

ГОВАРД МАРКС

О самом важном

Нетривиальные решения для думающего инвестора



Говард Маркс

**О самом важном.
Нетривиальные решения
для думающего инвестора**

«Манн, Иванов и Фербер (МИФ)»

2013

УДК 336.76
ББК 65.264

Маркс Г.

О самом важном. Нетривиальные решения для думающего инвестора / Г. Маркс — «Манн, Иванов и Фербер (МИФ)», 2013

Уже двадцать лет Говард Маркс помогает инвесторам своими «Записками из председательского кресла». Книга «О самом важном» родилась из этих записок: Маркс решил объединить в нее важнейшие уроки, которые вынес из своего опыта инвестора. В этой книге читатели ознакомятся не только с его выстраданной вместе с опытом мудростью, но и с идеями троих опытных инвесторов – Кристофера Дэвиса, Джоэла Гринблатта и Сета Клармана – и адъюнкт-профессора Бизнес-школы Колумбийского университета Пола Джонсона. Каждый из участников этого впечатляющего коллектива по-своему проливает свет на работу Маркса. Это книга для инвесторов и всех, кто интересуется фондовым рынком. На русском языке публикуется впервые.

УДК 336.76
ББК 65.264

© Маркс Г., 2013
© Манн, Иванов и Фербер
(МИФ), 2013

Содержание

Предисловие к российскому изданию	6
Благодарность	8
Вступление	9
Введение	11
1. Самое важное – это... мышление второго уровня	15
2. Самое важное – это... понимание эффективности рынка (и его ограничений)	20
Конец ознакомительного фрагмента.	24

Говард Маркс

О самом важном. Нетривиальные решения для думающего инвестора

Научный редактор Александр Исаенков

Издано с разрешения *Columbia University Press*

Издано при поддержке ООО «АТОН»

www.aton.ru



Все права защищены. Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав.

© 2013 Hovard Marks. This Russian edition is a complete translation of the U.S. edition, specially authorized by the original publisher, Columbia University Press.

© Перевод, издание на русском языке, оформление, ООО «Манн, Иванов и Фербер», 2018

* * *

С любовью посвящаю Нэнси, Джейн и Эндрю

Предисловие к российскому изданию

Уважаемые читатели!

Мы представляем вашему вниманию книгу выдающегося инвестора – человека, который не побоялся играть против трендов, который заметил несколько биржевых пузырей и предсказал крах доткомов.

Говард Маркс родился в 1946 году. Он начинал свою карьеру в Citibank, где после знакомства с «королем мусорных облигаций» Майклом Милкеном стал управлять портфелем высокодоходных бондов. Позже, перейдя в TCW Group, Маркс знакомится с Брюсом Каршем, и в 1995 году основывает с ним Oaktree Capital Management. В 2012 году компания разместила свои акции на Нью-Йоркской бирже. За 22 года с момента основания активы фондов под управлением Oaktree выросли до \$100 млрд и продемонстрировали чистую среднегодовую доходность 19 %, опередив результаты конкурентов на 7 процентных пунктов. Это означает, что ранние инвесторы увеличили свои первоначальные инвестиции в 45 раз. Общее состояние Говарда Маркса к 2017 году достигло \$2 млрд.

С начала 90-х Маркс формулировал для своих клиентов наиболее важные правила инвестирования. Эти правила и легли в основу книги «О самом важном: нетривиальные решения для думающего инвестора».

«Когда я вижу заметки от Говарда Маркса в своей почте, я открываю и читаю их в первую очередь. Я всегда узнаю из них что-то новое, а эта книга может дать вдвое больше», – говорил миллиардер Уоррен Баффет.

Книга может быть интересна широкому кругу читателей – тем, кто уже инвестирует или только планирует начать, участникам финансового рынка, управленцам и предпринимателям, а также любому человеку, интересующемуся реальными законами, по которым живет этот мир.

В чем ценность этой книги? Это свод правил не теоретика, а практика, который каждый день принимает ответственные решения, рискует и своими же результатами подтверждает эффективность этих законов. И это очень важно, поскольку «в теории нет никакой разницы между теорией и практикой, однако на практике она есть».

Книга дополнена ремарками трех «закаленных» инвесторов – Кристофера Дэвиса, Джоэла Гринблатта, Сета Кларман; а также профессора Колумбийской школы бизнеса Пола Джонсона. Этот оригинальный формат позволяет посмотреть на важные аспекты с разных точек зрения.

В книге нет готовых рецептов, как много заработать. Говард Маркс не пишет о том, что инвестиции – это просто. Эта сфера постоянно меняется, часто противоречит здравому смыслу, и получить результат выше рынка, обыграв конкурентов, невероятно сложно. С другой стороны, даже средний результат на инвестиционном рынке может обеспечить более высокие доходы, чем популярные формы размещения средств в России – банковские депозиты и недвижимость.

Однако получить выдающийся результат также возможно. К примеру, команда УК «Атон-менеджмент», управляя активами на рынке акций, за последние 10 лет обыграла индекс ММВБ на 113 %. Для достижения таких результатов инвестиции должны стать делом вашей жизни. Или можно найти профессионалов, которым вы готовы доверить свои деньги. Евгений Малыхин – руководитель команды управления активами УК «Атон-менеджмент» – оттачивал свои навыки на протяжении 43 200 часов.

Говард Маркс любит говорить: «Опыт – это то, что получаешь, когда не получил того, что хотел». Ошибки в инвестициях могут дорого стоить. Надеюсь, эта книга поможет вам избежать потерь и откроет большие возможности.

*Андрей Звездочкин,
Партнер, член Совета директоров, генеральный директор «АТОН»*

Благодарность

Благодарим Павла Никонова, одного из лучших и наиболее опытных экспертов по альтернативным инвестициям в России, за помощь в подготовке русскоязычной версии этой книги. Несмотря на колоссальную загруженность, он всегда находил время поработать над адаптацией текста для российского читателя.

Вступление

Уже двадцать лет Говард Маркс помогает инвесторам своими «Записками председателя». В книге «О самом важном» Маркс описывает важнейшие уроки, которые он получил, работая инвестором. То, что он – выдающийся инвестор, не нужно доказывать; но, кроме этого, он прекрасный педагог и содержательный писатель, и это издание – его щедрый подарок всем коллегам.

