

Содержание

Предисловие к новому изданию в честь 10-летней годовщины выхода книги в свет	7
Глава 1	
Притча	21
Глава 2	
Рациональный оптимизм	29
Глава 3	
Свяжите свою судьбу с бизнесом.....	43
Глава 4	
Как большинство инвесторов превращает победу в поражение.....	55
Глава 5	
В центре внимания фонды с самыми низкими затратами ...	67
Глава 6	
Дивиденды — (лучшие?) друзья инвестора	77
Глава 7	
Великая иллюзия	83
Глава 8	
Налоги — это тоже затраты	93
Глава 9	
Когда заканчиваются хорошие времена	101
Глава 10	
Выбор долгосрочной эффективности	117

Глава 11	
Возврат к среднему.....	131
Глава 12	
Хотите совет насчет выбора фондов?.....	141
Глава 13	
Выгоды от их величества Простоты и Экономности.....	153
Глава 14	
Фонды облигаций	165
Глава 15	
Биржевой фонд (ETF)	175
Глава 16	
Индексные фонды, которые обещают переиграть рынок..	189
Глава 17	
Что сказал бы об индексировании Бенджамин Грэм?.....	201
Глава 18	
Распределение активов I: акции и облигации	213
Глава 19	
Распределение активов II	225
Глава 20	
Инвестиционный совет, который выдержал испытание временем	243
Благодарности	251

Предисловие к новому изданию
в честь 10-летней годовщины
выхода книги в свет

Не дайте победе
превратиться в проигрыш

Успешное инвестирование — это прежде всего здравый смысл. Как сказал Уоррен Баффетт, оракул из Омахи, это просто, но трудно. Из простой арифметики следует (а история это подтверждает), что выигрышная стратегия биржевого инвестирования состоит в приобретении акций всех котирующихся на рынке национальных компаний по самой низкой цене. Это гарантирует получение практически полной доходности, которую приносят эти компании в форме дивидендов и прироста капитала.

Лучший способ воплотить эту стратегию в жизнь и в самом деле прост: *приобретите фонд, который держит портфель акций всего рынка, и владейте им вечно*. Такой фонд называется индексным. Его можно считать просто корзиной (портфелем), где лежит очень много яиц (акций). Такая корзина воспроизводит общую динамику американского фондового рынка (или любого финансового

сектора или рыночного сегмента)*. Традиционный индексный фонд по определению представляет весь фондовый рынок, а не несколько тщательно отобранных акций. Он устраняет риск, связанный с отбором акций, риск, связанный с перекосом в пользу того или иного сектора рынка, и риск, связанный с предпочтениями менеджера фонда. Остается только общий риск фондового рынка. (Однако не обольщайтесь: этот риск достаточно высок!) Индексные фонды компенсируют отсутствие кратковременного азарта игрока на бирже своей по-настоящему впечатляющей долгосрочной результативностью. Они созданы для того, чтобы держать их всю жизнь.

**Индексные фонды устраняют риск, связанный
с отдельными акциями, риск, связанный
с рыночными секторами, а также риск, связанный
с предпочтениями менеджера фонда. Остается
только общий риск фондового рынка**

Эта книга предлагает нечто большее, чем просто рекомендации по работе с индексными фондами. Она изменяет само представление об инвестировании. В ней показано, почему долгосрочные инвестиции соответствуют вашим интересам гораздо лучше, чем краткосрочные спекуляции; как важна диверсификация; какую роль играет стоимость инвестиций; насколько опасно ориентироваться на прошлые результаты фонда и игнорировать принцип возврата

* Имейте в виду, что индексный фонд может создаваться на основе облигаций и даже на основе более экзотических классов активов, таких как биржевые товары и недвижимость. Сегодня при желании вы можете вложить свои средства в диверсифицированный портфель недорогих традиционных индексных фондов, представляющих все классы активов и секторы рынка США или всего мира.

(или регрессии) к среднему в инвестировании; а также как работают финансовые рынки.

Поняв, как в действительности работают финансовые рынки, вы увидите, что только инвестирование в индексный фонд может гарантировать получение справедливой доли той доходности, которую приносит индекс. Благодаря сочетанию сложных процентов с доходностью индексного фонда рост вашего состояния с годами будет казаться почти фантастическим.

Традиционный индексный фонд

Я говорю здесь о традиционном индексном фонде. Такие фонды широко диверсифицированы, они держат все (или почти все) акции фондового рынка США (капитализация которого на начало 2017 г. составляла \$26 трлн). Они работают с минимальными затратами и не выплачивают комиссионные консультантам, имеют низкую оборачиваемость портфеля и высокую налоговую эффективность. Такие традиционные индексные фонды — самый первый из них отслеживал доходность индекса Standard & Poor's 500 — просто покупают акции крупнейших компаний корпоративной Америки на фондовом рынке пропорционально рыночной капитализации и держат их бессрочно.

