





БРЮС ГРИНВАЛЬД

КАН ДЖУДД

ПОЛ Д. СОНКИН

МАЙКЛ ВАН БИЕМА

# СТОИМОСТНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ ОТ ГРЭМА ДО БАФФЕТА

## И ДАЛЕЕ...

 **БОМБОРА**  
ИЗДАТЕЛЬСТВО

Москва 2023

УДК 336:004  
ББК 65.26  
С81

Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond

Bruce C. Greenwald, Judd Kahn, Paul D. Sonkin, Michael van Biema

© 2021 by Bruce C. Greenwald and Judd Kahn All Rights Reserved.

This translation published under license with the original publisher John Wiley & Sons, Inc. via Igor Korzhenevskiy of Alexander Korzhenevski Agency

\*Упомянутые в книге социальные сети Facebook и Instagram запрещены на территории Российской Федерации на основании осуществления экстремистской деятельности.

С81 **Стоимостное** инвестирование: От Грэма до Баффета и далее / Брюс Гринвальд и др.; [перевод с английского О. В. Терпуговой]. — Москва : Эксмо, 2023. — 512 с. — (Библиотека частного инвестора. От экспертов — экспертам).

ISBN 978-5-04-188994-4

Почти 100 лет назад Бенджамин Грэм и Дэвид Додд придумали проницательный подход к инвестированию. Он помогает искать недооцененные ценные бумаги, точно определять их стоимость, оттачивать стратегию исследования рынка и применять полученные знания для максимально эффективного управления рисками.

«Стоимостное инвестирование» — это ведущее пособие по применению вечных принципов инвестирования в условиях изменившейся экономической ситуации. Оно пригодится управляющим портфелем, инвесторам, а также всем тем, кто интересуется вопросами оценки ценных бумаг и инвестирования.

Брюс Гринвальд – профессор Высшей школы бизнеса Колумбийского университета и советник компании First Eagle Investment Management. The New York Times называют «гуру для гуру Уолл-стрит».

УДК336:004  
ББК65.26

ISBN 978-5-04-188994-4

© Терпугова О. В., перевод на русский язык, 2023  
© Оформление. ООО «Издательство «Эксмо», 2023

# Оглавление

|   |     |
|---|-----|
| <b>Введение</b> .....   | 9   |
| <b>Глава 1. СТОИМОСТНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ: ОПРЕДЕЛЕНИЯ, ОТЛИЧИЯ, РЕЗУЛЬТАТЫ, РИСКИ, ПРИНЦИПЫ</b> ..... | 16  |
| <b>Глава 2. В ПОИСКАХ СТОИМОСТИ: КУПИТЬ ИЛИ ПРОДАТЬ?</b> .....                                      | 34  |
| <b>Глава 3. ПРИНЦИПЫ И ПРАКТИКА ОЦЕНКИ</b> .....  | 63  |
| <b>Глава 4. ОЦЕНКА АКТИВОВ: ОТ БАЛАНСОВОЙ СТОИМОСТИ ДО ВОССТАНОВИТЕЛЬНОЙ СТОИМОСТИ</b> .....        | 99  |
| <b>Глава 5. СТОИМОСТЬ УСТОЙЧИВОЙ ПРИБЫЛИ</b> .....  | 137 |
| <b>Глава 6. РОСТ</b> .....  | 183 |
| <b>Глава 7. «ХОРОШИЙ» БИЗНЕС</b> .....  | 207 |
| <b>Глава 8. ОЦЕНКА АКЦИЙ ПРИВИЛЕГИРОВАННОГО БИЗНЕСА</b> .....                                       | 240 |
| <b>Глава 9. ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКАЯ СТРАТЕГИЯ</b> .....   | 375 |
| <b>Глава 10. УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ И СОЗДАНИЕ ПОРТФЕЛЕЙ</b> .....                                      | 399 |
| <b>Очерки об инвесторах</b> .....   | 419 |
| <b>Благодарности</b> .....  | 503 |
| <b>Алфавитный указатель</b> .....   | 504 |