В книге «О самом важном» читатели найдут не только богатый опыт самого Маркса, но также познакомятся со взглядами троих опытных инвесторов – Кристофера Дэвиса, Джоэла Гринблатта, Сета Клармана, – а также адъюнкт-профессора Бизнес-школы Колумбийского университета Пола Джонсона. Комментарии этих профессионалов представляют работу Маркса в новом свете. Каждый из них обладает уникальным стилем инвестиций, и это проявляется в их реакциях на текст книги. Дэвис обладает врожденным талантом инвестора, а ценностный подход и концентрация на промышленном секторе дополнительно способствуют успеху. Гринблатт – автор популярнейшей книги об инвестициях «Маленькая книга победителя рынка акций»¹ – добился выдающихся результатов благодаря способности улавливать иррациональное поведение институциональных инвесторов. Изначально он исследовал разделения компаний (спин-оффы), затем сосредоточился на общих аномалиях рынка. Кларман уже 30 лет достигает замечательных результатов при его агрессивной стратегии инвестирования. Его доходность еще более примечательна, если принять во внимание его одержимость хеджировать риски. Наконец, Джонсон, который 30 лет профессионально занимался инвестициями и 20 лет преподавал их, рассказывает, как он использует мудрость Маркса в своих курсах по анализу ценных бумаг и стоимостному инвестированию.

Их примечания к оригинальному произведению дополняют текст Маркса и заставляют посмотреть на описываемые факты с другой стороны. Эти четыре мыслителя обсуждают то, как философия Маркса соотносится с их собственными мировоззрениями, дополняет их или порой им противоречит. В тексте есть и собственные комментарии Маркса, которые выявляют подтекст всей книги и выделяют наиболее важные действия среди рекомендованных. Кроме этого, здесь раскрывается еще одна тема, не затронутая в первой книге. Эта тема – важность разумных ожиданий. Мне нравится считать «О самом важном» книгой коллектива авторов, состоящего из пяти лучших в мире специалистов по инвестициям среди ныне живущих.

Важно, что этот новый проект наряду с книгой «О важном» вносит неоценимый вклад в каноны стоимостного инвестирования. Стоимостное инвестирование зародилось в Колумбийском университете после публикации книги Бенджамина Грэхэма и Дэвида Додда «Анализ ценных бумаг»² в 1936 году. В 2001 году в Бизнес-школе Колумбийского университета был учрежден Хайльбрунновский центр инвестирования по Грэму и Додду. С тех пор он стал мировым центром стоимостного инвестирования. Вполне понятно и логично, на мой взгляд, что этот центр сыграл большую роль в создании этой книги. Идея создания «О самом важном» родилась на ежегодной конференции по инвестициям в Хайльбрунновском центре, организуемой Студенческой ассоциацией по управлению инвестициями Бизнес-школы Колумбийского университета (CSIMA). После того как Маркс выступил на конференции с презентацией, Майлз Томпсон, основатель издательства Бизнес-школы Колумбийского университета, предложил ему написать книгу на основе его заметок и инвестиционной философии. Маркс с энтузиазмом отнесся к идее поделиться своими знаниями на родине стои-

¹ Джоэл Гринблатт. Маленькая книга победителя рынка акций. М.: Вершина, 2007. Прим. ред.

² Бенджамин Грэхем, Дэвид Додд. Анализ ценных бумаг = Security Analysis. М.: Вильямс, 2016. Прим. науч. ред.

мостного инвестирования. Он понимал, что его мысли очень важны для сформировавшегося в Хайльбрунновском центре сообщества. Через год на той же конференции была представлена книга «О важном»; «О самом важном» появилась на встрече CSIMA в 2012 году.

«О самом важном» продолжает традиции сообщества специалистов по инвестированию в стоимость – щедро делится идеями, мыслями и инвестиционной мудростью. Хайльбрунновский центр очень рад иметь отношение к такой новаторской публикации, вносящей огромный вклад в отрасль.

Брюс Гринвальд, директор Хайльбруннского центра инвестирования по Грэму и Додду, Хайльбруннский профессор финансов и управления активами

Введение

Последние двадцать лет я время от времени писал заметки для своих клиентов, сначала работая в Trust Company of the West, а затем в Oaktree Capital Management – компании, которую мы с моими партнерами основали в 1995 году. С помощью этих заметок я продвигаю свою инвестиционную философию, объясняю, как работают финансы, и предлагаю свой взгляд на происходящие события. Заметки легли в основу этой книги, и отрывки из них вы найдете на ее страницах, поскольку, на мой взгляд, сейчас они не менее актуальны, чем в пору их написания. Во время работы над книгой я незначительно переработал эти заметки, в основном для более ясного изложения идей.

ПОЛ ДЖОНСОН: *У меня не было книги, которую можно было бы использовать в качестве единого базового учебника по инвестициям в Бизнес-школе Колумбийского университета, пока я не прочитал «О самом важном» Говарда Маркса. Осенью 2011 года я взял эту книгу за основу своего курса по стоимостному инвестированию и анализу ценных бумаг. Идеи Маркса стали отличным дополнением к моим лекциям.*

Что же является «самым важным»? В июле 2003 года я написал заметку с таким названием, в которой описал элементы, необходимые, на мой взгляд, для успеха инвестиций. Вот как она начиналась: «Встречаясь с действующими и потенциальными клиентами, я постоянно ловлю себя на том, что сначала говорю: “Самое важное – это А”. А через десять минут: “Самое важное – это Б”. Потом важнее всего оказывается В и так далее». В итоге в заметке перечислялось аж восемнадцать «самых важных вещей».

С тех пор я немного изменил свое мнение о «самом важном», но основная мысль осталась прежней: важно всё. Успешное инвестирование требует внимательно следить за множеством разных аспектов, причем одновременно. Упустите из виду один – и результат, скорее всего, окажется неудовлетворительным. Вот почему я построил эту книгу вокруг идеи самых важных вещей: каждая из них – кирпич в будущей крепкой стене, и все они незаменимы.