Магия доходности инвестиций в сложных процентах.

Тирания совокупных затрат на инвестирование

Не стоит недооценивать силу сложных процентов на доход, приносимый нашими компаниями. Предположим, что доходность акций компании составляет 7% в год. В сложных процентах такая доходность за десятилетие превращает каждый вложенный доллар в \$2, за два

десятилетия — в \$4, за три десятилетия — в \$7,5, за четыре десятилетия — в \$15, а за полвека — в \$30*.

Сложные проценты творят чудеса, но ничего сверхъестественного в них нет. Это компании благодаря своему росту, повышению производительности, изобретательности и нововведениям стабильно создают богатство для своих собственников. *С этой точки зрения долгосрочные инвестиции в акции не могут быть проигрышными.*

Прибыль, получаемая бизнесом, в конце концов превращается в доходность фондового рынка. Трудно сказать, какая доля этой доходности доставалась в прошлом вам. Но если судить по научным исследованиям, то доходность, которой довольствуется обычный инвестор в отдельные акции, ниже доходности фондового рынка примерно на два процентных пункта в год.

С учетом того, что в последние 25 лет годовая доходность индекса S&P 500 составляла 9,1%, ваша годовая доходность, скорее всего, должна быть на уровне 7%. Иными словами, инвесторы как группа получили всего лишь три четверти рыночного пирога. Более того, как объясняется в главе 7, если вы типичный инвестор взаимных фондов, то ваш доход еще ниже.

Игра с нулевой суммой?

Если вы не верите, что ситуация с доходностью обстоит именно так, то вспомните о «незыблемых правилах

* На протяжении прошлого столетия средняя номинальная доходность американских акций составляла 10,1% годовых. С учетом инфляции на уровне 3,4% реальная годовая доходность равнялась 6,7%. В следующем десятилетии оба показателя доходности будут, скорее всего, значительно ниже (см. главу 9).

арифметики» (глава 4). Именно эти железные правила определяют ход игры. Все инвесторы как группа получают доходность фондового рынка.

Как группа — надеюсь, вы сидите, когда читаете это потрясающее откровение, — мы довольствуемся средним. Если один получает доходность на процентный пункт выше рынка, то другой теряет в доходности ровно столько же. *До вычета затрат на инвестирование состязание с фондовым рынком — это игра с нулевой суммой.*

Игра без выигрыша

Итак, инвесторы пытаются переиграть своих коллег, а выигрыш победителей всегда равен потерям проигравших. В условиях лихорадочной торговли единственным, кто неизменно выигрывает в разорительном состязании за превосходство, является тот, кто находится в центре нашей финансовой системы. Как недавно написал Уоррен Баффетт, «пока триллионами долларов управляют дельцы с Уолл-стрит, берущие высокую плату за свои услуги, сверхприбыли будут получать менеджеры, а не клиенты».

В казино всегда выигрывает заведение, на скачках — ипподром, в лотерее — государство. В инвестировании все точно так же. В этой игре в выигрыше всегда финансовые крупье, а инвесторы как группа проигрывают. *После вычета затрат на инвестирование состязание с фондовым рынком — это проигрышная игра.*

Чем меньше перепадет крупье с Уолл-стрит, тем больше достанется Мейн-стрит, т.е. рядовым инвесторам

Таким образом, успешное инвестирование — это снижение доли Уолл-стрит в доходности, которую приносят наши компании, и увеличение того, что достается Мейн-стрит (т.е. вам, дорогой читатель).

Ваши шансы получить справедливую долю рыночной доходности значительно возрастут, если вы минимизируете торговлю акциями. Как показало одно из исследований, в период сильного роста рынка в 1990–1996 гг. самые активные трейдеры (они составляют одну пятую часть от общего числа инвесторов) обновляли свой портфель более чем на 21% в месяц. Хотя они и получали на этом бычьем рынке годовую доходность 17,9%, торговые издержки снижали ее на 6,5% до 11,4%.

Инвесторы взаимных фондов, кроме того, слишком уверены в своих познаниях. Они выбирают фонды, ориентируясь на последние, а иногда долгосрочные результаты менеджеров, и часто нанимают консультантов для этого (Уоррен Баффетт называет их «помощниками», и о них мы поговорим в следующей главе). Но, как я объясняю в главе 12, консультанты делают выбор еще менее успешным.

Упуская из виду затраты, многие инвесторы с готовностью выкладывают комиссионные и плату за обслуживание и невольно несут значительные, но не афишируемые транзакционные издержки, связанные с чрезмерно активным обновлением портфеля. Инвесторы фондов уверены, что стабильно выбирают лучших менеджеров. *Они ошибаются.*

**Инвесторы взаимных фондов уверены, что
с легкостью могут выбрать лучших менеджеров.
*Они ошибаются***

Все совсем наоборот: шансы на успех больше у тех, кто, вложив средства, выходит из игры и никогда не несет ненужных затрат. Почему? Просто потому, что они владеют долями компаний, которые как группа генерируют значительную прибыль, выплачивают дивиденды собственникам и реинвестируют то, что осталось, в дальнейший рост.