*Диане Гринвальд, без «мягкой» поддержки которой  
не было бы этой книги, и Габриэлю Кану — замеча-  
тельному сыну, чудесному отцу*



## Введение

**В** 1999 году, когда мы начали работу над первым изданием, метод стоимостного инвестирования, разработанный Бенджамином Грэмом и Дэвидом Доддом и усовершенствованный их преемниками, находился в тени. В финансовой теории в течение 30 лет господствовала гипотеза эффективного рынка (ГЭР), которая отрицала возможность длительного успешного активного инвестирования. Первый интернет-пузырь и сопровождавший его бум на фондовом рынке, казалось, подорвали все аналитические принципы, на которых основывалось стоимостное инвестирование. На стоимостных инвесторов, за исключением Уоррена Баффетта, смотрели как на динозавров, не имеющих ничего общего с современной экономической реальностью. К счастью, обвал акций технологических и телекоммуникационных компаний 2000–2002 годов на фоне превосходных результатов стоимостных инвесторов возродил интерес к подходу Грэма и Додда. В то же время вышло большое количество научных публикаций, опровергающих теорию эффективного рынка. Стоимостные портфели, собранные на основе статистических методов, превосходили фондовый рынок в течение почти всех длительных периодов практически на всех национальных рынках, по которым имелось достаточно данных.

Академические исследования в области психологии породили раздел поведенческих финансов. Его первопроходцами стали Даниэль Канеман и Амос Тверски. Успешность стоимостных портфелей получила объяснение в глубоко укоренившихся поведенческих предубеждениях. «Стоимостная премия» как компонент доходности начала считаться устойчивой характеристикой будущих финансовых рынков. Упомянутые исследования и новые разработки инвесторов привели к более глубокому пониманию принципов Грэма и Додда и усовершенствовали практику стоимостного инвестирования, особенно в отношении поиска и оценки так называемых привилегированных компаний.

Длительный бычий рынок после глубокого финансового кризиса 2008–2009 годов вновь поднял вопрос об обоснованности подхода Грэма и Додда. За годы, прошедшие с 2009 года, результаты многих видных стоимостных

инвесторов значительно отставали от национальных и глобальных рыночных индексов. Разрыв между статистическими стоимостными портфелями и доходностью рынка значительно сократился, если не исчез полностью. Новое поколение технологических акций приносило устойчивую доходность, которая, казалось, противоречила стоимостным принципам. Стоимостные инвесторы снова стали динозаврами, выпавшими из экономической реальности.

Отчасти снижение относительных показателей стоимостных портфелей — это предсказуемый итог переоцененности, характерной для поздних стадий длительного бычьего рынка. Исторически в такие периоды стоимостные инвесторы демонстрируют относительно низкие результаты, как это было и в конце 1990-х годов. Однако были и другие важные факторы. Во-первых, успешность метода Грэма и Додда в период с 2000 по 2007 годы повысила популярность стоимостного подхода. Доля стоимостных инвесторов значительно возросла, особенно в США. Спрос на стоимостные акции повысился, что привело к сокращению разрыва между мультипликаторами оценки модных и стоимостных акций, хотя данные неоднозначны. Во-вторых, экономическое развитие усложнило практическое применение принципов Грэма и Додда. Сдвиг экономической активности из промышленности в сферу услуг повысил значимость нематериальных активов (клиентов, обученных сотрудников, продуктового портфеля, бренда) по сравнению с материальным капиталом (запасами, дебиторской задолженностью, основными средствами и оборудованием, которые традиционно учитываются на балансе). Поскольку инвестиции в нематериальные активы (рекламу, наем и обучение персонала, разработку продуктов) часто в бухучете учитываются как текущие расходы, рассчитать устойчивую прибыль стало сложнее. Влияние технологического развития было схожим. У современных компьютерных и интернет-компаний, например, Amazon, Google, Oracle, Facebook, Microsoft и Netflix, материальные активы относительно невелики. Большая часть их инвестиций, направленных на рост, погребена в расходах, отчего занижается отчетная прибыль и завышаются оценочные мультипликаторы.