ПОЛ ДЖОНСОН: *Эта мысль проходит через всю книгу. Она очень важна для понимания подхода Маркса к инвестированию. Мне кажется, что самое трудное при обучении инвестициям – объяснить студентам, что инвестирование требует уделять внимание множеству различных основополагающих вопросов одновременно. В «О самом важном» это прекрасно объясняется.*

Я не собирался писать пособие по инвестированию. Эта книга скорее представляет собой изложение моей инвестиционной философии. Здесь описано мое кредо, которого я придерживался в течение всей моей карьеры инвестора как религии. Здесь перечислено то, во что я верю, то, что не дает мне сбиться с пути. Идеи, которые здесь изложены, выдержали проверку временем. Уверен, что они будут верны еще долгое время.

ГОВАРД МАРКС: *Эта книга – в основном о том, что я называю «человечной стороной инвестирования». В ней почти не говорится о финансовом анализе или теории инвестиций. В основном она посвящена тому, как думать и что делать с психологическими причинами, влияющими на инвестиционное мышление, а также ошибками, которые часто допускают в рассуждениях. Когда я говорю о том, «как думать», то вовсе не имею в виду, что мой способ мышления – единственно возможный, но*

это хороший пример. Чтобы стать успешным, нужно дисциплинировать мышление, но необязательно тем же способом, что и я.

Это не пошаговая инструкция и не рецепт, гарантирующий успех в инвестировании. Ничего этого здесь нет. Нет формул оценки с математическими константами или коэффициентами – чисел вообще, собственно говоря, очень мало. Здесь рассказывается в основном о том, как думать, чтобы принимать хорошие решения и, что еще важнее, избежать ловушек, куда попадались и попадают многие.

У меня нет цели показать, что инвестирование – это просто. Более того, я очень хочу, чтобы все поняли, насколько это сложная задача. Те, кто пытается, представляют инвестирование в упрощенном виде, оказывают дурную услугу своей аудитории.

Я собираюсь коснуться вопросов доходности, риска и методов лишь в самых общих чертах; каждый раз, когда я говорю о конкретных классах активов и определенной тактике, это нужно лишь для иллюстрации моей мысли.

Немного о том, как организована эта книга. Выше я уже сказал, что успешное инвестирование требует пристального внимания одновременно к множеству проблем. Потому, будь это возможно, я обсуждал бы их одновременно. Однако, к сожалению, ограничения языка заставляют меня рассматривать одну тему за один раз. Поэтому я начну с обзора рыночной среды, в условиях которой делаются инвестиции, чтобы описать игровую площадку. Затем я перейду к самим инвесторам, к тем, от кого зависят успехи или неудачи при инвестировании, и к тому, что нужно сделать, чтобы преуспеть. Последние главы – попытка связать вместе обе группы идей и подвести итоги. Поскольку моя философия – это единое целое, некоторые идеи могут встретиться вам в разных главах; если вам покажется, что вы это уже читали, пожалуйста, потерпите.

Надеюсь, что в этой книге вы найдете много нового, что заставит вас задуматься. Возможно, она даже покажется вам противоречивой. Если мне скажут: «Мне так понравилась ваша книга; она подытожила все, что я ранее слышал», – я решу, что это провал. Моя цель – поделиться с вами идеями и подходами к инвестированию, которых вы раньше не встречали. Я буду считать, что достиг цели, если услышу семь коротких слов: «Никогда об этом так не думал».

Вы увидите, что я уделяю больше внимания риску и способам его ограничения, а не обеспечению доходности от инвестиций. На мой взгляд, риск – это неотъемлемый, но самый сложный и интересный аспект инвестиций.

ПОЛ ДЖОНСОН: *«О самом важном» – первая книга, которая мне встретилась, где действительно подробно рассматривается проблема риска, где описано, как важно учитывать его в процессе инвестирования. Собственно говоря, самая сильная часть книги, составляющая главный вклад в канон инвестиционной мудрости, – это обсуждение вопросов риска.*

Когда потенциальные клиенты знакомятся с компанией Oaktree, обычно их первый вопрос звучит примерно так: «В чем ключ к вашему успеху?» Мой ответ прост: эффективная философия, которую в течение сорока лет разрабатывали, совершенствовали и внедряли высококвалифицированные специалисты, разделяющие одинаковые взгляды и ценности.

Откуда взялась эта философия инвестирования? Уверен, что ни один инвестор, начиная карьеру, не имеет полностью сложившейся философии. Она должна стать суммой множества идей, полученных из различных источников за долгое время. Нельзя разработать эффективную философию на пустом месте. Мне повезло: жизнь преподнесла мне серьезные и важные уроки.

Я учился в двух бизнес-школах, которые дали мне очень эффективный и интересный опыт: азы профессии, качественное, базовое образование я получил в Уортоне³, а количественное, теоретическое – в Высшей школе бизнеса Чикагского университета. При этом для меня важнее были не факты, которые я изучал, а знакомство с двумя главными школами инвестиционной мысли и интеграция обеих в моем собственном подходе.

Важно отметить, что философия, как моя, способна выработаться, только если быть открытым к жизни. Нужно быть в курсе того, что происходит в мире, и понимать, к каким результатам приводят события. Только так можно сделать правильный выбор в похожих обстоятельствах. Неспособность сделать это – более чем что-либо еще – регулярно обрекает инвесторов превращаться в жертвы рыночных циклов.

СЕТ КЛАРМАН: *Те, кто идет по жизни с открытыми глазами, оказываются лучше готовыми к непредвиденным ситуациям. Уоррен Баффетт подчеркивал важность этого, когда искал себе преемника. Бдительность помогает распознать риски и, возможно, избежать их, пока еще не слишком поздно. Маркс говорит об этом в [главе 5](#).*

Я люблю говорить: «Опыт – это то, что получаешь, когда не получил того, что хотел».

