

30 БОЛЬШИХ ИДЕЙ ИЗ КНИГИ СЕТА КЛАРМАНА «ЗАПАС ПРОЧНОСТИ»

Seth Klarman, Vishal Khandelwal



[Клуб Trade Talk](#) - это закрытый контент на boosty, переводы исследований и тематический чат с голосовыми эфирами в Телеграмме.

Новые исследования выходят ежемесячно

ПРЕДИСЛОВИЕ от Vishal Khandelwal

За исключением, возможно, Уоррена Баффета, ни один инвестор сегодня не пользуется большим уважением, чем Сет Кларман из «Baupost Group». С момента основания своего инвестиционного товарищества в 1983 году Кларман не только добился непревзойденного уровня доходности (более 20% в год), но также время от времени делал мудрые и актуальные комментарии о состоянии рынков и мастерстве инвестирования.

Он является автором книги «Запас прочности: низкорискованные стратегии стоимостного инвестирования для разумных инвесторов», которая стала классикой стоимостного инвестирования с момента ее первой публикации в 1991 году.

Перечитывая «Запас прочности», я подумал о том, чтобы собрать ключевые идеи, описанных Кларманом, и представить их в виде компиляции. Эти идеи вряд ли охватывают всю мудрость, которую Кларман излагает в этой замечательной книге, но на протяжении многих лет они помогали мне как инвестору. Эта книга была написана почти 30 лет назад, но идеи Клармана прекрасно работают и сегодня.

Все идеи, представленные в данном специальном отчете, являются прямым цитированием книги Клармана «Запас прочности». Я не пытался интерпретировать их по-своему по той простой причине, что я не смог бы лучше передать то, о чем говорит Кларман.

Ниже представлены 30 больших идей (среди многих прочих), которые Кларман описывает в своей книге, и которые, как мне кажется, могут помочь вам стать более благоразумным и вдумчивым инвестором.

№1: СТОИМОСТНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ – ЭТО НЕПРОСТО

Стоимостное инвестирование требует большого количества напряженной работы, необычайно жесткой дисциплины и наличия долгосрочного инвестиционного горизонта. Немногие готовы и способны потратить достаточное количество времени и усилий для того, чтобы стать стоимостным инвестором, и лишь немногие из них обладают правильным мышлением, которое позволило бы им добиться успеха в данной сфере.

Как и большинство восьмиклассников, изучающих алгебру, отдельные инвесторы запоминают несколько формул или правил и с виду кажутся компетентными, но на самом деле не понимают, что делают. Для достижения долгосрочного успеха в течение многих финансовых и экономических циклов недостаточно соблюдения нескольких правил.

В мире инвестиций все меняется слишком быстро для того, чтобы такой подход имел успех. Вместо этого необходимо понимать обоснование этих правил для того, чтобы понимать, почему они работают, когда они работают, и почему они не работают, когда они не работают. Стоимостное инвестирование — это не концепция, которую можно изучить и постепенно применять. Это знание либо усваивается и принимается сразу, либо никогда по-настоящему не изучается.

Концепции стоимостного инвестирования просто понять, но сложно реализовать на практике. Стоимостные инвесторы — это не мудрые аналитические волшебники, создающие и применяющие сложные компьютерные модели для поиска привлекательных возможностей или оценки базовой стоимости.

Самое трудное в стоимостном инвестировании – это быть дисциплинированным, сохранять терпение и рассудительность. Инвесторам нужно быть дисциплинированными для того, чтобы избегать непривлекательных предложений, иметь терпение для того, чтобы дождаться нужного предложения, и иметь здравый смысл для того, чтобы понимать, когда нужно сделать разворот.

№2: ЧТО ЗНАЧИТ БЫТЬ СТОИМОСТНЫМ ИНВЕСТОРОМ

Терпеливое стремление к выгодным сделкам делает стоимостное инвестирование очень консервативным подходом, исключающим риски. Самой большой проблемой для стоимостных инвесторов является поддержание необходимой дисциплины.

Быть стоимостным инвестором обычно предполагает, что вы стоите в стороне от толпы, бросаете вызов общепринятому мнению и противостоите преобладающим инвестиционным тенденциям. Стоимостное инвестирование может быть очень одиноким предприятием.

Стоимостный инвестор может иметь плохие, даже ужасающие результаты по сравнению с другими инвесторами или рынком в целом в течение длительных периодов переоценки рынка. Тем не менее, в долгосрочной перспективе стоимостный подход работает настолько успешно, что лишь немногие сторонники данной философии когда-либо отказывались от него.

№3: ЗЛЕЙШИЙ ВРАГ ИНВЕСТОРА

Если бы инвесторы могли предсказать будущее направление движения рынка, они бы, конечно, не были стоимостными инвесторами постоянно. Действительно, когда стоимость ценных бумаг неуклонно растет, стоимостной подход обычно мешает – стоимость не пользующихся спросом ценных бумаг, как правило, растет медленнее, чем у фаворитов рынка. Когда на пути к переоценке рынок становится полностью оцененным, стоимостные инвесторы снова оказываются в неважном положении, потому что продают ценные бумаги слишком рано.

Самое выгодное время для стоимостного инвестора – это период падения котировок. Это тот период, когда имеет значение риск снижения котировок и когда инвесторы, которые беспокоятся только об успешном исходе, страдают от последствий неоправданного оптимизма. Стоимостные инвесторы инвестируют с запасом прочности, который защищает их от больших потерь в периоды сужающегося рынка.

Те, кто способен делать прогнозы, должны активно участвовать в торгах, даже с маржей, используя заемные деньги, когда рынок вот-вот поднимется, и уйти с рынка до того, как он упадет. К сожалению, есть множество инвесторов, которые лишь заявляют о наличии у них способности предвидеть направление движения рынка, хотя на деле не обладают этой способностью. (Я сам не встречал ни одного подобного инвестора.)

Тем из инвесторов, кто знает, что мы не можем точно прогнозировать изменение котировок ценных бумаг, стоит рассмотреть возможность стоимостного инвестирования – безопасную и успешную стратегию во всех инвестиционных средах.