Осложняющим фактором также является концентрация компаний сферы услуг и технологических компаний на определенных локальных рынках или на рынках нишевых продуктов. На таких локальных/нишевых рынках обычно наблюдаются высокий эффект от масштаба и высокая степень привязанности клиентов. В результате доминируют фирмы, которые получают преимущества

за счет барьеров для входа. На языке стоимостного инвестирования, «привилегированные» предприятия с широкими «рвами» занимают все большую долю в экономике. Для таких предприятий чистые активы все меньше влияют на прибыль, а рост вносит значительный вклад в общую стоимость. Вследствие этого оценка стоимости акций в значительной степени зависит от будущих денежных потоков, часто отдаленных, стоимость которых трудно рассчитать с помощью методов оценки стоимости активов или устойчивой прибыли по Грэму и Додду. Кроме того, для привилегированных предприятий на оценку стоимости компании сильно влияет качество управления, особенно при размещении капитала. Неудивительно, что в таких условиях многие традиционные стоимостные инвесторы, ориентированные на баланс, не добились хороших результатов.

Еще один новый фактор оценки — высокая вероятность подрыва привилегированных позиций компании. Снижение прибыльности конкурентных предприятий можно скомпенсировать возмещением основного и оборотного капитала при сокращении бизнеса. Спад имеет гораздо более серьезные последствия для привилегированных фирм, стоимость которых, рассчитываемая исходя из неизменности прибыли, превышает стоимость активов. Потеря эффекта от масштаба влечет убытки без компенсации от возмещения капитала, что является оборотной стороной высокой доходности капитала. Умирающие привилегированные предприятия теряют гораздо большую долю своей стоимости, чем угасающие конкурентные предприятия («сигарные окурки»). Любым попыткам инвестировать в недооцененные привилегированные предприятия должна предшествовать тщательная оценка последствий потери привилегий.

Все это означает, что мы должны были пересмотреть все аспекты стоимостного инвестирования, изложенные в первом издании. Мы переосмыслили императивы поиска и последующей оценки инвестиционных возможностей. Также мы тщательно изучили этап активного исследования после проведения предварительной оценки и рассмотрели вопрос управления рисками гораздо более подробно, чем в первом издании. В этом нам помогло наблюдение за практикующими стоимостными инвесторами: мы отмечали, как они приспосабливаются к меняющимся экономическим условиям. Во всех этих областях мы отметили преимущества современной адаптации подхода Грэма и Додда в решении фундаментальной проблемы любого активного инвестора. На данный момент есть однозначные доказательства того, что финансовые рынки действительно неэффективны в академическом смысле. Однако они

неизбежно фундаментально эффективны в ином смысле, более приближенном к реальности.

Средняя доходность для всех инвесторов в любом классе активов должна быть равна средней доходности всех активов в этом классе (т. е. «рыночной» доходности для данного класса активов). Все активы кому-то принадлежат. Производные инструменты на актив (например, непокрытые короткие позиции) взаимно перекрываются, поскольку на каждого продавца есть покупатель. Поэтому, если один инвестор опережает рынок в определенном классе активов, другой инвестор должен отставать от рынка на величину, пропорциональную сумме активов под его управлением. Это ограничение относится ко всем классам активов, и оно распространяется на инвестиции в целом.

Грэм и Додд полностью осознавали это ограничение, хотя и описывали его в несколько иных терминах. Они понимали, что каждый раз, когда кто-то покупает ценную бумагу в надежде, что она принесет больше, чем прочие альтернативы, кто-то другой ее продает, потому что думает, что она сработает хуже, чем иные доступные возможности. Один из этих инвесторов неизбежно ошибется. Хорошо продуманный инвестиционный процесс на каждом этапе (поиск, оценка, исследование, управление рисками) должен приводить инвестора на правильную сторону сделки. Сам этот процесс должен быть лучше, чем у инвестора с противоположной стороны. Именно по этому критерию мы оценивали современные методы стоимостного инвестирования, описанные в настоящем втором издании.