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Это один из моих любимых «говардизмов». У меня часто появляется повод вспомнить его.*

Хорошие времена могут сыграть дурную шутку: легко решить, что инвестирование – это просто, что все его секреты известны, что беспокоиться о рисках незачем. Самый ценный опыт мы получаем в тяжелые времена. В этом плане мне «повезло» жить в эпоху различных кризисов: арабского нефтяного эмбарго⁴, стагфляции, обвала Nifty Fifty и «смерти рынка акций» в 1970-е годы; «черного понедельника» 1987 года, когда промышленный индекс Доу-Джонса за день упал на 22,6 %; резкого роста процентных ставок в 1994 году, после чего долговые инструменты, чувствительные к ставке, отправились в свободное падение; кризиса развивающихся рынков, дефолта России и краха хедж-фонда Long-Term Capital Management в 1998 году; краха доткомов в 2000–2001 годов; бухгалтерских скандалов 2001–2002 годах; мирового экономического кризиса 2007–2008 годов.

Особенно много дали мне 70-е годы – в то время было много проблем. Получить работу в области инвестиций было почти невозможно: те, кто работали тогда в этой сфере, начали еще в 60-е. А многие ли из них продолжали работать в конце 90-х и застали крах доткомов? Думаю, нет. Большинство тогдашних профессиональных инвесторов работали в отрасли с 80-х или 90-х и не представляли, что рынок может упасть более чем на 5 % (наибольший показатель в период с 1982 по 1999 год).

СЕТ КЛАРМАН: *Это заявление – возможно, одно из самых шокирующих в книге. В то время инвесторы отходили ко сну, мечтая о двузначных процентах годовой доходности, и совсем не думали о рисках. Семнадцать лет – большой срок (почти половина карьеры), но карьера, построенная исключительно в этот период, едва ли прошла бы проверку временем.*

Много читая, вы учитесь у людей, идеи которых оказались достойными публикации. Я хотел бы выделить прекрасную статью Чарли Эллиса The Loser's Game («Игра неудачника») (The Financial Analysts Journal, July-August 1975), а также книги A Short History of Financial Euphoria («Краткая история финансовой эйфории» Джона Кеннета Гэлбрейта) (New York:

³ Уортонская школа бизнеса при Пенсильванском университете. Прим. науч. ред.

⁴ Нефтяной кризис 1973 года. Прим. науч. ред.

Viking, 1990) и [«Одураченные случайностью»](#) Нассима Талеба⁵. Все эти публикации во многом сформировали мой образ мыслей.

ПОЛ ДЖОНСОН: *Отличный список литературы. К счастью, сейчас студенты могут добавить к нему «О самом важном»!*

Наконец, мне очень повезло непосредственно учиться у некоторых выдающихся мыслителей: у Джона Кеннета Гэлбрейта – человеческим слабостям; у Уоррена Баффетта – терпению и обратному инвестированию; у Чарли Мангера – важности разумных ожиданий; у Брюса Ньюберга – «вероятностям и результатам»; у Майкла Милкена – осознанным рискам; у Рика Кейна – установке «ловушек» (инвестиции в недооцененные активы, когда существует вероятность получить крупный выигрыш, но нельзя много проиграть). Я получил много ценного опыта и информации от общения с Питером Бернштейном, Сетом Кларманом, Джоном Боглом, Джейкобом Ротшильдом, Джереми Грэнтемом, Джоэлом Гринблаттом, Тони Пейсом, Орином Крамером, Джимом Грантом и Дугом Кассом.

Все эти знания и опыт я объединил в собственной инвестиционной философии, которая уже много лет служит и моим компаниям, и моим клиентам. Это не единственно верный способ, но он верен для нас.

Спешу заметить, что моя философия немногого бы стоила, если бы не мои невероятные коллеги и сооснователи компании Oaktree, которые внедрили ее: Брюс Карш, Шелдон Стоун, Ларри Кил, Ричард Мэссон и Стив Каплан. Мне было приятно работать с ними с 1983 по 1993 год. Я убежден, что идея, не воплотившаяся в жизнь, ничего не стоит. Особенно верно это для мира инвестиций. Философия, о которой я здесь говорю, не привлекла бы вообще никакого внимания к себе, если бы не достижения моих партнеров и других моих коллег по Oaktree.

ГОВАРД МАРКС: *В этом примечании я хотел бы упомянуть прекрасных людей, которые внесли свой вклад в эту книгу: это Бриджит Флэннери-Маккой, Миленда Ли, Дженнифер Джером, Мередит Говард, а также Ноа Арлоу из издательства Columbia University Press и мой редактор-консультант Мэгги Стаки. Я хотел бы поблагодарить Майлза Томпсона, который подошел ко мне в Колумбийском университете, предложил написать книгу и помог реализовать этот проект. Наконец, хотелось бы отметить моего друга Питера Кауфмана, который развил мое мышление, проводя параллели, не относящиеся к миру инвестиций.*

⁵ Нассим Талеб. [Одураченные случайностью. О скрытой роли шанса в бизнесе и в жизни](#). – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2016. Прим. ред

1. Самое важное – это... мышление второго уровня

У искусства инвестирования есть одна важная особенность, которой не всегда уделяется должное внимание. Достигнуть удовлетворительных результатов инвестирования проще, чем думают многие; достигнуть выдающихся результатов сложнее, чем кажется.
БЕНДЖАМИН ГРЭХЕМ. РАЗУМНЫЙ ИНВЕСТОР

Все должно быть изложено так просто, как только возможно, но не проще.
АЛЬБЕРТ ЭЙНШТЕЙН

Это и не должно быть просто. Любой, кто считает, что это просто, глуп.
ЧАРЛИ МАНГЕР

Мало у кого есть все необходимое, чтобы стать великим инвестором. Некоторых можно этому научить, но не всех... и даже тех, кого можно научить, нельзя обучить всему.

Действующие стратегии эффективны какое-то время, но не всегда. И инвестирование нельзя свести к алгоритмам и полностью поручить компьютеру. Даже лучшие инвесторы не всегда принимают верные решения.

Причина проста: не существует универсальных правил, которые работали бы всегда. Инвестиционную среду нельзя контролировать, а обстоятельства редко в точности повторяют друг друга. На рынке важную роль играет психология, а поскольку она изменчива, полагаться на причинно-следственные связи нельзя. Любой инвестиционный подход может работать какое-то время, но в определенный момент применение этого подхода изменяет инвестиционную среду, так что приходится искать новую стратегию. Если тот же подход пытаются копировать другие, его эффективность тоже падает.

