

НЕИЗВЕСТНЫЕ ПРИЕМЫ УОРРЕНА БАФФЕТА,  
БЛАГОДАРЯ КОТОРЫМ  
ОН СТАЛ САМЫМ ЗНАМЕНИТЫМ  
ИНВЕСТОРОМ В МИРЕ

# БАФФЕТОЛОГИЯ

МЭРИ БАФФЕТ

ДЭВИД КЛАРК

УДК 339.7  
ББК 65.268-56  
Б29

Перевёл с английского *П. А. Самсонов* по изданию:  
**BUFFETTOLOGY (The Previously Unexplained  
Techniques That Have Made Warren Buffett The World's  
Most Famous Investor) / Mary Buffett and David Clark. —  
N.Y. : «FIRESIDE», 1999.**

На русском языке публикуется впервые.

Охраняется законом об авторском праве. Нарушение ограничений,  
накладываемых им на воспроизведение всей этой книги или любой её  
части, включая оформление, преследуется в судебном порядке.

Баффет, М., Кларк, Д.

Б29 Баффетология / М. Баффет, Д. Кларк ; пер. с англ.  
П. А. Самсонов. — Мн. : «Попурри», 2006. — 416 с.  
ISBN 985-483-684-3.

Уникальная книга раскрывает доселе не популяризовавшиеся  
выигрышные стратегии и тактические приёмы, принёсшие Уоррену  
Баффету огромное состояние и славу лучшего в мире инвестора.

Для широкого круга читателей, желающих мудро вкладывать  
свои деньги, расчётливо добиваясь наибольшей выгоды.

УДК 339.7  
ББК 65.268-56

ISBN 0-684-84821-X (англ.) © 1997 by Mary Buffett and David Clark

ISBN 985-483-684-3 (рус.) © Перевод. Издание на русском языке.  
Оформление. ООО «Попурри», 2006

Посвящается моим детям

## ВЫРАЖЕНИЕ ПРИЗНАТЕЛЬНОСТИ

В первую очередь мы хотели бы поблагодарить нашего издателя, Элино́р Росон. Она самый удивительный человек из всех, с кем нам доводилось работать. На каждом корабле есть свой капитан, и Элино́р Росон была нашим капитаном. Мы ей глубоко признательны.

Благодарим также сотрудников издательства «Scribner». О них говорят, что они лучшие. А мы уверены, что они даже превзошли эту свою репутацию.

Особую благодарность хотим выразить Синди Коннолли, которая вместе с нами мучилась над нашими первыми черновиками. Синди — одаренная журналистка, и своим легким пером она решала многие литературные головоломки, которые оказывались не по зубам авторам этой книги.

Мы хотим также сказать спасибо Дэну Маунтину, который оставался нашим верным другом и надежной опорой в трудные для нас дни. Спасибо Эрике и Николь за мудрые советы. Спасибо Сэму за терпение. Спасибо Джеймсу Хейгуду, милому другу и заботливому отцу. Спасибо Валери Шадт, которая внимательно следила за нашими делами и за нашей жизнью. Спасибо Пэтти, которая тридцать пять лет назад посадила своего маленького ребенка на стол биржевого брокера и сказала: «Куда ты хочешь вложить деньги: в компанию, где

трудится твой отец, или в компанию, где работает Микки-Маус?» Ребенок выбрал мышонка, и мышонок за это оплатил ему учебу в колледже. Спасибо великому Бенджамину Грэму, самому талантливому из учителей. Спасибо Тиму Цвайбаку, нашей путеводной звезде в дремучем лесу. Спасибо Брайану Белефанту, самому прощательному и остроумному из многих читателей нашей рукописи. Спасибо Винсенту Уолдмену и Алану Морелли из «Manatt», «Phelps & Phillips», для которых интересы клиентов всегда стоят на первом месте. Спасибо Китти О'Киф, настоящему бриллианту в мире дешевой бижутерии. Спасибо нашему нью-йоркскому помощнику Энди Кларку, который порой так углублялся в недра библиотеки Нью-йоркского университета, что казалось, он вот-вот докопается до самого Китая. Спасибо нашему помощнику в Омахе Монти Лефхольцу, которому каким-то чудом удалось уговорить чиновников штата отыскать исторические записи, которые они считали несуществующими. Спасибо Ричарду Ошло, который не пожалел времени, чтобы ответить на все наши вопросы, касавшиеся банковского дела. Спасибо блестящей британской художнице Хелен Бро, чьи удивительные пастельные рисунки и картины приносят такое облегчение уставшим глазам. Спасибо нью-йоркскому художнику Терри Розенбергу, который показал нам, как это прекрасно — просыпаться каждое утро и с удовольствием набрасываться на пустой белый холст. Спасибо Беатрис Боннер, нашей дорогой и верной подруге. Спасибо Джону Джонсону, нашему ангелу-хранителю. Спасибо Сьюзи, которая всегда мила и добросердечна. И наконец, спасибо У. Б. за его щедрость и гениальность.

### ЗАМЕЧАНИЕ ОБ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Эта книга отражает мнения и идеи ее авторов. Не следует рассматривать ее как однозначную рекомендацию покупать или продавать ценные бумаги каких-либо компаний, упоминаемых в тексте, или делать иные инвестиции. Авторы и издатель не занимаются оказанием юридических, бухгалтерских, инвестиционных или иных профессиональных услуг. Так что если читателю требуются подробные финансовые или юридические консультации, ему следует обратиться к профессионалам. Ни авторы, ни издатель не могут гарантировать точность информации, содержащейся в данной книге.

Авторы и издатель особо подчеркивают, что снимают с себя всякую ответственность за какие-либо негативные последствия, риски или потери, прямо или косвенно вызванные практическим применением материала этой книги.

---

## ЧАСТЬ I

---

# ОСНОВЫ БАФФЕТОЛОГИИ

---

## 1

---

### ПРЕДИСЛОВИЕ

Эта книга не является очередным пересказом писем Уоррена Баффета акционерам компании «Berkshire Hathaway»\* или биографией великого инвестора с анекдотами о нем и историями из его личной жизни. Речь идет о самом масштабном и детальном исследовании инвестиционных методов Баффета.

Эта книга познакомит вас с разработанной Баффетом исключительно успешной системой «инвестирования с позиции бизнеса» — от общих понятий и математических уравнений, которые помогали Баффету принимать инвестиционные решения, до деятельности конкретных компаний, которые привлекали его интерес.

Сам Уоррен Баффет в написании этой книги участия не принимал, и полагаю, ему и в голову не приходило, что такую книгу напишет его бывшая невестка. На протяжении 1970-х гг. я работала в отделе менеджмента компании, выпускавшей музыкальные пластинки, а также в операционном отделе одной весьма успешной фирмы, которая занималась экспортом и импортом товаров. Но в 1981 г. я вышла замуж за Питера,

\* Холдинговая компания, принадлежащая Уоррену Баффету. — *Прим. перев.*

сына Уоррена Баффета, и стала членом одной из богатейших в мире семей.

Ф. Скотт Фицджеральд писал, что очень богатые люди не похожи на нас с вами. Он был прав. Но отличия эти весьма странные. И пожалуй, самое странное из них — это заговор молчания, которым они связывают своих близких и друзей. Пока я была женой Питера, меня неоднократно инструктировали, что никому, кроме членов семьи, нельзя рассказывать об Уоррене и его инвестиционных операциях. О написании подобной книги просто не могло быть речи.

Но в 1993 г. мы с Питером разошлись, и развод ужасно меня расстроил. Вскоре после этого я оказалась в осаде исполненных надежд литературных агентов, которые уговаривали меня откровенно написать об Уоррене Баффете и его семье. О личной жизни Уоррена литературы было очень мало, а предложения, которые мне делали, были весьма заманчивы — учитывая то состояние горечи, которое осталось у меня после развода. В конце концов я все отвергла.

Я думала тогда и считаю так и сейчас, что людей на самом деле интересует одно: как Уоррен превратил свои первоначальные 105 тысяч долларов в 20 миллиардов с лишним только с помощью вложения денег в ценные бумаги. Я сама всегда считала эту сторону жизни Уоррена чрезвычайно интересной и потому пишу именно эту книгу, а не другую.

Решившись на этот проект, я связалась с Дэвидом Кларком, инвестиционным аналитиком и давним другом семьи Баффетов. Я познакомилась с ним в доме Уоррена в Омахе шестнадцать лет назад. Дэвид как-то уже предлагал Питеру написать книгу об инвестицион-

ных методах его отца. Знаю, что многие люди думают, будто дети Уоррена мало смыслят в том, чем занимался их отец. Это неверно. Став отцом и занимаясь воспитанием детей, Уоррен заправлял многими своими инвестиционными операциями из маленького кабинета в семейном доме. Хотя его старший сын Говард и дочь Сюзи разбираются в делах отца лучше, чем Питер, все они отлично знают, как их отец творит свои инвестиционные чудеса.

Я спросила Дэвида, не хочет ли он помочь мне в написании книги, посвященной инвестиционной философии Уоррена. Многие люди — как из лагеря Баффета, так и аутсайдеры — считают Дэвида одним из самых одаренных молодых «баффетологов» наших дней. Его также можно назвать своего рода финансовым историком. Хотя я считала себя вполне компетентной, чтобы точно описать качественную сторону инвестиционной методики Уоррена, мне нужна была помощь человека калибра Дэвида, чтобы достаточно точно и полно осветить и количественную ее сторону. К моему счастью, Дэвид увлекся этой идеей и дал свое согласие на участие в работе над книгой.

С годами Уоррен Баффет стал стараться приучать членов своей семьи к своей философии бизнеса, хотя это произошло не сразу. В первые годы моего замужества он на Рождество дарил всем своим детям и их супругам по конверту с 10 тысячами долларов. Эдакий Дед Мороз-миллиардер, который со смехом восклицал: «Счастливого Рождества!» — и метал конверт через всю комнату радостному получателю. Впоследствии, однако, он решил, что нам следует проявлять больше интереса к семейному бизнесу, и стал дарить уже не 10 ты-

сяч долларов наличными, а приобретенные им акции той или иной компании на ту же сумму. Мне, к примеру, достались в качестве рождественских подарков акции таких мощных компаний, как «Capital Cities», «Americus Trust for Coca-Cola» (теперь уже не существующий трест, державший акции компании «Coca-Cola»), «Freddie Mac» и «Service Master».

Не потребовалось много времени, чтобы понять, что при всей щедрости этих подарков еще больше доходов мы имели, покупая и после Рождества акции этих компаний. Все без исключения, эти акции очень быстро росли в цене. Воистину, это были подарки, которые мы продолжали получать снова и снова. Мы называли рождественские подарки Уоррена инвестиционными подсказками и с нетерпением ждали новых таких подарков и подсказок каждое Рождество.

Но дело было не только в подарках или подсказках. Таким образом Уоррен побуждал нас обращать внимание на те компании, акции которых он нам дарил. Уолтер Шлосс, великий инвестор и давний друг Уоррена, как-то сказал, что узнать что-либо о компании можно, лишь став ее частью. Он был абсолютно прав. После каждого рождественского подарка мы начинали находить в своих почтовых ящиках годовые отчеты соответствующих компаний и чеки с дивидендами. Газета «Wall Street Journal» стала любимым семейным чтивом. Мы все тщательно отслеживали наши новообетенные доли в этих успешных предприятиях.

Я поняла, что Уоррен мало похож на типичного за всегдатая Уолл-стрит. Его, казалось, не заботило состояние индекса Доу-Джонса, и он определенно не интересовался прогнозами разного рода биржевых прори-

цателей. Уоррен вел себя так, словно никакого рынка ценных бумаг не существовало вовсе. Он никогда не смотрел на график движения рынка, и если кто-то пытался дать ему совет в отношении приобретения ценных бумаг, он обычно посылал такого человека куда подальше. Ему доставляло особое удовольствие посрамлять «теорию эффективного рынка», которую он считал полной чушью. Уоррена, казалось, волновало только положение тех конкретных компаний, участием в которых он интересовался. Его отличала исключительная сосредоточенность и целенаправленность.

Как на моем месте сделал бы любой хороший баффетолог, я начала читать старые годовые отчеты компании «Berkshire Hathaway» и письма Уоррена своим компаньонам. Все это было чрезвычайно интересно. Мне также посчастливилось несколько раз быть рядом с Уорреном, когда он читал лекции аспирантам Стэнфордского университета, которые изучали основы бизнеса. Мы с Питером сидели в дальнем конце зала и записывали эти лекции на камеру — в назидание потомкам.

Некоторое время спустя я проштудировала две книги Бенджамина Грэма — «Умный инвестор» («The Intelligent Investor») и «Анализ ценных бумаг» («Security Analysis»). При всей содержательности и полезности книг Грэма (это именно Грэм ввел в рассмотрение концепцию инвестирования с точки зрения бизнеса, которая и стала краеугольным камнем философии Уоррена) создавалось впечатление, что его теоретические идеи далеко отстали от практики Баффета.

Примерно в это же время Уоррен стал проявлять интерес к обучению своих внуков. Я навсегда запомни-

ла тот день, когда обнаружила наших восьмилетних дочерей-близняшек, которые сидели на диване и листали «Wall Street Journal». Незадолго до этого они гостили у бабушки в Омахе, и то, что я увидела, просто потрясло меня. Я в шутку спросила, есть ли у них какие-то инвестиционные идеи. Оторвавшись от газеты, они ответили: «Pillsbury» — и стали наперебой перечислять потребительские монополии, которыми, как научил их Уоррен, владела компания «Pillsbury». Их наибольший интерес привлекали сеть экспресс-кафе «Burger King» и фирма по производству мороженого «Haagen-Dazs». Как говорит Уоррен, вкладывай деньги в такие компании, продукция которых тебе понятна. (Несколько лет спустя компанию «Pillsbury» купила фирма «Grand Metropolitan», заплатив за нее вдвое больше, чем она стоила в то время, когда ею заинтересовались мои девочки.)

Я начала видеть в Уоррене своего рода коллекционера. Только он коллекционировал не дорогие картины, особняки, яхты стоимостью в миллионы долларов и прочий хлам, которым многие другие богачи заполняют свою жизнь, а отличные компании. Большую часть своей жизни Уоррен посвятил поиску предприятий, достойных того, чтобы вкладывать в них деньги. Он искал то, что он называет «потребительской монополией». (Об этом понятии мы подробно поговорим позже.)

Я заметила, что Уоррен, как любой опытный коллекционер, был весьма осторожен в отношении цены, которую он готов был заплатить за свой очередной трофей. Более того, цена была определяющим фактором при принятии решения — покупать бизнес или нет. Я не говорю о том, мог или не мог Уоррен позволить себе ту или иную цену. Ему под силу было заплатить любую

цену. Он просто выбирал подходящую сделку. Я поняла, что Уоррен сначала определяет, что он хочет купить, а потом уже цена предопределяет, состоится ли покупка.

Это два важнейших вопроса: что купить и по какой цене? Этому-то и посвящена данная книга: как Уоррен определяет, в какие компании стоит вкладывать деньги и какую цену он готов платить. Звучит просто? Это и на самом деле так, но в то же время и весьма непросто.

Если вы интересуетесь инвестициями, то, думаю, вы найдете эту книгу весьма полезной. Мы с Дэвидом написали ее в такой форме, чтобы читатель сначала ознакомился с ключевыми концепциями, а уж потом с головой погружался в детали. Первая половина книги представляет собой качественную сторону уравнения. В ней освещаются общие теории, которые касаются того, как определить, какая компания должна быть вам интересна. Из второй половины книги вы узнаете, как определить правильную цену. Обе эти части являются ключом к пониманию инвестиционной философии Уоррена Баффета. Мы полагаем, что эта книга станет для вас настоящим откровением, потому что здесь излагается материал, который никогда раньше не публиковался.

Я включила в книгу перечень из пятидесяти четырех компаний, в которые Уоррен вкладывал деньги в прошлом и которые, мы полагаем, продолжают его интересовать до сих пор. Большинство этих компаний впервые публично ассоциируются с Уорреном Баффетом именно в нашей книге. Но одно предостережение. Не надо думать, что если Уоррен интересуется приобретением доли в той или иной компании, то и вам следует стремиться купить акции этой компании за любые



деньги. Мы покажем вам, как определять подходящую цену. Немножко терпения.

В этой книге мы будем часто пользоваться финансовым калькулятором. Двадцать пять лет назад ничего подобного не существовало, но сегодня благодаря ученым и инженерам, создавшим такие калькуляторы, мир, некогда всецело принадлежавший аналитикам с Уолл-стрит, теперь стал доступен и понятен каждому.

Составляя план этой книги, мы хотели, чтобы она была доступна людям, которые имеют возможность читать лишь урывками, на ходу — в аэропорту, электричках, дожидаясь в машине детей из школы или перед сном. Поэтому главы книги короткие, но в то же время емкие по содержанию. Мы также периодически повторяем ключевые идеи, чтобы человек, отложивший книгу на неделю или две, мог возобновить чтение с того же места, не боясь что-либо забыть или упустить.

Уоррен Баффет стал живым воплощением блестящей идеи Бенджамина Грэма: самые умные инвестиции те, которые больше всего похожи на бизнес. Я смотрю в будущее и вижу вас в нем таким же умным инвестором, каким является Уоррен Баффет.

Мэри Баффет  
Лос-Анджелес, 1997 г.

## 2

### В ЧЕМ СМЫСЛ ЭТОЙ КНИГИ

Ключевыми элементами инвестиционной философии Уоррена Баффета являются недальновидность и дисциплинированность — недальновидность других людей и дисциплинированность Уоррена. Он вкладывает деньги только в том случае, если это имеет смысл с точки зрения бизнеса. Именно взгляд на инвестирование как на бизнес позволяет Уоррену дисциплинированно использовать в своих интересах недальновидность фондового рынка.

Концепция инвестирования с позиции бизнеса сделала Уоррена вторым человеком в мире по размерам состояния (в настоящее время оно превышает 20 миллиардов долларов). Уоррен является единственным миллиардером, попавшим в составляемый журналом «Forbes» список четырехсот богатейших американцев исключительно благодаря инвестициям в ценные бумаги. В течение последних тридцати двух лет его инвестиционный портфель имел накапливаемую годовую доходность 23,8%.

Мы, люди, восприимчивы к стадному менталитету, а потому часто и становимся жертвами эмоциональных колебаний, которым подвержен фондовый рынок, приносящий огромные прибыли таким дисциплинированным личностям, как Уоррен. В свое время, когда ин-

декс Доу-Джонса упал на 508 пунктов и все крысы убежали с тонущего корабля, принцип инвестирования как бизнеса придал Уоррену достаточно уверенности, чтобы пойти против течения и не увязнуть в болоте страха и жадности, которое мы называем фондовым рынком, и начать покупать тогда, когда все продавали. Если фондовый рынок взлетает очень высоко, то именно дисциплина инвестирования с точки зрения бизнеса удерживает Уоррена от того, чтобы неосмотрительно вкладывать деньги в предприятия, которые не имеют никаких перспектив принести приличную отдачу на его инвестиции.

Эта книга как раз и посвящена дисциплине *инвестирования только с точки зрения бизнеса*. Вместе с вами мы изучим происхождение и развитие этой философии и познакомимся с ранними трудами Бенджамина Грэма, который был наставником Уоррена, и идеями других финансовых светил XX в., а потом перенесемся в настоящее и исследуем сущность уорреновской философии.

Уоррен разбогател, инвестируя средства в самые разные предприятия. Он предпочитает добиваться *100-процентного обладания* предприятием, имеющим превосходные экономические показатели и менеджмент. Когда это невозможно, он нацеливается на долгосрочную покупку более или менее крупных пакетов акций тех предприятий, которые опять же имеют высокие экономические показатели и надежный менеджмент. Людей, пытающихся расшифровать его инвестиционную философию, сбивает с толку то обстоятельство, что Баффет вкладывает деньги и в долгосрочные бумаги, и в среднесрочные, и в краткосрочные. Одновременно он является крупным игроком на поле арбитражных операций.

Природа инвестиций, которые он делает, существенно зависит от характеристик тех предприятий, куда он вкладывает капитал. Компания, в которую он помещает капитал ради арбитражных сделок, очень отличается от компании, в которую он делает долгосрочные инвестиции. Но каким бы ни был тип предприятий или инвестиций, фундаментом для принятия решений всегда является взгляд на инвестиции как на форму бизнеса.

Большинство людей обладают достаточным умом, чтобы понять уорреновскую философию инвестиций как бизнеса, но очень немногие обладают достаточной выдержкой и готовностью прилагать усилия к тому, чтобы изучить тонкости его ремесла. Цель этой книги — подробно изложить основы философии Уоррена Баффета и *методику ее практического применения* им самим. Эта книга является инструментом, призванным облегчить процесс вашего обучения. Мы хотим научить вас философии Уоррена, чтобы вы сами смогли применять ее на практике.

Но вначале я хотела бы познакомить вас с некоторыми понятиями и терминами, которые будут вам встречаться на протяжении всей книги, и дать представление о направлении нашего плаванья по финансовым морям.

Прежде всего, рассмотрим понятие «внутренняя, или действительная, стоимость». Это понятие является предметом ожесточенных споров уже добрую сотню лет. Оно необходимо нам и хорошо укладывается в нашу схему, потому что Уоррен покупает бизнес только по цене, отражающей действительную стоимость предприятия.

Определение действительной стоимости бизнеса — ключ к расшифровке инвестиционной философии Уоррена. Для него действительной ценностью инвестиций является прогнозируемая доходность этих инвестиций.

Именно опираясь на прогноз кумулятивной доходности инвестиций, Уоррен принимает решение, имеет ли смысл вкладывать деньги в то или иное предприятие. Фактически Уоррен делает вот что: он *прогнозирует будущую рыночную стоимость* бизнеса, скажем, через десять лет и сравнивает цену, которую просят за акции сегодня, с предполагаемой будущей ценой бизнеса. Одновременно он рассчитывает время, за которое стоимость бизнеса достигнет прогнозируемой величины. Используя уравнение, которое мы покажем вам ниже, Уоррен оценивает ежегодный доход, который принесут инвестиции. Именно предполагаемая *накапливаемая годовая доходность* инвестиций является той *действительной стоимостью* бизнеса, на основе которой Уоррен решает, имеет ли данная инвестиция *смысл с точки зрения бизнеса* в сравнении с другими возможными инвестициями.

Схематично процедура выглядит так: если Уоррен имеет возможность купить акции корпорации «Х» по 10 долларов за штуку и прогнозирует, что через десять лет эти акции будут стоить по 50 долларов, то значит, прогнозируемая накапливаемая годовая доходность составит приблизительно 17,46% годовых в течение десяти лет. И эту величину (17,46% годовых) он сравнивает с доходностью других возможных инвестиций, чтобы решить, имеет ли покупка акций корпорации «Х» смысл с точки зрения бизнеса.

Возможно, вы недоумеваете: если уорреновская модель «внутренней стоимости» требует оценки будущей рыночной стоимости бизнеса, то как он определяет эту будущую стоимость?

В этом, друзья мои, заключается главный вопрос, зная ответ на который вы решите загадку инвестицион-

ной философии Уоррена. Как оценить будущие доходы предприятия, чтобы спрогнозировать его будущую рыночную стоимость и, следовательно, определить его внутреннюю стоимость? Эта проблема и методика ее решения Уорреном находятся в центре внимания данной книги.

Короче, Уоррен фокусируется на предсказуемости будущих доходов и считает, что без такой предсказуемости будущих доходов, без расчета внутренней ценности инвестиций последние являются попросту спекуляциями, а спекуляции — это приглашение к сумасбродству.

Уоррен делает долгосрочные капиталовложения только в те предприятия, будущие доходы которых прогнозируются с высокой степенью надежности. **Определенная гарантия будущих доходов** устраняет элемент риска и позволяет достаточно объективно оценить будущую стоимость бизнеса.

Давайте разберемся, какими математическими расчетами Уоррен пользуется для определения внутренней стоимости бизнеса и доходности инвестиций. Природа самого предприятия и вопрос о том, обеспечит ли покупка его по такой-то цене достаточную отдачу в будущем, предопределяют ценность наших инвестиций.

Если бы мне предложили резюмировать главные уорреновские секреты успешного инвестирования, я назвала бы следующие:

## 1

Уоррен делает долгосрочные инвестиции только в те компании, будущие доходы которых он может с достаточной уверенностью предсказать. (Об этом вы уже знаете.)

## 2

Уоррен обнаружил, что компания, будущие доходы которой он может с достаточной уверенностью предсказать, как правило, имеет очень хорошие экономические показатели и вся экономика работает на нее. Это позволяет компании зарабатывать много свободных денег и тратить их либо на приобретение новых предприятий, либо на увеличение прибыльности работы того основного предприятия, которое и обеспечило изначальный приток этих доходов.

## 3

Прочное экономическое положение этих компаний обычно проявляется в устойчиво высокой рентабельности акционерного капитала, в высоких доходах, в наличии того, что Уоррен называет потребительской монополией, и в отличном качестве менеджмента, строго соблюдающего экономические интересы акционеров.

## 4

Цена, которую вы платите за ценные бумаги, определяет уровень рентабельности ваших инвестиций. Чем ниже цена, тем выше рентабельность. Чем выше цена, тем ниже рентабельность. (Подробнее мы поговорим об этом в главе 7.)

## 5

Уоррен, в отличие от других профессиональных инвесторов, отдает предпочтение тем предприятиям, участником которых ему нравится быть, после чего

решение о покупке предопределяется ценой акций, а значит, уровнем рентабельности капиталовложений. (Примерно так же в школе Уоррен сначала выбирал девушку, с которой хотел бы встречаться, но прежде чем начинать свои ухаживания, ждал, когда она порвет со своим предыдущим ухажером.)

## 6

Уоррен высчитал, что покупка по хорошей цене некоторых предприятий с прочным экономическим положением в течение достаточно долгого времени имеет накапливаемую годовую доходность не ниже 15%. Эта книга и посвящена вопросу о том, как Уоррен определяет, какое предприятие ему подходит и по какой цене.

## 7

Это последний пункт в моем перечне, но по важности он не уступает другим. Некоторые люди доверяют Уоррену распоряжаться их деньгами, и он получает немалые доходы от своего инвестиционного опыта и знаний, создавая инвестиционные товарищества, а в последнее время и приобретая страховые компании.

Я собираюсь научить вас тому, что узнала сама о том, как Уоррен делает все, что я перечислила. И если я справлюсь с этой задачей, вы поймете Уоррена и его искусство инвестирования с точки зрения бизнеса. Но самое главное, вы узнаете секрет, как получать в год не менее 15% отдачи от ваших инвестиций.

Да, я знаю: многие думают, что для того, чтобы стать богатым, нужно как-то исхитриться получить тонны денег в одночасье. Это не так. Разбогатеть можно, если в течение достаточно продолжительного времени получать устойчиво высокие доходы от вложенного капитала. Как это сделал Уоррен.

Я также расскажу вам, как создать инвестиционное товарищество, что является одним из ключей к настоящему богатству. Именно этим инструментом очень умело пользуется и Уоррен Баффет. Короче говоря, я намерена провести вас через все этапы большого пути к богатству. Итак, начинаем изучать и осваивать мир баффетологии.

### 3

## КОРНИ

Покойный Бенджамин Грэм, родоначальник инвестиционной философии, автор посвященного инвестициям труда «Анализ ценных бумаг», впервые увидевшего свет в 1934 г. и впоследствии трижды переиздававшегося (в 1940, 1951 и 1962 гг.), был преподавателем у Уоррена Баффета в Колумбийском университете, руководителем нью-йоркской инвестиционной фирмы «Graham-Newman», где одно время работал Уоррен, и его другом и наставником на протяжении тридцати лет. Именно Грэм научил Уоррена тому, что «самые умные инвестиции те, которые больше всего похожи на бизнес». Если бы нужно было выделить главный символ веры Уоррена, которому он приписывал свой успех, то следовало бы назвать именно эту идею. На каркасе этой идеи он и возвел свою финансовую империю.

Путь Уоррена Баффета к богатству начался в 1957 г., когда в созданное им инвестиционное товарищество друзья и родственники внесли 105 тысяч долларов. Сегодня состояние Уоррена оценивается более чем в 20 миллиардов долларов. Если бы не грэмовский принцип «инвестирования как бизнес», направивший Уоррена на его стезях, он, возможно, так и остался бы самым

обыкновенным инвестором. Последовав же этому принципу, он сколотил одно из самых огромных состояний в современной истории.

Хотя Уоррен с готовностью поддерживает эту философию — будучи в роли генерального директора холдинга «Berkshire Hathaway» или выступая с лекциями перед студентами колледжей, — ее тонкости все же ускользали от профессиональных инвесторов и публики. Казалось, каждый человек, который профессионально занимается инвестициями, должен был бы подвергнуть опыт и философию Уоррена самому серьезному и всестороннему анализу. Но большинство профессионалов и их ученая братия предпочитают называть Баффета четырехзвездочной загадкой, скрипя зубами признавая удивительные способности этого инвестиционного гения.

Лишь немногие люди понимают, что Уоррен в первую очередь — мыслитель, философ, областью исследований и раздумий которого является мир бизнеса. Этот человек с готовностью воспринял философские идеи, высказанные великими умами, которые занимались вопросами коммерции и капитала, и синтезировал из этих старых идей совершенно новый практический подход. И этот его подход во многих отношениях противоречит общепринятой мудрости Уолл-стрит.