Конечно, многие компании терпят крах. Фирмы со слабыми идеями, негибкими стратегиями и плохим менеджментом в конце концов становятся жертвами *созидательного разрушения*, которое является отличительной особенностью конкурентного капитализма. Но исчезают они только для того, чтобы освободить место новым компаниям*. В целом в долгосрочной перспективе компании растут вместе с нашей процветающей экономикой. С 1929 г., например, номинальный годовой темп роста нашего валового внутреннего продукта (ВВП) достигал 6,2%, а годовая прибыльность национальных компаний до налогообложения росла на 6,3%. Корреляция между ростом ВВП и ростом корпоративной прибыльности составляет 0,98 (1,0 — идеальная корреляция). Я предполагаю, что это долгосрочное соотношение сохранится и в следующие годы.

Уходите из казино и не возвращайтесь!

Эта книга показывает, почему нужно прекратить оплачивать крупье финансовых рынков. Причина проста — потому что в последнее десятилетие они и так получали от вас и других инвесторов порядка \$565 млрд в год. Она также говорит вам, как избежать этих крупье, — просто купите индексный фонд S&P 500 или индексный фонд

* Понятие «созидательное разрушение» ввел в 1942 г. Йозеф Шумпетер в своей книге «Капитализм, социализм и демократия».

всего рынка. Затем, после приобретения акций, уходите из казино и не возвращайтесь в него. Просто держите рыночный портфель вечно. Именно это делает традиционный индексный фонд.

Просто... но трудно

Такая инвестиционная стратегия не только проста и элегантна. Арифметика, на которой она основывается, незыблема. Но претворять ее в жизнь нелегко. Пока мы, инвесторы, считаем естественными перекосы нынешней системы финансовых рынков, пока наслаждаемся азартом (который, надо сказать, обходится нам недешево) от покупки и продажи акций, пока отказываемся понимать, что есть лучший путь, такая инвестиционная стратегия кажется противоречащей здравому смыслу. Но я прошу вас вдуматься в то послание, которое несет в себе эта небольшая книга. Если вы сделаете это, то обязательно захотите присоединиться к индексной революции и будете вкладывать деньги по-новому — «более экономно, эффективно и даже более честно»*, ставить на первое место собственные интересы.

Томас Пейн и «Здравый смысл»

С моей стороны было бы большой самонадеянностью полагать, что одна-единственная книга может зажечь искру инвестиционной революции. Новые идеи, идущие

* «Экономный», «эффективный» и «честный» — эти слова я использовал в своей дипломной работе 1951 г., написанной в Принстонском университете и называвшейся «Экономическая роль инвестиционной компании». Некоторые принципы остаются неизменными.

вразрез с общепринятыми суждениями, всегда принимаются с недоверием, пренебрежением и даже с опасением. В таком же положении 240 лет назад находился Томас Пейн, чей трактат «Здравый смысл» (Common sense), написанный в 1776 г., помог разжечь огонь Американской революции. Вот что писал Пейн:

— Возможно, мысли, описанные на следующих страницах, пока что не очень популярны в обществе, чтобы получить общее одобрение; давняя привычка не идти против того, что считается правильным, рождает уверенность в правоте и вызывает поначалу шумные выступления в защиту традиционного. Но шум скоро стихает. Время меняет людей лучше, чем доводы разума... Я привожу здесь лишь простые факты, ясные доводы и рассуждения, отвечающие здравому смыслу.

Как мы знаем, убедительные и четко сформулированные доводы Томаса Пейна в конечном итоге одержали победу. Американская революция привела к рождению Конституции США, которая и сегодня определяет обязанности правительства и граждан и является самой основой нашего общества.

Подобным же образом я верю, что в наступающую эпоху подобранные мной простые факты, ясные доводы и здравый смысл в конечном счете будут услышаны инвесторами. Индексная революция поможет нам создать новую, более эффективную инвестиционную систему, для которой служение инвесторам будет первоочередной задачей.

Структура и стратегия

Кто-то может предположить, что я, как создатель компании Vanguard в 1974 г. и первого в мире индексного взаимного фонда в 1975 г., преследую собственные интересы, убеждая вас разделить мои взгляды. *Так оно и есть!* Но не потому, что это обогатит меня. Я не получу с этого ничего. Я хочу убедить вас, потому что два краеугольных камня, на которых столько лет стоит Vanguard, — структура, в которой фонд реально принадлежит пайщикам, и индексная стратегия — в долгосрочной перспективе обогатят вас.