№4: ВСЕ УПИРАЕТСЯ В ПСИХОЛОГИЧЕСКИЙ НАСТРОЙ

Для достижения успеха в инвестировании необходимо иметь соответствующий настрой.

Инвестирование — это серьезный бизнес, а не развлечение. Если вы в принципе принимаете участие в работе финансовых рынков, очень важно делать это как инвестор, а не как спекулянт, и быть уверенным в том, что вы понимаете разницу.

Я думаю, излишне говорить о том, что инвесторы способны отличить «Pepsico» от «Picasso» и понять разницу между инвестициями и предметом коллекционирования.

Когда на карту поставлены ваши кровно заработанные сбережения и финансовая безопасность в будущем, цена подобных ошибок становится неприемлемо высокой.

№5: НЕ ИЩИТЕ СОВЕТОВ ОТ МИСТЕРА РЫНКА

Некоторые инвесторы — на деле спекулянты — ошибочно обращаются к Мистеру Рынку за советом в области инвестиций.

Они наблюдают, как он устанавливает более низкую цену на ценную бумагу, и, не помня о его иррациональном характере, спешат продать свои активы, игнорируя собственную оценку базовой стоимости. В других случаях они видят, как он поднимает цены и, доверяя его авторитету, покупают ценные бумаги по более высокой цене, как будто он знает больше, чем они.

Реальность такова, что Мистер Рынок не знает ничего, являясь продуктом коллективных действий тысяч покупателей и продавцов, которые сами в своих действиях не всегда руководствуются принципами инвестирования.

Инвесторы и спекулянты, находящиеся под действием эмоций, неизбежно теряют деньги. Инвесторы, которые пользуются периодической иррациональностью Мистера Рынка, напротив, имеют хорошие шансы на достижение долгосрочного успеха.

№6: ЦЕНА АКЦИЙ ПРОТИВ РЕАЛЬНОСТИ БИЗНЕСА

Луи Левенштейн предупредил нас о том, чтобы мы не путали реальный успех в сфере инвестиций с отражением подобного успеха на фондовом рынке.

Суть заключается в том, что рост цен на акции не гарантирует, что дела у компании идут хорошо или что повышение цены оправдано соответствующим увеличением базовой стоимости. Аналогичным образом падение цены акций само по себе не обязательно отражает неблагоприятное развитие бизнеса или снижение его стоимости.

Для инвесторов жизненно важно отличать колебания цен на акции от лежащей в их основе реальности бизнеса. Если общая тенденция заключается в том, что покупка порождает увеличение числа покупок, а продажа стимулирует увеличение продаж, инвесторы должны бороться с тенденцией капитулировать перед рыночными силами.

Вы не можете игнорировать рынок – очевидно, что игнорировать источник инвестиционных возможностей было бы ошибкой, но вы должны принимать решения самостоятельно и не позволять рынку вести вас за собой.

№7: СТОИМОСТЬ ЦЕННЫХ БУМАГ ПРОТИВ ИХ ЦЕННОСТИ

Стоимость по отношению к стоимости, а не только стоимость ценных бумаг, должна определять ваши инвестиционные решения.

Если вы рассматриваете Мистера Рынка в качестве создателя инвестиционных возможностей (в тех случаях когда стоимость ценных бумаг отклоняется от базовой стоимости), у вас есть задатки стоимостного инвестора.

Однако, если вы упорно продолжаете требовать от Мистера Рынка советов в области инвестирования, возможно, вам, стоит нанять кого-то еще для управления вашими финансовыми активами.

Поскольку стоимость ценных бумаг может меняться по целому ряду причин и поскольку невозможно знать, какие ожидания отражаются на том или ином уровне их стоимости, инвесторы должны смотреть не только на стоимость ценных бумаг, но и на базовую стоимость бизнеса, всегда сравнивая их в рамках инвестиционного процесса.

№8: ЭМОЦИИ ГУБИТЕЛЬНО ВЛИЯЮТ НА ИНВЕСТОРОВ

Над неудачливыми инвесторами довлеют эмоции. Вместо того, чтобы хладнокровно и рационально реагировать на колебания рынка, они реагируют эмоционально, с жадностью и страхом.

Все мы знаем людей, которые в большинстве случаев действуют ответственно и благоразумно, но начинают сходить с ума в процессе инвестирования. Им может потребоваться несколько месяцев или даже лет напряженной работы и терпеливого накопления денежных средств, и всего несколько минут для того, чтобы вложить их в те или иные активы.

Одни и те же люди прочтут несколько изданий и посетят множество магазинов, прежде чем купить стереосистему или видеокамеру, но при этом не будут тратить время на изучение профиля акций, о которых только что услышали от своего друга.

Рациональность, которая применяется к покупке электроники, исчезает, когда речь заходит об инвестировании.

№9: ФОНДОВЫЙ РЫНОК ≠ БЫСТРЫЕ ДЕНЬГИ

Многие неудачливые инвесторы рассматривают фондовый рынок как способ заработать деньги, не работая, а не как способ вложить свой капитал для того, чтобы получить достойную прибыль.

Любой человек будет рад быстрой и легкой прибыли, а перспектива ее получения разжигает жадность инвесторов. Жадность заставляет многих инвесторов искать кратчайший путь к инвестиционному успеху.

Вместо того, чтобы с течением времени увеличивать доходность, они пытаются получить быструю прибыль, пользуясь актуальными советами. Они не задумываются о том, как человек, дающий такие советы, может обладать подобной информацией, не получив ее незаконным путем, или над тем, почему подобная информация стала общедоступной, если она обладает такой ценностью.

Жадность также проявляется в виде чрезмерного оптимизма или, если копнуть еще глубже, в виде самонадеянности перед лицом плохих новостей.

Наконец, жадность может заставить инвесторов перенести акцент с достижения долгосрочных инвестиционных целей в пользу краткосрочных спекуляций.