Расчленив инвестиционную философию Уоррена, мы обнаружим, что она на самом деле ведет происхождение:

- частично от Бенджамина Грэма, у которого Уоррен взял концепции инвестирования как бизнеса и цены как важнейшего мотивирующего фактора при выборе инвестиций;

- частично от Филипа Фишера, легендарного калифорнийского финансиста, у которого Уоррен позаимствовал ту идею, что инвестирования достойны только тот бизнес, который имеет прочное экономическое положение, и теорию, что продавать стабильно работающий бизнес не следует никогда;
- частично от Лоренса Блумберга, мыслителя и писателя 1930-х гг., который познакомил Грэма, а через него и Уоррена с идеей огромной инвестиционной ценности потребительской монополии. (Грэм цитирует Блумберга в своей книге «Анализ ценных бумаг»);
- частично от Джона Берра Вильямса, математика и финансового философа 1930-х гг., автора книги «Теория стоимости инвестиций» (John Burr Williams, «The Theory of Investment Value», 1938), у которого Грэм взял идею о том, что ценность бизнеса связана с тем, какие доходы он будет приносить в будущем;
- частично от лорда Джона Мэйнарда Кейнса, знаменитого британского экономиста, у которого Уоррен позаимствовал концепцию концентрированного портфеля и правило — хорошо знать одно дело и не отвлекаться от него;
- частично от Эдгара Смита, который в 1924 г. написал весьма популярную, но теперь уже давно забытую книгу «Обыкновенные акции как долгосрочные инвестиции» (Edgar Smith, «Common Stocks As Long-Term Investments», 1924), из которой Грэм взял идею *нераспределенной прибыли*, с течением времени *повышающей стоимость бизнеса*;

- и самая важная часть инвестиционной философии Уоррена Баффета неразрывно связана с именем Чарли Мангера, большого специалиста в юридических и финансовых вопросах, который убедил Уоррена, своего друга и партнера, сосредоточиться на усовершенствованной философии приобретения успешно работающих компаний по разумным ценам, а не стремиться исключительно к сделкам грэмовского типа.

Такая вот сборная солянка из исследований и умозаключений личностей, которые жили и высказывали свои идеи в отношении инвестирования средств в ценные бумаги на протяжении доброй сотни лет.

Обо всех этих идеях знал и Грэм. Но потребовался экстраординарный и уникальный склад ума Уоррена, чтобы синтезировать эти идеи в стратегию, *максимально реализующую каждую из них*. Уоррен не боится, что кто-нибудь раскроет секрет его успеха, поскольку он поступает как любой талантливый повар, который, объясняя кулинарные рецепты своих лучших блюд, всегда «забывает» упомянуть об одном-двух ингредиентах.

Уоррен исключительно умен, и ему присущ дух состязания. Он не собирается сдавать свои позиции. Он всегда придерживался того мнения, что великих идей в мире инвестирования совсем немного, что они возникают редко и что их нужно беречь и держать в секрете. Детали своей философии Уоррен обсуждает только с членами своей семьи и людьми из ближнего круга. Остальных он кормит недомолвками, и только в таком количестве, чтобы вызвать интерес к себе. Он публично признает книгу Грэма «Анализ ценных бумаг» луч-

шей из когда-либо написанных книг об инвестициях. Но Уоррен не скажет вам, что идеями Грэма его философия не ограничивается. Грэм послужил как бы фундаментом дома, но он не является самим домом.

Грэм привил Уоррену азы своей науки, но Уоррен с тех пор далеко продвинулся вперед, заимствуя, создавая, совершенствуя новые идеи, как это свойственно всем гениям. Сказать, что Уоррен равен Грэму, — все равно что сказать, что Оппенгеймер равен Эйнштейну, а Баланчин — Дягилеву. Влияние одного на другого неоспоримо, но это совершенно разные личности.

Уоррен превратился в инвестиционного гения не в одночасье. Его путь начался с «Анализа ценных бумаг» Грэма издания 1934 г., и он по сей день продолжает совершенствоваться, продвигаясь шаг за шагом вперед через лабиринт финансовой мысли. Любая стратегия, используемая в высококонкурентной среде, должна уметь приспосабливаться к меняющейся среде и меняться вместе с ней. То, что было правильно для Грэма в 1930-е и 1940-е гг., в 1970-е и 1980-е для Уоррена работать перестало.

Если сравнить относительно чистый грэмовский стиль инвестирования, который был присущ легендарному инвестору Уолтеру Шлоссу (он учился и работал под началом Грэма и ныне вместе со своим сыном руководит процветающим инвестиционным товариществом в Нью-Йорке), с теперешним стилем Уоррена, то они будут отличаться друг от друга, как день и ночь.

Шлосс держит очень масштабный и диверсифицированный портфель бумаг, зачастую включающий в себя акции сотни различных компаний. Принимая решения о покупке, он ставит на первое место ценовой

фактор. Шлосс ищет акции, которые продаются по цене ниже их внутренней ценности. Верный традиционной грэмовской философии, он затем продает бумаги, как только цена на них достигает уровня их внутренней ценности, не прельщаясь экономическими благами большого бизнеса и не избегая встреч с налоговой службой.

Уоррен же имеет куда более сконцентрированный портфель акций, и на его решение о приобретении пакета акций той или иной компании экономическая природа предприятия влияет не меньше, чем ценовой фактор. Уоррен готов держать акции при себе столь долго, пока экономическое положение компании остается, по крайней мере, не хуже того, каким оно было, когда он покупал эту компанию. В результате он *извлекает пользу из кумулятивного эффекта нераспределенных прибылей*. Это помогает ему также избегать съедающих прибыль налогов, которые пришлось бы платить в случае продажи бумаг.

Хотя чисто грэмовская философия остается объектом эксплуатации в инвестиционном мире, главная ее ценность заключается в том, что она служит надежным фундаментом, с которого начинается познание инвестиционных процессов. Между 1934 и 1962 гг. Грэм написал четыре версии «Анализа ценных бумаг», в каждом новом издании он расшифровывает и анализирует старые и новые методы этого анализа в применении к изменившимся условиям.

Каждый учится на опыте — своем или чужом. Именно это и дает нам Грэм — опыт. Работая под руководством Грэма, Уоррен поклялся, что не сделает ни одного капиталовложения, пока не перечитает книгу Грэма двенадцать раз. До сего дня он держит все четыре изда-

ния книги в своем кабинете и до сих пор находит у Грэма некоторые новые нюансы, которые ранее ускользали от внимания. Это как с Библией: собственный жизненный опыт помогает при каждом новом прочтении лучше понять книгу, отчего она каждый раз становится откровением.

Воистину, Грэм был человеком, посадившим деревья, под сенью которых теперь другие могут наслаждаться их плодами. И кажется справедливым, что изучение баффетологии мы начинаем с фундаментального принципа философии Грэма — принципа, который лежит в основе мышления Уоррена.



## ИНВЕСТИРОВАНИЕ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ БИЗНЕСА

Инвестирование с точки зрения бизнеса — самое трудное и важное понятие, которое обсуждается в этой книге. Не потому, что его постижение требует больших финансовых и счетоводческих знаний, но, скорее, потому, что оно расходится с традициями и стереотипами, превалирующими в крупных инвестиционных домах Уолл-стрит.

Читая эту книгу, вы узнаете, что взгляд на инвестиции с позиции бизнеса — вопрос скорее дисциплины, чем философии. И как только эта концепция понята и принята, она требует абсолютной преданности себе. Шаг в сторону, и вы сразу же заблудитесь в лунном ландшафте финансового мира, охваченные страхом и жадностью.

Придерживайтесь этой мудрости, и безумие других станет благодатным полем, с которого вы будете пожинать богатый урожай. Иными словами, неосмотрительность других людей, порождаемая страхом и жадностью, даст вам, инвестору, возможность воспользоваться их ошибками, если вы будете достаточно дисциплинированы, чтобы вкладывать деньги только в те инвестиции, которые имеют смысл с точки зрения бизнеса.

Но имейте в виду: одной дисциплины недостаточно, только на ней далеко не уедешь. Говоря о выборе подходящих облигаций, Грэм называл этот процесс «искусством отрицания». Важно знать, что покупать, но не менее, если не более, важно знать, чего покупать не следует.

Вы обнаружите, что все связанное с инвестициями с позиции бизнеса чуждо традициям и легендам Уолл-стрит.

- Став приверженцем инвестирования с точки зрения бизнеса, вы будете ждать, когда цена на акции компаний, которыми вы хотите завладеть, пойдет вниз, а не вверх.
- Осознав мудрость мышления с позиции бизнеса, вы поймете: ожидание, что цена обыкновенных акций на следующей неделе повысится, является глупейшей из всех причин, которые побуждают вас приобретать эти акции.
- ♦ Если раньше вы покупали акции в надежде на повышение их стоимости на 25% в течение полугода, теперь ваш образ мышления изменится и вы будете стремиться купить долю в предприятии, которая, по вашим расчетам, обеспечит совокупный темп роста ваших инвестиций на уровне не менее 15% в течение десяти—пятнадцати лет.
- ♦ Вы узнаете, что диверсификация — это не отнюдь не инвестиционная мудрость, а попытка инвесторов защититься от собственной глупости.
- Вы обнаружите, что, делая покупки в супермаркете, можно наткнуться на великие инвестиционные идеи.
- Вы узнаете, что ваш биржевой маклер при всем его безудержном оптимизме не слишком разбирается в финансовых вопросах.

4- Вы узнаете, что акция, продаваемая по цене 1,5 тысячи долларов, может быть дешевой, а акция за 2 доллара — слишком дорогой.

- Вы начнете смотреть на акции как на облигации с переменной процентной ставкой.

Вы также поймете, что хотя Уоррен придерживается азов философии Грэма, он давно уже вырос из этих коротких штанишек. Уоррен по-прежнему опирается на концепцию внутренней стоимости, но трактует ее в ином, чем Грэм, ключе.

Давайте исследуем, как мыслил Уоррен, пока не пришел к открытию своего революционного подхода к инвестированию. Мы совершим путешествие во времени, чтобы, вернувшись в первую половину XX в., разобраться в корнях и истоках уорреновской стратегии. Мы обсудим философские концепции того времени и посмотрим, как они повлияли на Грэма и как Грэм, в свою очередь, повлиял на Уоррена. Мы с вами постараемся понять эволюцию мышления Уоррена по мере того, как он переживал успехи и неудачи и впитывал в себя мудрость двух величайших мыслителей-финансистов современности — Филипа Фишера и Чарльза Мангера.

Мы увидим, где Уоррен разошелся с Грэмом и в какой момент он пережил, выражаясь словами поэта Райнера Марии Рильке, «пожар ясности». Из этого «пожара ясности» и родился новый уорреновский синтез первоначальной грэмовской идеи, что самые умные инвестиции те, которые более всего подходят на бизнес.

## 5

### ЧТО ТАКОЕ ИНВЕСТИЦИИ КАК БИЗНЕС?

Что означает выражение «Самые умные инвестиции те, которые более всего подходят на бизнес»? Это значит, что вы должны перестать воспринимать рынок ценных бумаг как самоцель и начать думать об *экономических выгодах владения бизнесом через владение акциями*.

Что случилось? Ваш брокер звонит вам и сообщает, что пора покупать акции XYZ, которые за последнюю неделю выросли на три пункта? Не спешите с решением и подумайте. Обладание акциями означает участие в прибылях коммерческого предприятия, бизнеса, частичное владение этим бизнесом. Именно так, *бизнесом*. Ваш маклер пытается уговорить вас принять участие в скачках цифр, публикуемых каждое утро в «Wall Street Journal». Но обыкновенные акции на самом деле являются материальным проявлением вашего долевого участия в определенном бизнесе. Именно Грэм научил Уоррена интересоваться не тем, (а) о каких ценных бумагах идет речь и (б) по какой цене они продаются, а тем, (а) *о каком предприятии идет речь* и (б) *на каких условиях предлагается доленое участие в нем*. Такие во-

просы помогают вам стать на позицию бизнесмена, а не спекулянта.

Главная идея Уоррена Баффета заключается в том, чтобы покупать преуспевающие предприятия по цене, имеющей смысл с точки зрения бизнеса. А что имеет смысл с точки зрения бизнеса? На взгляд Уоррена, смысл с точки зрения бизнеса имеют те предприятия, которые обеспечат инвестору самый высокий предсказуемый годовой доход при наименьшем уровне риска. У Уоррена это получается лучше, чем у других инвестиционных менеджеров, по той причине, что он, как владелец бизнеса, нацелен на дальнюю перспективу, а не гоняется за краткосрочными барышами, как это свойственно большинству профессиональных инвесторов на Уолл-стрит.

Предположим, например, что я предлагаю вам купить какую-то аптеку. Естественно, вы наверняка захотите познакомиться с бухгалтерскими книгами, чтобы узнать, сколько денег приносит это предприятие. Когда убедитесь, что дело это прибыльное, то начнете выяснять, являются ли эти прибыли устойчивыми или из года в год они колеблются. Обнаружив, что аптека приносит устойчивый доход, вы, конечно, попытаетесь узнать, не изменится ли такое положение вещей в будущем. Если ответ удовлетворит вас, то спрашиваете, сколько стоит аптека.

Узнав запрашиваемую цену, вы сравниваете ее с годовой прибылью, которую приносит аптека, а затем определяете, какую выгоду от покупки получите.

Если за аптеку, приносящую 20 тысяч долларов прибыли в год, просят 100 тысяч долларов, значит годовой рост вашего капиталовложения составит 20% (20 000 дол. : 100 000 дол. = 20%).

Когда вы знаете предполагаемые темпы роста, то можете поискать другие предложения, чтобы определить, является ли 20-процентная отдача действительно хорошим капиталовложением. При этом вы фактически сравниваете уровень рентабельности разных потенциальных инвестиций. Если предложение выглядит привлекательным, то совершаете покупку.

Точно так же действует Уоррен Баффет. Покупает ли он бизнес целиком или только долю в нем, он спрашивает себя: сколько денег этот бизнес может предсказуемым образом принести и как это соотносится с запрашиваемой ценой? Получив ответы на эти вопросы, он, как правило, делает сравнительный анализ с другими предложениями.

На Уолл-стрит принято действовать совсем не так. Уоррен, как и покупатель аптеки, приобретает бизнес надолго, чтобы сполна использовать все выгоды владения предприятием. Годовая рентабельность 20%, сохраняемая в течение, скажем, пятнадцати лет, — весьма неплохая сделка.

На Уолл-стрит бизнес рассматривают как способ получения краткосрочных прибылей. Они хотят побыстрее сорвать куш. Но уровень 20% в год может оказаться недостаточным, чтобы обеспечить инвестору высокое место в рейтинге лучших инвестиционных менеджеров. А в мире инвестиционного менеджмента несколько неудач могут означать конец вашей карьеры, поэтому сегодняшний день по важности значительно перевешивает день завтрашний.

Предположим, аптека, которую вы купили, действительно прибыльное предприятие. Тогда зачем потом продавать ее, если кто-то предложит вам даже на 35%

больше той цены, которую вы за нее заплатили? Быстрые 35%? Уолл-стрит с радостью ухватился бы за такую сделку. А Уоррен не стал бы этого делать. Он бы сказал: «Это хороший бизнес с предсказуемыми 20% рентабельности. Такой хороший бизнес надо еще поискать. Но быстрые 35% прибыли вызовут еще более быстрые меры со стороны налоговой службы, в результате чего мой барыш сократится примерно до 25%. К тому же, продав аптеку, мне, возможно, придется реинвестировать вырученные средства в менее прибыльные предприятия — где же я еще найду такую прибыльную компанию?»

Уоррен, как и любой хороший бизнесмен, предпочитает сохранять хороший бизнес у себя. То, что он владеет производственными мощностями подходящей компании, для Уоррена имеет в долгосрочной перспективе куда большую ценность, чем те краткосрочные прибыли, за которые обычно ратует Уолл-стрит.

## 6

### ВЗГЛЯД УОРРЕНА НА ПРИБЫЛИ

Чтобы понять взгляд Уоррена Баффета на инвестиции как на бизнес, нужно иметь в виду его весьма неортодоксальный взгляд на сущность прибылей корпораций.

- Он считает прибыли своими в той пропорции, в какой является владельцем компании. Например, если прибыль компании составляет 5 долларов на акцию и Уоррен владеет сотней акций, он считает, что заработал 500 долларов (5 дол. x 100 = 500 дол.).
- Уоррен также считает, что у компании есть выбор: либо заплатить ему эти 500 долларов в форме дивидендов, либо удержать их и реинвестировать от его имени, тем самым увеличивая ценность компании. Уоррен уверен, что фондовый рынок со временем признает это увеличение ценности и отреагирует на это ростом цен на акции.

Такой подход отличается от взглядов, которых придерживаются профессионалы Уолл-стрит. Они не считают прибыли своими, пока не получают их в форме дивидендов. В начале 1980-х гг. акции принадлежащего Уоррену холдинга «Berkshire Hathaway» продавались по 500 долларов за штуку. Сегодня они идут по 45 тысяч долларов

за акцию. И это при том, что компания никогда не выплачивает дивиденды. Такой рост курса акций стал следствием увеличения внутренней стоимости компании за счет приносящего дополнительный доход реинвестирования нераспределенной прибыли «Berkshire». *{Примечание.* Компания «Berkshire Hathaway» имеет акции двух видов — класса А и класса В. Все примеры, приведенные в этой книге, связанные с «Berkshire Hathaway», касаются акций класса А.)

- Уоррен считает: компания должна удерживать все свои прибыли, если имеет возможность выгодно использовать их с уровнем рентабельности, превышающим ту отдачу, которую получил бы инвестор от прибыли, выплаченной в форме дивидендов. Он также полагает, что поскольку дивиденды облагаются налогом как личный доход, то компания имеет налоговый стимул реинвестировать всю прибыль, а не распределять ее среди акционеров.

Уолл-стрит издавна с предубеждением относится к компаниям, которые удерживают всю прибыль и не выплачивают дивиденды. Такая предубежденность восходит к началу XX в., когда большинство людей в инвестиционных целях предпочитали покупать облигации, а не акции. Облигации казались им более надежным помещением капитала, поскольку они были обеспечены активами компаний. А это означало, что в случае банкротства предприятия держатели облигаций имели право на первоочередное возмещение потерь. По облигациям проценты выплачивались ежеквартально, поэтому инвесторы, не получив по почте очередной чек, своевременно узнавали, что компания переживает неприятности.

Обыкновенные акции в то время считались слишком рискованными ценными бумагами для людей, мало сведущих в финансовых вопросах, — законов, регулирующих финансовую отчетность, тогда еще не было, а потому и владельцы, и менеджеры имели огромную свободу действий в работе с бухгалтерскими книгами. (Значительная часть первого издания «Анализа ценных бумаг» Бенджамина Грэма посвящена рассуждениям о том, как раскрывать мошенничества с бухгалтерией и выявлять аферы типа финансовых пирамид. Но, как указывает Грэм в более поздних изданиях, после создания в 1940 г. Комиссии по ценным бумагам и биржевым операциям подобные злоупотребления практически сошли на нет, что способствовало существенному повышению статуса обыкновенных акций и создало условия для начала новой эры инвестирования капиталов в обыкновенные акции.)

Но хотя инвестиционный статус обыкновенных акций значительно повысился, привычка к получению чеков по почте осталась. Уолл-стрит и его кумиры продолжают сторониться компаний, которые не платят дивиденды — и по облигациям, и по обыкновенным акциям. Они рассматривают это как свидетельство слабости.

По сей день многие финансовые аналитики оценивают компании, выплачивающие дивиденды, выше тех, которые этого не делают. Это правило сохраняется даже в том случае, если компания, удерживающая прибыли, имеет гораздо лучшие экономические показатели. *(Эта странная предвзятость является одной из причин того, почему акции холдинговой компании Уоррена «Berkshire Hathaway» в начале 1980-х гг. продавались на уровне их балансовой стоимости и даже дешевле.)*

Как мы знаем, для Уоррена обладание обыкновенными акциями компании всегда означает долевое владение этой компанией, а владение означает, что прибыли компании принадлежат только ему, инвестору. Инвесторы-владельцы через избираемый ими совет директоров могут поручить менеджменту компании либо выплачивать прибыли в форме дивидендов, либо удерживать эти прибыли и использовать их для дальнейшего развития и расширения бизнеса. В этой ситуации большое значение имеют честность и порядочность руководителей компании и их приверженность интересам акционеров. Нечестные администраторы зачастую манипулируют советом директоров, создавая грандиозные империи, которые обогащают высшее руководство компании, но мало что дают акционерам.

- Принимая инвестиционные решения, Уоррен придает огромное значение качеству работы руководящего звена компании. Один из способов определить это качество — следить за тем, как руководители компании распоряжаются прибылями. Они выплачивают дивиденды или удерживают их? Если они их удерживают, то насколько эффективно их используют, или они разбазаривают дивиденды во имя своих грандиозных амбиций?

♦ Уоррен считает, что, решая дилемму, выплачивать дивиденды или нет, менеджмент компании должен задаться таким вопросом: *станет ли инвесторам/владельцам лучше, если капитал будет изыматься из бизнеса и инвестироваться в другие предприятия?* Предположим, компания «А» имеет отличное производство, приносящее большие прибыли. Если

руководство компании может заработанные деньги с выгодой вкладывать в дальнейшее совершенствование и наращивание производства, то есть смысл удерживать прибыли, чтобы с их помощью и дальше повышать ценность компании. Но если менеджмент принимает неудачные инвестиционные решения, в результате чего полученные прибыли растрачиваются вхолостую, тогда акционерам лучше получить свои деньги в виде дивидендов и самостоятельно вложить их туда, где они смогут работать с большей отдачей.

В своей компании «Berkshire Hathaway» Уоррен обеспечивает рост удерживаемых прибылей на 23% в год — после уплаты корпоративного налога. Это означает, что каждый удерживаемый компанией «Berkshire» доллар чистой прибыли приносит в год 23 цента новой чистой прибыли. Если бы компания отдавала эти 23% своим акционерам, то эти деньги облагались бы индивидуальным подоходным налогом, в результате чего рентабельность снизилась бы примерно до 15,9%. Кроме того, получив деньги, инвестор столкнулся бы с довольно трудной проблемой — куда реинвестировать полученные прибыли.

Для инвесторов — владельцев «Berkshire» вопрос звучит так: хочет ли инвестор получать свою долю прибылей компании в форме дивидендов или предоставляет «Berkshire» право удерживать эти прибыли и реинвестировать их от его имени. Если «Berkshire» удерживает прибыли, инвестор вправе рассчитывать, что эти удержанные прибыли за год принесут отдачу в размере 23%. Кроме того, согласно теории Уоррена, внутренняя стоимость «Berkshire» также вырастет на 23%, что со вре-

менем приведет к увеличению курса акций компании, а это, в свою очередь, принесет дополнительную выгоду акционерам-владельцам.

Придерживаясь такого образа мышления, Уоррен пришел к выводу, что обыкновенные акции имеют большое сходство с облигациями, имеющими плавающую процентную ставку, которая зависит от величины прибылей за определенный год. И он также понял, что у некоторых акционерных компаний достаточно устойчивый размер прибылей. Именно он позволяет прогнозировать отдачу от инвестиций на годы вперед.

В идеальном мире Уоррена обыкновенные акции обладают всеми характеристиками облигаций, выплачиваемый процент по которым определяется чистой прибылью предприятия. Чтобы вычислить рентабельность инвестиций, он берет годовую чистую прибыль компании в расчете на одну акцию и делит ее на запрашиваемую цену акции. Если акция, которая продается за 10 долларов, приносит 2 доллара прибыли в год, значит, ее рентабельность составляет 20%. Следует, однако, иметь в виду, что справедливость этих расчетов *целиком зависит от предсказуемости* прибылей компании.

В действительности же, если вы покупаете какое-то предприятие, то хотите знать, сколько прибылей оно приносит каждый год и за какую цену продается. С помощью этих двух цифр (разделив величину годовой прибыли на запрашиваемую цену) вы можете определить годовой уровень рентабельности вашего потенциального капиталовложения. Уоррен проводит такой анализ и тогда, когда покупает компанию целиком, и тогда, когда покупает лишь какую-то ее долю. *Цена, которую он платит, предопределяет величину рентабельности.*

## 7

### ЦЕНА, КОТОРУЮ ВЫ ПЛАТИТЕ, ПРЕДОПРЕДЕЛЯЕТ ВЕЛИЧИНУ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ

Цена, которую вы платите, предопределяет величину рентабельности. Это ключ, который вам нужно всегда иметь при себе. Таков один из грэмовских принципов, по которым живет Уоррен Баффет.

Прежде чем продолжить обсуждение вопроса цены и рентабельности, должна предупредить вас, читатель, что я собираюсь ради большей ясности изложения кое-что несколько упростить. Понимаю, что очень многие из вас уже знакомы с финансовым миром и, возможно, по некоторым позициям захотят поспорить со мной. Таким читателям я отвечу, что позже в этой книге мы обсудим более сложные моменты гораздо подробнее. Но пока должна объяснить некоторые фундаментальные понятия, чтобы каждый читатель был способен понять смысл последующих глав без особого напряжения, какое обычно возникает при чтении текстов, изобилующих бухгалтерскими выкладками.

Итак, давайте для начала возьмем максимально упрощенную гипотетическую ситуацию. (Читателям, подна-

торевшим в финансовых вопросах, советую тоже обратить внимание на следующие рассуждения, поскольку некоторые моменты, на которых они строятся, сильно расходятся с традиционными взглядами Уолл-стрит.)

Начнем с простого вопроса: если бы я решила продать вам право по истечении одного года получить 1,1 тысячи долларов, какую максимальную цену вы готовы заплатить за такое право в первый день года?

Если вы заплатите мне 1,1 тысячи долларов и получите в конце года 1,1 тысячи долларов, то годовая рентабельность вашей инвестиции будет равняться нулю.

Но если вы заплатите мне тысячу долларов за право через год получить 1,1 тысячи долларов, то ваша прибыль за год составит 100 долларов, а годовая рентабельность вашей инвестиции окажется равной 10%.

Следующий вопрос: является ли 10-процентная рентабельность хорошей в сравнении с другими возможностями инвестирования? Чтобы выяснить это, вам нужно провести некоторые изыскания. Вы можете обнаружить, что в банке вам предложат за ваш депозит 7% годовых. Это значит, что если вы дадите банку займы тысячу долларов, то через год вы получите 1,07 тысячи долларов. Ваша прибыль составит 70 долларов, а рентабельность — 7%. Понятно, что 10%, которые я предложила вам, лучше, чем 7%, которые предлагает банк.

Если, изучая другие инвестиционные возможности, выясните, что никакие из них не обеспечат вам 10% отдачи, то должны сделать вывод, что мое предложение лучше всех остальных.

Значит, если вы хотите получить за год не менее 10% от вложенных денег, ответ на мой вопрос: какую максимальную цену вы готовы заплатить сегодня за право

получить 1,1 тысячи долларов через год? — должен звучать так: максимум, который вы готовы заплатить, составляет тысячу долларов. Если вы заплатите *больше*, скажем 1,05 тысячи долларов, — то ваша прибыль сократится на 50 долларов, а также уменьшится рентабельность инвестиции (50 дол.: 1050 дол. = 4,7%). Если вы заплатите *меньше*, скажем 950 долларов, — то ваша прибыль составит 150 долларов и вырастет рентабельность (150 дол.: 950 дол. = 15,7%). Чем выше цена, тем меньше рентабельность. Чем ниже цена, тем рентабельность больше. Платишь больше — получаешь меньше. Платишь меньше — получаешь больше.

Финансовые аналитики используют для решения подобных задач математическое уравнение, именуемое *дисконтированием стоимости*. Это уравнение позволяет им, отталкиваясь от будущей стоимости (как в нашем примере), от желаемой процентной ставки и периода времени, прийти к текущей стоимости. Использование этого уравнения прежде занимало очень много времени и требовало сложных расчетов и использования специальных таблиц. Чтобы уметь эффективно пользоваться этим финансовым инструментом, как правило, нужно было иметь специальное образование. Теперь благодаря электронным калькуляторам эту задачу стало решать гораздо проще. Существуют также специальные финансовые калькуляторы, в которые встроены программы решения подобных задач. Например, мы можем легко определить годовой накапливаемый рост стоимости инвестиций, если знаем три параметра: (1) нынешнюю стоимость, (2) будущую стоимость и (3) срок действия инвестиций в годах. Настоятельно рекомендую вам ознакомиться подобным калькулятором.



Оценивая стоимость приобретаемого бизнеса, Уоррен применяет примерно такой же метод, каким воспользовались и мы. Он берет *годовую прибыль на акцию* и трактует ее как *отдачу*, получаемую от инвестиций. Если, к примеру, компания получает прибыль в размере 5 долларов в расчете на одну акцию, а акции продаются по цене 25 долларов, то Уоррен считает рентабельность этих акций равной 20% ( $5 \text{ дол.} : 25 \text{ дол.} = 20\%$ ). Эти 5 долларов затем либо выплачиваются компанией в форме дивидендов, либо удерживаются и используются для поддержания или расширения операций.

Следовательно, если вы заплатили 40 долларов за акцию, которая приносит в год 5 долларов, Уоррен счел бы отдачу от этой акции равной 12,5% ( $5 \text{ дол.} : 40 \text{ дол.} = 12,5\%$ ). Следовательно, акция стоимостью 10 долларов, приносящая ежегодную прибыль в размере 5 долларов, имеет рентабельность 50% ( $5 \text{ дол.} : 10 \text{ дол.} = 50\%$ ). *Цена, которую вы платите, предопределяет величину рентабельности.*

Следует отчетливо понимать, что если вы планируете приобретать акции на продолжительное время, то важным фактором, который нужно учитывать, является величина и предсказуемость прибылей, которые получает компания. Если вы купили за 25 долларов акцию, которая в первый год принесла вам 5 долларов (рентабельность 20%), а в последующие годы не принесла ничего, то это значит, что годовая накапливаемая отдача от ваших инвестиций постепенно сходит на нет.

Уоррен стремится приобретать компании с хорошим экономическим положением и с хорошим менеджментом, которые обеспечивают достаточно — в рамках разумного — предсказуемые прибыли. Только в этом слу-

чае Уоррен может прогнозировать будущую отдачу от своих инвестиций и судить, заслуживает ли компания того, чтобы вкладывать в нее деньги.