Не верьте мне на слово!

В первые годы существования индексного фонда мой голос был гласом вопиющего в пустыне. Тем не менее нашлись немногочисленные здравомыслящие и уважаемые сторонники этой идеи, которые сподвигли меня продолжить дело. Сегодня многие из самых мудрых и успешных инвесторов горячо поддерживают концепцию индексных фондов, а в академической среде доля ее приверженцев приближается к 100%. *Однако не принимайте мои слова на веру!* Послушайте независимых экспертов, которые не преследуют никакой корыстной цели и просто хотят сказать правду об инвестировании. Их мнения вы найдете в конце каждой главы.

Прислушайтесь, например, к словам ныне покойного Пола Самуэльсона, лауреата Нобелевской премии и профессора экономики Массачусетского технологического института, которому я посвятил эту книгу: «Благодаря рекомендациям Богла мы — миллионы инвесторов — за 20 лет можем стать объектом зависти для своих соседей.

При этом ничто не будет мешать нам спокойно спать все это время».

Чтобы изменить нашу финансовую систему, требуется много времени. Но медленный темп этих изменений — не причина для отказа от получения выгоды. Вам совершенно не обязательно принимать участие в дорогостоящем безумии. Если вы хотите вести выигрышную игру, т. е. держать акции компаний, и отказываетесь от проигрышной игры, т. е. попыток переиграть рынок, то начните с простого: руководствуйтесь здравым смыслом, поймите, как работает система, и избавьтесь от всех лишних расходов.

Тогда наконец вы гарантированно получите справедливую долю той доходности, которую принесут наши компании в следующие годы на рынках акций и облигаций. (Только предупреждаю: также вы получите и справедливую долю промежуточной отрицательной доходности.) Поняв это, вы увидите, что все упирается лишь в здравый смысл.

**Переиздание «Руководства разумного инвестора»
к 10-летней годовщине выхода книги в свет**

Когда 10 лет назад в свет вышло первое издание «Руководства разумного инвестора», я надеялся, что оно будет полезно инвесторам и поможет им получать справедливую долю любой — положительной и отрицательной — доходности, которую приносят наши финансовые рынки.

Тот первый вариант «Руководства разумного инвестора» был прямым продолжением моей первой книги «Богл о взаимных фондах: новые перспективы для разумного инвестора» (Bogle on Mutual Funds: New Perspectives for the Intelligent Investor), вышедшей в 1994 г. Обе книги

проповедовали идею индексного инвестирования и стали бестселлерами (они разошлись суммарно в количестве более 500 000 экземпляров).

За четверть века, прошедшую со времени публикации моей первой книги, индексные фонды набрали силу. Их активы выросли в 168 раз с \$28 млрд до \$4,6 трлн в середине 2017 г. Только за прошлое десятилетие американские инвесторы увеличили свои вложения в индексные фонды акций на \$2,1 трлн и изъяли более \$900 млрд из активно управляемых фондов акций. Такая огромная разница в предпочтениях инвесторов, составляющая \$3 трлн, говорит в буквальном смысле о революции в инвестировании.

Если оглянуться назад, кажется очевидным, что именно первый индексный взаимный фонд, созданный в 1975 г., стал той самой искрой, которая дала начало индексной революции. Также можно без преувеличения сказать, что мои книги, которые, по оценкам, прочитало около 1,5 млн человек, сыграли заметную роль в поддержке набирающей силу революции.

Если оглянуться, разрушение, плоды которого пожинают индексные фонды, по большому счету хорошо служит инвесторам. Прочитав новое издание «Руководства разумного инвестора», приуроченное к 10-летию выхода книги в свет, вы увидите, что оно опирается на принципы, изложенные в предыдущих книгах, и дополнено новыми главами о дивидендах, распределении активов и пенсионном планировании. В этих главах внимание сосредоточено на применении основных принципов на практике.

Учитесь! Наслаждайтесь! Действуйте!

Джон Богл

Вэлли-Фордж, Пенсильвания

1 сентября 2017 г.

Не верьте мне на слово!

Чарльз Мангер, партнер Уоррена Баффетта в компании Berkshire Hathaway, говорит так: «Система управления денежными средствами в целом [сегодня] требует, чтобы люди притворялись, будто они делают то, чего делать не могут, и любят то, что им не нравится. Это очень занятно, потому что в чистом виде инвестиционный менеджмент не приносит никакой выгоды своим клиентам в совокупности. *Так уж он устроен.* Взаимные фонды берут комиссию 2% в год, а затем брокеры советуют клиентам переходить из фонда в фонд, взимая за это еще 3–4% в год. Бедолага средний инвестор получает от профессионалов ужасный продукт. Гораздо лучше быть частью системы, создающей стоимость для тех, кто покупает ее продукт».