№10: ЦИКЛЫ ФОНДОВОГО РЫНКА

Все причуды инвесторов когда-то проходят. Стоимость ценных бумаг в конечном итоге становится слишком высокой, уровень предложения догоняет, а затем превышает уровень спроса, достигается некий пик, за которым следует движение вниз.

Всегда будут иметь место циклы инвестиционных трендов и, конечно же, за ними будет следовать инвесторы, которые подвержены их влиянию.

Справедливости ради следует отметить, что отличить инвестиционную причуду от реального бизнес-тренда не так просто. На самом деле, многие инвестиционные причуды берут свое начало в реальных бизнес-трендах, которые заслуживают того, чтобы быть отраженными в стоимости ценных бумаг.

Однако подобные причуды рынка становятся опасным, когда цены на акции достигают уровней, которые не обеспечиваются умеренно оцененной базовой стоимостью предприятий.

№11: ПОЧЕМУ КРУПНЫЕ ИНВЕСТОРЫ ПРОИГРЫВАЮТ РЫНКУ

Поведение институциональных инвесторов могло бы показаться забавным, если бы не было таким ужасным.

Сотни миллиардов долларов, заработанных другими людьми тяжелым трудом, регулярно переводятся из одних инвестиционных фондов в другие на основании результатов поверхностных исследований и анализа или при их полном отсутствии.

В данном случае превалирует расчет на консенсус, групповое мышление. Игра с толпой обеспечивает приемлемую посредственность; Те, кто действуют самостоятельно, имеют дело с низкой уровнем отдачи.

Риск неприемлем

Действительно, краткосрочная ориентированность многих инвестиционных менеджеров на относительную эффективность инвестирования сделала термин «институциональный инвестор» противоречивым.

Большинство инвестиционных менеджеров получают вознаграждение не по результатам их работы, а в процентах от общей суммы активов, находящихся под их управлением. Стимул заключается в увеличении объема активов, находящихся под управлением инвестиционных менеджеров, с целью получения большего количества комиссионных. Тем не менее, в то время как управление денежными средствами обычно становится более прибыльным по мере увеличения числа активов, находящихся под управлением, достижение высокого уровня эффективности инвестирования становится все более сложной задачей.

Подобного рода конфликт между интересами инвестиционных менеджеров и их клиентами обычно разрешается в пользу инвестиционных менеджеров.

№12: ДЕРБИ КРАТКОСРОЧНОЙ ОТНОСИТЕЛЬНО СТАБИЛЬНОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ

Подобно собакам, пытающимся ухватить себя за собственный хвост, большинство институциональных инвесторов застряли в дерби краткосрочной относительно стабильной эффективности. Управляющие фондами в одном учреждении слишком увлеклись расчетами почасовой производительности – многочисленные управляющие ежедневно сравнивают результаты своей работы с результатами работы управляющих других фирм.

Постоянное сравнение производительности и ранжирование сотрудников по результатам подобных сравнений могут лишь усилить краткосрочную инвестиционную перспективу.

Понятно, что управляющим трудно сконцентрироваться на долгосрочной перспективе, когда, сталкиваясь со штрафами за неудовлетворительный результаты в краткосрочной перспективе, управляющие видят в качестве долгосрочной перспективе безработицу.

Заниматься инвестированием без понимания особенностей поведения институциональных инвесторов – все равно, что ездить на автомобиле по незнакомой местности без карты. В конце концов, вы сможете добраться туда, куда направлялись, но поездка, безусловно, займет больше времени, и вы рискуете заблудиться по пути.

№13: ВО-ПЕРВЫХ, ИЗБЕГАЙТЕ ПОТЕРЬ

Никто не знает, будет ли экономика сокращаться или расти (или насколько быстро), каков будет уровень инфляции и будут ли расти или падать процентные ставки и цены на акции.

Следовательно, инвесторы, стремящиеся избежать убытков, должны позиционировать себя так, чтобы выжить и даже процветать при любых обстоятельствах. С вами может случиться несчастье; случаются ошибки.

Река может выходить из берегов всего один или два раза в столетие, но вы все равно каждый год покупаете страховку на свой дом от наводнения.

Точно так же у нас может быть только одна или две экономические депрессии или финансовая паника за столетие, и гиперинфляция, возможно, никогда не разрушит экономику США, но благоразумный, дальновидный инвестор управляет своим портфелем, зная, что финансовые катастрофы могут произойти и действительно происходят.

Инвесторы должны быть готовы отказаться от некоторой краткосрочной прибыли, если это необходимо, в качестве страхового взноса на случай неожиданных и непредсказуемых невзгод. Решение избежать потерь не является полноценной инвестиционной стратегией; в нем ничего не говорится о том, что покупать и продавать, о том, какие риски приемлемы, а какие нет.

Стратегия предотвращения убытков не означает, что инвесторы должны хранить все или даже половину своих портфелей в казначейских векселях США или владеть значительными запасами золотых слитков. Скорее всего, инвесторы должны осознавать, что мир может измениться неожиданно, а иногда и кардинально; будущее может сильно отличаться от настоящего или недавнего прошлого. Инвесторы должны быть готовы к любым неожиданностям. Многие инвесторы ошибочно ставят перед собой инвестиционную цель достижения определенной нормы прибыли. Постановка цели, к сожалению, не делает эту доходность достижимой.

№14: ВОЛАТИЛЬНОСТЬ КУРСОВ АКЦИЙ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ РИСКОМ

В дополнение к вероятности постоянных убытков, связанных с инвестициями, также существует возможность промежуточных колебаний курсов акций, не связанных с базовой стоимостью.

Многие инвесторы считают колебания курсов акций серьезным риском: если цена акций падает, инвестиции считаются рискованными в независимости от фундаментальных факторов.

Но на самом ли деле временные колебания курса акций представляют собой риск? Не так, как постоянное снижение их стоимости, и только для определенных инвесторов в определенных ситуациях.