Не беспокойтесь! Обо всем этом мы подробно поговорим в следующих главах книги. А пока вы должны понять два основных положения, которыми руководствуется Уоррен:

- *Цена, которую вы платите, предопределяет рентабельность* ваших инвестиций.
- Чтобы определить рентабельность, вы должны иметь возможность в разумных пределах *прогнозировать будущие прибыли* компании.

Используя уорреновскую систему анализа инвестиций, вы всегда должны будете принимать во внимание три основополагающих фактора:

---

1

величину годовой прибыли в расчете на акцию

---

2

ее предсказуемость

---

3

рыночный курс акций

Чем выше цена акций, тем меньше их отдача, а чем акции дешевле, тем отдача выше. Чем выше прибыль на акцию, тем выше рентабельность акции при данном

курсе акций. Все это может казаться вам вполне разумным и здравым, а может и не казаться. Давайте рассмотрим, как все это делается, на реальном примере.

### МЕТОДЫ УОРРЕНА В ДЕЛЕ

В 1979 г. Уоррен начал скупать бумаги компании «General Foods» и приобрел примерно 4 миллиона акций по средней цене 37 долларов за акцию. Уоррен разглядел в работе этой компании значительную прибыльность (в 1978 г. прибыль на акцию составила 4,65 доллара) и то, что эти прибыли в среднем за год возрастают на 8,7%.

Поскольку прибыли «General Foods» росли в среднем на 8,7% ежегодно, мы, как и Уоррен, могли бы предположить, что в 1979 г. прибыль в расчете на акцию вырастет с 4,65 доллара до 5,05 доллара ( $4,65 \text{ дол.} \times 1,087 = 5,05 \text{ дол.}$ ). Таким образом, мы бы *прогнозировали*, что прибыль в 1979 г. составит 5,05 доллара на акцию.

Следовательно, если бы в 1979 г. мы купили акции «General Foods» по 37 долларов за штуку, то получили бы рентабельность за Первый год в размере 13,6% ( $5,05 \text{ дол.} : 37 \text{ дол.} = 13,6\%$ ). (Отмечу, что на самом деле компания «General Foods» в 1979 г. получила прибыль на акцию в размере 5,12 Доллара, а не 5,05 доллара, как прогнозировалось.)

Если процентные ставки принять равными 10%, какими они были тогда — к примеру, такую величину имела рентабельность долгосрочных облигаций американского казначейства («государственных облигаций», как мы будем именовать их в Дальнейшем), — то рентабель-

ность акций «General Foods» в размере 13,6% выглядит вполне привлекательной.

И поскольку мы прогнозируем, что прибыль компании в расчете на акцию будет продолжать расти на 8,7% в год, это покажется лучшим помещением капитала, чем покупка государственных облигаций с твердой ставкой 10%. Но если принимать решение, отталкиваясь от прогнозируемых параметров, то следует признать, что инвестирование средств в акции «General Foods» предпочтительнее государственных облигаций.

Вот если бы нам пришлось заплатить за акции «General Foods» больше, предположим, 67 долларов за акцию, то тогда первоначальная рентабельность инвестиции оказалась бы значительно меньше. При прогнозе величины прибыли 5,05 доллара на акцию и при курсе акций 67 долларов отдача от наших инвестиций в акции «General Foods» составила бы за первый год 7,5% ( $5,05 \text{ дол.} : 67 \text{ дол.} = 7,5\%$ ). Это намного меньше тех 13,6%, которые мы рассчитывали получить при курсе акций 37 долларов за штуку.

Кроме того, рентабельность 7,5% оказывается неконкурентоспособной даже по сравнению с теми 10%, которые платят по государственным облигациям. И в этом случае выбор между акциями «General Foods» и государственными облигациями становится делом куда более трудным.

Если бы вы заплатили меньше, скажем 15 долларов за акцию, то рентабельность оказалась бы равной 33,6% ( $5,05 \text{ дол.} : 15 \text{ дол.} = 33,6\%$ ). Платите меньше — получаете больше. Цена, которую вы платите, предопределяет уровень рентабельности. Чем ниже цена, тем выше отдача.

Цена решает все. Как только цена названа, вы можете рассчитать ожидаемую отдачу и сравнить ее с отдачей от других потенциальных инвестиций. И сравнение это делается очень просто. Вот почему Уоррен Баффет известен тем, что принимает инвестиционные решения исключительно быстро. Он просто вычисляет наращиваемую годовую отдачу потенциальной инвестиции, а потом решает, нужно ли ему это.

## ЭПИЛОГ

Уоррен Баффет считал, что поскольку первоначальная рентабельность акций компании «General Foods» в размере 13,6% ежегодно возрастает на 8,7%, фондовый рынок с течением времени признает это увеличение внутренней стоимости компании и отреагирует ростом курса акций. В действительности в период с 1978 по 1984 г. прибыль компании «General Foods» в расчете на акцию росла в среднем за год на 7%, поднявшись с 4,65 до 6,96 доллара на акцию. За это время цена на акции компании поднялась до 54 долларов.

Но в 1985 г. компания «Philip Morris» осознала ценность продуктов, которые выпускались под торговой маркой «General Foods» и приносили устойчивую и все нарастающую прибыль, и на тендере выкупила у Уоррена все акции компании по 120 долларов за штуку. В результате инвестиции принесли Уоррену годовую накапливаемую доходность в размере 21% до обложения налогом. Неплохая цифра, ничего не скажешь!

Да, я понимаю, что некоторые читатели, собаку съевшие в баффетологии, скажут, что я чрезмерно упрощаю

вещи. Я согласна с этим. Но если бы я с самого начала погрузилась в глубины финансовой эзотерики, то потеряла бы многих читателей, еще не дойдя до действительно трудных вопросов.

Да, далеко не все так просто, и в баффетологии существует масса тонкостей. Но пока мы должны сосредоточиться на закладке надежного фундамента, на котором будет возведен дом.

## КОРПОРАЦИИ, ОБЛИГАЦИИ, АКЦИИ - НЕСКОЛЬКО ПОЛЕЗНЫХ ПОЯСНЕНИЙ

Я обнаружила, что очень многие люди не имеют ни малейшего понятия о том, что такое облигации или что значит быть акционером компании. Более того, многие из тех, кто владеет акциями, затруднятся объяснить, что такое корпорация\*. Вы, конечно, не относитесь к их числу. Но никогда не знаешь, кому попадет в руки эта книга. Поэтому я думаю, что небольшой обзор корпоративной формы организации и ее истории здесь будет кстати.

### ФОРМИРОВАНИЕ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА В СТАРЫЕ ВРЕМЕНА

Заниматься торговлей люди начали задолго до того, как научились писать и оставлять после себя письменные свидетельства. Самые ранние деловые записи обнару-

\* Слово «корпорация» многозначно, но в рамках этой книги под корпорацией следует понимать то, что называют «акционерное общество». Слово же «компания» (она же фирма, предприятие, бизнес) может означать: корпорация, индивидуальное предприятие, товарищество и любую другую форму организации бизнеса. — *Прим. перев.*

жены на вавилонских глиняных табличках. Это была переписка купцов, а также записи, касавшиеся имущества, которое принадлежало храмам. Судя по этим записям, во времена правления в Вавилоне великого Хаммурапи (1792—1750 гг. до н. э.) под залог имущества выдавались кредиты. Капиталом служили финики и вино из них, мука, масло, овес, иногда серебро. А проценты выплачивались зерном и серебром.

Еще в древние времена интересы коммерции побуждали людей объединяться в партнерства. Финикийцы, которые жили на узкой прибрежной полосе Сирии и Палестины, и греки могут служить ранним примером формирования деловых партнерств. Купец, пожелавший торговать за пределами своего города или страны, собирал группу единомышленников, которые выбирали капитана, нанимали судно и отправляли свои товары в другую местность, где обменивали их на предметы, в которых нуждалось население их города. Древние купцы торговали маслом, инжиром, медом, шерстью, мрамором и многими другими товарами.

Для греков новые возможности торговли открыли завоевания Александра Македонского, который добрался из Греции до самой Индии. В те времена в Индии была хорошо развита текстильная промышленность, и греческие купцы извлекали немалые прибыли, обменивая свои товары на индийские шелковые и хлопковые ткани, в которые в Древней Греции одевались богатые модники. А если греческому купцу не хватало капитала, чтобы снарядить караван, он находил себе компаньонов, которые соглашались объединить имеющиеся у них ресурсы и отправиться в Индию, чтобы выгодно совершать торговые операции.

Как правило, ранними формами коммерческих организаций являлись товарищества и совместные предприятия, и потому они были ограничены в своих размерах. Обычно они создавались на короткий срок — только на время путешествия туда и обратно.

Первые воплощения корпоративной концепции можно обнаружить в Венеции XV в. В те далекие времена, став центром торговли со странами Востока, Венеция достигла большого богатства и могущества. О роскоши этого города свидетельствуют сохранившиеся до наших дней принадлежавшие некогда крупным венецианским купцам и банкирам величественные дворцы, построенные вдоль каналов.

В Венеции бурно развивались банковское дело и бухгалтерский учет (кстати, система двойной записи в бухгалтерии была изобретена Лукой Пачоли, монахом, жившим в Венеции как раз в те времена). Это придавало дополнительный авторитет городу и новое измерение финансовой мощи местных деловых кругов. Часто богатые купцы, жившие в других странах Европы, посылали своих сыновей в Венецию постигать искусство коммерции. О влиянии Венеции можно судить даже по тому, что очень многие слова, связанные с коммерцией и бухгалтерией, имеют итальянское происхождение: *авизо*, *контокоррент*, *порто-франко*, *нетто*, *брутто* и др.

Форму организации бизнеса, развившуюся в те времена в Венеции, можно назвать акционерным обществом, т. е. корпорацией. Имевшие куда больший масштаб, чем ранние товарищества и совместные предприятия, эти акционерные компании объединяли большое число мелких торговцев, из средств которых накапливался большой и перманентный капитал. Он использо-

вался для финансирования предприятий, которые имели, в силу своего масштаба и финансовой мощи, куда больше коммерческих возможностей. А большой коммерческий успех был залогом их политического и финансового положения.

Акционерная компания, — а это форма организации бизнеса, — претерпела множество превращений по мере того, как крупные компании вели борьбу за власть с церковью и королями. Церковь и короли нуждались в купцах и их деньгах, а купцы, в свою очередь, нуждались в церкви и королях, чтобы те защищали их богатства от разбойников, а их рынки от конкурентов. Сила веры в Бога и армия короля были важными союзниками, которых каждому хотелось привлечь на свою сторону. Если проводить параллели с современным миром, то Кувейтское королевство наверняка потеряло бы все свои богатства, оказавшись под ударом Ирака. Но за кувейтский бизнес, т. е. нефтяную империю, вступились американские компании вроде «Bechtel» (компания, которая создает инфраструктуру для добычи нефти), пролоббировавшие вооруженную интервенцию. Так и венецианские купцы в те давние времена оказывали давление на своего короля, чтобы он защищал их от пиратов и разбойников.

Становясь все более могущественными, корпорации начали узурпировать королевскую власть. Короли очень быстро сообразили, что для защиты собственных интересов им необходимо ограничить власть организованного капитала, и они придумали законы, которые запрещали создание акционерных компаний без одобрения свыше. Самыми известными примерами одобренных британской короной акционерных компаний

являются Ост-Индская компания и Компания Гудзонова залива. Обе они имели яркую и интересную историю.

В 1610 г. сформировалась Нидерландская Вест-Индская компания. Это было весьма необычное предприятие. Временами оно приносило акционерам огромные дивиденды, но прибыли ее были крайне неустойчивы, потому что главным их источником были не обычные торговые операции или колонизация новых земель, а вооруженные нападения на испанские корабли, которые перевозили серебро. О характере деятельности этой компании свидетельствует ее хартия. Главная ее цель состояла в том, чтобы не допустить заключения мира между Нидерландами и Испанией. Фактически это была корпорация пиратов, которые на средства инвесторов строили и снаряжали корабли и грабили испанские суда, перевозившие из Нового Света золото и серебро. (И эти люди на Уолл-стрит думают, что знают, как проводить поглощение!)

### ФИНАНСОВАЯ СИЛА МАСС

В давние времена, еще до появления банков и акционерных компаний, люди хранили свои сбережения в укромных местах. Если мяснику, трактирщику, сапожнику или поденщику удавалось скопить скромный капитал, свои денежки они прятали куда подальше, и эти сбережения никому не приносили пользы, а следовательно, были бесполезными для общества. Отчасти это объясняется средневековой религиозной доктриной, согласно которой давать деньги в займы под проценты грешно. Впрочем,

эта доктрина очень быстро потеряла силу, когда у купцов, папы и королей появилась нужда в кредитах. Правящий класс решил поощрить займодавцев, позволив им получать проценты за выданные кредиты.

Но есть большая разница между ситуацией, когда обычный человек дает кому-то в долг излишки денег, которые он не знает, как использовать, и ситуацией, когда деньги ссужает банкир. Разница в том, что для банкира выдача кредитов становится профессией. Банкир служит посредником между теми, кто имеет капитал, но не имеет способностей или склонности с выгодой использовать свои сбережения, и теми, кто имеет деловую хватку, но не владеет достаточным капиталом, чтобы проявить ее. Банкир — это мастер своего дела. Благодаря своим способностям и специальным знаниям он, как никто другой, умеет собирать избыточный капитал и размещать его там, где этот капитал принесет наибольшую пользу. Даже несмышленный подросток, заработавший некоторую сумму во время летних каникул, имеет возможность доверить свои сбережения банкиру, который затем передаст их в форме кредита человеку, который обязуется вернуть эти деньги *плюс проценты*. Банкир зарабатывает себе на жизнь, забирая разницу между процентами, которые он платит вкладчику, и теми процентами, которые получает от заемщика.

Большинство людей впервые вступают в мир инвестиций тогда, когда открывают банковский счет и перечисляют туда, например, свой недельный заработок. Недельный заработок одного человека — сумма не слишком большая. Но если вы умножите ее на 50 тысяч подобных вкладчиков, то цифра стремительно вырастет. Таким образом, банк, в сущности, является большим

объединением людей, которые доверили свои деньги банку в обмен на часть прибылей. Получив деньги, банк ссужает их другим людям и предприятиям.

Когда банк ссужает деньги, каждый, кто получает ссуды, становится его должником. Бизнесмены не любят быть в долгу у банка, потому что если в их бизнесе пойдет что-то не так, то банк за неплатежи может забрать бизнес себе и продать его с молотка. Многие бизнесмены предпочитают финансировать свои операции, продавая по частям право собственности на бизнес и на получение прибылей от этих операций. Эти части называют акциями. В давние времена всякие подобные операции осуществлялись в строго отведенных местах, которые назначались местными властями и именовались биржами. Причина такой строгости заключалась в том, чтобы все сделки были на виду и должным образом регистрировались. Это также обеспечивало властям возможность эффективно собирать налоги с коммерсантов. Биржи открывались в строго определенные дни в строго отведенных местах. И каждый, кто был уличен в том, что занимался торговлей не на бирже, наказывался конфискацией товаров.

Одной из форм биржи стала фондовая биржа, где инвесторы обменивались друг с другом акциями разных компаний. Вот этим и занимаются на Нью-Йоркской фондовой бирже, расположенной на Уолл-стрит, — торговлей акциями, облигациями и прочими ценными бумагами.

Помимо обычных банков, которые берут деньги у частных вкладчиков и ссужают их предприятиям, существуют особые, инвестиционные, банки, вроде «Merrill Lynch» или «Salomon Brothers». Они и выступают в роли

посредников, которые ищут богатых людей или организации, готовые вложить свободные деньги в их предприятия. Инвестиции могут принимать форму займа — когда компания продает инвесторам облигации. Или же компания может предпочесть продавать инвесторам долевую собственность — акции.

Инвестиционный банк находит людей или организации, которые готовы купить облигации или акции компании, нуждающейся в привлечении дополнительных денежных средств. Инвестиционный банк зарабатывает на том, что берет вознаграждение за то количество капитала, которое ему удастся привлечь для предприятия-клиента.

Когда компания «General Motors» нуждается в крупной сумме денег для строительства нового завода, она может обратиться в один из инвестиционных банков, например в «Merrill Lynch» или в «Salomon Brothers», и поручить ему продать инвесторам облигации или акции GM.

Когда предприятие в первый раз продает публике долевую собственность, это называют *первичным размещением акций*. Во второй раз это уже вторичное размещение. Как только акции размещены, индивидуальные инвесторы, владеющие ими, могут испытывать энтузиазм или пессимизм в отношении будущего компании и покупать новые акции или продавать имеющиеся — в зависимости от того, какими им видятся перспективы компании. Нью-Йоркская фондовая биржа — это то место, где можно купить или продать долевую собственность, т. е. акции, которые раньше были проданы публике предприятием через инвестиционный банк. Это своего рода аукцион, где торгуются продавец и покупатель. Покупатель предлагает свою цену, продавец свою,

и если эти предложения совпадают, совершается сделка, и акции, т. е. доли собственности компании, переходят из рук в руки.

Когда вам звонит биржевой маклер и уговаривает вас купить акции «General Motors», то тут имеет место одно из двух. Он либо пытается собрать деньги для «General Motors», либо выступает посредником между вами и другим инвестором, желающим избавиться от акций «General Motors». В первом случае маклер получает комиссионные за то, что нашел деньги для «General Motors». Во втором случае он получает комиссионные за то, что свел продавца и покупателя. Естественно, биржевые маклеры всегда преисполнены уверенности в отношении продаваемых акций, поскольку если они не добьются сделки, то не получают комиссионных.

### ФОРМИРОВАНИЕ КАПИТАЛА КАК ПЕРВЫЙ ЭТАП СОЗДАНИЯ КОРПОРАЦИИ

Предположим, вы хотите создать корпорацию. Нет, вы не собираетесь грабить испанские флотилии, у вас довольно скромное желание — просто выпекать пироги и булочки. Предположим также, вас зовут Кейти и вы хотите назвать фирму своим именем: «Хлебопекарная компания Кейти». Деньги, необходимые для создания компании, вы можете взять взаймы у друзей, в банке либо получить от инвесторов, продав им акции. Акции представляют собой доли собственности, а долги означают только ваше обязательство их выплатить.

Чтобы иметь возможность продавать акции, вы должны оформить свою фирму как корпорацию. Для

этого вы подаете необходимые документы в департамент, который ведает делами корпораций в том или ином штате. Каждая из существующих в Америке корпораций обязательно зарегистрирована как таковая в каком-нибудь штате.

Большим преимуществом корпоративной формы организации бизнеса является так называемая ограниченная ответственность. Это значит, что, если «Хлебопекарная компания Кейти» продаст некачественный пирог и пострадавший потребитель подаст на нее в суд, требуя возмещения вреда, акционеры компании от судебных тяжб защищены. Да, у компании могут отнять весь ее капитал, но к акционерам судебный исполнитель не придет.

Еще одним преимуществом корпорации является то, что право собственности на нее можно делить на доли и продавать, чтобы получить начальный или дополнительный капитал. Собственность можно резать на куски, как те самые пироги, что печет компания «Кейти». Чем больше акций выпущено компанией, тем меньшую долю собственности каждая из них представляет. Ясно, что чем кусков больше, тем каждый из них меньше. Если в обращение выпущены только две акции, то каждая — это половина собственности компании.

Но вернемся к «Кейти». Опросив родных и друзей, вы обнаруживаете, что ваша сестра готова участвовать с вами в создании компании в равных долях. Вы обе вкладываете в компанию по 5 тысяч долларов и оставляете себе по пятьдесят акций. Эти сто акций представляют собой всю совокупность акций вашей хлебопекарной компании, которые находятся в обращении. Это означает также, что вы с сестрой владеете компанией на 50% каждая, — как пирог, разрезанный пополам.



Поскольку вы с сестрой хозяева бизнеса, то вам нужно избрать совет директоров, или правление, которое будет следить за тем, насколько хорошо компания управляется с делами. Как это происходит в большинстве компаний, где имеется несколько крупных акционеров, вы избираете в правление самих себя. Затем правление нанимает менеджмент, т. е. управляющих, которые будут заниматься делами компании, руководить ею. Поскольку ни вы сами, ни ваша сестра булки печь не умеете, то приглашаете свою соседку Джанет Суитбрэдс, специалиста в этом деле, на пост генерального директора компании. Генеральный директор является высшим руководителем компании и подотчетен правлению. Когда правлению не нравится работа генерального директора, то оно может его уволить и нанять другого человека.

Если за первый год деятельности компания получает 100 долларов чистой прибыли, — это то, что остается от прибыли после уплаты корпоративного налога, — то, поскольку в обращении находятся сто акций, прибыль на акцию составит 1 доллар. (Прибыль на акцию вычисляется путем деления чистой прибыли корпорации на количество выпущенных в обращение акций.)

Когда «Хлебопекарной компании Кейти» нужны дополнительные деньги для увеличения основного капитала, то она может продать дополнительный выпуск акций или взять деньги займы. Если она продает новые акции, то происходит «разжижение» долевой собственности. Например, вы продадите дополнительно пятьдесят акций. Следовательно, в обращении будет уже 150 акций, и ваши первоначальные пятьдесят акций будут составлять уже не половину, а только треть права

собственности на компанию. Для вас, как для владелицы компании, это не очень хорошо. Поэтому на очередном заседании правления вы сообщаете генеральному директору Джанет Суитбрэдс, что она должна найти дополнительные средства не путем эмиссии новых акций, а путем продажи облигаций.

Облигация — это обязательство. Обязательство заплатить. Когда вы обращаетесь в банк за кредитом, то фактически продаете ему свою облигацию. Вы передаете банку бумагу, в которой сказано, что вы взяли в долг Х долларов и обещаете вернуть этот долг в полном объеме плюс проценты. Взяв у вас деньги займы, банк выдает вам депозитный сертификат, который, по сути, является той же облигацией, обязательством вернуть вам ваши деньги в оговоренный срок плюс оговоренные проценты.

Крупные компании типа «General Motors» берут деньги не только у банков, но и у обычных граждан, выпуская в обращение корпоративные облигации. Руководство GM обращается, например, в инвестиционный банк «Merrill Lynch» и говорит, что им нужно 200 миллионов долларов. Сумма немаленькая. Банк «Merrill Lynch», имеющий тысячи брокеров по всей стране, поручает этим брокерам продать облигаций GM на сумму 200 миллионов долларов. За свои услуги «Merrill Lynch» берет вознаграждение. Однако отношения кредитор—заемщик у GM возникают не с банком, а с непосредственными покупателями облигаций.

Еще один путь, которым может пойти «Merrill Lynch», чтобы собрать деньги для компании, — продавать акции компании-заказчика своим клиентам. Предположим, после создания собственной компании у вас

дела быстро пошли в гору, появились новые амбициозные планы, и вы решили увеличить основной капитал с 10 тысяч до 10 миллионов долларов. Но ни у вас, ни у вашей сестры таких денег нет, поэтому вы составляете бизнес-план и обращаетесь в инвестиционный банк «Merrill Lynch». Там вашу идею одобряют и обещают, что они смогут убедить своих клиентов вложить деньги в вашу компанию. Вы говорите «прекрасно» и соглашаетесь оплатить услуги банка. Тогда сотрудники «Merrill Lynch» обзванивают своих клиентов и продают им акции «Кейти». Это называется *первичным размещением акций*.

В результате первичного размещения акций значительная часть права собственности на компанию «Кейти» переходит в руки тысяч людей. Теперь у «Кейти» тысячи индивидуальных инвесторов, каждый из которых владеет небольшой долей «Хлебопекарной компании Кейти».

И тогда происходит странная вещь. Владельцев у компании становится много, но с течением времени некоторые из них проявляют желание выйти из вашего бизнеса. Может, им нужны деньги, а может, они больше не считают хлебопекарный бизнес достойным местом вложения своего капитала. Как бы там ни было, они хотят продать свои акции.

Акционер, желающий расстаться со своими акциями, звонит брокеру и сообщает ему, что хочет продать сто акций «Хлебопекарной компании Кейти». В то же самое время есть человек, желающий купить сто акций «Хлебопекарной компании Кейти», и он тоже звонит своему брокеру и говорит ему об этом.

И тот и другой встречаются в стенах Нью-йоркской фондовой биржи, одной из многих фондовых бирж

мира. Там собираются продавцы и покупатели, и каждый называет свою цену. Когда цена продажи и цена покупки сходятся, заключается сделка. Это, в сущности, аукцион. И всем этим занимаются профессиональные служащие фондовой биржи, маркетмейкеры, для которых биржа является местом работы. Если вы хотите купить акции «Хлебопекарной компании Кейти», то звоните своему брокеру, который связывается со своим агентом на бирже и велит ему купить сто акций «Кейти», когда кто-нибудь будет продавать их по 10 долларов. Агент отправляется к маркетмейкеру и делает соответствующий заказ. Так же поступает и тот, кто хочет продать акции. А маркетмейкеры играют роль посредников, сводя агентов для заключения сделки. Порой происходит и такое: когда спрос на акции определенной компании небольшой, то маркетмейкер покупает их за собственный счет — впрок, чтобы продать, когда появятся покупатели. У любого маркетмейкера всегда есть некоторый запас акций, чтобы иметь возможность выполнять заказы покупателей, когда нет продавцов.

Итак, мы выяснили, что акции представляют собой долевую собственность бизнеса, а облигации являются долговыми обязательствами. Компании, о которых будет идти речь в этой книге, обрели статус уже много лет назад и имеют тысячи акционеров. Их акции котируются на многих фондовых биржах.

## ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Теперь мы можем перейти к более детальному анализу присущей Уоррену Баффету философии инвестирования с точки зрения бизнеса.

Давайте начнем с простого предприятия и определим его стоимость, чтобы выяснить, какую цену можно было бы считать привлекательной сделкой. Бизнес возьмем простой и прямой, влияние таких факторов, как инфляция и налогообложение, учитывать не будем. Нам также надо будет разобраться с понятием финансового баланса и с процессом регистрации корпорации. Искушенные инвесторы из числа читателей должны в какой-то степени иметь об этом представление, но о многих этого не скажешь.

Тем из вас, кому такое пережевывание азов кажется скучным занятием, должна сказать, что помимо общеизвестных вещей здесь будут обсуждаться и некоторые чисто уорреновские «фишки».

Предположим, у юного Уоррена возникла мечта стать самым богатым человеком Америки, и в свои семнадцать лет он решает создать собственную корпорацию. Юный Уоррен, у которого всегда была коммерческая жилка, накопил, продавая газеты, аж 15 долларов.

И эти деньги прожигают ему дыру в кармане. Что с ними делать? Потратить на девушек? Нет, он еще не встретил Сюзи, свою будущую жену и мать его детей. Может, потратить их на конфеты и прохладительные напитки? Но от них портятся зубы, а это значит, что придется платить дантисту, т. е. расходовать капитал, не получая отдачи.

Нет, юный Уоррен решает открыть собственное дело, чтобы с помощью имеющегося капитала заработать еще денег. И он знает, что если захочет сполна ощутить все прелести сложного процента, то чем раньше он начнет, тем лучше. Всем известно, что только смерть останавливает наращивание капитала и приводит к порогу нашего дома сборщика налогов.

Порыскав, Уоррен находит старый, но еще работающий автомат для игры в пинбол и покупает его за 35 долларов. Теперь, чтобы этот автомат приносил прибыль, нужно разместить его там, где люди смогут им пользоваться. Хозяин зала игровых автоматов говорит, что у него уже есть четыре собственных пинбольных автомата и что ему совсем не нужно, чтобы юный Уоррен переманивал у него клиентов.

Поняв, что залы игровых автоматов обладают своего рода монополией на любителей пинбола, юный Уоррен едва не впадает в отчаяние, не зная, куда податься. Как говорят в розничной торговле, «главное — удачно выбрать место».

Но подождите. Юный Уоррен вдруг замечает, что все любители пинбола пострижены «ежиком», атакую прическу обычно делают в парикмахерской Сарджа. В результате посещения заведения Сарджа обнаруживаются две вещи: (1) отсутствие автомата для пинбола и (2)

большое количество любителей пинбола, томящихся в очереди. В этот самый момент юношу посещает озарение, и он создает свое первое совместное предприятие. Уоррен обещает Сарджу 20% всех доходов, если тот позволит ему установить свой игровой автомат в его парикмахерской. Сардж, никогда не упускавший возможность заработать лишний доллар, соглашается вступить в деловые отношения с юным Уорреном.

На следующий день Уоррен приходит в парикмахерскую и находит в автомате 10 долларов. Уверенный в том, что он только что изобрел колесо, Уоррен отдает 20% выручки (2 дол.) Сарджу, а остальные 80% (8 дол.) кладет в свой карман. Выходя за порог парикмахерской, юный Уоррен сознает, что это предприятие обещает стать очень выгодным.

Ну что скажете, мои искушенные читатели, магистры делового администрирования? Если игровой автомат будет приносить Уоррену 8 долларов в день прибыли на протяжении всего года, и если он заключит с Сарджем эксклюзивное соглашение об аренде места для автомата в его парикмахерской на десять лет, по истечении которых здание, где находится парикмахерская, обветшает и будет объявлено под снос, сколько на сегодняшний день стоит бизнес юного Уоррена?

Хороший вопрос. Но ответ на него не вполне ясен. Давайте рассмотрим некоторые экономические показатели бизнеса. Во-первых, финансовые и материальные активы Уоррена в сумме стоят 43 доллара, и долгов у него нет. Его балансовый отчет, с помощью которого счетоводы определяют финансовое положение предприятия на определенную дату, выглядит после первого дня работы так:

**Активы**

Кассовая наличность (за один день работы)	8 дол.
Имущество	35 дол.
Всего активов	43 дол.

**Обязательства**

Долг	0 дол.
Оплаченный капитал (деньги, с которых начинался бизнес)	35 дол.
Нераспределенная прибыль (деньги, полученные от бизнеса)	8 дол.