Инвестирование, как и экономика, – это больше искусство, чем наука. А значит, это довольно сложное дело.

Сегодня очень важно помнить, что экономика не является точной наукой. Возможно, это вообще не наука, поскольку в науке возможны контролируемые эксперименты, предыдущие результаты могут быть получены повторно, а причинно-следственные связи всегда одни и те же.

ЗАМЕТКА «СРАБОТАЕТ ЛИ ЭТО?», 5 марта 2009 года

Поскольку инвестирование является больше искусством, чем наукой, хотелось бы подчеркнуть необходимость того, что подход к инвестированию должен быть интуитивным и адаптивным, а не фиксированным и механическим.

* * *

Основополагающий вопрос инвестирования заключается в том, чего вы хотите добиться. Любой может достичь средней доходности, просто вложив средства в индексный фонд, который покупает всего понемногу. Это даст вам «среднерыночную доходность», сопоставимую с общей доходностью всего рынка. Но успешные инвесторы хотят большего. Они хотят обойти рынок.

СЕТ КЛАРМАН: *Превзойти рынок важно, но так же важно ограничить риски. Прежде всего инвесторы должны спросить себя, что*

их интересует: относительная или абсолютная доходность. Потеря 45 % там, где рынок потерял 50 %, – это технически опережение рынка, но для большинства из нас это, разумеется, Пиррова победа.

На мой взгляд, определение успешного инвестирования таково: нужно быть лучше, чем рынок и другие инвесторы.

КРИСТОФЕР ДЭВИС: *Это определение подразумевает, что нужно быть терпеливым и дать себе достаточно времени: вам нужны не краткосрочные сверхдоходы, а долгосрочная, устойчивая доходность.*

Для этого требуется либо удача, либо превосходное знание вопроса. Вряд ли стоит все-раз рассчитывать на удачу, поэтому сосредоточимся на других составляющих успешного инвестора. В баскетболе говорят, что никакой тренер не сможет сделать баскетболиста выше. Научить проницательности тоже очень трудно. Как и в других видах искусства, у некоторых людей просто есть талант инвестора. Они изначально обладают – или смогли приобрести – той «каплей мудрости», которую упоминает Бенджамин Грэхем.

Все хотят зарабатывать деньги. Вся экономика основана на вере в универсальность мотива выгоды. В этом заключается капитализм: мотив выгоды заставляет людей больше работать и рисковать своим капиталом. Погоня за выгодой часто приводит к материальному прогрессу в мире.

Но эта самая универсальность сильно усложняет задачу обогнать рынок. Миллионы людей конкурируют за каждый доллар прибыли от инвестиций. Кто его получит? Тот, кто окажется на шаг впереди. В некоторых случаях, чтобы стать первым, требуется больше учиться, проводить много времени в спортзале или библиотеке, стараться, развивать выносливость или использовать лучшее оборудование. Но в инвестировании все это не так важно и главную роль играет более проницательное мышление – мышление второго уровня.

* * *

Будущие инвесторы могут изучать финансы и бухгалтерский учет, много читать и, если повезет, брать уроки у тех, кто обладает глубоким пониманием процесса инвестирования. Но лишь немногие из них смогут развить проницательность, интуицию, понимание ключевых для инвестирования вещей и знания психологии, которые требуются, чтобы показывать устойчивые результаты выше среднего. Все это требует мышления второго уровня.

Помните, что цель ваших инвестиций – не получение средних доходов; вы хотите быть лучше среднего. Поэтому вы должны уметь думать лучше, чем окружающие, – не только более эффективно, а еще и на более высоком уровне. Поскольку другие инвесторы тоже умны, хорошо информированы и используют вычислительные мощности и алгоритмы, нужно найти такое преимущество, которого у них нет. Нужно подумать о том, о чем не подумали они, увидеть то, что они пропустили, воплотить идею, которой у них нет. Нужно иначе реагировать и иначе себя вести. Одним словом, быть правым – это необходимое, но недостаточное условие для успешных инвестиций. Вы должны быть более точными, чем остальные... а это по определению значит, что ваше мышление должно быть иным.

ПОЛ ДЖОНСОН: *Замечания Маркса в этом абзаце превосходны. Ему удалось удачно подчеркнуть особую важность мышления второго уровня для достижения инвестиционного успеха. Далее следуют три великолепных примера, иллюстрирующие разницу между мышлением первого и второго уровней.*

Что такое мышление второго уровня?

• Мышление первого уровня говорит: «Это хорошая компания, надо купить ее акции». Мышление второго уровня говорит: «Это хорошая компания, но все думают, что она отличная. Так что акции переоценены – они слишком дорогие, продавай».

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *С мышлением первого уровня я постоянно сталкиваюсь у индивидуальных инвесторов. Они читают заголовки или смотрят CNBC⁶, а затем инвестируют, основываясь на общепринятых мнениях первого уровня.*

• Мышление первого уровня говорит: «Прогнозируется снижение темпов роста экономики и усиление инфляции. Надо избавиться от акций». Мышление второго уровня возражает: «Прогнозы создают шумиху на рынке, все вокруг в панике продают. Покупай!»

• Мышление первого уровня подсказывает: «Мне кажется, что выручка компании уменьшится; продавай». Мышление второго уровня отвечает: «Я считаю, что выручка компании сократится меньше, чем все ожидают, и эта приятная неожиданность поднимет акции в цене; покупай».

Мышление первого уровня упрощенное и поверхностное, оно доступно любому (и это плохое качество для тех, кто пытается обогнать остальных). Все, чего требует такое мышление, – это мнение о будущем, например: «Перспективы компании благоприятны, следовательно, акции поднимутся в цене».