Процесс поиска — это не только ориентация на стоимость, то есть выбор «негламурных», непривлекательных, немодных, малоизвестных акций. Еще это и определенная степень специализации. Если я, инвестор широкого профиля, заключаю сделку с инвестором-специалистом, у него, как правило, будет более глубокое понимание и больше информации. Поэтому на правильной стороне сделки окажется он. В этом издании мы расширили главу о поиске, включив в нее рассмотрение эффективных стратегий специализации. Ее необходимость подтверждается последними наблюдениями. Стоимостные инвесторы, которые концентрируются в одной области, как правило, гораздо более успешны даже по сравнению с сообществом стоимостных инвесторов в целом. Успешные инвесторы с более широкой специализацией показывают лучшие результаты именно в тех отраслях и регионах, где их осведомленность выше. Поэтому в раздел, посвященный конкретным инвесторам, мы добавили ряд инвесторов с узкой специализацией. Воплощение концепции Грэма и Додда о «сфере

компетенции» предполагает не только необходимость воздерживаться от незнакомых областей, но и наличие экспертизы в конкретных направлениях.

За годы, прошедшие с момента выхода первого издания, мы усвоили схожий урок в отношении оценки.

---

Активы с разными горизонтами доходности  
должны оцениваться разными методами.

---

Для ликвидируемых активов или других краткосрочных «инвестиций с каталлизаторами» подходит метод дисконтированных денежных потоков (DCF). Оценка, скорее всего, будет точной. Для активов, чья стоимость определяется на конкурентных рынках — недвижимость, природные ресурсы, непривилегированные фирмы, — рост, как правило, не создает значительной стоимости. Это ограничивает значимость отдаленных будущих денежных потоков. Для таких инвестиций расчет согласно подходу Грэма — Додда, соотносящий стоимость активов и оценку на основе предположения о постоянстве прибыли, подходит лучше, чем метод DCF или оценка по мультипликаторам, — по причинам, которые мы обсуждали в первом издании этой книги. Этот подход предпочитают большинство стоимостных инвесторов. Однако он не подходит для оценки предприятий, для которых рост создает значительную стоимость. В этих случаях удаленные по времени денежные потоки трудно оценить, поскольку небольшие различия в темпах роста приводят к существенным различиям в отдаленных будущих денежных потоках, причем составляют значительную долю стоимости. В результате внутреннюю стоимость таких предприятий нельзя оценить с приемлемой точностью. Инвестиционные решения в таком случае целесообразнее принимать на основе оценки будущей доходности, а не внутренней стоимости. Это издание дополнено тремя главами с развернутым описанием метода оценки привилегированного бизнеса, основанного на доходности. Возможно, изложенный нами процесс не станет последним словом в оценке привилегированных компаний. С уверенностью можно сказать одно: в оценке не существует универсальной отмычки, с помощью которой инвестор всегда попадает на правильную сторону сделки.

Внимательно наблюдая с 1999 года практику успешных стоимостных инвесторов, мы решили добавить во второе издание главу об активных

исследованиях. По мере развития мировой экономики нематериальные активы и прибыль, обусловленная наличием привилегий, приобретали все большую значимость, поэтому для оценки бизнеса традиционного анализа финансовых отчетов становилось недостаточно. Инвесторам при оценке инвестиций приходилось обращать внимание не столько на финансовые показатели, сколько на качество управления, от которого зависела доходность активов. Время, необходимое на анализ и оценку, приходилось перераспределять с учетом новых требований. Для успеха инвестиций становится все более важным эффективный процесс активных исследований, который позволяет инвестору чаще оказываться на правильной стороне сделки. В дополнительной главе мы описываем критерии качественного активного исследовательского процесса.