* * *

Уильям Бернстайн, инвестиционный консультант (и невролог), а также автор книги «Четыре столпа инвестирования» (The Four Pillars of Investing), говорит: «Плохо, когда приходится принимать рыночный риск. Только дурак берет на себя дополнительный риск, отказываясь от диверсификации и складывая все яйца в одну корзину. Избавьтесь от этой проблемы — купите хорошо управляемый индексный фонд и владейте всем рынком сразу».

* * *

Вот как об этом пишет лондонский журнал *Economist*: «Суть в том, что по большей части менеджеры фондов предлагают очень плохое соотношение цена/качество. За высокими результатами у них практически всегда

следуют периоды падения. На протяженных отрезках времени почти ни одному менеджеру фонда не удастся превзойти среднерыночный уровень... Тем не менее они берут с клиентов высокую плату за привилегию терять их деньги... [Одним из] конкретных примеров... являются преимущества индексного инвестирования... Вам едва ли удастся найти менеджера фонда, которому раз за разом удавалось бы переигрывать рынок. Гораздо лучше вложить средства в индексный фонд, обещающий рыночную доходность при значительно более низких издержках».

* * *

Просто удивительно, что многие великие умы и величайшие инвесторы мира, прославившиеся победами над рынком, признают и приветствуют достоинства индексного инвестирования. Возможно, их здравый смысл, если вы не доверяете моему, сделает вас более мудрыми инвесторами.

Примечание. Читатели, которые хотели бы узнать источники цитат из раздела «Не верьте мне на слово!» в конце каждой главы, других цитат в книге, а также источники данных, которые я представляю здесь, найдут их на моем веб-сайте www.johncbogle.com. Мне не хотелось занимать место на страницах этой небольшой книги подробной библиографией, так что без колебаний заходите на сайт.

Глава 1

ПРИТЧА

Семейство Готрокс

Прежде чем начинать разговор об индексных фондах, представляющих собой, по сути, взаимные фонды, которые покупают практически все акции на фондовом рынке США и держат их бессрочно, полезно понять, как на самом деле работает фондовый рынок. Возможно, эта незамысловатая притча — моя версия истории, изложенной Уорреном Баффеттом, председателем правления Berkshire Hathaway Inc, в годовом отчете компании за 2005 г., — поможет вам понять безумство и иррациональность нашего огромного и сложного финансового рынка.

Когда-то...

На свете жило богатое семейство Готрокс. Оно росло и процветало на протяжении жизни многих поколений и включало в себя тысячи братьев, сестер и прочих родственников. Они держали все без исключения акции в США. Каждый

год Готроксы пожинали плоды инвестирования: прирост капитала тысяч компаний и выплачиваемые ими дивиденды*. Богатство всех членов семьи росло с одинаковой скоростью, и все были счастливы. Их вложения, приумноженные за многие десятилетия, превратились в огромное состояние. Игра семейства Готрокс была выигрышной.

Но однажды появились сладкоголосые Помощники, которые убедили нескольких «умных» братьев Готрокс в том, что те могут получить больше, чем их родственники. По словам Помощников, для этого нужно было всего лишь продать свои доли в некоторых компаниях другим членам семьи и купить взамен их доли в других компаниях. Помощники произвели необходимые транзакции и, как брокеры, получили комиссионные за свои услуги. Таким образом, произошло перераспределение собственности между членами семьи. К их удивлению, семейный капитал стал расти медленнее. Почему? Да потому, что часть дохода от инвестиций теперь уходила Помощникам, и доля огромного пирога, который щедрая американская экономика выпекает каждый год (все выплачиваемые дивиденды, все реинвестированные в компании прибыли), составлявшая изначально 100%, начала снижаться.

Хуже того, если раньше семейство платило только налог на дивиденды, то теперь некоторые его члены также платили налог на прирост капитала, реализующийся при продаже акций, что еще больше уменьшало общий доход.

Умные братья быстро смекнули, что их план в действительности снизил прирост богатства семейства. Они

* Чтобы немного усложнить картину, скажу, что каждый год Готроксы также покупали акции, впервые размещаемые на фондовом рынке.

увидели, что их попытка самостоятельного выбора акций оказалась неудачной, и решили, что им нужна профессиональная помощь в этом деле. И они наняли экспертов — еще больше Помощников! — чтобы получить преимущество. Эти финансовые советники брали плату за свои услуги. Поэтому, когда семейство оценило свое состояние через год, обнаружилось, что доля пирога стала еще меньше.

Ситуация усугубилась еще и тем, что новые советники в стремлении заработать как можно больше развернули лихорадочную торговлю семейными акциями и увеличили не только брокерскую комиссию, выплачиваемую первой группе Помощников, но и общую сумму налогов. В результате некогда 100%-ная доля семейства в дивидендах и приросте капитала уменьшилась еще больше.