Мышление второго уровня глубокое, сложное и изощренное. Человек, руководствующийся мышлением второго уровня, должен принимать во внимание множество факторов:

- Каков вероятный диапазон будущей доходности?
- Что, на мой взгляд, получится в итоге?
- Какова вероятность, что я прав?
- Что думает об этом большинство инвесторов?
- Насколько мои ожидания расходятся с мнением большинства?
- Насколько текущая цена актива соотносится с общепринятой точкой зрения о ее будущей величине и с моим мнением?
- Не является ли консенсусная психология, заложенная в цену, чрезмерно «бычьей» или «медвежьей»?
- Что произойдет с ценой актива, если мнение большинства окажется верным, а что – если прав буду я?

КРИСТОФЕР ДЭВИС: *Это хороший перечень вопросов, которые всегда следует задавать себе при оценке новых инвестиций. Придя в возбуждение от новых возможностей, об этом легко забыть.*

Разница в объеме работы, который нужно проделать при мышлении первого и второго уровня, огромна, поэтому тех, кто способен на мышление второго уровня, ничтожно мало по сравнению с теми, кто готов к мышлению первого уровня.

Те, кто мыслит на первом уровне, стремятся к простым формулам и легким ответам. Те же, кто мыслит на втором, осознают, что «инвестиционный успех» и «просто» – понятия несовместимые. При этом вам наверняка встретится множество людей, которые отчаянно стремятся все упростить. Некоторых из них я могу охарактеризовать словом «наемники». Брокерские компании стараются убедить вас, что на инвестиции способен любой – только

⁶ Американский кабельный и спутниковый телеканал новостей бизнеса. Прим. ред.

плати по десять долларов за сделку. Паевые фонды⁷ заставляют вас думать, что самостоятельно, без их услуг вам не справиться. В этом случае вы понесете деньги в активно управляемые фонды и будете платить высокую комиссию.

Других любителей упрощать я называю «проповедниками». Некоторые из них – люди из научного сообщества, теоретики, которые обучают инвестициям. Другие – практики с благими намерениями, которые переоценивают свои возможности контролировать ситуацию; думаю, большинство из них не достигают хороших результатов, закрывая глаза на неудачные годы и приписывая убытки стечению обстоятельств. Наконец, есть и такие, которые просто не понимают всей сложности сферы инвестиций. Приглашенный комментатор на радиостанции, которую я слушаю в машине, говорил: «Если продукт какой-либо компании вас не подводил, покупайте ее акции». Но, чтобы стать успешным инвестором, нужно гораздо больше.

Те, кто мыслит на первом уровне, думают о том же и так же как остальные, поэтому обычно они приходят к одним и тем же выводам. А это по определению не может привести к выдающимся результатам. Все инвесторы не могут обойти рынок, поскольку они все вместе и составляют рынок. Прежде чем пытаться соперничать в мире инвестиций, который представляет собой игру с нулевой суммой, спросите себя: на каком основании вы считаете, что сможете преуспеть? Вы уверены в этом? Почему?

КРИСТОФЕР ДЭВИС: *Верно и обратное: спросив самого себя, как и почему вы можете преуспеть, задайте себе вопрос о том, почему неудачу терпят другие. Может быть, их проблема лежит во временных горизонтах? Или их системы мотивации некорректны или неуместны в данной ситуации?*

* * *

Проблема в том, что выдающаяся доходность получается только из корректных прогнозов, не совпадающих с общепринятым мнением. Однако такие прогнозы трудно не только делать, но и делать верно, и действовать в соответствии с ними. Уже много лет люди говорят мне, что приводимая ниже таблица оказала на них большое влияние.

ПОЛ ДЖОНСОН: *Идеи, описанные в этом разделе, очень важны, если инвестор собирается выработать верную точку зрения и достичь выдающихся результатов своих капиталовложений. Книгу стоило купить только ради одного этого раздела.*

Нельзя делать то же, что и остальные, и ожидать, что вы будете лучше них. Нетрадиционное поведение не должно быть самоцелью – это, скорее, способ мышления. Чтобы выделиться из толпы, нужно иметь нестандартные идеи и обрабатывать их нестандартным образом.

Это можно проиллюстрировать простой таблицей.

⁷ От англ. Mutual funds. Прим. науч. ред.

	Типичное поведение	Нетипичное поведение
Благоприятный исход	Хорошие средние результаты	Результаты выше среднего
Неблагоприятный исход	Плохие средние результаты	Результаты ниже среднего

Конечно, все не так просто и однозначно, но думаю, что в целом ситуация такова. Если вы ведете себя как все, то и результатов достигнете тех же, что и все, – хоть хороших, хоть плохих. Лишь при нетипичном поведении результаты тоже будут нетипичными, но, только если ваше мнение окажется верным, результаты превзойдут средний уровень.

ЗАМЕТКА «ОСМЕЛЬТЕСЬ СТАТЬ ВЕЛИКИМИ», 7 сентября 2006 года

Вывод прост: чтобы добиться превосходной доходности, нужно иметь нетрадиционную точку зрения на ценность инвестиции, и эта оценка должна быть точной. А это нелегко.

Привлекательность идеи купить что-то дешевле, чем оно стоит, очевидна. Как же находить такие выгодные сделки на эффективном рынке? Понадобятся исключительные аналитические способности, дар предвидения или интуиция. Но именно потому, что такие способности исключительны, они есть мало у кого.

Чтобы ваша доходность отличалась от обычной, ваши ожидания – а следовательно, и ваш портфель – должны отличаться от рядовых, при этом ваша оценка должна быть более точной, чем общепринятая. Иначе и лучше – вот суть мышления второго уровня.

Те, кому инвестирование кажется простым, обычно не понимают необходимости мышления второго уровня, а иногда даже не подозревают о его существовании.

Таким образом, многие люди ошибочно считают, что успешным инвестором может стать любой. Это не так. Но хорошая новость состоит в том, что преобладание людей с первым типом мышления увеличивает доходы, которые могут получить люди со вторым типом мышления. К этим последним вы и должны принадлежать, чтобы получать устойчиво высокую доходность инвестиций.

***ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ:** Суть в том, что следование за общим трендом, очень комфортное для большинства людей, обычно не приводит к доходности выше среднего.*

2. Самое важное – это... понимание эффективности рынка (и его ограничений)

В теории нет никакой разницы между теорией и практикой, однако на практике она есть.