Наконец, возрастающая значимость специализации и активных исследований повлекла за собой проблемы в управлении рисками. Исторически инвестиционные менеджеры формировали портфели так, как если бы в их управлении находились почти все активы клиентов. Они занимались диверсификацией без учета того факта, что владельцы обычно распределяют активы между многими инвестиционными управляющими. Для владельцев важен общий риск всех портфелей, в которые часто входят крупные неликвидные позиции или предприятия. Поэтому управление рисками должно быть централизованным. Его децентрализация может привести к тому, что у разных управляющих будут противоположные позиции (менеджер А принимает риски, которые хеджирует менеджер Б) или позиции, доходность которых сильно коррелирует с крупными неликвидными активами. В результате управление рисками может стать дорогостоящим и малоэффективным. При наличии специализированных инвестиционных менеджеров диверсификацию нужно осуществлять на уровне всего состояния. Поэтому все чаще функции управления рисками и выбора ценных бумаг разводятся. Риск-менеджер должен получать достаточно информации от инвестиционных менеджеров, чтобы эффективно выполнять работу. Поэтому мы включили во второе издание главу об управлении рисками. Мы даем определение риска с точки зрения Грэма и Додда и описываем эффективные методы его управления.

Жизнеспособность традиции Грэма и Додда обусловлена ее успешной адаптацией к меняющимся экономическим и финансовым условиям. Поэтому мы пересмотрели раздел книги, посвященный отдельным инвесторам. Очерки, посвященные уже покойным инвесторам, мы оставили без изменений,

чтобы сохранить их ценные идеи. Другие инвесторы, о которых мы рассказывали, продолжают совершенствовать свою работу. К счастью, большинство из них в течение многих лет ежегодно ведут занятия в Колумбийском университете на курсе МВА по стоимостному инвестированию. Здесь мы описываем особенности их инвестиционной практики и развитие методов с течением времени. Благодаря технологическому прогрессу в эти краткие очерки включены ссылки на видеозаписи их выступлений на курсе. Большинство новых инвесторов, очерки о которых мы добавили во второе издание, — Том Руссо, Пол Хилал и Эндрю Вайс, у каждого из которых своя специализация, — также неоднократно выступали на курсе. Два других выдающихся инвестора — один опытный, Уоррен Баффетт, другой новый, Ян Хуммел, — не выступали на занятиях. Презентации Хуммела мы отредактировали для онлайн-доступа и дополнили кратким описанием его специализированного инвестиционного подхода. Уоррену Баффетту, как и прежде, посвящена отдельная глава, написанная на основе выдержек из его публичных посланий.

К тому времени, когда мы начали работать над первым изданием этой книги в 1999 году, Брюс уже около пяти раз прочел курс МВА по стоимостному инвестированию, а также читал его в версии для руководителей и на двухдневных курсах. Прошло 20 лет, и, несмотря на эпизодические академические отпуска, он преподает его уже в течение примерно 25 лет. В 2005 году мы опубликовали исследование *Competition Demystified* («Конкуренция без тайн»), в котором подробно рассматривали факторы, составляющие устойчивые конкурентные преимущества, и отличительные черты «привилегированных» предприятий, защищенных рыночными барьерами. За эти годы мы оба получили опыт инвестирования, работая в крупном глобальном взаимном фонде и трех небольших хедж-фондах. Несомненно, в процессе преподавания наше собственное понимание традиции Грэма и Додда расширилось благодаря студентам и приглашенным инвесторам, которые щедро делились опытом и знаниями. Но не менее плодотворным было и время, проведенное «в поле». Как писал в «Мемуарах» историк Эдвард Гиббон о своей службе на Семилетней войне: «Построение и маневры современного батальона помогли мне создать четкое представление о фланге и легионе. Капитан хэмпширских гренадеров (здесь читатель может улыбнуться) сослужил хорошую службу историку Римской империи».

*Брюс Гринвальд и Джадд Кан, Нью-Йорк, 2020 г.*