**Собственный капитал / Балансовая стоимость**

(сумма оплаченного капитала и нераспределенной прибыли)	43 дол.
--	---------

**Итого пассивов (капитал и обязательства)**

43 дол.

Проанализируем балансовую ведомость.

Денежные средства после первого дня работы составляют 8 долларов, материальные необоротные активы в форме игрового автомата стоят 35 долларов. Долгов нет, поэтому обязательства равны 0. Оплаченный капитал — деньги, которые были первоначально вложены в создание бизнеса (в данном случае это стоимость автомата), — 35 долларов. Нераспределенная прибыль в 8 долларов — сумма, которую бизнес принес за первый день операций. Собственный капитал — сумма оплаченного капитала и нераспределенной прибыли (35 дол. + 8 дол. = 43 дол.).

Заметьте, что балансовую ведомость можно заполнять хоть каждый день, но на большинстве предприя-

тий баланс подводят лишь в конце отчетного квартала и отчетного года.

Еще одним важным документом, показывающим, сколько денег принес бизнес за определенный промежуток времени, является отчет о доходах и расходах. В нашем примере отчет о доходах и расходах за первый день работы выглядит так:

Доходы	10 дол.
Расходы	-2 дол.
Прибыль	8 дол.

Доходы равняются сумме полученной выручки и составляют 10 долларов. Расходы — это сумма, уплаченная Сарджу, т. е. 2 доллара. Прибыль — это сумма, которую юный Уоррен может положить себе в карман.

### ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА ЮНОГО УОРРЕНА

По балансовой ведомости можно судить о том, что чистая стоимость компании равняется 43 долларам. Вы бы продали это предприятие за 43 доллара, по балансовой стоимости? Вряд ли, ведь вы, как и юный Уоррен, верите в то, что эта компания будет приносить вам 8 долларов ежедневно в течение десяти лет. Так сколько же стоит бизнес Уоррена? Хороший вопрос. Мы знаем, что этот бизнес способен приносить 8 долларов прибыли ежедневно. Мы знаем также, что парикмахерская Сарджа открыта семь дней в неделю и ее хозяин особенно гордится тем, что его заведение работает и в вы-

ходные, и в праздничные дни. Значит, доступ к игровому автомату открыт 365 дней в году. Умножаем 8 долларов ежедневной прибыли на 365 дней и получаем 2,92 тысячи долларов годовой прибыли (8 дол. x 365 = 2 920 дол.). Купив бизнес по балансовой стоимости в 43 доллара и получив за первый же год 2,92 тысячи долларов прибыли, вы получили бы от ваших инвестиций весьма неплохую отдачу. И вот вы, стремясь к максимальной доходности своих капиталовложений, обращаетесь к юному Уоррену и предлагаете ему 43 доллара за его бизнес. Но юного Уоррена не проведешь, и он объясняет вам, что его бизнес стоит намного больше 43 долларов, после чего предлагает вам катиться с вашими предложениями куда подальше.

С некоторым раздражением в голосе вы интересуетесь: «Если ты такой умный, юный Уоррен, то сколько, по-твоему, стоит твой бизнес?» И Уоррен, будучи юношей действительно умным, объясняет вам, сколько стоит его бизнес.

Он говорит, что его автомат приносит в год 2,92 тысячи долларов и что он намерен заниматься этим бизнесом десять лет, в течение которых рассчитывает получать 2,92 тысячи долларов прибыли ежегодно. Далее он объясняет вам, что стоимость его бизнеса равняется текущей стоимости будущих десятилетних доходов. Текущей стоимости будущих доходов? «Как-как?» — переспрашиваете вы. «Текущей стоимости», — повторяет он. Несколько удивленный вашей финансовой безграмотностью, юный Уоррен пускается в изложение теории приведения (дисконтирования) будущих доходов к текущей стоимости и сравнения наращиваемой годовой доходности.

«Смотрите, — поясняет он, — если ежегодная прибыль в течение десяти лет составляет 2,92 тысячи долларов, то к концу десятилетнего периода вы соберете сумму 29,2 тысячи долларов. Имеется в виду, конечно, если все полученные деньги вы будете откладывать, а не тратить их. Но учтите, что если отложенные деньги вы будете ежемесячно вкладывать в один из фондов денежного рынка, приносящий 8% в год, то через десять лет у вас будет приблизительно 44 516,86 доллара. Таким образом, мистер покупатель, ответьте на вопрос: сколько эти будущие 44 516,86 доллара стоят сегодня, в этот самый момент?»

И тогда вы должны сказать себе тихонько, чтобы не услышал юный Уоррен: если процентная ставка равняется 8%, сколько же денег я должен вложить сегодня, чтобы получить через десять лет 44 516,86 доллара? Расчеты простые — если пользуетесь финансовым калькулятором: введите срок наращивания (10 лет), процентную ставку (8%) и будущую стоимость (44 516,86 дол.) и вычисляйте текущую стоимость. Или же просто разделите 44 516,86 доллара десять раз на 1,08). Ответ: 20 619,22 доллара.

Это значит, что вы, покупатель, должны вложить 20 619,22 доллара, если хотите по истечении десяти лет при годовой ставке сложного процента 8% собрать 44 516,86 доллара.

Вы могли бы заплатить юному Уоррену 20 619,22 доллара за его бизнес и рассчитывать на сумму 44 516,86 доллара по истечении десяти лет операций. Это равносильно получению в течение десяти лет ежегодно наращиваемого по правилу сложного процента 8-процентного дохода. Такая отдача выглядит неплохой, если забыть

о том, что еще более хорошую отдачу можно получить, вкладывая деньги в 10-процентные корпоративные облигации класса AAA.

Как это связано с нашей оценкой стоимости бизнеса? Вы хотите инвестировать свои деньги с доходностью 8% или 10%? Безусловно, вы предпочтете 10%, учитывая, что степень риска в обоих случаях одинакова.

Итак, заплатив юному Уоррену 20 619,22 доллара, вы получаете рентабельность 8%. А если вы хотите иметь доходность 10%, то вам нужно заплатить Уоррену меньшую сумму.

Чтобы узнать, сколько вам нужно заплатить за бизнес Уоррена, чтобы получить эффективную отдачу на уровне 10% при расчете текущей стоимости через дисконтирование будущей стоимости, нужно соответственно изменить процентную ставку — с 8% на 10%.

Полученная цифра и дает ту сумму, которую вам нужно заплатить Уоррену, чтобы получить 10-процентную отдачу: 17 163,17 доллара.

Это значит, что если вы заплатите юному Уоррену за его бизнес 17 163,17 доллара, вы можете рассчитывать через десять лет вернуть не только вложенный капитал — 17 163,17 доллара, но и получить 27 353,69 доллара прибыли, что дает эффективную накапливаемую годовую доходность в размере 10%. (Помните: нас интересует именно годовая накапливаемая доходность.)

Таким образом, какую бы рентабельность инвестиций вы ни стремились иметь, вы можете рассчитать, сколько вам нужно заплатить, чтобы получить требуемый уровень доходности. Если вы заплатите больше, то вам придется лишь утешаться надеждами на то, что в последующие годы бизнес станет приносить прибыль

больше той, что прогнозировалась первоначально. Если заплатите меньше, то получите большую отдачу от своих инвестиций.

### ВЗГЛЯД С ПОЗИЦИИ БИЗНЕСА

Для вас, покупателя, это означает, что вы заранее знаете, сколько вам нужно заплатить за бизнес юного Уоррена, чтобы получить желаемую отдачу. *Вы становитесь на точку зрения бизнеса.* Вы понимаете реалии бизнеса, знаете, какую отдачу вам дает этот бизнес, и готовы платить только такую цену, которая имеет экономический смысл. (По мнению Уоррена, экономический смысл — это годовая доходность не менее 15%. Подробнее об этом позже.)

Вы не станете заниматься прогнозами в плане того, станет или не станет юный Уоррен пинбольным бароном Северной Америки, обладающим сетью игровых автоматов по всем парикмахерским Соединенных Штатов. Нет, вы предоставите это занятие господам с Уолл-стрит. Вас интересует *определенность* годовой доходности ваших инвестиций.

Давайте подумаем об этом с другой позиции. Прежде чем потратить хотя бы доллар на покупку новой машины, таксист сравнивает стоимость покупки с теми доходами, которые новая машина принесет ему. Человек же, покупающий «Corvette» 1962 г., понятия не имеет о том, какой будет рентабельность его инвестиций, хотя и надеется, что со временем эта машина только возрастет в цене.

Таксист анализирует полезность инвестиций с точки зрения бизнеса.

Покупатель «Corvette» занимается спекуляциями, а потому им движет не трезвый расчет, а жадность и надежда. Дань моде и алчность мешают ему рассчитать рентабельность своего капиталовложения.

Другой пример — покупка офисного здания для последующей сдачи его внаем. Банки обычно для покупки такой недвижимости выделяют кредиты, не превышающие 80% от той суммы, которую данная недвижимость может принести в порядке ренты.

Таким образом, если офисное здание способно принести 100 тысяч долларов в год от сдачи помещений в аренду и если на нем не висит какая-либо задолженность, то, учитывая 10% комиссионных, которые банк берет за оформление ипотечного кредита, он выдаст покупателю недвижимости кредит на сумму не более 800 тысяч долларов.

Большинство банков выдадут под залог коммерческой недвижимости кредит лишь в таком размере, чтобы доходы от коммерческого использования недвижимости покрывали платежи за пользование кредитом. Коммерческая недвижимость почти всегда покупается и продается с учетом интересов бизнеса.

Жилая же недвижимость, приобретаемая для сдачи внаем, имеет, как правило, более спекулятивную природу, поскольку люди, приобретающие многоквартирные дома, часто платят за них больше, чем впоследствии получают прибылей. Чтобы покрыть завышенную стоимость дома и не дать банку усомниться в своей платежеспособности, инвестор зачастую вынужден платить огромный первоначальный взнос наличными. Ведь банки ссужают деньги, рассматривая сделки с точки зрения бизнеса. Они внимательно следят за тем, сколько

данная недвижимостъ может принести прибылей, а возможный **РОСТ** цен на недвижимостъ в данном случае банки мало интересуеут. Им важно знать способность недвижимостии *генерировать прибыли* для оплаты процентов по кредиту.

Спекулянт же надеется на рост цен на недвижимостъ, который позволит ему в будущем продать недвижимостъ дороже, чем он купил ее. В этом он похож на покупателя «Corvette», а потому мало думает о том, сколько реально денег может принести ему купля-продажа недвижимостии.

То же самое происходит и на фондовом рынке, где акции различных компаний ежедневно меняют владельцев. Одни инвесторы подходят к биржевым сделкам с позиции бизнеса, другие занимаютя чистой воды спекуляциями\*. Примером инвесторов, ориентирующихся на интересы бизнеса, служат крупные корпорации, которые ищут возможности скупки целых компаний в целях увеличения прибылей. В роли спекулянтов чаще выступают индивидуальные инвесторы и многие взаимные фонды, покупающие акции без оглядки на интересы бизнеса, но движимые исключительно призрачными надеждами и жадностью.

Надо напомнить, что цена, по которой продаются акции, зачастую не отражает истинную цену компании. Иногда истинная ценность компании выше стоимости акций, иногда ниже. Фондовый рынок — это люди и организации, такие как корпорации и взаимные фонды, которые в своей инвестиционной деятельности опи-

\* Спекуляция — 1) купля-продажа акций, валюты, товаров и т. д. с целью получения прибыли от разницы между покупной и продажной ценой (курсом); 2) расчет, умысел, направленный на использование чего-либо в корыстных целях. — *Прим. перев.*

раются на две взаимоисключающие стратегии. Если довести эти стратегии до крайности, то на одном полюсе оказывается инвестирование строго с точки зрения интересов бизнеса, а на другом — чисто спекулятивное инвестирование, движимое страхом и жадностью.

Именно жадность спекулянтов заставляет курс акций подниматься до небес, а их страх обрушивает акции ниже некуда, вызывая экономическую депрессию. Только подход с точки зрения интересов бизнеса позволяет найти золотую середину между порождаемыми жадностью взлетами и порождаемыми страхом падениями.

Приведу пример: акции табачной компании «RJR Nabisco» в 1988 г. продавались по 45 долларов за штуку. Прибыль компании составляла 5,92 доллара на акцию, долгов у нее было мало. Табачный бизнес всегда был прибыльным, и компания процветала. Но в тот трудный для нее год вследствие судебных исков, поданных против нее потребителями, заболевшими из-за курения раком, в глазах общества она оказалась парией. Фондовый рынок отреагировал на это резким понижением курса акций.

Руководители «RJR Nabisco» увидели в понижении курса акций возможность, взяв займы несколько миллиардов долларов, выкупить эти акции у акционеров компании, получить в свои руки полный контроль над компанией, а потом погасить полученные займы из прибылей. Для реализации этого плана менеджмент компании сформировал группу инвесторов, которые вложили миллиарды долларов через посредничество одного инвестиционного банка. Получив кредитную линию, эти руководители вместе с инвесторами предложили всем акционерам компании выкупить у них все имеющиеся в обращении акции по цене 75 долларов.



Общая сумма сделки составляла 17 миллиардов долларов. Это можно сравнить с тем, что вы покупаете коммерческую недвижимость, расплачиваясь с продавцом из средств, полученных от банка под залог этой недвижимости, а затем расплачиваетесь с банком из средств, получаемых от сдачи недвижимости в аренду.

В случае с «RJR Nabisco» группа менеджеров и инвесторов, выступающих в роли покупателей, стремясь выкупить компанию, решила заложить ее, чтобы рассчитаться с бывшими владельцами (акционерами), а потом за счет прибылей, которые уже не нужно было выплачивать акционерам, рассчитаться с банком. Это была очень умная игра, которая стала возможной только потому, что движимые страхом спекулянты стремились поскорее избавиться от акций, отчего их цена быстро падала. Руководители и инвесторы, хорошо знавшие, сколько стоит их компания с точки зрения бизнеса, не преминули воспользоваться этой возможностью. В результате их действий заниженный курс — 45 долларов за акцию — быстро повысился до реальных — с точки зрения бизнеса — 75 долларов за акцию.

Все прошло бы гладко, если бы не вмешательство фирмы KKR, которая специализировалась на выкупе компаний с привлечением заемных средств. Специалисты из фирмы KKR решили, что компания стоит несколько больше той цены, которую предложило руководство «RJR Nabisco», и некоторые банки согласились с ними. В результате KKR выкупила всю компанию за 28 миллиардов долларов с хвостиком. После этого уже фирма KKR использовала доходы «RJR Nabisco», а также средства, полученные от продажи нескольких филиалов компании, для расчета с кредиторами. И к тому вре-

мени, когда я пишу эти строки, компания уже избавилась от большей части долга и получает прибыль. Фирму KKR и другие организации, занимающиеся выкупом компаний за счет кредитных средств, можно уподобить группе инвесторов, которые покупают незаложенную недвижимость, а потом за счет доходов, получаемых от сдачи недвижимости в аренду, рассчитываются с банком. Разница лишь в том, что приобретается не недвижимость, а компании, не имеющие слишком больших долгов и стоимость акций которых фондовым рынком неоправданно занижена.

В издании 1951 г. «Анализа ценных бумаг» Грэм писал: «... в целом рынок недооценивает судебные тяжбы, в которые вовлечена компания, как активы и переоценивает их как пассивы. В результате часто появляется возможность купить такую компанию по заниженной цене и получить от своих инвестиций в среднем очень хорошую отдачу, когда тяжбы закончатся».

Компания «RJR Nabisco» — прекрасный пример того, как движимая страхом публика переоценила значимость судебных преследований компании и принялась сбывать акции. Это дало возможность тем, кто смотрит на вещи с точки зрения бизнеса, скупить акции, предложив за них цену, далеко превосходящую ту, в которую их оценивал рынок.

Пожалуйста, не поймите меня превратно. Я не хочу сказать, что в мире бизнеса нет места спекулятивной жадности. Очень часто бывает, что, покупая компании, бизнесмены переплачивают за них. Обычно такое случается тогда, когда бизнесмен руководствуется своими амбициями, стремлением расширить свою империю любой ценой, поступаясь логикой интересов бизнеса.

## ДВЕ ВЕЩИ, КОТОРЫЕ НУЖНО ЗНАТЬ ОБ ИНВЕСТИРОВАНИИ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ БИЗНЕСА: ЧТО КУПИТЬ - И ПО КАКОЙ ЦЕНЕ

Именно так. Если вы знаете ответы на эти два вопроса, считайте, дело сделано. Что купить и по какой цене? Звучит очень просто, не так ли?

Проблема **лишь** в том, что инвестиционные банки и биржевые маклеры, заполонившие Уолл-стрит, работают за комиссионные и мало чем отличаются от обычных торговых агентов. Понятно, они хотят получить за товар, который им поручено продать, максимальную цену. О выгоде для покупателя никто не думает. Новые выпуски акций оцениваются по максимуму, чтобы и компания-эмитент получила за свои акции как можно больше денег, и инвестиционный банк получил за свои услуги как можно больше комиссионных. Брокер, который звонит вам и предлагает акции, работает за комиссионное вознаграждение, а потому он заинтересован в продаже самых дорогостоящих бумаг, какие есть в его распоряжении.

Если брокер предлагает вам акции, только что выпущенные в обращение, то можете быть уверены, что цена на них установлена инвестиционным банком по максимуму, и на выгодную сделку в этом случае рассчитывать не приходится. А если брокер хочет продать вам акции и подкрепляет свое предложение данными исследования рынка, то помните, что, покупая такие акции, вы следуете менталитету толпы. Когда цена на акции повышается, соответственно растет и энтузиазм брокера. «Сегодня рост на два пункта!», «Эти акции скоро взлетят до небес!», «Лучше поторопитесь, поезд уходит!»

А вот Уоррен, когда цены на акции повышаются, теряет к ним всякий интерес. Не правда ли, весьма примечательно, что человек, сколотивший на этой игре большую часть своего состояния, придерживается стратегии, противоположной той, которой следует брокер, позволивший вам по телефону с предложением что-то купить!

По каким-то странным причинам Уолл-стрит и индивидуальные инвесторы вносят в вопросы, что купить и по какой цене, невероятную путаницу, примешивая сюда мириады финансовых нюансов, которые только сбивают с толку. В результате получается, что они целиком сосредоточены на первом вопросе и совершенно игнорируют *вопрос цены*. Подобно продавцам ювелирных украшений или произведений искусства, они эстетику формы ставят впереди функциональности. Уолл-стритовский брокер трактует экономическое положение компании как ее эстетические достоинства, напрочь игнорируя вопрос цены. Они никогда не скажут вам: «Да, это отличная компания! Но цена слишком высока», потому что, если уж говорить откровенное, то брокеры не сомневаются в том, что акции этой

компании следует купить по любой цене. А это самый глупый подход, какой только может быть в этой игре.

Брокер пытается убедить вас в том, что эти акции неминуемо вырастут в цене, и тут весьма кстати обращает ваше внимание на эстетические качества выгодного экономического положения компании. Брокер рисует вам радужные экономические перспективы, и вы, инвестор, истекая слюной, как собака Павлова, с радостью отдаете ему свои деньги. При этом, однако, вы не услышите ни слова о том, получаете ли за свои деньги какую-то реальную ценность. А какую ценность вы ждете от эстетики? Ведь за миллион долларов вы покупаете картину, себестоимость создания которой, возможно, не превышала и 500 долларов.

Но если на первое место поставить вопрос функциональности, то вы научитесь рассматривать любые инвестиции так, как это делает Уоррен, — с точки зрения бизнеса. Вас должно волновать не то, поднимутся впоследствии приобретаемые вами акции в цене или нет, а будет ли бизнес, который вы покупаете вместе с акциями, приносить прибыль. И если будет, то какую? Когда вопрос о прибыли решен, можно вычислять темпы роста инвестиций при данной стоимости акций.

Меня не перестает удивлять, как Уолл-стрит удается продавать инвесторам по умопомрачительным ценам компании, которые только-только приступили к работе и еще не известно, когда они начнут приносить прибыль. В то же время компании, имеющие давнюю успешную историю прибыльной работы, продаются в сравнении с этими мыльными пузырями чуть ли не даром.

Для Грэма вопросы «что купить» и «по какой цене» были взаимосвязаны. Однако Грэм в принятии инве-

стиционных решений придавал вопросу цены большее значение, чем Уоррен. Пока компания приносит стабильную прибыль, вопрос о целесообразности ее покупки решается стоимостью акций, а природа бизнеса для Грэма была несущественна. Грэма не интересовало, чем занимается фирма: производит ли она или продает автомобили, батарейки, самолеты или страховки. Но ее стоит купить, если акции фирмы котируются ниже того, сколько, на взгляд Грэма, стоит компания. С точки зрения Грэма, достаточно низкая стоимость акций компенсирует экономическую **малоперспективность** бизнеса.

Грэм разработал целый арсенал средств для определения истинной стоимости предприятия, которое попало в сферу его внимания. В своих расчетах внутренней стоимости он учитывает множество факторов: от стоимости активов до способности получать прибыли. Таким образом, Грэм вычислял стоимость компании, а потом решал, достаточно ли запрашиваемая цена низкая, чтобы получить от сделки хорошую прибыль. Его интересовал потенциал получения прибыли, который удовлетворял бы его и обеспечивал ему должный «запас прочности», как он это называл.

## ПОБЕДНЫЙ ПУТЬ УОРРЕНА БАФФЕТА

*(Внимание! Очень важный раздел!)*

- Подход Уоррена заключается в том, чтобы разделить два вопроса, которые, казалось бы, неразрывно связаны между собой. Как мы знаем, сначала Уоррен решает, что он хочет купить, а потом определяет, подходит ли ему цена. Если провес-

ти аналогию с повседневной жизнью, то можно сказать, что Грэм идет в магазин и покупает любые товары, которые продаются по сниженным ценам, — какие угодно, лишь бы была скидка. Вам, наверное, знакомо это чувство. Вы идете по магазину и видите снегоочистители, на которые цена снижена с 259 до 25 долларов. И хотя вы живете во Флориде и едва ли снегоочиститель вам когда-нибудь понадобится, но скидка слишком велика, чтобы вы могли пройти мимо. В этом состоит сущность инвестиционных решений Грэма.

- ♦ В отличие от Грэма, Уоррен сначала решает, что он хочет купить, а только потом ждет распродажи. Иначе говоря, в магазин, торгующий по сниженным ценам, он **идет только** затем, чтобы проверить, не продается ли там по дешевке *то, что ему нужно*. Уоррен заранее знает, акции каких компаний хочет купить, и только ждет, когда цена станет подходящей. Для Уоррена вопрос «**что купить**» отделен от вопроса «**по какой цене**». Сначала он решает вопрос «**что купить**», а потом уже решает, устраивает ли его цена, которую просят за то, что ему нужно.
- Уоррен считает, что сначала нужно сделать выбор — в какой бизнес вы хотите войти, а потом покупать этот бизнес, но только тогда, когда запрашиваемая цена обеспечивает достаточную рентабельность ваших инвестиций.

*Теперь советую перечитать этот раздел еще раз!*

Как же Уоррен Баффет определяет, какой бизнес ему подходит и по какой цене? Именно этому и посвящены следующие главы данной книги.

## СЕКРЕТНОЕ ОРУЖИЕ УОРРЕНА: МАГИЯ СЛОЖНОГО ПРОЦЕНТА

*Понимание кумулятивной силы сложного процента и того, как трудно использовать эту силу, является ключом к пониманию многих других вещей.*

Чарли Мангер

• Forbes», 22 января 1996 г.

Прежде чем двигаться дальше, я хотела бы объяснить, как отражается в философии Уоррена Баффета наращивание денежных сумм по правилу сложного процента, которую упускают из виду многие из тех, кто исследует его инвестиционную методику.

Предположим, у вас есть 1 цент. За год вы удвоите эту сумму. Следовательно, к концу года у вас будет уже 2 цента. Если вы в течение следующего года снова удвоите имеющиеся у вас 2 цента, то к концу второго года у вас будет 4 цента. Представьте, что этот процесс длится двадцать семь лет. Подсчитываем: 0,01, 0,02, 0,04, 0,08, 0,16, 0,32, 0,64, 1,28 и т. д. Результат: к концу двадцать седьмого года ваш 1 цент превратится в 1,3 миллиона долларов. Настоящая финансовая магия, не такли? То, что вы видите, есть результат компаундин-

га, т. е. начисления сложного процента при годовой ставке 100%.

В первые годы существования своего инвестиционного товарищества Уоррен в письмах и докладах не уставал разъяснять своим компаньонам достоинства сложного процента. Сложный процент — это одно из важнейших чудес в мире бизнеса. Именно с его помощью Уоррен Баффет и добился умопомрачительного роста своих богатств. *Но настоящий его секрет заключается в том, чтобы иметь высоконакапливаемую годовую доходность инвестиций и в то же время не подвергать ее разрушительному действию подоходного налога.* Это, вероятно, его самый главный секрет, который ускользает от большинства людей, изучающих баффетологию. Мы обратимся к этому важному разделу баффетологии в этой главе чуть позже. А пока разберемся в основах компаундинга.

### ПРАВИЛО СЛОЖНОГО ПРОЦЕНТА

В инвестициях Уоррена больше всего интересует самая эффективная из возможных накапливаемая годовая доходность, которая остается после удержания налогов. Уоррен считает накопление денег с помощью сложного процента секретом истинного богатства. Вот как вы можете разбогатеть, используя силу правила сложного процента.

Таблица (см. с. 89) показывает, какую сумму вы можете получить из первоначальных 100 тысяч долларов через десять, двадцать и тридцать лет, если позволите этим деньгами расти по правилу сложного процента при отсутствии налогов при ставке в 5, 10, 15 и 20%.

	5%	10%	15%	20%
10 лет	162 839 дол.	259 374 дол.	404 555 дол.	619 173 дол.
20 лет	265 329 дол.	672 749 дол.	1 636 653 дол.	3 833 759 дол.
30 лет	432 194 дол.	1 744 940 дол.	6 621 177 дол.	23 737 631 дол.

Удивительно, не так ли? Разница в 5 или 10 процентных пунктов пагубно отражается на величине прироста вашего состояния. В условиях ежегодного начисления сложных процентов, при отсутствии налогов и при годовой ставке 10% ваши 100 тысяч долларов за десять лет вырастут до 259 374 долларов. Если увеличить годовую процентную ставку до 20%, то при тех же условиях по истечении десяти лет у вас уже будет 619 173 доллара, а через двадцать лет — 3 833 759 долларов. Если же при годовой доходности 20%, отсутствии налогов и ежегодном начислении сложного процента держать деньги тридцать лет, то 100 тысяч долларов dorастут до 23 737 631 доллара. Сумма, согласитесь, весьма привлекательная!

Эффект, который оказывает разница в несколько процентных пунктов в течение *продолжительного периода времени*, поражает воображение.

При годовой ставке 5% ваши 100 тысяч долларов в условиях ежегодного начисления сложных процентов и при отсутствии налогов за тридцать лет dorастут до 432 194 долларов. Но увеличьте доходность до 10%, и за тридцать лет ваши 100 тысяч долларов превратятся в 1 744 940 долларов. Добавьте еще 5 процентных пунктов, и при увеличении первоначальных 100 тысяч долларов на 15% ежегодно по правилу сложного процента вы по прошествии тридцати лет будете иметь 6 621 177 долларов. Переход от ставки 15% к ставке 20% принесет вам через тридцать лет 23 737 631 доллар.

А вот сколько будут стоить первоначальные 100 тысяч долларов через тридцать лет наращивания по правилу сложного процента при годовой доходности в 5, 10, 15 и 20%:

	5%	10%	15%	20%
30 лет	432 194 дол.	1 744 940 дол.	6 621 177 дол.	23 737 631 дол.

Уоррен стремится получать самую высокую накапливаемую годовую доходность за максимально продолжительный период времени. Балансовая стоимость его компании «Berkshire Hathaway» в течение последних тридцати двух лет растет в среднем на 23,8% в год. Феноменальный результат!

Я хочу еще раз подчеркнуть, что понятие сложного процента — это ключ к пониманию системы Уоррена. Понять это не так уж сложно, но по какой-то странной причине важность значения сложного процента в инвестиционной теории постоянно недооценивается. Для Уоррена сложный процент имеет первостепенное значение. Давайте попытаемся разобраться почему.

### СЛОЖНЫЙ ПРОЦЕНТ И ПОДОХОДНЫЙ НАЛОГ

*Поставьте перед собой цель купить акции без выплаты дивидендов, которые при уровне доходности 15% увеличиваются по правилу сложного процента в течение тридцати лет, а по истечении этого периода заплатить единственный налог в размере 35%. После удержания налога годовая рентабельность сокращается до 13,4%.*

Чарли Мангер  
«Forbes», 22 января 1996 г.

Первым делом вы должны понять, что накапливаемый доход отличается от того, который обычно выплачивается держателям пассивных бумаг, например корпоративных облигаций. Как правило, покупатель облигации платит в качестве займа эмитенту определенную сумму — обычно тысячу долларов, скажем, компании «General Motors» — на фиксированный период времени, по фиксированной ставке. Предположим, 8%. Инвестор в течение пяти лет получает по 80 долларов в год, а по истечении пятилетнего срока «General Motors» возвращает инвестору его тысячу долларов. В итоге инвестор получает прибыль в размере 400 долларов (80 дол. x 5 лет = 400 дол.).

Каждый раз, когда инвестор получает от «General Motors» свои 80 долларов, налоговое управление рассматривает эти деньги как личный доход и обкладывает их подоходным налогом по соответствующей ставке. Если у инвестора достаточно высокий уровень доходов, налог на эти 80 долларов может составить 31%, а это значит, что чистая прибыль инвестора составит 55,20 доллара (80 дол. — 31% = 55,20 дол.). В результате за пять лет чистый доход инвестора после удержания налога составит всего лишь 276 долларов (55,20 дол. x 5 лет = 276 дол.).