Конечно, инвесторам не всегда легко отличить временную волатильность курсов акций, связанную с краткосрочным влиянием спроса и предложения на них, от колебаний курсов ценных бумаг, связанных с фундаментальными факторами бизнеса. Реальность может стать очевидной лишь постфактум.

Хотя инвесторы, очевидно, должны стараться избегать переплаты за инвестиции или покупки акций предприятий, стоимость которых впоследствии снижается из-за ухудшения результатов их деятельности, невозможно избежать случайной краткосрочной волатильности рынка. Действительно, инвесторам следует ожидать колебаний курсов акций и им не следует вкладывать средства в ценные бумаги, если они не готовы мириться с их некоторой волатильностью.

Если вы покупаете надежные активы со скидкой, имеют ли значение краткосрочные колебания их курса? В долгосрочной перспективе они не имеют большого значения; стоимость в конечном итоге будет отражена в стоимости ценной бумаги. На самом деле, по иронии судьбы долгосрочные инвестиционные последствия колебаний курсов акций являются противоположностью краткосрочных рыночных изменений.

Например, краткосрочное снижение стоимости ценных бумаг на самом деле увеличивает уровень доходности долгосрочных инвесторов. Однако есть ряд случаев, когда краткосрочные колебания курсов акций имеют значение для инвесторов. Держатели ценных бумаг, которым нужно срочно продавать их, находятся во власти рыночных цен. Хитрость успешных инвесторов заключается в том, чтобы продавать ценные бумаги тогда, когда они хотят этого, а не тогда, когда им приходится это делать.

Краткосрочный курс ценных бумаг также имеет значение для инвесторов, вложивших свои средства в акции проблемной компании. Если бизнес должен в ближайшее время привлечь дополнительный капитал для того, чтобы выжить, судьба инвесторов, вложивших свои деньги в его ценные бумаги, может определяться, по крайней мере частично, преобладающей рыночной стоимостью акций и облигаций компании.

Третья причина, по которой инвесторы, ориентированные на долгосрочную перспективу, заинтересованы в краткосрочных колебаниях курсов ценных бумаг, заключается в том, что Мистер Рынок может создавать очень привлекательные возможности для покупки и продажи ценных бумаг. Если у вас есть наличные деньги, вы можете воспользоваться подобной возможностью. Если вы вкладываете все свои средства в тот момент, когда котировки падают, ваш портфель, скорее всего, упадет в цене, лишив вас преимуществ, связанных с возможностью приобретать ценных бумаг на более низких уровнях. Это вызывает появление альтернативных издержек, необходимости отказываться от возникающих будущих возможностей. Если те ценные бумаги, держателем которых вы являетесь, неликвидны или их нельзя выгодно продать, альтернативные издержки возрастают еще больше – их неликвидность будет препятствовать вашему переключению на более выгодные сделки.

№15: ДОХОДНОСТЬ, ПОЛУЧЕННАЯ БЛАГОДАРЯ БЛАГОРАЗУМНЫМ И ПОСЛЕДОВАТЕЛЬНЫМ ДЕЙСТВИЯМ, ЛУЧШЕ, ЧЕМ ВПЕЧАТЛЯЮЩАЯ И НЕСТАБИЛЬНАЯ ДОХОДНОСТЬ

Естественным следствием важности капитализации является то, что очень трудно оправиться даже от одного крупного убытка, который может буквально сразу разрушить благотворное влияние многих лет инвестиционного успеха.

Другими словами, у инвестора больше шансов преуспеть, если он будет стабильно получать хорошие доходы с ограниченным риском убытков, чем если он будет получать нестабильную, а иногда даже впечатляющую доходность, но со значительным риском потери суммы основного вложения.

Например, инвестор, который зарабатывает 16% годовой прибыли в течение десяти лет, как ни странно, в конечном итоге окажется с большим количеством денег, чем инвестор, который зарабатывает 20% в год в течение девяти лет, а затем теряет 15% на десятом году.

№16: БУДЬТЕ ГОТОВЫ К ХУДШЕМУ

Инвесторы, стремящиеся избежать убытков, должны позиционировать себя так, чтобы выжить и даже процветать при любых обстоятельствах.

Вас может постичь неудача – ошибки случаются.

...предусмотрительный, дальновидный инвестор управляет своим портфелем с осознанием того, что финансовые катастрофы могут случаться и случаются. При необходимости, инвесторы должны быть готовы отказаться от краткосрочной прибыли, что станет для них страховкой от неожиданных и непредсказуемых неблагоприятных событий.

№17: СОСРЕДОТОЧЬТЕСЬ НЕ НА РЕЗУЛЬТАТЕ, А НА ПРОЦЕССЕ

Многие инвесторы ошибочно ставят достижение определенного уровня доходности в качестве своей инвестиционной цели. Постановка цели, к сожалению, не делает эту доходность достижимой. На самом деле, какой бы ни была цель, она может оказаться недостижимой.

Заявление о том, что вы хотите зарабатывать, скажем, 15% в год, ничего не говорит вам о том, как этого добиться. Доход от инвестиций не зависит напрямую от того, как долго или усердно вы работаете, или сколько вы хотите заработать. Землекоп может отработать час сверхурочно за дополнительную плату, а работник на сдельной оплате зарабатывает тем больше, чем больше он или она производит. Инвестор не может решить больше думать или работать сверхурочно для того, чтобы получить более высокую доходность.

Все, что может сделать инвестор – это постоянно следовать дисциплинированному и строгому подходу. Отдача придет со временем.

Вместо того, чтобы планировать желаемый уровень доходности, даже в высшей степени разумный, инвесторы должны учитывать возможные риски.

№18: ЖДИТЕ ПОДХОДЯЩЕГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Уоррен Баффет использует аналогию с бейсболом для того, чтобы сформулировать концепцию дисциплины стоимостных инвесторов. Ориентированный на долгосрочную перспективу стоимостный инвестор – это отбивающий в игре, в которой не объявляются ни подачи, ни удары, что позволяет пропустить десятки, даже сотни подач, в том числе многие, на которых другие отбивающие замахнулись бы.