«Выбрать хорошие акции нам не удалось, — рассуждали умные братья, — не удалось найти и хороших инвестиционных менеджеров, которые могут сделать это. Как же быть?» И, несмотря на две предыдущие неудачи, они решили нанять еще больше Помощников. Братья нашли лучших инвестиционных консультантов и специалистов по финансовому планированию и стали просить совета, как найти правильных менеджеров, которые знают, как выбрать подходящие акции. Консультанты, разумеется, обещали помочь. «Просто платите нам за услуги, — говорили братьям новые Помощники, — и все будет хорошо». Увы, с этими дополнительными затратами доля семейного пирога уменьшилась еще сильнее.

Избавьтесь от всех Помощников. И тогда ваше семейство снова получит 100%-ную долю пирога, который выпекает для вас корпоративная Америка

Наконец Готроксы встревожились и собрались, чтобы обдумать произошедшее с тех пор, как некоторые из них стали пытаться переиграть других. «Почему, — спрашивали они, — наша изначально 100%-ная доля пирога, состоящая из дивидендов и прироста капитала, сократилась до 60%?» Тогда самый мудрый член семьи, старый дядюшка, тихо сказал: «Все, что вы платите этим Помощникам, и все излишние налоги уменьшают общий доход нашего семейства. *Вернитесь к тому, что было изначально, и сделайте это немедленно. Избавьтесь от всех своих брокеров. От всех финансовых менеджеров. От всех консультантов.* Тогда наше семейство снова получит 100% того огромного пирога, который корпоративная Америка выпекает для нас каждый год».

Братья последовали совету старого мудрого дядюшки и вернулись к первоначальной пассивной, но эффективной стратегии — держать все акции корпоративной Америки и ничего не предпринимать.

Именно этим и занимается индексный фонд.

...с той поры семейство Готрокс зажило счастливо

Этой притчей неподражаемый Уоррен Баффетт добавляет своего рода четвертый закон к трем законам динамики сэра Исаака Ньютона. Мораль рассказанного он формулирует так: у инвесторов в целом доходность снижается с ростом активности.

Это емкое выражение настолько точно передает положение дел, что мне остается только добавить следующее: в притче отражен глубокий конфликт интересов тех, кто работает в инвестиционном бизнесе, и тех, кто инвестирует в акции и облигации. Чтобы хорошо жить, первым нужно убедить клиентов: *«Не сидите сложа руки.*

Действуйте!» В основе же благополучия их клиентов лежит совершенно другое: *«Не делайте ничего. Просто сидите сложа руки»*. Именно таков единственный способ избежать заведомого проигрыша в попытках переиграть рынок.

Бизнес, который прямо игнорирует интересы клиентов, существует лишь до той поры, пока клиенты не проснутся и не увидят, как обстоит дело в реальности. Затем наступает время изменений, ведущих к тому преобразованию нашей финансовой системы, которое происходит сегодня.

История семейства Готрокс говорит о том, что секрет успешного инвестирования прост: держите акции компаний и получайте хороший навар в виде дивидендов и прироста капитализации американских и, если брать шире, компаний всего мира. *Чем активнее инвестиционная деятельность, тем больше средств уходит на финансовых посредников и налоги и тем меньше достается держателям акций (владе́льцы компаний) в целом.* Чем меньше расходы инвесторов, тем больше они получают. Чтобы наслаждаться хорошей доходностью, умный инвестор должен снизить до минимума затраты на финансовых посредников. Именно это вытекает из здравого смысла. Именно в этом суть индексирования. Именно этому посвящена книга, которую вы читаете.

Не верьте мне на слово!

Вот что говорит **Джек Мейер**, бывший президент Harvard Management Company и чрезвычайно успешный предприниматель, которому удалось увеличить университетский фонд Гарварда более чем втрое, с \$8 млрд до \$27 млрд. В 2004 г. в интервью журналу *Business Week* он сказал:

«Инвестиционный бизнес — это гигантская афера. Большинство людей считают себя способными найти менеджеров, которые могут переиграть рынок, но чаще всего они ошибаются. Я бы сказал, что 85–90% таких менеджеров показывают низкие результаты. Поскольку менеджеры берут плату за свои услуги и несут транзакционные издержки, в целом они попросту разоряют клиентов».

Когда его спросили, могут ли индивидуальные инвесторы извлечь какие-то уроки из того, что делает Гарвардский фонд, мистер Мейер ответил: «Да, конечно. Во-первых, диверсифицируйте свой портфель, включив в него разнообразные классы активов. Во-вторых, стремитесь к сокращению расходов. Избегайте модных, но дорогих фондов, отдавая предпочтение дешевым индексным фондам. И, наконец, вкладывайте средства на длительный срок. [Инвесторам] нужно, чтобы индексные фонды просто поддерживали их расходы и налоги на низком уровне. Это несомненно».

