по связям с инвесторами, 9 июля 2001 г.)

45

Уоррен Баффетт в письме председателя правления акционерам Berkshire Hathaway Inc., 2000 г.

46

Адам Смит в своем знаменитом «Богатстве народов» (1776) сказал: «Потрясающее самомнение, которое большинство людей проявляют при оценке своих способностей, – это древнее зло, отмечавшееся философами и моралистами всех веков».

47

Handbook of Macroeconomics / John B. Taylor, Michael Woodford. Vol. 1. Amsterdam: North-Holland, 1999, p. 1305–1340. Есть еще одна хорошая (и краткая) характеристика «поведенческих финансов»: Alistair Byrne. A study of how investors make stupid mistakes // Professional Investor, 2000-1, Dec/ Jan, p. 13.

48

Обозначение фирм, занимающихся электронной коммерцией. –

Примеч. ред .

49

Handbook of Macroeconomics / John B. Taylor, Michael Woodford. Vol. 1. Amsterdam: North-Holland, 1999, p. 1305–1340.

50

Tony Golding. The City: Inside the Great Expectations Machine. London: Pearson Education, 2001, p. 60.

51

Ibid., p. 171.

52

George Soros. The Alchemy of Finance. New York: Simon and Schuster, 1987, p. 48.

53

In John Train. Money Masters. New York: HarperCollins, 2000, p. 122.

54

Benjamin Graham, David Dodd. Security Analysis: Principles and Techniques. New York: McGraw-Hill, 1934.

55

Fred Wellings. Profits forecasting: a practitioner’s view // Professional Investor, 1998, October, p .28.

56

Robert C. Higgins. Analysis for Financial Management. 6th edn. Maidenhead: McGraw-Hill, 2001, p. 115.

57

Jonathan Davis. Money Makers. London: Orion, 1998, p. 168.

58

Изучение данных за период 1982–1989 гг. первоначально подтвердило этот вывод, но результаты более поздних исследований были не такими определенными. Frank Reilly, Dominic Marshall. Using P/E/growth ratios to select stocks. Paris: University of Notre Dame, 1999, January.