Стоимостные инвесторы учатся играть. Они учатся на каждой подаче – на тех, на которые они замахиваются, и на тех, которые пропускают. На них не влияет то, как играют другие – они мотивированы лишь своими собственными результатами. У них бесконечное терпение, и они готовы ждать, пока им не сделают предложение, с которым они могут справиться. Это недооцененная инвестиционная возможность.

Стоимостные инвесторы не будут вкладывать свои средства в бизнес, который они не понимают или считают чрезмерно рискованным.

Большинство институциональных инвесторов, в отличие от стоимостных инвесторов, всегда чувствуют себя обязанными инвестировать все свои средства. Они действуют так, как если бы судья объявляли подачи и удары – в основном удары – тем самым вынуждая их отбивать мяч почти на каждой подаче и отказываясь от избирательности ударов в пользу их частоты.

Многие частные инвесторы, как и игроки-любители, просто не могут отличить хорошую подачу от безумной. Как неразборчивые частные, так и ограниченные институциональные инвесторы могут найти утешение в осознании того факта, что большинство участников рынка чувствуют себя вынужденными принимать подачи так же часто, как и они сами.

Для стоимостного инвестора подача должна быть не только в зоне удара, она должна оказаться в его «золотой середине». Результаты будут наилучшими, когда инвестору не приходится инвестировать преждевременно.

Могут наступать моменты, когда инвестор не снимает биты с плеча – самая дешевая ценная бумага на переоцененном рынке все еще может быть переоценена. Вы бы не согласились инвестировать бизнес, предлагающий безопасный 10% доход, если посчитали бы крайне вероятным то, что

вскоре может появиться другой, предлагающий столь же безопасный 15% доход.

Иногда стоимостному инвестору одно за другим делают десятки хороших предложений. Например, на рынках, подверженных панике, увеличивается количество недооцененных ценных бумаг, а также растет степень их недооцененности. На оживленных рынках, напротив, снижается как количество недооцененных ценных бумаг, так и степень их недооцененности.

Когда привлекательных возможностей много, стоимостные инвесторы могут тщательно просеивать все сделки в поисках наиболее привлекательных. Однако, когда привлекательных возможностей мало, инвесторы должны проявлять большую самодисциплину для того, чтобы поддерживать целостность процесса оценки сделок и ограничивать уплачиваемую цену. Прежде всего, инвесторы всегда должны избегать неудачных предложений.

№19: СЛОЖНОСТЬ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА

Было бы серьезной ошибкой полагать, что известны или могут быть известны все факты, описывающие конкретную инвестицию. Мало того, что вопросы могут остаться без ответа – возможно, даже не были заданы все нужные вопросы. Даже если настоящее можно каким-то образом понять, большинство инвестиций зависят от результатов, которые невозможно точно предсказать.

Даже если об инвестиции можно было бы знать все, усложняющая реальность состоит в том, что стоимость бизнеса не высечена на камне. Инвестирование было бы намного проще, если бы стоимость бизнеса оставалась постоянной, а стоимость акций предсказуемо вращалась вокруг них, как планеты вокруг солнца.

В конце концов, если вы не можете быть уверены в стоимости бизнеса, то как вы можете быть уверены, что покупаете со скидкой? Правда в том, что вы не можете быть уверены в этом.

№20: ОЖИДАНИЕ ТОЧНОСТИ В ОЦЕНКЕ

Многие инвесторы настаивают на фиксировании точной стоимости своих инвестиций, стремясь к точности в неточном мире, но стоимость бизнеса невозможно точно определить.

Заявленная балансовая стоимость активов, прибыль и денежный поток – это, в конце концов, лишь лучшие предположения бухгалтеров, которые следуют довольно строгому набору стандартов и методов, разработанных преимущественно для достижения некоего соответствия, нежели отражения экономической ценности. Прогнозируемые результаты являются еще менее точными. Вы не можете оценить стоимость вашего дома с точностью до тысячи долларов. Почему было бы проще определить стоимость крупных и сложных предприятий и организаций?

Стоимость бизнеса не только точно неизвестна, но и меняется со временем, колеблясь в зависимости от многочисленных макроэкономических, микроэкономических и рыночных факторов. Таким образом, хотя инвесторы не могут точно определить стоимость бизнеса в любой момент времени, они, тем не менее, должны почти постоянно пересматривать свои оценки стоимости для того, чтобы учитывать все известные факторы, которые могут повлиять на их оценку.

Любая попытка оценить бизнес с достаточной точностью даст значения, которые будут совершенно неточными. Проблема заключается в том, что легко спутать способность делать точные прогнозы со способностью делать верные прогнозы.

Любой, у кого есть простой портативный калькулятор, может вычислить чистую текущую стоимость и внутреннюю норму прибыли. Появление электронных таблиц усугубило данную проблему, создав иллюзию обширного и продуманного анализа даже самых бессистемных усилий.

Как правило, инвесторы придают большое значение результатам, даже если они уделяют мало внимания предположениям на рынке. Фраза «мусор на входе, мусор на выходе» точно описывает подобный процесс.

В работе «Анализ ценных бумаг» Грэм и Дэвид Додд рассмотрели концепцию диапазона стоимости: «Существенным моментом является то, что анализ ценных бумаг не стремится точно определить внутреннюю стоимость конкретной ценной бумаги. Он нужен лишь для того, чтобы установить факт того, что значение ее стоимости является адекватным –

например, для защиты облигации или для оправдания покупки акций, или в случае, когда стоимость ценной бумаги значительно выше или ниже ее рыночной цены. Для подобных целей может быть достаточно неопределенного и приблизительного измерения внутренней стоимости ценной бумаги».

Действительно, Грэм часто производил расчет, известный как чистый оборотный капитал на акцию, предварительную оценку ликвидационной стоимости компании. Использование им подобного грубого приближения являлось молчаливым признанием того, что он часто был не в состоянии более точно определить стоимость компании.