ЙОГИ БЕРРА

В 1960-е появилась новая теория финансов и инвестиций, разработанная экономистами так называемой чикагской школы. Она получила свое название в честь Высшей школы бизнеса Чикагского университета. Так как с 1967 по 1969 год я проходил там обучение, мне посчастливилось стать одним из первых, кто опробовал эту новую теорию. Она очень сильно повлияла на мое мышление и дала огромный простор для новых размышлений.

В теорию входили идеи и концепции, которые позднее стали ключевыми элементами инвестирования: склонность к риску, волатильность как показатель риска, доходность с поправкой на риск, рыночный и нерыночный риски, коэффициенты альфа и бета, теория случайных блужданий и гипотеза эффективного рынка (подробнее обо всем этом будет рассказано ниже). За годы, прошедшие со времен становления этой финансовой теории, последняя гипотеза, об эффективности рынка, оказала наибольшее влияние на всю инвестиционную деятельность в мире. Она настолько важна, что заслуживает отдельной главы.

Гипотеза эффективного рынка утверждает следующее.

- На рынках много участников, все они имеют примерно одинаковый доступ ко всей существующей информации. Это образованные, целеустремленные и трудолюбивые люди. Их аналитические модели хорошо известны и активно применяются.

- Благодаря коллективным усилиям этих участников, вся информация полностью и моментально отражается на рыночной цене каждого актива. Поскольку участники рынка так же быстро реагируют на изменение цены актива, покупая слишком дешевые активы и продавая слишком дорогие, то цена любого актива является справедливой. Более того, вне зависимости абсолютное ли это выражение или относительно друг друга.

- Таким образом, рыночные цены отражают точную оценку действительной стоимости активов. Благодаря этому, ни один участник рынка не может постоянно обнаруживать ошибки в оценках и зарабатывать на этом.

- Активы торгуются по ценам, которые обеспечивают доходность с учетом всего заложенного риска. Эта доходность также «справедлива» относительно других активов. То есть более рискованные активы обязаны предоставлять более высокую доходность ради привлечения покупателей. Тем не менее не стоит надеяться на благотворительность со стороны рынка, так как не бывает дополнительной доходности без дополнительного риска.

Примерно так выглядит официальное изложение ключевых идей данной теории. А теперь я хочу поделиться моим взглядом на нее. Когда я называю эту теорию «эффективной», я имею в виду «легко и быстро обрабатывающая всю информацию», а не «правильно обрабатывающая».

ПОЛ ДЖОНСОН: *Определение, которое Маркс дает слову «эффективный», очень емкое. Его максимально удобно использовать при обучении студентов.*

Я соглашусь с тем, что инвесторы активно обрабатывают каждую поступившую новость, поэтому цена активов действительно мгновенно отражает общепринятое мнение о

значимости этой информации. Однако я вовсе не считаю, что это мнение по определению верно. Так, в январе 2000 года акции компании Yahoo продавались по 237 долларов. В апреле 2001 года их цена составляла только 11 долларов. Любой, кто утверждает, что рынок в обоих случаях был прав, просто заблуждается; по крайней мере в одном из случаев была допущена ошибка. Но наличие неточности еще не значит ее обнаружение и понимание. Так, далеко не все инвесторы смогли обнаружить данную ошибку и заработать на ней.

Если цены на эффективных рынках уже отражают мнение большинства, то, разделяя это мнение, вы сможете получить только среднюю доходность. Чтобы обойти рынок, надо принять нетрадиционную и уникальную точку зрения, отличающуюся от общепринятой.

ПОЛ ДЖОНСОН: *Здесь Маркс удачно связывает эффективность рынка с мышлением второго уровня. Это утверждение – очень важный вклад в литературу по инвестированию, поскольку мало кто пытался связать академические работы по теории рынка с прагматическим взглядом на активное управление портфелем.*

Хотя более эффективные рынки все еще могут неверно оценивать активы, отдельному человеку, работающему с той же информацией, что и все остальные, и подверженному тем же психологическим факторам, не просто постоянно отстаивать взгляды, которые не только отличаются от общепринятых, но и ближе к истинному положению дел.

СЕТ КЛАРМАН: *Психология – это основной фактор, управляющий поведением инвестора. Порой она имеет большее значение, чем умение определять истинную стоимость ценных бумаг.*

КРИСТОФЕР ДЭВИС: *Необходимо время, чтобы определить, какие мотивы действуют в конкретной ситуации. Ошибочные мотивы часто объясняют иррациональное, деструктивное или противоречащее здравому смыслу поведение и его результат.*

Вот почему популярные рынки очень тяжело превзойти – хотя они далеко не всегда правы.

ЗАМЕТКА «АЛЬФА? ЧТО ЭТО?», 11 июля 2001 года

Самый важный вывод, который мы можем сделать из гипотезы эффективного рынка: «Нельзя превзойти рынок». Это умозаключение не просто логически вытекает из «чикагского» подхода, но и подкрепляется исследованиями деятельности паевых фондов. Результаты их инвестирования мало отличаются друг от друга.

Вы спросите: «А как насчет фондов, которые занимают лучшие позиции в различных рейтингах?» Читайте текст, написанный мелким шрифтом: взаимные фонды оцениваются относительно друг друга. Рейтинги ничего не говорят об их доходности относительно объективного стандарта – например, рыночного индекса.

«Что же, хорошо! – скажете вы. – А как насчет знаменитых инвесторов, о которых мы так часто слышим?» Во-первых, пара успешных лет ничего не доказывает; любой достигнутый за это время результат можно объяснить чистой случайностью. Во-вторых, математики настаивают, что без данных за достаточное количество лет никакую выборку нельзя считать статистически значимой, то есть заслуживающей хоть какого-нибудь серьезного уровня доверия. Мне запомнилась цифра в 64 года для более или менее надежного вывода, но ведь почти никто не управляет активами так долго. Наконец, появление одного или двух великих инвесторов никак не опровергает теорию, даже наоборот, подтверждает ее. Задумайтесь, то, что «Уоррены Баффетты» этого мира привлекают такое внимание, само по себе доказывает, что люди, постоянно превосходящие рынок, являются тем самым исключением, подтверждающим правило.