* * *

О том же самом более научным языком говорит профессор Принстонского университета **Бертон Мэлкил**, автор книги «Случайное блуждание на Уолл-стрит»: «Индексные фонды стабильно демонстрируют [годовую] доходность, почти на два процентных пункта превышающую результаты активных менеджеров. Последние в целом не могут достигнуть валовой доходности, превосходящей весь рынок, и, следовательно, в среднем отстают от индексных фондов на сумму своих расходов и транзакционных издержек.

Опыт показывает, что инвесторы в индексные фонды получают гораздо лучшие результаты, чем типичные клиенты инвестиционных менеджеров, чьи высокие комиссионные за консультации и высокая оборачиваемость портфеля снижают результативность инвестиций... Индексные фонды — надежный способ получить рыночную доходность без всяких усилий и с минимальными затратами».

Глава 2

РАЦИОНАЛЬНЫЙ ОПТИМИЗМ

**Акционерная доходность должна
соответствовать доходности компаний**

Чудесная притча о семействе Готрокс, рассказанная в главе 1, иллюстрирует главный принцип инвестирования, сформулированный Уорреном Баффеттом: «Все, что акционеры могут заработать, начиная с сегодняшнего дня и до второго пришествия, не превышает того, что в совокупности зарабатывают принадлежащие им компании». Показывая это на примере Berkshire Hathaway, публичной компании, которой он руководит 46 лет, Баффетт говорит:

— Когда цена на акции некоторое время держится на очень высоком или низком уровне, часть акционеров — продавцов или покупателей — получает необычно

большую выгоду за счет тех, с кем они торгуют... Со временем совокупная доходность, полученная акционерами Berkshire, неизменно приходит в соответствие с доходностью компании.

«Со временем совокупная доходность, полученная акционерами... неизменно приходит в соответствие с доходностью компании»

Как часто инвесторы упускают из виду этот основополагающий принцип! История, если только мы удосужимся ее изучить, явно указывает на связь между совокупной долгосрочной доходностью американского бизнеса (годовой дивидендный доход плюс прирост капитала) и совокупной доходностью фондового рынка. Задумайтесь об этом несомненном факте. Понятно ли вам, что это просто здравый смысл?

Вам нужны доказательства? Просто посмотрите на статистику с начала XX в. (рис. 2.1). Средняя совокупная годовая доходность акций за столетие составляет 9,5%. Если взять только доходность инвестированного капитала, то она равна 9,0% — 4,4% дивидендная доходность и 4,6% прирост капитала.

Эту разницу в 0,5% я называю *спекулятивной* доходностью. Она может быть положительной или отрицательной в зависимости от готовности инвесторов платить больше или меньше за каждый доллар прибыли в конце периода по сравнению с его началом.

Коэффициент «цена/прибыль» (P/E) показывает, сколько долларов инвесторы готовы платить за каждый доллар прибыли. Коэффициент P/E растет и падает

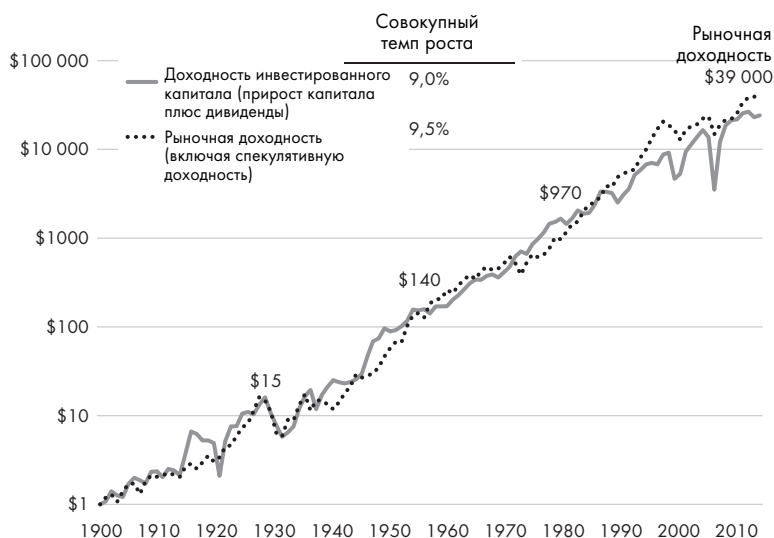


РИС. 2.1. Доходность инвестированного капитала по сравнению с доходностью фондового рынка. Рост в расчете на \$1 в 1900–2016 гг.

в зависимости от уверенности инвесторов*. Когда верх берет жадность, коэффициент может быть очень высоким. Когда преобладает надежда, Р/Е приобретает весьма скромные значения. Когда воцаряется страх, Р/Е обычно очень низок. Постоянно меняющийся эмоциональный настрой инвесторов отражается в спекулятивном доходе. Эмоции на короткое время нарушают стабильный долгосрочный повышательный тренд в экономике инвестирования.