№21: ПОЧЕМУ ЗАПАС ПРОЧНОСТИ?

Стоимостное инвестирование — это сфера приобретения ценных бумаг со значительной скидкой от их текущей базовой стоимости и удержание их до тех пор, пока не будет реализована большая часть их стоимости. Элемент сделки является ключевым в данном процессе.

Поскольку инвестирование — это не только наука, но и искусство, инвесторам необходим запас прочности. Запас прочности достигается, когда ценные бумаги покупаются по ценам, значительно ниже базовой стоимости, что дает место человеческим ошибкам, невезению или крайней волатильности активов в сложном, непредсказуемом и быстро меняющемся мире.

По словам Грэма, «запас прочности всегда зависит от уплаченной цены. Для любой ценной бумаги он будет большим при одной цене, маленьким при более высокой цене и будет отсутствовать при еще более высокой цене».

Стоимостные инвесторы стремятся обзавестись запасом прочности, допускающим неточность, неудачу или аналитическую ошибку, для того, чтобы избежать значительных потерь в будущем. Запас прочности необходим, потому что...

Оценка стоимости – неточное искусство
Будущее непредсказуемо, а
Инвесторы тоже люди и могут ошибаться.

№22: НАСКОЛЬКО БОЛЬШИМ ДОЛЖЕН БЫТЬ ЗАПАС ПРОЧНОСТИ?

Ответ может быть разным для каждого отдельного инвестора. Сколько неудач вы готовы и в состоянии терпеть? Какую волатильность стоимости бизнеса вы можете принять? Какова ваша терпимость к ошибкам? Все сводится к тому, сколько вы можете позволить себе потерять.

Большинство инвесторов не ищут запаса прочности в своих активах. Институциональные инвесторы, которые покупают акции как листы бумаги для продажи и которые всегда остаются полностью инвестированными, не достигают своего запаса прочности. Жадные частные инвесторы, которые следуют тенденциям и причудам рынка, находятся в той же лодке.

Как инвесторы могут быть уверены в достижении запаса прочности?

Всегда покупая ценные бумаги со значительной скидкой по сравнению с базовой стоимостью бизнеса и отдавая предпочтение материальным активам нематериальным. (Это не означает, что в бизнесе с ценными нематериальными активами нет отличных инвестиционных возможностей.)

Путем замены текущих активов по мере появления более выгодных сделок.

Путем продажи ценных бумаг в те моменты, когда рыночная цена любой инвестиции начинает отражать ее базовую стоимость, и удержания денежных средств, если это необходимо, до тех пор, пока не станут доступными другие привлекательные инвестиции.

Крайне важно знать, почему вы вложили свои средства в тот или иной актив, и продавать их, когда причина владения ими больше не актуальна. Ищите инвестиции с катализаторами, которые могут напрямую помочь в реализации их базовой стоимости. Отдавайте предпочтение активам компаний с хорошим менеджментом и личной финансовой заинтересованностью в бизнесе. Наконец, диверсифицируйте свои активы и хеджируйте их в те моменты, когда это будет иметь финансовую привлекательность.

№23: ТРИ ЭЛЕМЕНТА СТОИМОСТНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

1. Восходящая стратегия: стоимостное инвестирование предполагает использование восходящей стратегии, согласно которой отдельные инвестиционные возможности определяются одна за другой путем фундаментального анализа. Стоимостные инвесторы ищут ценную бумагу для сделок, анализируя каждую ситуацию по существу.

Суть стратегии можно кратко описать как «соверши выгодную сделку и жди». Инвесторы должны научиться оценивать стоимость для того, чтобы распознать выгодную сделку в момент ее появления. Затем они должны проявить терпение и дисциплину для того, чтобы дождаться, когда в результате их поисков появится выгодная сделка, и совершить ее, независимо от преобладающего направления рынка или их собственных взглядов на экономику в целом.

2. Ориентация на абсолютную доходность: большинство институциональных и многих частных инвесторов ориентируются на относительную доходность. Они инвестируют с целью превзойти по данному показателю либо рынок, либо других инвесторов, либо и тех, и других, и, по-видимому, безразличны к тому, представляют ли достигнутые результаты абсолютную прибыль или абсолютный убыток.

Хорошей относительной доходности, особенно в краткосрочной перспективе, обычно добиваются либо путем имитации того, что делают другие, либо пытаясь угадать, что будут делать другие участники рынка.

Стоимостные инвесторы, напротив, ориентированы на абсолютную доходность. Они заинтересованы в получении дохода только в той мере, в какой он связан с достижением их собственных инвестиционных целей, а не в том, как он соотносится с состоянием рынка в целом или другими инвесторами. Хорошая абсолютная доходность достигается за счет покупки недооцененных ценных бумаг при продаже тех активов, которые становятся более оцененными. Для большинства инвесторов абсолютная доходность – единственное, что действительно имеет значение. В конце концов, вы не можете потратить относительную доходность.

Инвесторы, ориентированные на абсолютную доходность, обычно смотрят на более долгосрочную перспективу, чем инвесторы, ориентированные на относительную доходность. Инвестор, ориентированный на относительную доходность, как правило, не желает или не может терпеть длительные периоды отсутствия доходности и поэтому инвестирует в то,

что популярно в текущий момент. Иначе можно поставить под угрозу краткосрочные результаты.

Инвесторы, ориентированные на относительную доходность, могут фактически избегать ситуаций, которые явно предлагают привлекательную абсолютную доходность в долгосрочной перспективе, если ее получение может привести к краткосрочному отставанию.

Напротив, инвесторы, ориентированные на абсолютную доходность, скорее всего, предпочтут вложение средств в непопулярные активы, получение доходности от инвестирования которых может занять больше времени, но при этом предполагает меньший риск убытков.

3. Риск и доходность: в то время как большинство других инвесторов озабочены тем, сколько денег они могут заработать, а вовсе не тем, сколько они могут потерять, стоимостные инвесторы обращают внимание не только на доходность, но и на возможные риски.