Одним из главных последствий появления «чикагской теории» стало развитие пассивных инструментов инвестирования – индексных фондов. Если большинство активных портфельных управляющих делают «активные ставки» на переоцененность и недооцененность ценных бумаг и не могут превзойти рынок, то зачем платить за операционные расходы и управление? Задав себе этот вопрос, многие инвесторы все чаще вкладывают средства в фонды, которые просто имитируют рыночные индексы, вкладывая в пропорционально распределенные акции и облигации. Таким образом инвесторы получают среднерыночный доход, платя за это всего несколько сотых процента ежегодно.

Как я покажу вам далее, все в этом мире является цикличным, а история развивается по спирали. Это относится и к общепринятым мнениям. Так и гипотеза эффективного рынка с 1960-х годов быстро развивалась и обретала множество сторонников. Затем у нее появились и оппоненты, а споры о ее применимости продолжаются до сих пор. Она знала как лучшие, так и худшие времена.

* * *

У меня есть собственные соображения по поводу этой теории, и самое важное касается взаимосвязи риска и доходности.

Согласно теории инвестиций, люди по природе своей склонны избегать риск, то есть обычно они предпочитают рисковать меньше, а не больше. Чтобы побудить их делать более рискованные инвестиции, надо пообещать им и более высокую доходность. Поэтому рынок, адаптируясь к известной информации и общепринятому мнению, будет обеспечивать более «опасные» инвестиции повышенной доходностью.

Поскольку теория утверждает, что на эффективном рынке не существует такого понятия, как «навык инвестирования» (сейчас это обычно обозначается как коэффициент альфа), который позволил бы кому-то превзойти рынок, то разница доходности активов – или портфелей разных людей – определяется разницей в содержащемся риске. И действительно, если показать приверженцу гипотезы эффективного рынка чьи-либо выдающиеся инвестиционные результаты, ответ, скорее всего, будет таков: «Более высокая доходность объясняется скрытыми рисками». (Хотя иногда они отступают на запасные позиции: «У вас недостаточно данных для выводов».)

Порой бывают такие периоды, когда все идет хорошо и более рискованные инвестиции действительно приносят более высокую доходность, как и ожидалось. Эти безмятежные периоды ослабляют бдительность, заставляя полагать, что для обеспечения такой доходности достаточно делать более рискованные капиталовложения. Но инвесторы игнорируют одну простую истину, которую легко забыть в хорошие времена: если бы рискованные инвестиции гарантированно приносили высокую доходность, они просто не были бы рискованными.

Как и в знаменитом высказывании Гегеля о величайшей неспособности человека вынести уроки из истории, так каждый раз люди заново получают важнейший урок об инвестициях. Никогда – особенно соглашаясь рискнуть – нельзя рассчитывать на бесплатный сыр. В этом и состоит главное ограничение теории инвестиций.

* * *

Итак, перед вами теория и ее выводы. Ключевой вопрос в том, верна ли она: действительно ли нельзя превзойти рынок? Получается, что те, кто пытается это сделать, зря тратят время, а клиенты, которые платят своим управляющим, выбрасывают деньги на ветер? Как и в большинстве случаев, мне кажется, ответ не так прост... и уж точно не ограничивается простыми «да» или «нет».

Я не считаю, что представление об эффективности рынка надо сразу же отвергнуть как ошибочное. В принципе справедливо предположить, что если тысячи рациональных людей собирают информацию об активе и оценивают его тщательно и объективно, то цена актива не должна сильно отклониться от его «справедливой» стоимости. Ошибочная оценка никак не может быть регулярной, то есть превзойти рынок должно быть трудно. И действительно, некоторые классы активов можно считать довольно эффективными:

- класс активов, который хорошо известен и довольно популярен среди инвесторов;
- этот класс полностью социально приемлем, не является неоднозначным или табуированным;
- достоинства класса очевидны и понятны, по крайней мере на первый взгляд;
- информация о классе и его элементах широко и равномерно распределена.

СЕТ КЛАРМАН: *Большая часть этих характеристик непостоянна. Нечто общепринятое может вдруг стать сомнительным или даже табуированным. Информация может становиться более или менее доступной. Поэтому класс активов, ранее считавшийся эффективным, со временем может стать довольно неэффективным. Современный пример тому – суверенный долг Европейского союза.*

Если класс активов удовлетворяет всем этим условиям, то нет никаких причин систематически недооценивать или упускать его из виду.

ПОЛ ДЖОНСОН: *Если инвертировать эти условия, то мы получим тест на неэффективность рынка. Например, в первом случае, если актив недостаточно известен и представлен на рынке, его цена может быть неэффективной. Во втором случае, если актив спорен, табуирован или социально неприемлем, он тоже может быть неверно оценен. То же самое можно сказать и в других двух случаях.*

Возьмем, например, курсы валют. Что определяет отношение курса одной валюты к другой? Темпы роста и уровень инфляции в будущем. Может ли быть так, чтобы один человек систематически знал об этом гораздо больше других? Вероятно, нет. А значит, никто не сможет регулярно получать доходность выше среднего уровня с поправкой на риск, играя на разнице курсов валют.

А что можно сказать о крупнейших фондовых биржах, таких как NYSE? На них торгуют миллионы людей, движимые желанием получить доход. Все они информированы примерно одинаково. Более того, одна из целей регулирования рынка – предоставить всем желающим одинаковую информацию о компании в одно и то же время. Если миллионы людей проводят похожий анализ на основе примерно одинаковой информации, насколько часто акции будут оцениваться неточно и насколько часто один человек сможет обнаруживать такие ошибки?

Ответ: не очень часто и не очень стабильно. Но в этом и состоит суть мышления второго порядка.

Те, кто руководствуется таким видом мышления, знают, что для достижения хороших результатов им нужно преимущество в информации или анализе, а лучше и в том и в другом. Они постоянно выискивают возможные ошибки в оценке. Мой сын Эндрю – начинающий инвестор, и у него всегда много привлекательных инвестиционных идей, основанных на ежедневных фактах и на взгляде в будущее. Но у него отличное образование, и первым делом он спрашивает себя: «Ну и кто этого не знает?»

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

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