Но подумайте, было бы совсем неплохо, чтобы «General Motors» не выплачивала инвестору эти 8% ежегодно, подвергая его прибыль подоходному налогу, а автоматически добавляла причитающуюся сумму к основному долгу компании перед инвестором. В таком случае можно было бы сказать, что облигация имеет накапливаемую годовую доходность в размере 8%. Это также позволило бы инвестору перенести налогообложение на

конец пятилетнего периода, когда срок действия облигации закончится и «General Motors» выплатит ему основную долг вместе с накопленными процентами.

Давайте посчитаем, что получится в такой ситуации. Инвестор дает «General Motors» тысячу долларов в долг и за первый год зарабатывает 80 долларов (8%). GM эти деньги не выплачивает инвестору, а приплюсовывает их к основному долгу. Таким образом, в первый день второго года долг «General Motors» перед инвестором составляет 1,08 тысячи долларов. По истечении второго года «General Motors» начисляет 8% на сумму 1,08 тысячи долларов, т. е. 86 долларов, которые опять прибавляются к основной сумме — 1,08 тысячи долларов, в результате чего долг «General Motors» в первый день третьего года достигает 1166 долларов. И этот процесс продолжается до конца пятого года.

Результат действия сложного процента при отсутствии налогов показан в таблице.

Год	Инвестированная сумма (дол.)	Начисленные и удержанные проценты (дол.)
1-й	1000,00	80,00
2-й	1080,00	86,40
3-й	1166,40	93,31
4-й	1259,71	100,77
5-й	1360,48	108,83
		469,31

Когда срок обращения облигации закончится, а это произойдет через пять лет, инвестор получит чек на сумму 1 469,31 доллара. Эта сумма включает в себя основную долг по облигации в размере тысячи долларов плюс

начисленные и накопленные за пять лет проценты в сумме 469,31 доллара. Инвестору придется заплатить на эту сумму подоходный налог, который уменьшит его прибыль на 31% — до 323,82 доллара (469,31 дол. - 31% = 323,82 дол.). Это означает, что до появления на сцене налогового управления инвестиции растут по правилу сложного процента на 8% в год.

Неплохо, правда? Жаль только, что налоговая служба не позволит инвестору получить всю сумму. Она давно раскусила этот трюк и обязательно вышлет инвестору счет в тот самый год, когда он получит проценты. Даже несмотря на то, что инвестор доходы пять лет в глаза не видит.

Но Уоррен налоговому управлению все-таки не по зубам. Оно упускает из виду один важный момент. Для Уоррена покупка акций, т. е. доли собственности компании, равносильна покупке ее обязательств выплачивать определенный доход, т. е. облигаций. Он их так и называет: «акции-облигации»\*. Существенное отличие их от обычных облигаций заключается в том, что доход по обычным облигациям начисляется по фиксированной ставке, а доход по акциям-облигациям варьируется из года в год в зависимости от прибылей компании. Но налоговое управление упускает из виду то обстоятельство, что доход, начисляемый по уорреновским акциям-облигациям, не подлежит обложению подоходным налогом, если не выплачен в форме дивидендов.

Следует понимать, что когда компания в своем годовом отчете сообщает о своей чистой прибыли или когда о ней говорится в инвестиционных обзорах

\* Акции компаний, если рассматривать их как акции и -облигации, — это не просто источник спекулятивного дохода (дешевле купить — дороже продать), но и источник постоянного дохода. — *Прим. перев.*

типа «Standard and Poor's» или «Value Line», то речь идет о цифре, полученной после удержания корпоративного налога. Это значит, что эти прибыли не подлежат дальнейшему налогообложению, если только они не будут выплачены вам в виде дивидендов. Если же вы получаете от компании дивиденды, то вам придется заплатить подоходный налог.

К примеру, если компания «А» имеет посленалоговую прибыль в размере 10 долларов на акцию и выплачивает эти 10 долларов на акцию своим акционерам, то акционеры должны заплатить подоходный налог. В результате этого чистая прибыль на акцию сокращается примерно до 7 долларов. Но если компания «А» предпочитает удержать эти 10 долларов и не выплачивать их в форме дивидендов, то деньги, начисленные акционерам, остаются в компании, освобождаясь от подоходного налога и получая возможность свободно расти по правилу сложного процента.

С другой стороны, Уоррен понимал, что доход, получаемый по государственным и корпоративным облигациям, облагается индивидуальным подоходным налогом. Это значит, что если он приобретает корпоративные или государственные облигации с номинальной доходностью 8%, то после удержания налога доходность оказывается на уровне 5,5% (8% дохода — 31% налога = 5,5%).

Уоррен интересуется компаниями, которые имеют устойчивые прибыли в расчете на одну акцию, имеющие тенденцию к дальнейшему росту. Это означает, что после покупки акции-облигации приносят из года в год все большую отдачу, потому что годовая доходность не фиксирована, а постоянно растет. И если компания не выплачивает прибыли в форме дивидендов, предпочи-

тая удерживать их, Уоррен защищен от обложения подоходным налогом до тех пор, пока не продаст свои акции. А этого не случится никогда.

Прибыли, которые компания не распределила, снова пускаются в оборот и приносят дополнительную прибыль. Так возникает рост по правилу сложного процента. И никаких налогов! Следует помнить, что главная инвестиционная цель Уоррена — получать наибольшую возможную накапливаемую доходность в течение как можно более продолжительного периода времени.

Как уже было сказано выше, за последние тридцать два года компания «Berkshire Hathaway» смогла обеспечить совокупный темп роста инвестиционного капитала на уровне 23% годовых. Таким образом, если бы вы купили акции «Berkshire» по балансовой стоимости, — что могли сделать в начале 1980-х гг., — то вы фактически приобрели бы обязательство компании начислять вам ежегодно доход в размере 23% от вложенной вами суммы. Разумеется, компания «Berkshire» не выплачивала бы вам заработанные вами 23%, потому что это означало наслать на вас налоговую службу. Тем более что вы едва ли смогли бы инвестировать полученные вами доходы лучше, чем это делает Уоррен, и снова получить с них хотя бы те же 23%. Поэтому для вас более выгодно было бы продолжать держать свои деньги в «Berkshire» и содействовать увеличению внутренней стоимости «Berkshire Hathaway», что положительно отразилось бы на рыночной цене акций компании. А цена этих акций выросла с 500 долларов в 1982 г. до 48,6 тысячи долларов в 1997 г.

Конечно, если вы продадите принадлежащие вам акции «Berkshire», налоговое управление урежет вашу ручку, взяв с вас налог на прирост капитала. Но когда это



случится, зависит только от вас. А пока вы из года в год наращиваете свой капитал на 23%, избавленные от необходимости платить индивидуальный подоходный налог.



Предположим, вы вложили тысячу долларов в десятилетние акции-облигации уорреновского типа и ожидаете получать от них накапливаемый годовой доход в размере 23%. К концу десятого года ваши инвестиции будут стоить уже 7 925 долларов, прибыль из которых составляет 6 925 долларов. Если вы вычтете из этой прибыли налог на прирост капитала в размере 20%, у вас получится сумма прибыли 5,54 тысячи долларов. Это дает вам ежегодную накапливаемую доходность в размере 20,65% в течение десяти лет. Получается, что за десять лет при годовой ставке 20,65% сумма в 100 тысяч долларов вырастет до 653 541 доллара. А если растянуть срок наращивания до тридцати лет, то итоговая сумма составит 27 913 853 доллара.

Чтобы после удержания подоходного налога получить чистую рентабельность в размере 20,65% от обычной корпоративной облигации, ее номинальная доходность должна составлять 29,94% (доходность 29,94% — индивидуальный подоходный налог 31% = 20,65%).

Если бы я предложила вам облигации компании с рейтингом AAA, имеющие период обращения десять лет и доходность 29,94%, то вы бы взяли их? Не сомневаюсь, что взяли бы. Более того, влезли бы в долги, чтобы купить как можно больше таких облигаций. У вас могла бы быть эквивалентная возможность, если бы вы вложили деньги в «Berkshire Hathaway» в начале 1980-х гг. Это мог сде-

дать любой инвестор на Уолл-стрит. Но кто это сделал? Очень немногие: Марио Габелли и Т. Роу Прайс. А потом многие удивляются, почему большинство за всегдатаев Уолл-стрит не имеют собственных яхт.

### СЛОЖНЫЙ ПРОЦЕНТ И ЦЕНА, КОТОРУЮ ВЫ ПЛАТИТЕ

Многие инвестиционные аналитики считают, что если вы покупаете отличный бизнес в расчете владеть им много лет, вас не должна заботить цена, которую вы платите. Ничто не может быть дальше от правды. Подумайте сами. В 1987 г. акции гиганта табачной и пищевой индустрии «Philip Morris» колебались в диапазоне от 6,07 до 10,36 доллара за акцию. Десять лет спустя, в 1997 г., за акции «Philip Morris» давали 44 доллара. Если бы вы в 1987 г. купили акции по 6,07 доллара и продали их в 1997 г. по 44 доллара, то годовая накапливаемая доходность ваших инвестиций до обложения налогом составила бы примерно 21,9%. Но если бы вы в 1987 г. купили акции по цене 10,36 доллара и продали их в 1997 г. по 44 доллара, то годовая накапливаемая доходность ваших инвестиций до обложения налогом составила бы примерно 15,56%.

Предположим, в 1987 г. вы вложили в акции «Philip Morris» 100 тысяч долларов, купив их по цене 6,07 доллара за штуку, то ваш капитал при ежегодном росте 21,9% в 1997 г. стоил бы 724 497,77 доллара. Но если бы вы в 1987 г. купили на 100 тысяч долларов акций по цене 10,36 доллара, то в 1997 г. ваш итог при ежегодном росте 15,56% составил бы 424 693,22 доллара. Разница составила бы 299 804,55 доллара. Немалые деньги!

Чтобы выполнить указанные расчеты с помощью финансового калькулятора, первым делом убедитесь, что он переключен в «финансовый» режим. Введите в качестве текущей стоимости курс акций «Philip Morris» на 1987 г. ( $ТС^* = 6,07$  дол.), затем введите период наращивания, т. е. срок действия инвестиции в годах ( $ПН = 10$ ) и будущую стоимость (курс акций на 1997 г.,  $БС = 44$  дол.). Нажав кнопки «Вычислить» и «ПС» (или следуя инструкции к калькулятору), вычислите процентную ставку. Вы получите 21,9%. Другой способ: разделите будущую стоимость на текущую и извлеките корень степени, соответствующей количеству лет (10). Вы получите число 1,219, что соответствует 21,9% роста.

*Последняя мысль* по поводу сложного процента. Уоррен знаменит своим пристрастием к автомобилям старых моделей. В первые годы существования своего товарищества он ездил за рулем скромного «Volkswagen». Многие объясняли это отсутствием у него интереса к материальным приобретениям. Они не понимали того, что магия сложного процента накладывает свой отпечаток и на его повседневную жизнь. Автомобиль, который стоит сегодня 20 тысяч долларов, через десять лет будет стоить сущие гроши. Но Уоррен знает, что может от любых своих инвестиций получать отдачу в размере 23%. Это значит, что 20 тысяч долларов, вложенные сегодня, через десять лет будут стоить 158 518 долларов. Через двадцать лет эта сумма дорастет до 1 256 412 долларов, а через тридцать она составит 9 958 257 долларов. И Уоррен считает, что потратить 9 958 257 долларов на новую машину — слишком дорогое удовольствие.

• Подразумевается, что в финансовом калькуляторе есть соответствующие кнопки. Называться они могут по-разному в зависимости от модели. — *Прим. перев.*

## КАК ОПРЕДЕЛИТЬ, КАКОЙ БИЗНЕС ВАМ НУЖЕН

Каковы характеристики бизнеса, которым вы хотели бы владеть? В мире Уоррена это ключевой вопрос, который задает тон всему процессу. Вам нужно знать, что вы хотите купить, прежде чем обращать внимание на цену.

Уоррен всегда был убежден, что решение вопроса, куда инвестировать деньги, требует больших умственных усилий. В первые годы своей инвестиционной карьеры Уоррен слепо следовал философии Грэма, что часто приводило к покупке заурядных компаний, а потом он решил искать свой путь. И вскоре проникся идеями Филипа Фишера и Чарли Мангера.

Фишер и Мангер, основываясь на собственном опыте, разработали инвестиционную философию инвестирования денег только в те предприятия, которые имеют *прочное экономическое положение* и продаются по подходящей цене. Фишер и Мангер соглашались с Грэмом, что цена, которую вы платите, предопределяет рентабельность инвестиций. Но они расходились с Грэмом в том, что считать *желательной покупкой*.

Грэм считал, что потенциальными кандидатами для инвестирования являются практически любые пред-

приятия, если они продаются по достаточно низкой цене. Такой образ мышления Грэма находил отражение в широте его инвестиционного портфеля. В любое время он мог быть владельцем пакетов акций ста и более различных компаний. Он верил, что каждый бизнес имеет определенную внутреннюю стоимость и что любая компания, которая продается дешевле этой внутренней стоимости, является достойным кандидатом на приобретение. Инвестору нужно просто определить эту внутреннюю стоимость, которая, по мнению Грэма, представляет собой не какую-то конкретную цифру, а скорее ценовой диапазон. Он любил повторять: для того чтобы понять, что человек толстый, совсем необязательно знать его точный вес.

Проблематичность такого подхода заключается в том, что сначала необходимо определиться с понятием «толстый». Большинство англичан считают всех немцев толстыми, а большинство немцев считают всех англичан тощими. То же самое и в бизнесе. То, что кажется тощим, может быть очень даже толстым, а то, что кажется толстым, может оказаться тощим. Грэм не очень интересовался сущностью тех компаний, которые покупал. Да и не смог бы этого сделать. Слишком уж многими компаниями он владел.

Решать эту проблему Грэм пытался, устанавливая стандарты, гарантирующие выгодность, «толщину» покупки. Один из методов, которым он пользовался на протяжении тридцати с лишним лет своей финансовой карьеры, заключался в том, чтобы покупать акции группы компаний по цене ниже стоимости чистых оборотных активов, т. е. оборотного капитала, из которого вычтены все обязательства. Другой метод, использовав-

шийся им, состоял в покупке акций группы компаний по цене, не превышающей семикратную величину прибыли за последний отчетный год.

Грэм предупреждал, что эти методы пригодны лишь при покупке групп компаний, а не одиночных предприятий. Он рассчитал, что как группа эти компании обеспечат инвестору средний годовой доход от 15 до 20% на протяжении длительного периода времени, скажем десяти лет.

Философия Грэма, однако, не справлялась с решением центральной проблемы, связанной с покупкой компаний дешевле их внутренней стоимости. Ведь чтобы инвестор, покупая предприятие дешевле его внутренней стоимости, получил от сделки выгоду, рыночный курс акций должен в какой-то момент подняться до или выше их внутренней стоимости. Занимаясь инвестициями, ориентированными на внутреннюю стоимость, всегда следует помнить об этой проблеме *достижения внутренней стоимости*.

Так что вам делать с компанией, которую вы купили дешевле ее внутренней стоимости, если она и дальше продолжает котироваться ниже этой своей стоимости?

Давайте рассмотрим простой пример. Предположим, Грэм нашел компанию, которая, по его оценкам, имеет действительную стоимость 62,50 доллара за акцию, но продается по 50 долларов за акцию. С точки зрения Бенджамина Грэма, акции компании продаются на 12,50 доллара дешевле того, что стоят на самом деле. Если Грэм купит эти акции по 50 долларов, а через год их цена вырастет до 62,50 доллара, сделка принесет ему 25% прибыли. Но существует проблема: если курс акций за год не поднимется до уровня 62,50 доллара, то

рентабельность инвестиций окажется существенно ниже. Если акции начнут продаваться по цене 62,50 доллара только через два года, то годовая накапливаемая доходность инвестиций окажется равной лишь 11%. Если для достижения полной цены компании потребуется три года, то среднегодовая отдача инвестиций составит лишь 7,7%. Если потребуется четыре года, рентабельность опустится до 5,7%, а если пять лет — до 4,5%. Если же акции компании так и будут продаваться по 50 долларов за штуку, то доходность инвестиции окажется нулевой.

Вот это и есть проблема достижения действительной стоимости. Если на протяжении ряда лет действительная стоимость не достигается, то с каждым годом рентабельность ваших инвестиций будет существенно уменьшаться. И если ждать придется достаточно долго, то, возможно, от своих инвестиций вы получите доход, который будет гораздо меньше, чем если бы вы просто положили их на сберегательный счет в местном банке.

В качестве решения этой проблемы Грэм предлагал концепцию *запаса прочности*, как он это называл. Грэм инвестировал деньги только в те компании, где прогнозируемая доходность составляла не менее 25%, что позволяло ему иметь достаточный запас прочности, чтобы потерпеть несколько лет. (Обращаю ваше внимание, читатель, что под прогнозируемой доходностью здесь имеется ввиду разница между рыночным курсом акций и действительной их стоимостью, — согласно оценке Грэма.) Таким образом, Грэм гарантировал себе достаточную отдачу даже в том случае, если бы ему приходилось несколько лет ждать момента, когда акции начнут продаваться по цене, равной их внутренней стоимости.

Чтобы уберечься от тех компаний, которым так и не удастся довести курс своих акций до уровня их действительной стоимости, Грэм максимально диверсифицировал свой инвестиционный портфель, в котором, как уже говорилось выше, иногда находились акции более чем сотни компаний. Он также призывал избавляться от акций, которые за два-три года не достигают полной стоимости. Грэм не был по-настоящему долгосрочным игроком. Не мог им быть. Ведь по системе Грэма, чем дольше нужно ждать, когда акции достигнут своей действительной стоимости, тем ниже становится рентабельность инвестиций.

Со временем Грэм пришел к выводу, что существует множество компаний, не поддающихся анализу, чью действительную стоимость невозможно определить. Он выработал стандарт, согласно которому компания должна достаточно долгое время иметь устойчивые прибыли, прежде чем аналитик сможет взяться за определение ее внутренней стоимости. Для Грэма устойчивость прибылей равносильна предсказуемости прибылей, что позволяет с большей точностью рассчитать действительную стоимость компании. Требование устойчивости прибылей привело к тому, что Грэм начал исключать из сферы своего внимания многие фирмы и тем самым ограничивать поле возможных инвестиций.

Но количественные рассуждения, хоть и отражают в какой-то мере качественную сторону бизнеса, не дают полной картины того, что происходит в компании. Устойчивые прибыли могут послужить основой для оценки действительной стоимости бизнеса, но они не всегда достаточно точно раскрывают экономическое положение предприятия. Они лишь дают внешне объек-

тивную базу для последующих математических расчетов.

Уоррен обнаружил, что при всей эффективности методов Грэма им не доставало надежности. В результате этого у него на руках часто оказывались инвестиции, которые не приносили сколько-нибудь существенной отдачи. Следуя рекомендациям Грэма, Уоррен вложил деньги в такие компании, как «Vornado», «Sperry & Hutchinson», «Dempster Mill Manufacturing» и «Hochschild-Kohn», но и курс акций, и экономическое положение этих фирм продолжали только ухудшаться.

Кроме того, следуя философии Грэма, надо было продавать акции, когда они достигают своей действительной стоимости или по истечении двух-трех лет. Но каждый раз, когда Уоррену удавалось с прибылью продать инвестиции грэмовского типа, прибыль съедали налоги.

Решение этой проблемы Уоррен Баффет нашел в философии Чарли Мангера и Филипа Фишера, которые призывали вкладывать деньги только в преуспевающие предприятия *с растущей внутренней стоимостью*.

## ТЕОРИЯ РАСТУЩЕЙ ВНУТРЕННЕЙ СТОИМОСТИ

Филип Фишер и Чарли Мангер заметили, что некоторые компании с хорошей экономической базой имеют непрерывно увеличивающуюся внутреннюю стоимость. Даже если акции такой компании постоянно котируются ниже их действительной стоимости, то при условии продолжающегося повышения прибыльности работы предприятия *со временем курс его акций обязательно повысится, отражая улучшение экономического положения компании*.

Прекрасный пример такой компании — «General Foods», о которой говорилось в главе 7. Прибыли «General Foods» в расчете на акцию в период с 1979 г., когда акции компании начал скупать Уоррен, до 1985 г., когда компанию выкупила корпорация «Philip Morris», непрерывно росли. С ростом прибылей росла и действительная стоимость компании. Отражая рост внутренней стоимости, повышался и курс акций. Но даже с учетом этого повышения акции компании продолжали котироваться на рынке ниже их действительной стоимости, если сравнивать ее с доходностью государственных облигаций. Рассмотрим таблицу.

Год	Прибыли (дол.)	Продажная цена (дол.)	ВС* (дол.)	ДГО** (%)
1979	5,12	28-37	51	10,0
1980	5,14	24-35	43	11,9
1981	4,47	28-35	34	13,1
1982	5,73	29-48	54	10,6
1983	6,10	37-54	51	11,9
1984	6,96	45-60	60	11,6
1985	Выкуплена компанией «Philip Morris» по 120 дол. за акцию			

\* ВС — внутренняя стоимость в сравнении с государственными облигациями. Это сумма, которую в данном году нужно инвестировать в государственные облигации, чтобы получить отдачу, эквивалентную доходности одной акции «General Foods». Этот метод оценки более полно раскрывается в главе 34.

\*\* ДГО — средняя доходность государственных облигаций в данном году.

Из этой таблицы видно, что в 1979 г. компания «General Foods» получала прибыль 5,12 доллара на акцию, а на бирже ее акции стоили от 28 до 37 долларов. При такой стоимости акций и прибыли в размере 5,12 доллара на акцию годовая доходность акций составляла от 13 до 18% (5,12 дол.: 28 дол. = 18%). Мы также видим, что доходность государственных облигаций в 1979 г. равнялась 10%. Путем сравнения с государственными облигациями действительную стоимость акций «General Foods» можно оценить в 51,20 доллара (5,12 дол.: 0,10 = 51,20 дол.). Суть в том, что для того, чтобы получить годовую прибыль в размере 5,12 доллара, нужно вложить в государственные облигации 51,20 доллара (51,20 дол. × 0,10 = 5,12 дол.).

Следуя классической методике Грэма, Уоррен мог бы продать акции «General Foods» в 1981 г., когда рынок

начал отражать действительную стоимость компании в сравнении с государственными облигациями. Он мог бы сделать это и в 1984 г., когда курс акций достиг 60 долларов, отражая их растущую внутреннюю стоимость. И опять же, следуя Грэму, он мог бы продать их, подержав два-три года, потому что за это время существенного повышения рыночной стоимости акций не произошло.

Но поскольку «General Foods» относится к числу предприятий *с растущей внутренней стоимостью*, Уоррен решил придержать акции. И хотя акции компании продолжали котироваться ниже своей действительной ценности, их курс все же постепенно повышался. Уоррен знал, что рыночная цена обязательно повысится, потому что прочная производственная база обеспечивала долговременную экономическую стабильность компании, что проявлялось в росте величины прибыли на акцию. И *фондовая биржа не могла не отреагировать на это увеличение прибылей ростом рыночной стоимости акций*.

Опираясь на рассуждения Фишера и Мангера, Уоррен понимал, что рынок рано или поздно сравняет курс акций «General Foods» с их действительной стоимостью, но даже если не сравняет, то курс акций все равно будет расти вслед за повышением их реальной стоимости. Перефразируя Грэма, можно сказать: *в краткосрочной перспективе рынок является машиной для голосования, где капризы, страх и жадность диктуют людям, как им голосовать. Но в отдаленной перспективе рынок является точными весами, которые дают возможность оценить компанию в соответствии с весом ее внутренней стоимости*.

Какие бы финансовые ветры ни дули в период между 1979 и 1985 гг., Уоррен мог покупать акции «General Foods» по их рыночной цене и иметь при этом рентабельность

не ниже 13%, которая порой доходила до 20%. (Помните, что Уоррен считает прибыли, *удерживаемые компанией*, своими прибылями.) Уоррена волновало лишь одно: обеспечивает ли экономическое положение «General Foods» *непрерывный рост прибылей, тем самым гарантируя и даже увеличивая ожидаемый уровень доходности.*

В 1970-е гг. Уоррен Баффет начал понимать, что инвестиционный подход Грэма — покупай что угодно, лишь бы цена была занижена, — нельзя считать идеальной стратегией. Уоррен обнаружил, что заурядные предприятия не обеспечивают прогнозируемой отдачи. Слабая в своей экономической основе компания слишком часто не оправдывает возлагаемых на нее надежд. И даже если она какое-то время добивается обнадеживающих результатов, рано или поздно высокий уровень конкуренции лишит компанию возможности получать долгосрочные прибыли, которые бы повысили ее внутреннюю стоимость.

Уоррен видел, что заурядные предприятия вечно толкут воду в ступе и фондовый рынок, видя их слабые экономические показатели, в конце концов теряет всякий интерес к этим компаниям. А инвестор, купивший такую компанию, остается ни с чем. Уоррен также понимал, что даже когда брешь между рыночным курсом и прогнозируемой действительной стоимостью акций закрывается, отдача бывает мизерной, поскольку ограничивается лишь изначальной разностью рыночной и действительной стоимости. Да и та съедается налогом на реализованный прирост капитала. Продолжать же держать акции такой слабой в экономическом отношении компании — это все равно что плыть неведомо куда в лодке без руля и ветрил.

Уоррен определял инвестиционную стратегию Грэма как приобретение акций какой угодно компании по достаточно низкой цене в надежде, что в не столь далеком будущем произойдет событие, в результате которого бумаги компании поднимутся в цене и инвестор сможет их продать, получив приличную прибыль. Запас прочности, обеспеченный низкой ценой покупки, оберегал инвестора от убытков.

Но Уоррен обнаружил, что событие, в результате которого курс акций мог бы вырасти, зачастую так никогда и не происходит, а вот обратное происходит довольно часто. В результате какого-то события ценность бумаг компании начинает падать, и инвестор спешит сбывать их, чтобы хотя бы не остаться в большом убытке.

Кроме того, если даже событие, благодаря которому курс акций повышается и инвестор продает эти акции, то извлекаемые прибыли подвергаются губительному действию налога на прирост капитала, который съедает значительную часть дохода.

Важное открытие, которое сделал Уоррен в отношении *грэмовской* стратегии, оказалось простым и гениальным: заурядный бизнес с большой вероятностью всегда будет заурядным бизнесом. Поэтому и результат, получаемый инвестором, обречен на заурядность. Преимущество низкой цены при покупке, каким бы значительным оно поначалу ни казалось, утрачивается вследствие слабых экономических показателей заурядного бизнеса.

Уоррен понял, что время — друг для процветающего бизнеса и проклятие для бизнеса заурядного.

Он обнаружил также, что преуспевающие и заурядные предприятия радикально отличаются друг от друга

по своим экономическим перспективам. Если преуспевающий бизнес имеет *растущую* внутреннюю стоимость, то внутренняя стоимость заурядного предприятия остается *статичной*. И растущая внутренняя стоимость преуспевающего предприятия со временем заставит фондовый рынок повысить цены на акции.

Феномен растущей внутренней стоимости преуспевающей компании имеет еще один важный аспект: если бизнес продолжает расти, то есть смысл держать его акции бесконечно долго, а не продавать их. Это позволяет Уоррену откладывать на неопределенный срок выплату налога на прирост капитала и пожинать плоды сложного процента.

Для аргументации своей позиции Уоррен любит приводить два примера. Первый пример — газета «Washington Post». В 1973 г. Уоррен купил 1 727 765 акций этого предприятия, заплатив за них 9,731 миллиона долларов. Он продолжает держать эти акции по сей день. И теперь они стоят около 600 миллионов долларов. Можно подсчитать, что средства, вложенные Уорреном в акции «Washington Post», растут примерно на 18,7% в год на протяжении двадцати четырех лет.

Представьте, что у вас есть возможность вложить деньги в облигации с годовой ставкой 18,7%. И что все проценты, которые вы будете получать, в свою очередь будут приносить прибыль в размере 18,7%. Лично мне это кажется весьма заманчивым. Именно это получил Уоррен, когда приобрел пакет акций «Washington Post», стоимость которого нарастает на протяжении двадцати четырех лет по ставке сложного процента — 18,7%.

Хотя Уоррен признает, что за эти двадцать четыре года было время, когда акции «Washington Post» оцени-

вались рынком выше их действительной стоимости. Но он продолжает держать эти акции, потому что речь идет о процветающем бизнесе и потому что знает: инвестиции должны работать достаточно долго, чтобы сполна использовать удивительные преимущества сложного процента.

Схожая ситуация сложилась с вложением Уорреном денег в страховую компанию GEICO. В 1972 г. он купил акции этой компании на сумму 45,713 миллиона долларов. В 1995 г. эти акции стоили уже 1 759,594 миллиона долларов, что обеспечило годовую накапливаемую доходность в **размере 17,2%**. GEICO — еще одна компания среди тех, которые Уоррен называет преуспевающими. (Более того, она ему настолько понравилась, что в 1996 г. Уоррен выкупил ее **полностью**. Хорошего много не бывает.)

Уоррен любит приводить в пример компанию «Coca-Cola». В 1919 г. эта компания была преобразована в открытое акционерное общество, и ее акции имели номинальную стоимость 40 долларов. Если бы вы тогда купили одну акцию компании за 40 долларов и продержали ее до 1993 г., реинвестируя все дивиденды, то к этому времени она принесла бы вам более 2,1 миллиона долларов. А годовая накапливаемая доходность ваших инвестиций составила бы 15,8%.

Столкнувшись с проблемой реализации внутренней стоимости, Уоррен начал относиться к стратегии Грэма покупать все компании подряд — лишь бы это было дешево — как к сумасбродству. Потому он (об этом упоминалось выше) и интегрировал в свою философию теорию Фишера—Мангера об увеличении внутренней стоимости преуспевающих предприятий.