Риск – это мысленное восприятие каждого инвестора, возникающее в результате анализа вероятности и суммы потенциальных убытков от инвестирования. Если экспериментальная нефтяная скважина оказывается пустой, ее называют рискованной. Если обязательства по облигациям не выполнены в срок или акции падают в цене, их называют рискованными. Но если скважина фонтанирует нефтью, срок погашения обязательств по облигациям соответствует графику, а акции сильно растут в цене, можем ли мы сказать, что они не были рискованными, когда в них были вложены средства? Нет.

Дело в том, что в большинстве случаев о риске инвестирования тех или иных активов после заключения сделки известно не больше, чем было известно в момент ее заключения. Есть лишь несколько вещей, которые инвесторы могут сделать для того, чтобы противостоять рискам: адекватно диверсифицировать, хеджировать, когда это уместно, и инвестировать с запасом прочности. Именно потому, что мы не знаем и не можем знать всех рисков инвестирования ценных бумаг, которые мы стремимся инвестировать со скидкой. Элемент сделки помогает обеспечить подушку безопасности на случай, если что-то пойдет не так.

№24: ПЕРЕПЛАТА ЗА РОСТ

Есть много инвесторов, которые принимают решения исключительно на основе собственных прогнозов будущего роста. В конце концов, чем быстрее растут доходы и денежные поступления бизнеса, тем выше его текущая стоимость. Тем не менее, инвесторы, ориентированные на рост, сталкиваются с рядом трудностей.

Во-первых, такие инвесторы часто демонстрируют большую уверенность в своей способности предсказывать будущее, чем есть на самом деле. Во-вторых, для быстрорастущих предприятий даже небольшие различия в оценке годовых темпов роста могут иметь огромное влияние на оценку его стоимости.

Более того, с учетом того, что так много инвесторов пытаются купить акции растущих компаний, стоимость компромиссных вариантов могут достигать уровней, не поддерживаемых фундаментальными факторами.

Поскольку вход в «Зал деловой славы» часто происходит через вращающуюся дверь, инвесторы иногда могут становиться жертвами чрезмерно оптимистичных прогнозов, основанными на временно надежных результатах, что заставляет их переплачивать за ценные бумаги посредственных предприятий.

Еще одна трудность инвестирования на основе роста заключается в том, что, хотя инвесторы склонны сводить рост к одному численному показателю, на самом деле он состоит из множества переменных, предсказуемость которых различается. Например, для любого конкретного бизнеса рост доходов может быть связан с увеличением продаж в единицах продукции, связанным с ожидаемым увеличением численности населения в целом, с увеличением частоты использования продукции потребителями, с ростом доли рынка, с более широким охватом продукцией населения или ростом цен.

Уоррен Баффет сказал: «Для инвестора слишком высокая стоимость акций превосходной компании может свести на нет последствия последующего десятилетия благоприятных событий в бизнесе».

№25: МАХИНАЦИИ РОСТА

Инвесторы часто чрезмерно оптимистичны в своих оценках будущего. Хорошим примером этого является распространенная реакция на корпоративные списания.

Данная практика бухгалтерского учета позволяет компании по своему собственному усмотрению наводить порядок, мгновенно избавляясь от неэффективных активов, безнадежной дебиторской задолженности, невозвратных кредитов и затрат, понесенных в ходе любой корпоративной реструктуризации, сопровождающей списание.

Как правило, подобные шаги с энтузиазмом приветствуются как аналитиками Уолл-стрит, так и инвесторами – после таких списаний компания обычно сообщает о более высокой рентабельности собственного капитала и более высокой норме прибыли. Такие улучшенные результаты затем проецируются на будущее, оправдывая более высокую оценку фондового рынка. Инвесторы, однако, не должны позволять себе списывать все подчистую.

Когда прошлые ошибки устраняются, слишком легко считать прошлое безошибочным. Тогда остается сделать еще один дополнительный шаг для того, чтобы спроецировать это безошибочное прошлое на будущее, сделав неправдоподобный прогноз, что ни одна прибыльная на текущий момент операция не потерпит неудачу и что никогда больше не будет неудачных капиталовложений.

№26: КОНСЕРВАТИЗМ И ИНВЕСТИРОВАНИЕ В РОСТ

Как стоимостные инвесторы справляются с аналитической необходимостью предсказывать непредсказуемое?

Единственный ответ – консерватизм. Поскольку все прогнозы подвержены ошибкам, оптимистичные прогнозы, как правило, ставят инвесторов в опасное положение. Практически все должно идти плану, иначе не избежать убыток.

Консервативные прогнозы легче выполнить или даже превзойти. Инвесторам настоятельно рекомендуется делать только консервативные прогнозы, а затем инвестировать в стоимость только со значительной скидкой по сравнению с результатами, полученными на основе оценки стоимости.

№27: НАСКОЛЬКО ПОЛЕЗНО ПРОВЕДЕНИЕ ИССЛЕДОВАНИЙ И АНАЛИЗА?

Некоторые инвесторы настаивают на том, чтобы получить полную информацию о предстоящих инвестициях, исследуя компании до тех пор, пока они не решат, что знают о них все, что можно знать. Они изучают отрасль, в которой работает компания, и ее конкурентов, связываются с ее бывшими сотрудниками, отраслевыми консультантами и аналитиками, и лично знакомятся с ее топ-менеджментом. Они анализируют финансовые отчеты компании за последнее десятилетие и тенденции изменения курса ее акций еще дольше.

Это усердие достойно восхищения, но у него есть два недостатка. Во-первых, сколько бы исследований ни проводилось, какая-то информация всегда остается недоступной – инвесторы должны научиться жить с неполной информацией. Во-вторых, даже если бы инвестор мог знать об инвестициях все, он или она не обязательно получил бы прибыль.

Это не означает, что фундаментальный анализ бесполезен. Он несомненно несет свою пользу. Но информация обычно подчиняется хорошо известному правилу 80/20: первые 80% доступной информации собираются за первые 20% потраченного времени. Ценность углубленного фундаментального анализа подчиняется закону убывающей доходности.