Как показано на рис. 2.1, в долгосрочной перспективе доходность инвестиций в акции — дивидендный доход плюс прирост капитала — близко следует за совокупной

* Изменение процентных ставок также сказывается на коэффициенте Р/Е, хотя оно может быть неравномерным. Так что здесь я немного упрощаю картину.

доходностью фондового рынка, включающей спекулятивную доходность. Любые значительные расхождения между ними краткосрочны.

Доходность в сложных процентах за 116 лет дает действительно потрясающие результаты. Каждый доллар, вложенный в акции в 1900 г. под 9,5%, к 2015 г. вырастает до \$43 650*. Конечно, мало кто (если вообще кто-нибудь) из нас проживет 116 лет! Но за нами придут потомки и, как семейство Готрокс, насладятся чудом сложных процентов. Их результаты баснословны — настоящая победа!

Рис. 2.1 ясно показывает, что доходность инвестированного капитала то взлетает, то падает. Иногда, как во время Великой депрессии в начале 1930-х гг., падение было очень сильным, но мы его пережили. Так что если отойти подальше от графика и посмотреть на него в целом, то тренд выглядит почти как плавно поднимающаяся прямая линия, а периодические колебания едва заметны.

Возврат к среднему

Конечно, иногда рыночная доходность очень сильно опережает фундаментальные показатели компаний (как это было в конце 1920-х, начале 1970-х, конце 1990-х гг. и, возможно, происходит сейчас). Но лишь на какое-то время. словно притягиваемая магнитом, она в конце концов возвращается к долгосрочной норме, хотя нередко

* Давайте будем честны. Если подсчитывать доход от этого первоначального доллара в сложных процентах не по *номинальной* ставке 9,5%, а по *реальной* 6,3% (с учетом 3,2%-ной инфляции в этом периоде), то доллар вырастет до \$1339, что намного меньше суммы в номинальном исчислении. Однако рост реального богатства более чем в 1300 раз — это не то, на что можно начихать.

это происходит после сильного падения на некоторый срок (как это было в середине 1940-х, конце 1970-х гг. и в 2003 г., когда рынок достигал минимумов). Такую закономерность называют возвратом (или регрессией) к среднему, и о ней мы более подробно поговорим в главе 11.

Концентрируясь на краткосрочных колебаниях рынка, мы, инвесторы, часто упускаем из вида общую картину. Когда доходность акций значительно отклоняется от долгосрочной нормы, мы перестаем обращать какое-либо внимание на реальность, а именно на то, что это крайне редко обусловлено *экономикой* инвестирования, т.е. приростом капитала и дивидендным доходом. Причина такой волатильности годовой доходности акций во многом связана с *эмоциональным* аспектом инвестирования, отражающимся в изменении коэффициента P/E.

«Опасно... применять к будущему индуктивные умозаключения, основанные на прошлом опыте»

Как показывает рис. 2.1, несмотря на то что цены, которые мы платим за акции, нередко теряют связь с реальными результатами компаний, *в долгосрочной перспективе реальность берет верх*. Поэтому, хотя инвесторы интуитивно считают прошлое прологом будущего, прошлая доходность фондового рынка, включающая в себя высокий спекулятивный элемент, является крайне ненадежным предиктором будущего. Чтобы понять, почему историческая доходность не предсказывает будущее, нам нужно всего лишь прислушаться к словам великого британского экономиста Джона Мейнарда Кейнса. Вот что он писал 81 год назад:

— Опасно... применять к будущему индуктивные умозаключения, основанные на прошлом опыте, если невозможно определить четкие причины, по которым прошлый опыт был именно таким.

Если мы *сможем* определить эти причины, то сумеем сделать и обоснованные предположения относительно будущего. Кейнс помогает нам решить эту задачу, отмечая, что долгосрочный прогноз курса акций — это сочетание результатов деятельности компаний («предсказание возможного дохода от активов за весь срок их существования») и догадки («предсказание психологии рынка»).

Эти слова мне хорошо известны, поскольку 66 лет назад я использовал их в своей дипломной работе в Принстонском университете. Называлась она «Экономическая роль инвестиционной компании» и чудесным образом определила мою будущую карьеру в области взаимных фондов.

Двойственная природа доходности фондового рынка

Двойственный характер доходности отчетливо виден, если посмотреть на доходность фондового рынка по десятилетиям (рис. 2.2). Взяв за основу идею Кейнса и подставив свои цифры, я разделил доходность фондового рынка на две части: (1) *инвестиционная доходность* (результаты деятельности компаний), складывающаяся из первоначального дивидендного дохода и последующего роста прибыли (вместе они составляют по сути то, что мы называем «внутренней стоимостью»), и (2) *спекулятивная доходность*, обусловленная влиянием изменения коэффициента