## ЗАУРЯДНЫЙ БИЗНЕС

Один из главных ключей к успеху Уоррена Баффета — найденный им метод разделения предприятий на преуспевающие и заурядные. Первые позволяют из года в год собирать богатый урожай, а от вторых нечего ждать иных результатов, кроме как заурядных.

Чтобы облегчить поиски, Уоррен разделил все коммерческие предприятия на две категории:

### 1

*Предприятия сырьевого типа*, как считает Уоррен, в большинстве своем никакой значительной отдачи инвестору не несут.

### 2

*Преуспевающие предприятия* — это те, которые, по определению Уоррена, обладают *потребительской монополией*.

Уоррен сделал вывод, что компании, обладающие потребительской монополией, приносят гораздо больше прибыли своим владельцам и в целом лидируют на рынке.

Но давайте по порядку. Сначала рассмотрим так называемые предприятия сырьевого типа, чтобы понять, почему инвестиции в такие предприятия существенно уступают по своей отдаче инвестициям в предприятия, которые обладают потребительской монополией.

## ПРЕДПРИЯТИЯ СЫРЬЕВОГО ТИПА

Под предприятием сырьевого типа мы понимаем бизнес, торгующий продукцией, при покупке которой главным мотивирующим фактором для покупателя является цена. Самые простые и очевидные предприятия такого типа — это компании, продающие сырье, полуфабрикаты и продукцию массового спроса:

- производители текстильной продукции;
- производители пищевого сырья и полуфабрикатов, например кукурузы или риса;
- ◆ сталелитейные компании;
- ◆ нефтяные и газовые компании;
- ◆ деревоперерабатывающие предприятия;
- ◆ производители бумаги.

Все эти компании торгуют продукцией, которая в избытке имеется на рынке, и потому между ними идет жесточайшая конкуренция. И когда потребитель принимает решение, у кого ему купить тот или иной товар, он в первую очередь ориентируется на запрашиваемую цену.

Люди покупают бензин, ориентируясь на цену, а не на бренд, как бы ни пытались нефтяные компании уверять нас, что их марка бензина самая лучшая. Решающим фактором все равно будет цена. То же самое касается **цемен-**

та, досок, кирпичей, компьютерных процессоров и запоминающих устройств. Хотя, например, компания «Intel» пытается изменить такой порядок вещей, активно раскручивая свой бренд.

Согласитесь, ведь никого не волнует происхождение кукурузы, которую мы покупаем в магазине. Для нас важно, чтобы это была кукуруза и у нее был вкус кукурузы. Жестокая конкуренция на рынке таких товаров приводит к снижению до крайнего предела прибылей компаний-производителей.

*На рынке взаимозаменяемых товаров победу одерживает тот, кто достигает наименьшей себестоимости продукции. Это связано с тем, что при наименьшей себестоимости появляется наибольшая свобода ценообразования. Чем ниже себестоимость, тем выше прибыль. Из этой простой истины вытекают очень сложные последствия, поскольку требование снижения себестоимости заставляет компании постоянно совершенствовать производственные процессы, чтобы оставаться конкурентоспособными. А это, в свою очередь, требует дополнительных затрат капитала, съедающих любую нераспределенную прибыль, которую можно было бы использовать для разработки новых продуктов или для приобретения новых предприятий, позволяющих увеличить внутреннюю стоимость компании.*

**Сценарий** обычно такой: компания «А\*» вносит улучшения в производственный процесс, в результате чего снижается себестоимость продукции и увеличивается маржа прибыли\*. После этого компания «А» снижает

\* *Fr. marge* — в торговой, биржевой и банковской практике разница между ценами товаров (покупной и продажной), курсами ценных бумаг (на день заключения и день исполнения сделки или между ценой покупателя и продавца) и другими показателями. Маржа прибыли соответствует привычному понятию рентабельности, исчисленной по отношению к стоимости продукции или капиталу. Синоним — норма прибыли. — *Прим. перев.*

цены на свою продукцию, пытаясь отнять часть рынка у компаний-конкурентов.

Компании-конкуренты начинают терять покупателей и, стремясь остановить эту тенденцию, тоже вносят в свои технологические процессы те же самые усовершенствования, что и компания «А». Затем они снижают свои цены, чтобы иметь возможность конкурировать с компанией «А», в результате чего она теряет всякое преимущество и ей приходится отказаться от тех дополнительных прибылей, которые были достигнуты за счет снижения издержек. Порочный круг замыкается.

Бывают ситуации, когда спрос на некие продукты и услуги превышает предложение. Когда на Флориду обрушился ураган Эндрю, уничтоживший тысячи домов, цены на фанеру взлетели до небес. В таких ситуациях производители и продавцы получают немалые барыши. Но повышенный спрос, как правило, очень быстро уравнивается увеличением предложений. А когда спрос ослабевает, избыточные предложения снова тянут цены и прибыли вниз.

Кроме того, прибыльность работы бизнеса сырьевого типа всецело зависит от качества и расторопности менеджмента. Если руководителям предприятия недостает дальновидности или они нерасчетливо расходуют драгоценные ресурсы компании на не приносящие отдачи проекты, предприятие может потерять все преимущества, достигнутые за счет снижения себестоимости продукции, и оказаться перед перспективой атаки со стороны конкурентов и финансового краха.

С инвестиционной точки зрения из двух уорреновских моделей бизнеса предприятия сырьевого типа имеют наименьшие шансы для роста вложенных акционе-

ром капиталов. Во-первых, прибыли этих компаний очень малы из-за ценовой конкуренции, вследствие чего компания попросту не имеет денег для расширения бизнеса или инициации новых и более прибыльных предприятий. Во-вторых, даже если компании удастся накопить какие-то деньги, то этот капитал обычно расходуется на совершенствование существующего производства для сохранения конкурентоспособности.

Иногда компании сырьевого типа пытаются выделиться из среды конкурентов, бомбардируя потребителей рекламой, чтобы заставить их поверить, что их продукция лучше продукции конкурентов. Иногда отдельным компаниям за счет усовершенствований действительно удается предложить покупателям товары и услуги, превосходящие по качеству или характеристикам продукцию конкурентов. Проблема в том, что каким бы хорошим ни был продукт массового потребления, если покупатель в выборе покупки ориентируется только на цену, победителем всегда оказывается компания, имеющая самую низкую себестоимость продукции, а остальные прозябают.

Примером неудовлетворительности бизнеса сырьевого типа с инвестиционной точки зрения Уоррен считает компанию «Burlington Industries», производящую текстильные изделия массового спроса.

В 1964 г. «Burlington Industries» имела объем сбыта на уровне 1,2 миллиарда долларов, а акции ее стоили в районе 30 долларов. Между 1964 и 1985 гг. компания затратила около 3 миллиардов капиталовложений — около 100 долларов в расчете на акцию — на усовершенствования, призванные сделать производство более эффективным и прибыльным. Основная часть расходов была направлена

на снижение себестоимости и увеличение объемов производства. И даже несмотря на то, что в 1985 г. объем выручки компании в денежном выражении достиг 2,8 миллиарда долларов, это были инфляционные доллары, а реальный объем производства сократился. Рентабельность продукции и капитала оказалась ниже, чем в 1964 г. Акции компании в 1985 г. продавались по 34 доллара, т. е. выросли по сравнению с 1964 г. весьма незначительно. Более чем скромная отдача для акционеров за двадцать один год операций даже после того, как были потрачены 3 миллиарда денег акционеров.

Менеджеры «Burlington» принадлежали к числу самых способных в текстильной отрасли, но проблемной была сама отрасль. Чрезвычайно острая конкуренция вызвала перенасыщение текстильного рынка. Перенасыщение же рынка предполагает острую ценовую конкуренцию, что означает снижение маржи прибыли и самих прибылей. А это приводит к застою курса акций и разочарованию акционеров.

Уоррен любит говорить, что когда встречаются менеджмент с отличной репутацией и бизнес с плохой репутацией, то побеждает обычно репутация бизнеса.

## ВЫЯВЛЕНИЕ ПРЕДПРИЯТИЙ СЫРЬЕВОГО ТИПА

Определить компанию сырьевого типа не так уж трудно. Это, как правило, компания, которая продает то, что продают и многие другие компании. Для таких компаний характерны низкая рентабельность продаж, низкая рентабельность капитала, проблемы с доверием поку-

пателей торговой марке, большое число конкурентов, существование в отрасли избытка производственных мощностей, неустойчивые прибыли и большая зависимость успеха предприятия от способности руководителей эффективно использовать материальные ресурсы.

Рассмотрим характеристики бизнеса сырьевого типа более обстоятельно.

- *Низкая рентабельность продаж.* Низкая рентабельность продаж, т. е. маржа прибыли, является следствием ценовой конкуренции: компании вынуждены постоянно снижать цены, чтобы сохранить конкурентоспособность.
- *Низкая рентабельность капитала.* Низкая рентабельность капитала является хорошим индикатором принадлежности компании к сырьевому типу. Поскольку средняя рентабельность капитала американской корпорации равняется приблизительно 12%, меньший показатель рентабельности может свидетельствовать о слабом экономическом положении бизнеса, связанного с условиями, сложившимися на рынке товаров сырьевого типа.
- ♦ *Недоверие покупателей к торговой марке.* Если торговая марка купленного вами товара ничего для вас не значит, вы можете держать пари, что имеете дело с бизнесом сырьевого типа.
- ♦ *Большое число конкурентов.* Пойдите в любой магазин автозапчастей, и вы найдете там семь или восемь марок масла, причем все они продаются примерно по одной цене. Избыток производителей порождает сильную конкуренцию. **Конкурен-**

ция заставляет снижать цены. Снижение цен снижает рентабельность продаж. А низкая рентабельность продаж означает низкие доходы акционеров.

- *Существование в отрасли избытка производственных мощностей.* В условиях существования избытка производственных мощностей повышение спроса не приведет к существенному увеличению прибыли, если только это повышение не окажется настолько высоким, что избыточных мощностей окажется недостаточно. Тогда, и только тогда цены начнут расти. Но когда цены растут, у менеджеров появляются неуместные амбиции. Они начинают подумывать о создании крупных промышленных империй. Купаясь в деньгах акционеров, пролившихся на них золотым дождем вследствие роста спроса и цен, менеджеры начинают строить воздушные замки. Они расширяют производство, в результате чего растет и избыток производственных мощностей.

Проблема усугубляется тем, что такие же амбиции появляются и у конкурентов. В скором времени все они расширяют производство, и рынок возвращается к ситуации избыточных производственных мощностей, которая становится причиной ценовых войн. А они, в свою очередь, ведут к снижению рентабельности продаж и прибылей. И все начинается сначала.

- ♦ *Неустойчивые прибыли.* Очень верный признак того, что вы имеете дело с компанией сырьевого типа, — это огромный разброс прибылей из года в год. Анализ прибылей компании в расчете на одну акцию в течение последних семи—десяти лет

обычно позволяет выявить такие колебания. А они почти всегда свойственны компаниям сырьевого типа.

Год	Прибыли на акцию (дол.)
1987	1,57
1988	0,16
1989	0,28
1990	0,42
1991	-0,23
1992	0,60
1993	1,90
1994	2,39
1995	0,43
1996	-0,69

Если годовая прибыль в расчете на акцию колеблется так, как показано в таблице, то у вас есть все основания полагать, что вы имеете дело с компанией сырьевого типа.

- ◆ *Прибыльность работы всецело зависит от способности руководства компании эффективно использовать материальные ресурсы.* Когда вы видите, что прибыльность компании всецело зависит от способности ее руководства эффективно использовать материальные ресурсы, такие как станки и оборудование, а не такие нематериальные ресурсы, как патенты, авторские права и торговые марки, то вы должны заподозрить, что перед вами компания сырьевого типа.

## В КАЧЕСТВЕ РЕЗЮМЕ

Помните: если цена является единственным фактором, мотивирующим покупателей приобретать продукцию компании, то вы, скорее всего, имеете дело с компанией сырьевого типа. А от такой компании инвестор в долгосрочной перспективе может ждать в лучшем случае только заурядных результатов.

## КАК ОПРЕДЕЛИТЬ ПРЕУСПЕВАЮЩИЙ БИЗНЕС: КЛЮЧ К УСПЕХУ УОРРЕНА БАФФЕТА

Как мы знаем, Уоррена интересуют только те компании, которые имеют хорошую экономическую базу, позволяющую с большой надежностью прогнозировать будущие прибыли. На протяжении своей инвестиционной карьеры Уоррен сумел найти очень много таких компаний. Он обнаружил, что все они продают продукт или услугу, которые он называет *потребительской монополией*.

Классическим примером потребительской монополии может стать ее сравнение с платным мостом. Если вы хотите перебраться через реку не вплавь и не на лодке, а воспользоваться мостом, и в вашей местности есть только один, платный, мост, то вам, хотите вы того или нет, придется за проезд по мосту заплатить. Платный мост обладает своего рода монополией на то, чтобы перебраться через реку в данном месте. То же самое можно сказать о ситуации, когда в городе выпускается *единственная* газета. Если вы хотите поместить рекламу в газете, то вам придется платить за объявление по тем расценкам, которые требует газета, или отказаться от

рекламы вовсе. Такая потребительская монополия дает владельцам моста или газеты больше свободы в установлении цен на свои услуги, а это означает, что акционеры получают больше доходов.

Как же выявить предприятие, обладающее потребительской монополией? Ответ на этот вопрос вы найдете в этой главе. Она о том, «что любит покупать Уоррен». А любит он покупать компании, создающие продукты и услуги, обладающие свойством потребительской монополии.

### УОРРЕН ИЩЕТ КОМПАНИИ С ПОТРЕБИТЕЛЬСКОЙ МОНОПОЛИЕЙ

Начнем с небольшой экскурсии в не столь отдаленное прошлое и узнаем, что было известно об инвестиционной ценности потребительской монополии в первой половине XX в.

В 1938 г. один предприимчивый студент Университета Джонса Хопкинса по имени Лоренс Блумберг в рамках подготовки докторской диссертации опубликовал статью об инвестиционной ценности потребительской монополии. В статье, озаглавленной «Инвестиционная ценность доброжелательности» (Lawrence N. Bloomberg, «The Investment Value of Goodwill»), сравнивались инвестиционные достоинства компаний, обладающих потребительской монополией, и компаний сырьевого типа. Блумберг считал, что доброжелательное отношение покупателей порождает потребительскую монополию, — так ее именует Уоррен. Блумберг утверждал, что хотя доброжелательность и является со-

стоянием ума, но она применима и к компании, обладающей *определенными качествами, которые кажутся покупателям особо привлекательными, и у них вырабатывается привязанность к компании и продуктам, продаваемым ею.*

Блумберг полагал, что доброжелательность со стороны покупателей может быть связана с удобным местоположением предприятия, вежливостью служащих, своевременностью поставок и высоким качеством продуктов. Он считал также, что последовательная и впечатляющая реклама может побуждать людей, делающих покупки, иметь в виду вполне определенный продукт или торговую марку. Или же компании удастся создать с помощью секретных добавок или технологических процессов своеобразный или хотя бы чуть-чуть отличающийся от других продукт. Вспомните засекреченную формулу «Coca-Cola».

Блумберг утверждал, что перечисленные факторы помогают компании получить конкурентное преимущество, проявляющееся в более высокой рентабельности капитала, в более высоких прибылях и в более быстром росте курса акций. Причем акции таких компаний будут иметь преимущество перед другими участниками рынка и в условиях экономического бума, и в условиях рецессии.

Уоррен разработал концептуальный тест, позволяющий определить наличие потребительской монополии. Проверая компанию на наличие потребительской монополии, он задается вопросом: *если бы он имел доступ к миллиардам долларов, — а у него есть такой доступ, — и имел в своем распоряжении команду из пятидесяти лучших менеджеров страны, — у него есть такая команда, — то*

*смог бы он создать предприятие, которое бы успешно конкурировало с компанией, которую он изучает?*

Если ответ только отрицательный, следовательно, компания, которая его интересуется, защищена от конкуренции какой-то очень сильной потребительской монополией. Реальная сила потребительской монополии проверяется тем, насколько способны были бы подорвать ее конкуренты, имея они в своем распоряжении все деньги мира. Возможно ли конкурировать с «Wall Street Journal»? Потратьте миллиарды долларов, но вы не отнимете у этого журнала ни одного читателя. Можно ли создать компанию по производству жевательной резинки, способную отнять рынок у «Wrigley»? Кое-кто пытался, но все потерпели неудачу. А как насчет шоколадных батончиков «Hershey»? И как насчет «Coca-Cola»?

В прошлом году я путешествовала по горам Индонезии и остановилась у придорожного киоска, чтобы купить какой-нибудь напиток. В этом киоске, расположенном в глуши, где на многие мили вокруг не было ничего и близко похожего на Америку, выбор прохладительных напитков ограничивался одной лишь «Coca-Cola».

Подумайте сами. Вспомните, как часто в продаже вы встречаете «Coca-Cola». Ею торгуют на каждой АЗС, в каждом кинотеатре, в каждом супермаркете, в ресторанах, закусочных, барах, гостиницах и на стадионах. В каждом офисном здании Америки можно найти автомат с вывеской «Coca-Cola», который, кажется, только и ждет, чтобы вы расстались с монеткой. «Coca-Cola» — напиток настолько популярный, что все магазины и рестораны вынуждены иметь его в запасе. *Вынуждены!* Вынуждены потому, что если не будут его иметь, то потеряют в выручке. Можете ли вы назвать

какой-нибудь еще бренд, без которого не может обойтись ни одна торговая точка?

Попробуйте-ка конкурировать с «Coca-Cola». Даже если вы будете обладать капиталом двух «General Motors», то все равно наверняка провалитесь. Можно ли придумать более непробиваемую потребительскую монополию?! Лично я за свою жизнь выпила тысячи бутылок этого напитка. А вы? А ваши дети?

А как насчет сигарет «Marlboro»? Хотите попробовать убедить заядлого курильщика «Marlboro» поменять марку сигарет?

Мой собственный тест на наличие потребительской монополии связан с таким вопросом: если бы кто-то передал мне права на использование таких брендов, как «Marlboro», «Wrigley», или права на торговую марку и засекреченную формулу «Coca-Cola», согласились бы инвестиционные банки вроде «Salomon Brothers» или «Goldman Sachs» собрать для меня миллиарды долларов, необходимые мне для начала производства? Если ответ будет утвердительный, то я знаю, что выйду победительницей.

Если бы вы были владельцем единственной в городе компании, снабжающей людей водой, то вы могли бы заработать кучу денег. Единственная проблема в том, что людям давно уже хватило здравого смысла ограничить аппетиты компаний по водоснабжению распоряжениями, которые регулируют уровень цен. То же можно сказать и о других компаниях, оказывающих коммунальные услуги. Это прекрасные компании, но их возможности сковывают местные власти, которые регулируют цены. А вам нужна нерегулируемая монополия.

Другая проблема заключается в том, что как только инвестиционное сообщество распознает компанию с

потребительской монополией, курс ее акций обычно взлетает на недостижимую высоту. А поскольку цена, которую вы платите, предопределяет рентабельность ваших инвестиций, отдача, которую вы в результате получите, может оказаться не слишком значительной. Поэтому секрет заключается в том, чтобы найти то, о чем еще никто не знает. Можно сказать, что вы ищете хорошо законспирированную монополию.

Блумберг считал одной из причин высокой прибыльности компаний, обладающих сильной потребительской монополией, то, что им не приходится слишком зависеть от средств, вкладываемых в землю, заводы и оборудование. Такого рода постоянные издержки, как налоги на недвижимость и высокая арендная плата, составляют значительную долю в себестоимости продукции их конкурентов — компаний сырьевого типа.

Богатство же компаний с потребительской монополией обеспечивается главным образом нематериальными активами, такими как засекреченная формула «Coca-Cola» или торговая марка «Marlboro». Поскольку материальные активы этих компаний сравнительно невелики, основная сумма федеральных налогов приходится на их прибыли. Поэтому налоговое бремя, которое несут такие компании, варьируется вместе с прибылями. А вот налоги, выплачиваемые компаниями, которые вынуждены инвестировать большие средства в материальные активы, например, «General Motors», не обладают такой гибкостью. Лишь на ранних стадиях своего развития и экспансии предприятия сырьевого типа, делающие упор на материальные активы, способны реагировать на увеличение спроса только путем дорогостоящего расширения производственных мощностей.



Компании, обладающие потребительской монополией, благодаря высокому уровню доходов и прибылей зачастую избавлены от долгового бремени. Такие компании, как «Wrigley» (изготовитель жевательной резинки) и UST (изготовитель жевательного табака), имеют на своем балансе очень мало долгов. Это дает им большую степень свободы в плане инициации других прибыльных проектов или выкупа своих собственных акций. Такие компании довольно часто занимаются и выпуском низкотехнологичных продуктов, благодаря чему им не требуется слишком сложное и дорогостоящее производственное оборудование. Кроме того, поскольку они существуют в условиях ослабленной конкуренции, у них есть возможность использовать существующее оборудование более длительное время, не опасаясь того, что оно морально устареет. Отсутствие жесткой конкуренции избавляет эти компании от необходимости постоянно переоснащать существующие заводы и строить новые.

Компания «General Motors», выпускающая автомобили — продукт сырьевого типа, весьма чувствительный к цене, — вынуждена тратить миллиарды долларов на обновление производственных мощностей и строительство новых заводов только ради того, чтобы выпустить на рынок новую модель машины. А поскольку эта новая модель уже через несколько лет устареет и потеряет конкурентоспособность, то компании приходится почти сразу после ее выхода на рынок начинать работу над созданием новой модели, т.е. опять переоборудовать свои заводы или строить новые.

Стоит отметить, что различные формы потребительской монополии существовали и в прежние времена.

Можно вспомнить венецианцев, которые получали огромные прибыли, имея монополию на торговлю со странами Дальнего Востока, некогда существовавшую английскую монополию на высококачественную сталь, американский Дикий Запад, где бренды «Colt» и «Winchester» были образцами качественного стрелкового оружия, знаменитые немецкие пушки фирмы «Krupp», использовавшиеся в обеих мировых войнах. Все эти предприятия процветали благодаря тому, что потребитель видел в них истинное качество, за которое был готов платить больше.

Вспомните «General Electric», компанию, созданную Томасом Эдисоном, и то, как она разбогатела, занимаясь электрификацией во многих странах. Сначала вы продаете людям ноу-хау производства электричества и продукты для создания электрических сетей, потом продаете им электрические приборы, лампочки и холодильники. (Подобный подход использует фирма «Gillette», которая раздает бесплатно свои бритвенные приборы, чтобы побудить их новых обладателей к тому, чтобы они покупали к ним бритвенные лезвия.) «General Electric» до наших дней остается одним из самых мощных коммерческих предприятий Америки. Сила этой компании отчасти обусловлена огромным капиталом, полученным ею в начале XX в., когда она была полным монополистом в своей сфере.

## 16

### ДЕВЯТЬ ВОПРОСОВ, ОТВЕТЫ НА КОТОРЫЕ ПОМОГУТ ВАМ ПОНЯТЬ, ЯВЛЯЕТСЯ ЛИ БИЗНЕС ДЕЙСТВИТЕЛЬНО ПРЕУСПЕВАЮЩИМ

Выслеживая дичь, следует знать ее повадки. Уоррен обнаружил, что есть ряд факторов, анализ которых помогает отыскивать преуспевающие предприятия.

Я обнаружила, что этот анализ сделать легче, если найти ответы на ряд вопросов. Отвечая на них, Уоррен хотел выяснить существование потребительской монополии, исключительного экономического положения компании и менеджмента, ориентированного на интересы акционеров.

Давайте подумаем над этими вопросами:

**1**

Обладает ли бизнес опознаваемой  
потребительской монополией?

**2**

Прибыли компании устойчивы  
и имеют тенденцию к росту?

**3**

Компания придерживается консервативной  
финансовой политики?

**4**

Бизнес обеспечивает устойчиво высокую  
рентабельность акционерного капитала?

**5**

Компания удерживает прибыли  
или выплачивает их акционерам?

**6**

Сколько компании приходится тратить  
на поддержание текущих операций?

**7**

Имеет ли компания возможность реинвестировать  
нераспределенную прибыль в новые проекты,  
в расширение бизнеса или в выкуп акций?  
Насколько хорошо менеджмент компании  
справляется с этим?

**8**

Имеет ли компания возможность  
регулировать цены, нейтрализуя инфляцию?

**9**

Повышает ли нераспределенная прибыль  
рыночную стоимость компании?

Девять вопросов, призванных вызвать искру озарения. Вы сейчас, наверное, чувствуете себя как перед первым свиданием с человеком, о котором знаете лишь понаслышке, а теперь пытаетесь определить, есть ли шансы дойти с ним до алтаря. Какое у него образование? Кем и где он работает? Храпит ли он во сне?

Мы все делаем подобный анализ, прежде чем вложить куда-то свои кровные деньги. Как говорит Уоррен, в сфере инвестиций каждый должен воображать себя католиком и понимать, что человек вступает в брак один раз на всю жизнь. Это заставляет выбирать партнера с большой осмотрительностью, потому что обратного пути не будет.

Давайте исследуем эти вопросы более подробно.

## 1

### ОБЛАДАЕТ ЛИ БИЗНЕС ОПОЗНАВАЕМОЙ ПОТРЕБИТЕЛЬСКОЙ МОНОПОЛИЕЙ?

Мы уже обсудили понятие потребительской монополии и идею платного моста. Первый вопрос, который вы должны задать себе: есть ли здесь потребительская монополия? Ею может быть «фирменный» продукт или услуга, без которых люди или другие предприятия не могут обойтись. Продукты, являющиеся потребительской монополией, выявить легче, чем услуги, поэтому начнем с них.

Станьте перед входом в магазин повседневных товаров, супермаркет, аптеку, бар, на бензозаправочную станцию или в книжный магазин и спросите себя: *ка-*

*кие продукты с известными брендами это заведение обязано иметь в своем ассортименте, чтобы сохранять конкурентоспособность? Какие продукты было бы безумием не иметь в ассортименте?*

Составьте список. Выберите какой-то из этих продуктов, и если его название у вас на слуху, то вполне может статься, что вы имеете дело с потребительской монополией.

Назовите мне газету, которую можно купить в каждом киоске Америки — «USAToday». Назовите прохладительный напиток, который можно купить почти в любой стране — «Coca-Cola». Назовите марку сигарет, имеющуюся в любом магазине — «Marlboro». Кто владеет правами на мультфильм «Русалочка», который с удовольствием смотрят все дети? Сухие завтраки какой марки едят ваши дети? Какими бритвенными лезвиями вы пользуетесь по утрам? Пройдитесь по супермаркету и дайте волю воображению.

Компании, которые предоставляют услуги, являющиеся потребительской монополией, выявить труднее. Искать их следует прежде всего в сфере рекламы, которую создают телевизионные компании и рекламные агентства, и среди компаний, оказывающих кредитно-финансовые услуги. (Не беспокойтесь, одна из глав в этой книге будет посвящена вопросу о том, где искать компании, обладающие потребительской монополией в сфере услуг.)

Но одно обладание раскрученным брендом еще не делает компанию преуспевающей. Много зависит от руководства компании, оттого, как ему удастся извлечь максимум пользы из наличия потребительской монополии.

Выбрав продукт или услугу, вы должны провести количественный и качественный анализ компании и ее менеджмента. Наличие хорошего продукта — это только начало процесса и еще не означает, что и компания такая же хорошая.

2

**ПРИБЫЛИ КОМПАНИИ УСТОЙЧИВЫ  
И ИМЕЮТ ТЕНДЕНЦИЮ К РОСТУ?**

Потребительская монополия — замечательная вещь. Но компанией можно управлять настолько плохо, что прибыли в расчете на акцию бывают совершенно непредсказуемыми. Уоррена интересуют компании с прибылями устойчивыми и имеющими постоянную тенденцию к росту.

Диаграмма прибылей на акцию изучаемой вами компании (см. с. 135) более походит на ситуацию с компанией I или с компанией II?

Уоррен заинтересовался бы компанией I, но не компанией II. Прибыли компании II слишком неустойчивы и непредсказуемы. Какими бы конкурентоспособными продуктами компания II ни обладала, что-то с ней не так, если прибыли так изменчивы.

Картина прибылей на акцию компании I может свидетельствовать не только о том, что компания обладает продуктом или продуктами, являющимися потребительской монополией, но также и о том, что руководство компании способно обращать это преимущество в реальную ценность с точки зрения доходов акционеров.

Компания I		Компания II	
Год	Прибыли на акцию (дол.)	Год	Прибыли на акцию (дол.)
1987	1,07	1987	1,57
1988	1,16	1988	0,06
1989	1,28	1989	0,28
1990	1,42	1990	0,42
1991	1,64	1991	-0,23
1992	1,60	1992	0,60
1993	1,90	1993	1,90
1994	2,39	1994	2,39
1995	2,43	1995	0,43
1996	2,69	1996	0,69

3

**КОМПАНИЯ ПРИДЕРЖИВАЕТСЯ  
КОНСЕРВАТИВНОЙ ФИНАНСОВОЙ ПОЛИТИКИ?**

Уоррен Баффет отдает предпочтение консервативно\* финансируемым компаниям. Если компания обладает сильной потребительской монополией, значит, она наверняка имеет немалые доходы, а потому не нуждается в долгосрочных кредитах. Такие фавориты Уоррена, как «Wrigley», UST и «International Flavors & Fragrances», почти или совсем не имеют долгосрочных обязательств. А такие любимцы Уоррена, как «Coca-Cola» и «Gillette», имеют долгосрочные долги в размере не более годового размера чистой прибыли.

\* В финансовом контексте термин «консервативный» обычно означает «осторожный» и противопоставляется «агрессивному». — Прим. перед.