Большинство инвесторов безуспешно пытаются достичь определенности и точности в своих оценках, избегая ситуаций, в которых трудно получить информацию. Однако высокая неопределенность часто сопровождается низкими ценами. К тому времени, когда неопределенность разрешится, цены, вероятно, вырастут.

Инвесторы часто получают выгоду от принятия инвестиционных решений с далеко несовершенными знаниями и получают хорошее вознаграждение за риск неопределенности. Время, которое другие инвесторы тратят на изучение последней оставшейся без ответа детали, может стоить им шанса приобрести ценные бумаги по таким низким ценам, которую могут обеспечить достаточный запас прочности, несмотря на отсутствие полной информации о бизнесе, в который они инвестируют свои финансовые средства.

№28: СТОИМОСТНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЯ И НЕСТАНДАРТНОЕ МЫШЛЕНИЕ

Стоимостное инвестирование нестандартно и противоречиво по самой своей природе. Ценные бумаги, не пользующиеся спросом, могут быть недооценены, а популярные ценные бумаги почти никогда не бывают недооценены. Те ценные бумаги, которые покупает большинство, по определению приносят доходность. Ценные бумаги, пользующиеся спросом, изначально предлагались по цене на основе оптимистичных ожиданий и вряд ли представляют собой хорошую стоимость, которая была упущена.

Если ценность того, что покупает большинство, вряд ли существует, то где она может существовать? В том, что они продают, не подозревая или игнорируя имеющуюся у них на руках ценность. Когда большинство продает ценную бумагу, ее рыночная цена может упасть далеко за пределы разумного. Игнорируемые, малоизвестные или вновь созданные ценные бумаги могут аналогичным образом быть или стать недооцененными.

Инвесторам может быть трудно действовать нестандартно, потому что они никогда не могут быть уверены в том, будет ли доказана их правота и когда это произойдет. Поскольку они действуют наперекор большинству, те, кто действует нестандартно, почти всегда изначально ошибаются и, вероятно, какое-то время несут балансовые убытки. Напротив, большинство почти всегда право на протяжении некоторого периода времени. Те, кто действует нестандартно, не только изначально неправы, они могут ошибаться чаще и в течение более длительных периодов времени, чем другие, поскольку рыночные тенденции могут сохраняться намного дольше любых ограничений, гарантированных базовой стоимостью.

Однако наличие противоположного мнения не всегда полезно для инвесторов. Когда широко распространенные мнения не имеют влияния на рассматриваемый вопрос, плыть против течения бессмысленно. Всегда имеет консенсус в отношении того, что солнце взойдет завтра, но сама точка зрения не влияет на результат.

№29: ОШИБОЧНОСТЬ ИНДЕКСАЦИИ

Для оценки инвесторов концепция индексации в лучшем случае глупа, а в худшем — довольно опасна.

Уоррен Баффет заметил, что «в любом виде конкуренции – финансовой, интеллектуальной или физической – огромным преимуществом является наличие оппонентов, которых учили, что иногда бесполезно даже пытаться». Я считаю, что со временем стоимостные инвесторы обойдут рынок в части доходности, и что выбор следовать ему является одновременно ленивым и недальновидным.

Индексация – опасно ошибочная стратегия по ряду причин. Во-первых, она становится обреченной на провал, по мере того, как ее перенимают все большее и больше инвесторов.

Хотя индексация основана на эффективности рынков, чем выше процент общего числа индексирующих инвесторов, тем более неэффективными становятся рынки, поскольку все меньше и меньше инвесторов будут проводить исследования и фундаментальный анализ.

Действительно, в крайнем случае, если бы все инвесторы практиковали индексацию, стоимость акций никогда не изменилась бы относительно друг друга, потому что не осталось бы никого, кто мог бы ее изменить.

Другая проблема возникает, когда необходимо заменить одну или несколько индексных акций – это происходит, когда участник индекса обанкротился или был приобретен другим участником рынка в результате поглощения.

Поскольку индексаторы всегда хотят полностью инвестировать в ценные бумаги, входящие в состав индекса для того, чтобы соответствовать показателям индекса, ценные бумаги, добавляемые в индекс в качестве замены, должны быть немедленно приобретенными сотнями, а, возможно и, тысячами портфельных менеджеров.

Из-за ограниченной ликвидности в день, когда новые акции добавляются в индекс, они часто заметно вырастают в цене, поскольку индексаторы спешат покупать. Ничего фундаментально не изменилось; ничто не делает эти акции более ценными сегодня, чем вчера. По сути, люди готовы платить больше за эти акции только потому, что они стали частью индекса.

Я полагаю, что индексация ценных бумаг является лишь еще одним увлечением биржевых брокеров на Уолл-стрит. Когда оно пройдет, котировки ценных бумаг, входящие в популярные индексы, почти наверняка снизятся относительно к котировкам тех ценных бумаг, которые входили в них.

Что еще более важно, как отмечает Бэрронс, «была создана самоусиливающаяся петля обратной связи, внутри которой успех индексации повысил эффективность самого индекса, что, в свою очередь, способствует большей индексации ценных бумаг».

Когда рыночный тренд совершит разворот, следование поведению большинства игроков на рынке не будет казаться таким привлекательным, и тогда продажи окажут негативное влияние на эффективность индексов и еще больше усилят стремление игроков на рынке к изъятию своих инвестиций.

№30: ЭТО ОПАСНОЕ МЕСТО

Уолл-стрит может быть опасным местом для инвесторов. У вас нет другого выбора, кроме как вести дела здесь, но вы всегда должны быть начеку.

Стандартное стремление жителей Уолл-Стрит – увеличение личной выгоды. Это стремление обычно имеет краткосрочный характер. Это нужно признать, принять и жить с этим. Если вы имеете дело с Уолл-стрит с учетом указанных предостережений, вы можете преуспеть.

Если ваш успех зависит от помощи Уолл-Стрит, успех ваших инвестиций может остаться недостижимым.