Иногда успешно работающее предприятие с потребительской монополией влезает в долги, чтобы изыскать средства для приобретения новых предприятий. Так поступила, например, компания «Capital Cities», которая более чем вдвое увеличила свое долговое бремя ради того, чтобы купить телерадиосеть ABC. В подобной ситуации вам следует выяснить, является ли приобретаемое предприятие также потребительской монополией, как в ситуации с «Capital Cities». Но если это не так, остерегайтесь!

Когда компания берет крупный долгосрочный кредит для покупки какого-то бизнеса, правила таковы:

- Когда в результате покупки объединяются две потребительские монополии, этот факт имеет шансы стать фантастически эффективным союзом. Когда две потребительские монополии одновременно приносят большие прибыли, то даже огромная долговая гора очень скоро сократится до размера маленького холмика.
- Но когда потребительская монополия объединяется с предприятием сырьевого типа, высасывающим прибыли из породнившегося с ним преуспевающего предприятия, чтобы поддержать собственное незавидное положение, расчет по долгам может растянуться на очень длительное время. Исключение составляет лишь ситуация, когда менеджмент компании сырьевого типа покупает предприятие типа потребительской монополии, после чего отделяется от нуждающегося в деньгах предприятия сырьевого типа.
- ♦ Когда предприятие сырьевого типа объединяется с другим предприятием сырьевого типа, ре-

зультат обычно бывает катастрофический. Это связано с тем, что ни одно из двух предприятий не приносит достаточной прибыли, чтобы можно было выбраться из долговой ямы.

В поисках преуспевающих предприятий обращайтесь внимание на компании, которые обладают потребительской монополией и отличаются консервативной финансовой политикой. Если компания с потребительской монополией берет значительные суммы в долг, это оправдано лишь в том случае, если деньги используются для покупки других потребительских монополий.

4

**БИЗНЕС ОБЕСПЕЧИВАЕТ  
УСТОЙЧИВО ВЫСОКУЮ РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ  
АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА?**

Уоррен Баффет понимает, что высокая рентабельность акционерного капитала — залог богатства акционеров, а потому и старается вкладывать деньги в такие компании, которые обеспечивают *устойчиво* высокий уровень рентабельности акционерного капитала.

Чтобы лучше понять, почему Уоррен так заинтересован в высокой рентабельности акционерного капитала, давайте разберемся с некоторыми понятиями.

*Акционерным, или собственным, капиталом* называют стоимость всех активов компании за вычетом выплат по всем обязательствам. Предположим, вы купили дом для сдачи внаем и заплатили за него 200 тысяч долла-

ров. Чтобы рассчитаться с продавцом, вы выложили 50 тысяч долларов собственных денег, а недостающие 150 тысяч долларов взяли взаймы у банка. Вложенные вами 50 тысяч долларов — это ваш собственный капитал в этом доме — выкупленная вами доля его стоимости.

Когда вы сдаете квартиры в аренду, то деньги, которые получаете от съемщиков — за вычетом расходов по содержанию дома, выплат по кредиту и налогов, — и есть ваш доход от капитала. Если вы получаете от арендаторов 15 тысяч долларов в год, а ваши общие расходы составляют 10 тысяч долларов, значит, вы получаете 5 тысяч долларов в год как доход от капитала, который равен 50 тысячам долларов. *Рентабельность, или доходность, вашего капитала в этом случае составляет 10% в год* ( $5\ 000\ \text{дол.} : 50\ 000\ \text{дол.} = 10\%$ ).

Аналогичным образом, если вы владеете бизнесом, активы которого составляют 10 миллионов долларов, а обязательства 4 миллиона, то значит, собственный капитал компании равняется 6 миллионам долларов. Если компания получила за год 1,98 миллиона долларов прибыли — после вычета налогов — то легко подсчитать, что рентабельность акционерного капитала составляет 33% ( $1\ 980\ 000\ \text{дол.} : 6\ 000\ 000\ \text{дол.} = 33\%$ ).

Средняя доходность собственного капитала американских компаний за последние сорок лет составляла около 12% годовых. Это значит, что среднегодовая чистая прибыль среднего американского предприятия составляет 12% от суммы его акционерного капитала.

Про любую доходность капитала, превышающую 12%, можно сказать, что она *выше* средней. Если она меньше 12%, то *ниже* средней. *А то, что ниже среднего, вам не нужно.*

Уоррена интересуют компании, имеющие стабильно высокую рентабельность капитала. Речь идет о доходности не 12% и не 13%, а не менее 15%, т. е. существенно выше среднего уровня.

Давайте обратим внимание на некоторые компании, вызывавшие интерес Уоррена в прошлом, и посмотрим, какую доходность собственного капитала они имеют.

Корпорация «General Foods» в те годы, когда Уоррен покупал ее акции, имела среднегодовую рентабельность капитала 16%. Рентабельность акций «Coca-Cola» в тот год, когда Уоррен начал их покупать, была на уровне 33%, а последние пять лет составляла в среднем 25% в год. Компания «Hershey Foods» долгое время притягивала внимание Уоррена. Среднегодовая рентабельность ее капитала в течение последних десяти лет равнялась 16,7%. Табачно-пищевой конгломерат «Philip Morris» в течение последних пяти лет имел среднегодовую доходность акционерного капитала 30,5%. Прибыли компании «Capital Cities», когда Уоррен купил пакет ее акций, составляли 18% от суммы акционерного капитала. А в 1995 г. он обменял свой пакет на миллиард долларов наличными и большую долю прав на «Микки-Маус», т. е. пакет акций «Walt Disney Company». Доходность капитала компании «Service Master» превышала 40%, а UST — 30%. Одно из последних приобретений Уоррена, корпорация «Gannett», имела рентабельность акционерного капитала на уровне 25%.

Уоррен считает, что устойчиво высокая рентабельность капитала является надежным свидетельством того, что менеджмент умеет не только извлекать прибыли из принадлежащих компании предприятий, но и с выгодой для акционеров использовать нераспределенную прибыль.

Подчеркну слово *устойчиво*. Уоррен не гоняется за компаниями, которые получают высокие прибыли эпизодически. Его интересуют лишь компании, приносящие устойчиво высокую отдачу.

#### АНАЛИЗ ДОХОДНОСТИ КАПИТАЛА

На что похожа рентабельность компании, которая привлекает ваше внимание, — на компанию I или на компанию II?

Компания I		Компания N	
Год	Рентабельность капитала (%)	Год	Рентабельность капитала (%)
1987	28,4	1987	5,7
1988	31,2	<b>1988</b>	1,6
1989	<b>34,2</b>	1989	<b>2,8</b>
1990	<b>35,9</b>	1990	4,2
1991	36,6	1991	2,3
1992	48,8	1992	7,0
1993	47,7	1993	9,4
1994	<b>48,8</b>	1994	<b>9,3</b>
1995	<b>55,4</b>	1995	4,3
1996	<b>56,0</b>	1996	6,9

Уоррен заинтересовался бы компанией I, но не компанией II. Рентабельность капитала компании II слишком низкая. У компании I этот показатель весьма высок, что явно свидетельствует о наличии мощной потребительской монополии.

Для понимания того, почему Уоррен придает такое большое значение высокой рентабельности капитала, требуются дополнительные знания, и мы подробно поговорим об этом во второй части книги. Высокая рентабельность капитала является признаком преуспевающего бизнеса.

#### 5

#### КОМПАНИЯ УДЕРЖИВАЕТ ПРИБЫЛИ ИЛИ ВЫПЛАЧИВАЕТ ИХ АКЦИОНЕРАМ?

В первом издании своего труда «Анализ ценных бумаг» Грэм знакомит читателей с Эдгаром Лоренсом Смитом, который в 1924 г. написал книгу об инвестировании — «Обыкновенные акции как долгосрочные инвестиции» («Common Stocks As Long-Term Investments»). В ней Смит выдвинул идею, что обыкновенные акции теоретически должны расти в стоимости, если прибыль, получаемая компанией, превышает сумму выплачиваемых дивидендов и удерживаемая часть прибыли приплюсовывается к собственному капиталу компании. Предположим, капитал компании приносит прибыль в размере **12%**, из которых 8% выплачиваются акционерам в форме дивидендов, а 4% удерживаются. Если это происходит из года в год, то стоимость акций должна возрастать с ростом балансовой стоимости компании — на 4% ежегодно.

С учетом этого Смит считает, что источником роста курса акций является увеличение стоимости активов в результате реинвестирования нераспределенной прибыли в расширение деловых операций. Грэм, однако,

предупреждает нас, что далеко не все компании способны реинвестировать нераспределенную прибыль в расширение своего бизнеса. Большинству компаний приходится тратить прибыли просто на *сохранение* статус-кво, на обновление изнашивающихся и устаревающих средств производства. (Этот вопрос мы более подробно обсудим позже.) Предсказание будущих прибылей любого предприятия может быть очень трудным делом, и оценки всегда имеют большой разброс. Это означает, что подобные прогнозы чреваты потенциальной катастрофой.

Уоррен пришел к выводу, что комментарий Грэма к анализу Смита был справедлив в отношении подавляющего большинства компаний. Но он обнаружил, что есть компании, которые представляют собой исключение из общего правила. Эти компании способны использовать нераспределенную прибыль с очень большой отдачей. Иначе говоря, Уоррен обнаружил немногочисленные компании, которым не нужно тратить удерживаемую прибыль на обновление заводов и производственного оборудования или на разработку новых продуктов и которые имеют возможность направлять ее на приобретение новых предприятий или на расширение операций уже существующих и приносящих прибыли предприятий.

Мы хотим вкладывать деньги в предприятия, которые не берут на себя обязательство выплачивать значительную долю прибылей в форме дивидендов, а предпочитают прибыли удерживать и реинвестировать. Таким образом акционеры могут получать максимальную выгоду от сложного процента, который является скрытым источником получения настоящего богатства.

## СКОЛЬКО КОМПАНИИ ПРИХОДИТСЯ ТРАТИТЬ НА ПОДДЕРЖАНИЕ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ?

Как мы уже сказали, *получать прибыли — одно дело, удерживать полученные прибыли — другое, а тратить нераспределенную прибыль на поддержание текущих операций — третье*. Уоррен понял, что для того, чтобы теория Смита работала, деньги нужно вкладывать в предприятия, которые (1) получают прибыли, (2) имеют возможность удерживать их и (3) у них нет необходимости тратить удержанные прибыли на поддержание текущих операций.

Уоррен обнаружил, что потребности бизнеса в капиталовложениях могут быть столь велики, что на повышение достатка акционеров денег практически не остается.

Приведу пример. Если компания имеет 1 миллион прибылей в год и удерживает все до последнего цента, но каждые два года вынуждена тратить 2 миллиона долларов на замену оборудования и прочих средств производства, то получается, что компания не зарабатывает денег вовсе — ей лишь удастся сводить концы с концами.

Для Уоррена идеальным предприятием является такое, которое зарабатывает 2 миллиона долларов и ни цента не тратит на замену средств производства.

Уоррен любил приводить этот пример, когда читал лекции на вечерних курсах, организованных факультетом бизнеса университета штата Небраска в Омахе. Он рассказывал слушателям о потребностях компаний в



капитале и о том, как это сказывается на финансовых интересах акционеров, сравнивая ситуации, сложившиеся в компаниях AT&T и «Thomson Publishing».

Уоррен доказал слушателям, что компания AT&T до ее расчленения была настоящим проклятием для акционеров, потому что хотя она и зарабатывала немалые прибыли, но потребности в капитальных вложениях в исследования, в разработку новых продуктов, услуг и в инфраструктуру были еще больше. Расходуя все прибыли на поддержание текущей деятельности, свое расширение AT&T финансировала путем эмиссии новых акций и облигаций.

Компания же «Thomson Publishing», которой принадлежат многие «монопольные» газеты, выходявшие в небольших городах, где эти газеты были единственными, своих акционеров не обижала. Это было связано с тем, что когда инфраструктура для выпуска газеты создана, в дальнейшем она уже не требует больших капиталовложений, а потому не отнимает деньги у акционеров.

В результате свободные прибыли тратятся на покупку новых газет, которые делают акционеров компании еще богаче.

Урок, который следует извлечь из этого, таков: одна компания растет в стоимости, не требуя дополнительных вложений капитала, а другая растет только за счет вливаемых в нее дополнительных капиталов.

Тот же феномен можно наблюдать, если проанализировать финансовую отчетность компании «General Motors», из которой явствует, что с начала 1985 г. до конца 1994 г. ее прибыли составили в общей сумме 17,92 доллара на акцию, а дивидендов было выплаче-

но приблизительно 29,60 доллара на акцию. За тот же период времени компания потратила 102,34 доллара на акцию на укрепление капитала. Не может не возникнуть резонный вопрос: если прибыли компании составили 17,92 доллара, но при этом 20,60 доллара было выплачено акционерам, откуда взялись лишние 2,68 доллара, выплаченные в форме дивидендов, и 102,34 доллара, потраченные на укрепление капитала?

С начала 1985 г. и до конца 1994 г. компания «General Motors» увеличила свое долговое бремя примерно на 33 миллиарда долларов, что соответствует росту задолженности на 43,70 доллара в расчете на одну акцию. Кроме того, компания выпустила дополнительные 132 миллиона обыкновенных акций, в результате чего балансовая стоимость акций «General Motors» уменьшилась на 34,29 доллара: с 45,99 доллара в 1985 г. до 11,70 доллара в 1994 г. При этом вся нераспределенная прибыль ушла на разработку новых моделей автомобилей. А как все это обогатило акционеров? Никак!

В начале 1985 г. акции «General Motors» продавались по 40 долларов. Догадайтесь, сколько эти акции стоили десять лет спустя, в конце 1994 г.? Те же 40 долларов. Таким образом, десять лет активно занимаясь производством автомобилей, навесив на себя дополнительные 33 миллиарда долларов долга и выпустив 132 миллиона дополнительных акций, компания добилась лишь того, что рыночный курс ее акций остался неизменным. Суммарная отдача от вложенного капитала ограничилась для акционеров лишь дивидендами в размере 20,60 доллара, что соответствует годовой доходности инвестиций до вычета налогов в размере 5,8%. Если же учесть налоги и инфляцию, можно утверждать, что ре-

альная стоимость ваших инвестиций в эту компанию не увеличилась, а сократилась.

Компания «General Motors» имеет огромные потребности в капитальных вложениях, потому что продукция, выпускаемая ею — легковые и грузовые автомобили, — требует постоянного обновления. Производственные мощности необходимо постоянно перестраивать, приспособлявая к выпуску новых моделей, так что GM приходится тратить огромные суммы денег только на то, чтобы оставаться в бизнесе.

Еще один пример. Где-то год назад мне довелось обедать с владельцем компании, которая асфальтирует дороги в нашем штате. В разговоре выяснилось, что в год эта фирма имеет около 200 тысяч долларов чистой прибыли. Правда, добавил владелец компании, ему приходится каждые четыре года заменять все производственное оборудование, что обходится в 600 тысяч долларов. Таким образом, реально фирма зарабатывает лишь 50 тысяч долларов в год.

Уоррена интересуют такие компании, которым редко приходится тратить деньги на обновление и замену средств производства и которые не требуют постоянных вложений капитала в исследовательскую работу и разработку новых продуктов. Он хочет иметь дело с фирмой, выпускающей продукты, которые никогда не устаревают, которые производить легко и которые имеют минимум конкурентов. Это может быть единственная газета в городе, изготовитель леденцов, жевательной резинки, бритвенных лезвий, прохладительных напитков, пива — простейшие производства, от которых люди не ждут каких-либо существенных изменений. Предсказуемый продукт — предсказуемые прибыли.

**ИМЕЕТ ЛИ КОМПАНИЯ ВОЗМОЖНОСТЬ  
РЕИНВЕСТИРОВАТЬ НЕРАСПРЕДЕЛЕННУЮ  
ПРИБЫЛЬ В НОВЫЕ ПРОЕКТЫ, В РАСШИРЕНИЕ  
БИЗНЕСА ИЛИ В ВЫКУП АКЦИЙ? НАСКОЛЬКО  
ХОРОШО МЕНЕДЖМЕНТ КОМПАНИИ  
СПРАВЛЯЕТСЯ С ЭТИМ?**

Еще один признак, по которому Уоррен Баффет отличает преуспевающий бизнес, — способность компании удерживать прибыли и реинвестировать их в проекты, приносящие дополнительную высокую отдачу.

Вспомните юного Уоррена и его игровой автомат. Если бы Уоррен тогда ограничился одним автоматом и не помышлял о расширении своего предприятия, то всю выручку, получаемую от одного автомата, он мог бы перечислять на счет в банке и получать с этих денег тот доход, который платит за депозиты банк. Но если бы юный Уоррен инвестировал прибыли в новые деловые операции, имеющие большую доходность, чем счет в банке, то рентабельность его капитала повысилась бы и он, как владелец-акционер своего бизнеса, богател бы быстрее.

Представьте себе такую ситуацию. В течение десяти лет я платила вам по 10 тысяч долларов в год, а вы складывали эти деньги в ящик стола. В таком случае через десять лет у вас было бы 100 тысяч долларов. А если бы вы вносили эти деньги на сберегательный счет, который увеличивался бы на 5% ежегодно, то через десять лет по праву сложного процента у вас стало бы 132 067 долларов.

А теперь представим, что вы обладаете талантом Уоррена и способны инвестировать свои деньги так,

чтобы они росли на 23% в год. За десять лет ваши деньги выросли бы до суммы 370 388 долларов. Это на две лишние сотни долларов больше, чем если бы вы держали свои деньги в ящике стола (100 тысяч долларов) или на сберегательном счете (132 067 долларов).

Если бы вы, имея рентабельность 23%, продержали свои инвестиции в течение двадцати лет, то чудеса сложного процента проявились бы в полной мере — сумма выросла бы до 3 306 059 долларов. Эта сумма существенно больше тех 200 тысяч долларов, которые вы имели бы, двадцать лет складывая деньги в стол, и тех 347 193 долларов, что через двадцать лет оказались бы на вашем банковском счете, если бы вы ежегодно пополняли его на 10 тысяч долларов при ставке 5%.

Уоррен убежден, что если компания может получать от нераспределенной прибыли отдачу выше средней, то для акционеров тогда будет выгоднее, чтобы она удерживала всю прибыль. Он неоднократно утверждал, что готов с радостью не получать от принадлежащих холдингу «Berkshire» компаний ни цента дивидендов, пока существует возможность реинвестировать причитающиеся ему прибыли с рентабельностью выше средней.

Уоррен применяет этот подход и к тем компаниям, где ему принадлежит лишь небольшая доля акций. Он считает, что если компания продемонстрировала свою способность выгодно использовать нераспределенную прибыль в прежние годы или обещает делать это в будущем, то удержание прибылей и их последующее реинвестирование отвечают интересам акционеров.

Однако если компания имеет незначительные внутренние потребности в капитальных вложениях, а при этом у нее нет перспектив инвестировать свободный капитал с

высокой **степенью отдачи** или опытом прежних лет свидетельствует о неумении руководства компании выгодно распорядиться нераспределенной прибылью, то, по мнению Уоррена, наилучшим вариантом для акционеров в этом случае является выплата прибылей в виде дивидендов или направление нераспределенной прибыли на выкуп акций.

Когда нераспределенная прибыль используется для выкупа **акций**, то компания фактически увеличивает будущие прибыли в расчете на акцию тех акционеров, которые у нее на тот момент имеются, поскольку **их пай** в компании, естественно, увеличивается. Рассмотрим пример. Вы владеете фирмой на равных паях с двумя компаньонами, а ваша доля в собственности компании составляет одну треть. Если ваша фирма за счет своих прибылей выкупит долю одного из партнеров, то каждый из двух оставшихся компаньонов будет владеть уже половиной товарищества. И прибыли будут делиться уже не на три части, а пополам. Выкуп акций приводит к увеличению прибыли на одну акцию, в результате чего растет рыночный курс акций и акционеры становятся богаче. (В главе 40 мы подробно проанализируем программы выкупа акций и узнаем, почему Уоррен большой их поклонник.)

Уоррен предпочитает инвестировать деньги в компании, **которые работают с большой прибылью** и требуют очень мало затрат на исследования, разработки или замену средств производства. Он называет такие компании «дойными коровами». Лучшие «дойные коровы» имеют возможность выгодно инвестировать нераспределенную прибыль или использовать ее для покупки других «дойных коров». Возьмите «RJR Nabisco» или «Philip Morris». Обе эти компании, занимаясь производством сигарет, являются «дойными коровами» и приносят большие прибыли

ли. Если бы они решили инвестировать эти прибыли, предположим, в автомобилестроение, то это потребовало бы огромных и продолжительных затрат, прежде чем можно было бы ожидать прибылей от этого предприятия. Но они предпочли направить табачные прибыли на приобретение «дойных» пищевых компаний, таких как «Nabisco Foods», «General Foods» и «Kraft Foods», а также множества других раскрученных брендов пищевой промышленности. Другим убедительным примером подобной стратегии является «Sara Lee Corporation», которая не только выпускает «фирменные» творожные торты. Она сумела пополнить свой инвестиционный портфель несколькими популярными брендами потребительского рынка, такими, например, как «L'eggs, Hanes» и «Playtex».

«Дойная корова» «Capital Cities» до своего слияния с «Disney» использовала прибыли от кабельного телевидения для покупки телесети ABC — еще одной «дойной коровы». Она вообще долгое время тратила деньги акционеров почти исключительно на приобретение различных телевизионных станций и радиостанций. Дело в том, что телерадиокомпании являются фантастическими «дойными коровами». Достаточно один раз построить телевизионную станцию, и она простоит сорок лет. До недавних пор потребительская монополия медиа-компаний была защищена от конкуренции федеральным правительством. Но со временем экспансия кабельного, спутникового и использующего телефонные линии интерактивного телевидения ставит защищенность от конкуренции трех гигантских телесетей — ABC, CBS и NBC — под большой вопрос.

Про Тома Мэрфи, генерального директора «Capital Cities», рассказывают такую историю. Он сидит в своем

офисе в Омахе и смотрит телевизор. Кто-то говорит ему: «Удивительно, насколько продвинулись телевещательные технологии!» Мэрфи отвечает в том духе, что ему больше нравились прежние времена, когда было черно-белое телевидение и существовали только три телекомпании, соревновавшиеся между собой заденги рекламодателей. Уоррен считает, что хотя телесети уже не являются теми фантастическими «дойными коровами», какими были в прежние времена, но они все же остаются прекрасными компаниями для инвесторов.

Пожалуй, самый важный вопрос, который вы, как потенциальный инвестор, должны задать себе, будет такой: способен ли менеджмент компании использовать нераспределенную прибыль с выгодой для акционеров? Доверить свой капитал компании, руководство которой не имеет ни возможностей, ни способностей наращивать нераспределенную прибыль, — значит обречь свои инвестиции на голодную смерть.

### 3

#### ИМЕЕТ ЛИ КОМПАНИЯ ВОЗМОЖНОСТЬ РЕГУЛИРОВАТЬ ЦЕНЫ, НЕЙТРАЛИЗУЯ ИНФЛЯЦИЮ?

Инфляция вызывает рост цен. Однако компании сырьевого типа сталкиваются с проблемой, когда при увеличении затрат на заработную плату и сырье в условиях перепроизводства они вынуждены снижать цены на готовую продукцию, чтобы стимулировать спрос. В такой ситуации может получиться так, что себестоимость то-

варов становится выше уровня цен на эти товары, который сложился на рынке. В результате компании терпят убытки. Обычно это приводит к тому, что компания сокращает производство, пока спрос не сравняется с предложением. Но для этого требуется время. Законы спроса и предложения возьмут свое, но не в одночасье. Пока же это случится, убытки накапливаются и жизнеспособность компании уменьшается. С этой проблемой, например, постоянно сталкиваются скотоводы. Цены на живой скот падают, а стоимость кормов, трудовых ресурсов, затрат на топливо, страхование, ветеринарные услуги и пользование пастбищами растет. Стоит ошибиться в прогнозе цен на скот на следующую осень, и фермер может оказаться перед угрозой банкротства.

Подобное положение периодически возникает на рынке авиаперевозок. Авиакомпании вынуждены нести весьма значительные постоянные издержки. Самолеты, топливо, объединенные в профсоюзы пилоты, механики, стюардессы, аэродромный персонал — все это стоит больших денег. А в условиях инфляции эти расходы только растут. С другой стороны, имеет место ценовая война, и авиаперевозчики, чтобы выдержать конкуренцию, вынуждены снижать цены на билеты. Хотите лететь из Нью-Йорка в Лос-Анджелес? За вас как пассажира, расталкивая друг друга локтями, соперничает полдюжины или даже больше авиакомпаний. Если одна из компаний существенно снижает цены, теряют от этого все. В 1960-е гг. перелет из Омахи в Париж стоил более тысячи долларов. Когда же мне недавно понадобилось лететь в Париж, я заплатила за билет всего 500 долларов. Хотя расходы на самолеты, топливо, пилотов, обслуживающий персонал и эту ужасную еду, которой пас-

сажиров кормят в полете, за последние тридцать лет выросли вчетверо, но билеты благодаря ценовой войне стали дешевле. Правда, авиакомпания, продавшая мне мой билет, богаче от этого не стала. Теперь вы понимаете, почему очень многие авиакомпании уходят с рынка.

Итак, для компании сырьевого типа весьма типична ситуация, при которой производственные расходы в результате инфляции растут, но из-за конкуренции цены на свою продукцию она вынуждена снижать.

Для Уоррена преуспевающим бизнесом является такой, который благодаря наличию потребительской монополии имеет возможность повышать цены на свои товары, нейтрализуя действие инфляции и избежав при этом сокращения спроса на свою продукцию. В результате компания продолжает получать значительные прибыли, как бы ни бушевала инфляция.

## 9

### ПОВЫШАЕТ ЛИ НЕРАСПРЕДЕЛЕННАЯ ПРИБЫЛЬ РЫНОЧНУЮ СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ?

На закате своей жизни Грэм высказывал идею о том, что фондовый рынок состоит из двух компонентов. Одна часть рынка ориентирована на долгосрочные инвестиции, которые дают рыночному курсу акций время отреагировать на их растущую внутреннюю стоимость. Другой компонент подобен казино: люди делают ставки на краткосрочные колебания курса. Грэм считал, что в общем-то на бирже доминирует компонент казино: индивидуаль-

ные инвесторы и организации занимаются спекуляциями, пытаясь предугадать, как отразится на стоимости ценных бумаг поступающая изо дня в день информация.

Грэм считал, что именно наличие этих спекулянтов дает шанс терпеливому и инвестору извлечь максимум пользы из своих знаний и навыков. Пока в казино правят бал страх и жадность, у инвестора, нацеленного на дальнюю перспективу, не будет недостатка в возможностях приобрести компании дешевле их действительной стоимости.

Уоррен придерживается той же теории, дополняя ее одним важным условием. Он считает, что рыночный курс акций компании в перспективе обязательно повысится лишь в том случае, если собственный капитал компании непрерывно наращивается за счет разумного реинвестирования прибылей. Прекрасным примером этого является его собственная компания «Berkshire Hathaway», которая в 1981 г. имела собственный капитал в размере 527 долларов на акцию. Акции ее котировались в районе 525 долларов. Шестнадцать лет спустя, в 1997 г., собственный капитал компании достиг примерно 20 тысяч долларов в расчете на одну акцию, а акции выросли в цене до 45 тысяч долларов. Уоррен увеличил стоимость компании, направляя нераспределенную прибыль на покупку целиком или частями компаний со стабильно прочным экономическим положением. Вместе с увеличением собственного капитала компании росла и сумма, в которую компанию оценивал фондовый рынок. Это и отразилось на курсе акций.

Другим прекрасным примером этого феномена долгосрочного рынка является компания «Philip Morris». Над головой этого крупного производителя сигарет последние двадцать лет висел дамоклов меч в форме сотен судеб-

ных исков, поданных курильщиками, которые стали жертвой онкологических заболеваний и обвинили в этом компанию «Philip Morris» и ее весьма прибыльную продукцию.

Фондовый рынок, будучи барышней ветреной, увидел в этих судебных исках образ старухи с косой и установил курс акций компании в пределах от восьми до четырнадцати величин годовой прибыли на акцию, хотя годовая доходность этих акций устойчиво превышала 21%. Но компания продолжала зарабатывать деньги и покупать новые предприятия. Ее собственный капитал и прибыли на акцию продолжали расти. С ростом этих показателей стал расти и курс акций, хотя по-прежнему оставался в диапазоне от восьми до четырнадцати величин прибыли.

Хотя рынок заклеил «Philip Morris», принцип долгосрочного соответствия рыночной цены акций их внутренней стоимости сработал, и курс акций продолжал расти, обеспечивая инвесторам рентабельность их вложений на уровне 21,9%.

Поэтому запомните: краткосрочному рынку свойствен маниакально-депрессивный психоз, и в результате иррациональных перепадов настроения у спекулянтов курс акций может неоправданно взлетать до небес итак же неоправданно падать в пропасть. И именно этот маниакально-депрессивный психоз спекулятивного рынка открывает благоприятные возможности для трезво мыслящих инвесторов. Мудрый инвестор понимает, что в долгосрочной перспективе рынок обязательно приведет курс акций в соответствие с реальной стоимостью бизнеса.

Уоррен ищет такие компании, курс акций которых реагирует на повышение их действительной экономической стоимости. Он не интересуется предприятиями,

акции которых растут только вследствие спекулятивного давления. В первом случае успех гарантирован, а во втором случаен — как выигрыш на бегах.

## РЕЗЮМЕ

Уоррен Баффет ищет возможности инвестировать деньги в предприятия, имеющие прочное экономическое положение и получающие прибыли, характерные для монополистов. Он обнаружил, что такие предприятия обычно обладают потребительской монополией, т. е. каким-то фирменным продуктом ил и услугой с привычным для потребителей брендом, в котором покупатели видят определенное преимущество перед продуктами и услугами конкурентов.

Уоррен установил также, что если компания избавлена от необходимости тратить нераспределенную прибыль на поддержание текущих операций, то одного этого для успеха недостаточно. Менеджеры, управляющие компанией, должны уметь инвестировать нераспределенную прибыль в новые прибыльные предприятия, обеспечивающие столь же высокую рентабельность. Если таких возможностей для выгодного реинвестирования нет, то преуспевающие предприятия направляют свободные деньги на выкуп имеющихся в обращении акций.

Кроме того, Уоррен выяснил, что преуспевающее предприятие, как правило, финансируется консервативным образом и имеет возможность повышать цены на свои продукты или услуги, не отставая от темпов инфляции.

Теперь мы имеем представление о том, как выглядят лучшие для инвестирования компании. Из следующей главы узнаем, где их искать.

## ГДЕ ИСКАТЬ ПРЕУСПЕВАЮЩИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ

Где же найти эти преуспевающие предприятия, извлекающие прибыли из создания концептуальных «платных мостов»? Существует три типа предприятий, которые можно было бы условно назвать «платными мостами», приносящими очень хорошие экономические результаты.

### 1

Предприятия, производящие продукты привлекательной торговой марки, у которых малый срок службы. Такие предприятия должны иметь собственную торговую структуру, чтобы оставаться в бизнесе.

### 2

Предприятия, работающие в сфере массовой информации. Без их рекламных услуг не могут обойтись компании, желающие убедить публику покупать их продукцию.

### 3

Предприятия, оказывающие людям и организациям потребительские услуги, в которых те постоянно нуждаются.

Давайте внимательно изучим каждую из этих категорий.

**ПРЕДПРИЯТИЯ, ПРОИЗВОДЯЩИЕ ПРОДУКТЫ  
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОЙ ТОРГОВОЙ МАРКИ,  
У КОТОРЫХ МАЛЫЙ СРОК СЛУЖБЫ.  
ТАКИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ ДОЛЖНЫ ИМЕТЬ  
СОБСТВЕННУЮ ТОРГОВУЮ СТРУКТУРУ,  
ЧТОБЫ ОСТАВАТЬСЯ В БИЗНЕСЕ**

Торгующие организации вроде местного супермаркета, в отличие от компаний-производителей типа «Coca-Cola Company», получают прибыль, покупая дешевле и продавая дороже. Торговое предприятие, чтобы выжить, должно покупать товары как можно дешевле и продавать их как можно дороже. Прибыль предприятия составляет разница между ценой покупки и ценой продажи. Если какой-то тип продукта производится несколькими разными изготовителями, то торговая фирма может менять поставщиков, выбирая того, кто предлагает свою продукцию по самой низкой цене. Но если какой-то продукт производится только одной компанией, то торгующая организация вынуждена платить за него столько, сколько просит производитель, т. е. преимущество в назначении цены имеет компания-производитель, а не магазин.

Это дает возможность производителю получать большую рентабельность от своего товара.

Отметим также, что когда на товар, выпускаемый одним изготовителем, существует спрос со стороны большого количества торговых фирм, то ценовая конкуренция разворачивается уже среди них. Вследствие этого они уменьшают продажную цену товара, чтобы увеличить объем продаж. *Но производитель при этом поставляет свой товар всем торгующим организациям по одной и той же цене.* Ценовая конкуренция между продавцами ведет к уменьшению их маржи прибыли, но не изготовителя.

Предприятие, производящее продукты со звучной торговой маркой, которые имеют малый срок службы и требуют скорой замены, а торгующие организации обязаны иметь их в своем ассортименте, чтобы оставаться в бизнесе, является, по существу, тем самым «платным мостом». Потребитель хочет иметь этот конкретный товар с раскрученным брендом, и если торгующее предприятие заинтересовано в том, чтобы работать прибыльно, оно должно обеспечить потребителя этим товаром. Проблема, однако, в том, что есть только один изготовитель этого товара, один «платный мост», и ты, хочешь не хочешь, но должен платить за право проезда по этому мосту по тарифу, установленному *этим изготовителем.*

Зайдите в ближайший супермаркет, например сети «Kwik Shop» или «7-Eleven». Можете ли вы уже с порога предугадать, товары каких известных марок вы обязательно найдете на полках? Ну, безусловно, здесь будут: напиток «Coca-Cola», сигареты «Marlboro», жевательный табак «Skoal», шоколад «Hershey's», жевательная резин-



ка «Wrigley's» и чипсы «Doritos». Без этих продуктов на прилавках хозяин магазина потеряет покупателей. Изготовители всех перечисленных продуктов имеют рентабельность акционерного капитала выше средней.

Назовите мне восемь «фирменных\*» товаров, которые должны быть в каждой аптеке. Зубная паста «Crest», жаропонижающий препарат «Advil», антисептические средства «Listerine», «Coca-Cola», сигареты «Marlboro», тампоны «Tatraх», шариковые ручки «Bic» и бритвенные лезвия «Gillette». Не имея этих товаров, владелец аптеки неминуемо будет нести потери. А производители всех этих изделий получают высокие прибыли.

Приходя в кафе, вы едва ли станете заказывать кофе какой-то определенной марки. Не станете просить подать вам гамбургер, картофель фри или рис с креветками какого-то конкретного производителя. Компания, поставляющая ресторанам гамбургеры, какая-нибудь «Bob's Meat», не получает маржу прибыли выше средней, потому что никто из посетителей ресторана не заказывает гамбургер именно «Bob's Meat», а просит просто гамбургер.

Но когда вы заказываете «Coca-Cola», то просите не просто газированный напиток, а называете конкретный бренд. И владелец кафе, не имеющий в своем ассортименте «Coca-Cola», часть клиентов неминуемо потеряет.

Какие фирменные товары должны иметь в своем ассортименте магазины одежды? Нижнее белье торговых марок «Fruit of the Loom» и «Hanes». И конечно же, знаменитые джинсы «Levi's». Эти товары обеспечивают фирмам-изготовителям высокую рентабельность капитала. А как насчет магазинов, торгующих спортивной обувью? Без «Nike» им никак не обойтись, и в ре-

зультате «Nike» пожинает плоды в виде высоких прибылей. А что обязаны иметь на своих полках хозяйственные магазины? Лампочки производства компаний «WD-40» и GE. Как вы уже догадываетесь, обе эти компании получают отдачу от капитала выше средней.

Вспомним также патентованные лекарства. Тысячи людей ежедневно пересекают границы государств, перемещаются из одного полушария в другое. Эпидемии переносятся из страны в страну за считанные часы. Учтем тот факт, что вирусы способны в одночасье мутировать и вызывать новые болезни. И не нужно быть гением, чтобы понять: спрос на спасающую жизни продукцию фармацевтических компаний никогда не иссякнет. Эти продукты, в которых мы так отчаянно нуждаемся, защищены патентами, а это значит, что если вы хотите выздороветь, платите столько, сколько просит изготовитель. И аптека должна иметь эти лекарства, иначе тут же вынуждена будет покинуть рынок. Все ведущие изготовители патентованных лекарств, такие как «Merck & Company», «Marion Merrell Dow», «Mylan Labs» и «Eli Lilly and Company», отличаются исключительно высокой рентабельностью акционерного капитала. Это очень прибыльные предприятия.

Обратим также внимание на сети ресторанов, которым удалось на основе самых обычных продуктов создать раскрученные бренды. К примеру, компания «McDonald's» взяла самый обыденный из продуктов питания — гамбургер и превратила его в фирменный продукт. Ключом к их успеху являются качество обслуживания, удобство для клиентов, постоянство ассортимента и доступность цен. Откусите гамбургер в гонконгском кафе «McDonald's», и на вкус он окажется точно

таким же, какой вы месяцем раньше ели в старой доброй Америке. Такое постоянство обеспечивает компании «McDonald's» высокую рентабельность акционерного капитала.

Рекламные кампании, организуемые производителями, способствуют тому, что клиенты будут спрашивать активно рекламируемый продукт, а торгующие организации не смогут подменить его более дешевым аналогом, который принес бы им большую маржу прибыли. Торгующая организация играет роль кассира при въезде на «платный мост», гарантирующий прибыли компании-изготовителю. И поскольку все эти продукты потребляются либо прямо на месте» либо в короткий срок, то и компания-изготовитель, и торгующая компания могут рассчитывать на то, что потребители будут проезжать по этому мосту достаточно часто, принося новые прибыли.

Для Уоррена Баффета потребительский продукт с известным брендом является «платным мостом», и он весьма заинтересован в том, чтобы владеть им.

**ПРЕДПРИЯТИЯ, РАБОТАЮЩИЕ В СФЕРЕ  
МАССОВОЙ ИНФОРМАЦИИ.  
БЕЗ ИХ РЕКЛАМНЫХ УСЛУГ НЕ МОГУТ  
ОБОЙТИСЬ КОМПАНИИ, ЖЕЛАЮЩИЕ УБЕДИТЬ  
ПУБЛИКУ ПОКУПАТЬ ИХ ПРОДУКЦИЮ**

В давние времена производители товаров добивались внимания потенциальных покупателей, отправляя к ним своих торговых агентов и коммивояжеров. Но с появлением радио, телевидения, газет и большого ко-

личества специализированных журналов производители получили возможность с помощью удачно размещенных рекламных объявлений обратиться сразу к тысячам потенциальных клиентов. Производители убедились, что эти новые средства действительно эффективны, т. е. приводят к увеличению продаж и прибылей. Со временем сфера рекламы стала настоящей спортивной ареной, на которой производители товаров состязаются между собой. Крупные компании, выпускающие потребительские товары, тратят ежегодно миллионы долларов на то, чтобы донести до потенциальных покупателей призыв — «купите наш товар!».

В скором времени эти компании поняли, что пути назад уже нет, — они просто вынуждены рекламировать свою продукцию, иначе есть риск, что конкуренты перехватят инициативу и займут вожделенную рыночную нишу.

Уоррен считает, что реклама служит концептуальным «платным мостом» между потенциальным покупателем и производителем. Чтобы создать спрос на свою продукцию, производитель должен ее рекламировать. Назовем это рекламным «платным мостом». И этот рекламный «платный мост» приносит прибыли рекламным агентствам, издателям журналов, газет и телекоммуникационным компаниям всего мира.

Когда в Америке было всего три крупных телесети, каждая из них зарабатывала огромные деньги. Видя это, Уоррен вложил немало средств в «Capital Cities», а потом в ABC. Сейчас, когда у телезрителя есть выбор между шестьюдесятью семью телеканалами, прибыли крупных телесетей несколько сократились. Но все равно они зарабатывают очень много, пусть и не столько, сколько в те

времена, когда через реку, разделяющую производителей и потребителей, было переброшено всего три моста.

То же самое относится и к газетному бизнесу. Единственная газета в достаточно крупном городе способна приносить огромную отдачу. Но если у нее появится конкурент, то и успехи у обоих будут идти уже не так хорошо. Именно это пережил Уоррен с газетой «Buffalo Evening News». Пока у нее был один конкурент, дела у обеих газет шли ни шатко ни валко. Но стоило конкуренту сойти с дистанции, как «Buffalo Evening News» стала демонстрировать впечатляющие финансовые результаты. Уоррен понял, что когда в городе есть только одна газета — «платный мост», то она имеет возможность повышать тарифы на размещение рекламы сколь угодно высоко, и при этом недостатка в клиентах не будет. Где еще производственные и торговые компании могут пересечь реку, чтобы самым коротким путем добраться до потенциальных покупателей, как не с помощью печатной рекламы?

Рекламные агентства мирового масштаба также наслаждаются высокой рентабельностью капитала, поскольку имеют возможность тянуть деньги из огромных многонациональных потребительских компаний, продающих свою продукцию по всему миру. Если одна из таких многонациональных компаний желает запустить международную рекламную кампанию, она вынуждена обращаться к таким агентствам, как «Interpublic», которая является второй по величине рекламной фирмой в мире. «Interpublic» становится для многонациональной компании «платным мостом» сразу к многим странам. Именно так рассуждал Уоррен Баффет, когда купил 17% акций «Interpublic».

### ПРЕДПРИЯТИЯ, ОКАЗЫВАЮЩИЕ ЛЮДЯМ И ОРГАНИЗАЦИЯМ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЕ УСЛУГИ, В КОТОРЫХ ТЕ ПОСТОЯННО НУЖДАЮТСЯ

Не продукты, а услуги! И эти услуги порой могут выполнять работники, не состоящие в профсоюзах, часто имеющие весьма ограниченные навыки, которых порой нанимают не на постоянной основе, а по мере надобности. К этому несколько странному сегменту делового мира относится, в частности, компания «Service Master», которая обеспечивает санитарный контроль, предлагает услуги уборщиц, горничных, рабочих для стрижки газонов и т. п. В этом же ряду стоит «Rollins», крупнейшая в мире фирма, занимающаяся борьбой с саранчой и термитами, и предлагающая также услуги по охране домов и офисов. И все мы знаем, что, когда наступает срок платить налоги, компания «H&R Block» всегда к нашим услугам. Она поможет заполнить налоговые декларации, вписав в пустые строчки нужные цифры. Все эти компании имеют весьма высокую рентабельность капитала.

В этот же сегмент уорреновских «платных мостов» попадают кредитные компании, такие как «American Express» и «Dean Witter Discover», в которые Уоррен вложил немало средств. Каждый раз, когда вы пользуетесь кредитными карточками одной из этих компаний, с торгующей организации взимается определенный сбор. Если вы расплачиваетесь в установленный срок по выданному вам кредиту, то с вас тоже взимается сбор. Миллионы таких маленьких сборов, взимаемых каждый день, складываются в весьма круглую сумму. Главное, эти странные «платные мосты» под названием «кредитные

карточки» не нуждаются в огромных заводах и оборудовании, высасывающих из компании почти весь капитал.

Успех этих компаний обусловлен тем, что они оказывают необходимые услуги, не требуя ни значительных капитальных издержек, ни высокооплачиваемой рабочей силы. Кроме того, их услуги никогда не устаревают, им неведом моральный износ. Достаточно один раз создать необходимую инфраструктуру и наладить управление, и компания может нанимать и увольнять служащих по мере надобности. Вы нанимаете человека на место сторожа за 8 долларов в час, тратите несколько часов на его обучение, а потом сдаете его в аренду за 25 долларов в час. Когда работы для него нет, вы можете ему не платить.

Не приходится тратить деньги и энергию на обновление средств производства или на разработку новых продуктов. Деньги, зарабатываемые этими компаниями, текут напрямую в карманы владельцев и могут быть потрачены на расширение операций, на выплату дивидендов или на то, чтобы выкупить акции.

Пока саранча продолжает свои набег, пока термиты продолжают делать свое черное дело, а воры воровать, пока люди продолжают пользоваться кредитками, а правительства продолжают облагать нас налогами, то эти компании будут и дальше делать деньги. Много денег и очень долго.

## РЕЗЮМЕ

Начать поиски преуспевающих предприятий, так называемых «платных мостов», лучше всего с того, что, остановившись перед супермаркетом, попытаться на-

звать те фирменные продукты, которые магазин обязан иметь в своем ассортименте, чтобы удержаться в бизнесе. Эти размышления принесут вам гораздо больше пользы, чем чтение финансовых журналов в попытке отыскать на их страницах ловко ускользающую от вас компанию своей мечты.

Те продукты, которые вы вспомните, приведут вас к компаниям, которые сидят на мешках с золотом и приносят своим акционерам высокие доходы. Так что берите бумагу, ручку и начинайте думать, вспоминать и записывать.

Еще вас должны заинтересовать компании, которые получают прибыли, имея возможность оказывать различным предприятиям уникальные услуги рекламного характера. Например, единственная газета в городе.

Особый интерес должны вызвать компании, оказывающие постоянно востребованные услуги, для оказания которых не нужны ни специальные продукты, ни высококвалифицированные кадры. Примерами таких компаний являются «Service Master», «Rollins», «H&R Block» и «American Express».

## ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ ПУТИ ПОИСКА КОМПАНИЙ ДЛЯ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Начав изучать баффетологию, я отправилась в ближайший супермаркет, чтобы присмотреться к товарам, которые покупаю я сама и другие люди. Должна признаться, что мой выбор товаров, мой инвестиционный портфель, оказался весьма впечатляющим. Только посмотрите на перечень торговых марок, и вы все поймете. «Coca-Cola», «Philip Morris», «ConAgra\*», «Kraft», «General Foods», «Hershey's», «RJR Nabisco», «Quaker Oats», «Kellogg's», «Campbell Soup», «Wrigley's» и «Sara Lee Corporation» — лишь немногие из тех чудесных компаний и брендов, продукция которых представлена в любом супермаркете. Каждый день каждой недели каждого месяца каждого года люди будут тратить свои кровные денежки на упаковку «Coca-Cola», чтобы утолить жажду в жаркий летний день, на пачку сигарет «Marlboro», чтобы выглядеть солидно, на овсяные хлопья для детей, ведь растущему организму надо много еды! И даже на жевательную резинку.

Моя мать жевала «Wrigley's», еще когда сама была ребенком, я жевала ее в детстве, а бывает, что и сейчас

моя дочь предложит мне пластинку. А как насчет шоколадного печенья «Oreo» с белой прослойкой? Вы думаете, что лет через десять оно так же устареет, как ваш нынешний компьютер или автомобиль? Ни в коем случае! Пока люди продолжают рожать детей, добрые дяди из «RJR Nabisco» будут продолжать печь печенье «Oreo» и продавать его детям. Лично мне до сих пор очень нравится разнимать коржики и съедать прослойку.

Я клоню к тому, что великие идеи, касающиеся инвестиций, приобретения долевой собственности компаний, находятся у вас буквально на кончиках пальцев. Кроме того, у вас есть шансы разобраться в премудростях деятельности высокотехнологических компаний. Например, какой-нибудь «Genentech». А ведь это крупнейшая корпорация в области биотехнологии, стоявшая у истоков отрасли. Но поверьте, если вы обратитесь за помощью к брокеру, вы убедитесь, что он понимает в этом не больше вашего.

Одно из требований Уоррена Баффета к инвестициям — это понимание того, чем занимается компания и как используется ее продукция. Он отдает предпочтение продуктам, которые не устаревают в результате новых научно-технических открытий. Это означает, что многие высокотехнологические компании из тех, что привлекли ваше внимание, следует из списка исключить. Нет, в них можно вкладывать деньги. И все же лучше держаться подальше от того, чего не понимаете. Но кто знает, насколько профессионально подготовленные люди читают эту книгу?..

Уоррен любит рассказывать историю о своем друге, который, немало потрудившись, узнал все, что только возможно узнать, о компаниях, занимающихся водо-

снабжением. Этот человек, по словам Уоррена, мог точно сказать, сколько денег зарабатывает такая-то компания каждый раз, когда кто-то спускает воду в унитазе. Спустя некоторое время этот приятель Уоррена немало заработал, вложив деньги... куда? Правильно, в компании водоснабжения!

Суть в том, что обязательно надо понимать, куда вы вкладываете свои деньги, и не выходить за пределы своей компетентности. В этом отношении не должно быть никаких «если» и «но». Вы должны знать правила игры, в которую играете. Понимание природы бизнеса — это ключ к пониманию экономического положения компании. А именно по экономическому положению вы можете судить о том, к какой категории относится данная компания — является ли она компанией сырьевого типа или потребительской монополией. Экономические показатели также подскажут вам, насколько хорошо менеджмент компании умеет реинвестировать нераспределенную прибыль на благо инвесторов. Вы также сможете оценить действительную стоимость компании и понять, возможно ли с достаточной степенью надежности прогнозировать ее будущие прибыли, что немало важно, если вы хотите рассчитать ценность данной компании для вас как инвестора.

Вам нужны инвестиционные идеи? Начните с тех вещей, которыми вы пользуетесь в повседневной жизни. Разделите их на две категории. Одни относятся к компаниям сырьевого типа, другие к потребительским монополиям. Имейте при этом в виду, однако, что помимо открытых акционерных обществ, акции которых имеются в свободной продаже, есть и закрытые компании, куда вам как инвестору пути нет.

Быть может, вы всегда после работы выпиваете бутылочку «Coca-Cola». «Coca-Cola» — известный всему миру бренд, поэтому его вполне можно назвать потребительской монополией. Любите почитать «Wall Street Journal»? Это тоже потребительская монополия. Заправляете машину бензином? Это товар сырьевого типа. Пользуетесь духами «Chanel»? Потребительская монополия. Быть может, вы питаете страсть к инструментам фирмы «Black & Decker» или работаете на тракторе марки «Caterpillar»? Обращайте внимание на вещи, которыми вы пользуетесь в повседневной жизни и значение которых понимаете. За каждой вещью, продуктом стоит какая-то компания, создающая их. Автомеханики хорошо разбираются в устройстве автомобилей, врачи знают толк в медицинском бизнесе, аптекари много знают о фармацевтической индустрии. Кассирша в универсаме без колебаний ответит вам, какие прохладительные напитки, сорта пива, марки сигарет или шоколадных батончиков пользуются наибольшим спросом, хотя она, возможно, никогда в жизни не читала отчеты биржевых аналитиков.

Продавец в магазине, торгующем компьютерами, может сказать вам, компьютеры каких компаний продаются лучше всего и какие программные продукты наиболее популярны на сегодняшний день. Если вы сами работаете в таком магазине и знаете, что почти во всех компьютерах, кроме «Apple», используется операционная система «Windows», вы должны догадаться, что ребята, создающие «Windows», наверняка зарабатывают немалые деньги. Проведите небольшое расследование, и вы обнаружите компанию «Microsoft», которая и производит эту операционную систему.

Я хочу всем этим сказать, что вас окружают сотни компаний, деятельность которых вы понимаете. Следовательно, у вас есть сотни наводок на то, куда можно было бы вложить деньги.

Но помните: это пока только потенциальные наводки, а вам нужно еще в очень многом разобраться, прежде чем вы решите, какая компания достойна ваших денег.

### КУДА ДАЛЬШЕ?

Ну вот, теперь, предположим, вы знаете название компании, производящей продукт, который вы понимаете. Что дальше? Для начала можете рассмотреть упаковку и выяснить, где этот продукт был произведен. Теперь воспользуйтесь услугами доброжелательных людей, работающих в компании, обеспечивающей междугородную телефонную связь. Позвоните в справочную и узнайте номер телефона интересующей вас компании. Вполне может статься, что выбранный вами бренд является подразделением какой-то другой корпорации, носящей совсем другое название. К примеру, колготки марки «Hanes» выпускаются корпорацией «Sara Lee». Да, те же самые люди, что пекут чудесные творожные торты, еще и облачают женские ножки в колготки. Может оказаться также, что адрес, указанный на упаковке, является адресом завода, а не головного офиса компании.

Ладно, вы звоните в компанию и спрашиваете номер телефона головного офиса. Потом звоните в головной офис. Скажите секретарше, которая снимет трубку, что хотите получить копию годового отчета компании. Секретарша, скорее всего, соединит вас с кем-нибудь из от-

дела по связям с акционерами. Если так и происходит, скажите сотруднику отдела, что хотите получить годовой отчет. На другом конце провода спросят ваш адрес, после чего вам бесплатно вышлют копию годового отчета компании.

Да-да, совершенно бесплатно.

Секретарша может ответить вам, что компания не является открытой и годовые отчеты не публикует. Такое случится, например, если вы попытаетесь получить годовой отчет, скажем, корпорации «Chanel», выпускающей элегантные духи «Chanel № 5». Что ж, значит, вам не повезло. Но и из подобной ситуации есть выход — искать другую компанию.

Если, однако, вы все-таки получили по почте годовой отчет и убедились, что компания является корпорацией открытого типа, вам известно местонахождение ее головного офиса и вы знаете один или несколько выпускаемых ею продуктов, то вы должны воспользоваться некоторой дополнительной информацией.

Первым делом отправьтесь в ближайшую библиотеку, где вам выдадут несколько томов под общим названием «Guide to Business Periodicals» — «Указатель деловой периодики». В этом полезном издании перечислены (год, месяц, дата и номера страниц) все публикации, в которых упоминалась интересующая вас компания за последние тридцать лет. Далеко не углубляйтесь, а начните с самых недавних упоминаний в таких крупных деловых изданиях, как «Fortune», «Business Week», «Forbes» и «Smart Money». Хотя ваша компания может упоминаться и во многих других изданиях, именно в этих вы, скорее всего, найдете наиболее объективный анализ состояния данной компании и отрасли в целом.

А это вам необходимо. Ведь у вас будет отчет компетентного журналиста об интересующей вас компании. Журналист, возможно, беседовал с конкурентами, брал интервью у руководителя компании, поинтересовался мнением всех ведущих аналитиков, следящих за успехами данной фирмы. И вам даже не нужно платить за эту услугу, потому что, узнав из указателя, где опубликована статья, вы идете в отдел периодики. Библиотекарь помогает вам найти то, что нужно. Вам выдадут или журнал, в котором опубликована интересующая вас статья, или ее копию на микро пленке. И все это бесплатно. Кстати, университетские библиотеки обычно имеют более богатый архив, чем городские, особенно если в университете есть факультет бизнеса.

Читая эти статьи, делайте для себя пометки. Записывайте названия компаний-конкурентов и имена людей, чьи мнения цитируются в статье. Это следует делать потому, что вам, возможно, впоследствии захочется связаться с кем-нибудь из них и задать несколько вопросов. Я знаю, вы думаете: как это я буду звонить этим людям и задавать им вопросы? Да просто снимите трубку и наберите номер! Объясните, что руководите небольшим инвестиционным фондом, — кому какое дело, что в этом фонде только один инвестор — • вы сами? Скажите, что подумываете о том, чтобы вложить деньги в такую-то компанию. В девяти случаях из десяти они будут только рады поделиться с вами своим мнением об этой компании.

Разузнав кое-что об интересующей вас компании, вы можете вернуться в отдел периодики и попросить кладезь финансовой информации под названием «Value Line Investment Survey» — инвестиционное обозрение, основанное Арнольдом Бернхардом, который еще в

1937 г. начал собирать данные, касающиеся цен на акции, и публиковать их. Бернхард был современником Грэма и пытался отыскать критерии оценки стоимости акций. Он поддерживал грэмовскую теорию внутренней стоимости, но сдержанно относился к методам, которые использовал Грэм для расчета действительной стоимости конкретных предприятий.

Обозрение «Value Line» отслеживает курс акций семнадцати сотен различных компаний и содержит важнейшие показатели каждой из них за пятнадцатилетний срок. Этот справочник является важнейшим пособием для любого инвестора, и Уоррен регулярно пользуется им. Там содержится много ценной информации о каждой компании, такой как прибыли на акцию и рентабельность акционерного капитала. Настоятельно рекомендую всем вам иметь такой справочник.

Другим важным источником информации является справочник «Moody's Guide», который также имеется в любой библиотеке. Данные о многих компаниях вы сможете также найти в биржевом обозрении «Standard and Poor's Stock Reports». Имейте также в виду, что издания «Moody's», «Standard and Poor's» и «Value Line» можно получать по подписке. Если вы настроены стать серьезным инвестором, то ваши расходы окупятся — это те же инвестиции.

Открыв справочник «Value Line», отыщите в списке название интересующей вас компании, а потом откройте указанную страницу и читайте. Если не находите нужную компанию в «Value Line», попробуйте найти ее в «Moody's».

Возможно, интересующая вас компания не упоминается ни в одном из этих обозрений. В таком случае



снова позвоните в ее головной офис и попросите выслать годовые отчеты за последние годы. Чем больше их будет, тем лучше.

Прочитав статьи, найденные через указатель «Guide to Business Periodicals», собрав финансовые показатели компании по меньшей мере за последние семь лет, вы уже готовы ответить на некоторые ключевые вопросы, касающиеся природы выбранного бизнеса, и, главное, является ли данная компания компанией сырьевого типа или потребительской монополией. А возможно, это что-то промежуточное? Определитесь также с менеджментом компании: руководство честно служит интересам акционеров или бездумно тратит принадлежащие акционерам деньги на приносящие мало отдачи проекты?

Если ситуация выглядит достаточно заманчиво, проанализируйте показатели рентабельности капитала и роста прибылей за последние восемь—десять лет. Стоит также рассчитать ценность компании для вас — возможно, будущего инвестора. Для этого вы можете использовать уравнения, которые будут обсуждаться во второй части книги. Но помните, что прибыли должны быть достаточно стабильными, а продукты компании должны иметь такую природу, чтобы вы имели возможность достаточно уверенно прогнозировать будущие прибыли компании.

Уоррен Баффет часто говорит о *круге компетентности*, приводя в пример Билла Гейтса и его невероятно успешную компанию «Microsoft». Он не отрицает, что Гейтса можно назвать самым умным и самым творческим менеджером в сегодняшнем мире бизнеса, а его компанию великолепной. Но, добавляет Уоррен, он не может с достаточной уверенностью прогнозировать бу-

душие прибыли «Microsoft», а потому не может и рассчитать будущую стоимость компании. А раз так, то он и не подумает инвестировать какие-то средства в эту компанию. Уоррен говорит, что он просто недостаточно понимает сферу деятельности компании «Microsoft», чтобы попытаться оценивать ее. А не оценив компанию, он не может вкладывать в нее деньги.

Теперь предположим, что с учетом всех факторов компания выглядит именно такой, какую вы ищете. Пора делать следующий шаг.

Следующий шаг заключается, в сущности, в адаптации к вашей ситуации того, о чем в просветленные 1960-е гг. писал в своей книге «Обыкновенные акции и необыкновенные прибыли» («Common Stocks and Uncommon Profits») инвестиционный гений Филип Фишер. Он описывает исследовательский процесс, который именуется *методом сплетен*. Согласно этой методике исследования, потенциальный инвестор звонит конкурентам интересующей его компании и ее клиентам и наводит справки. Это сродни тому, чтобы выпить чашечку кофе и поболтать с бывшим приятелем девушки, с которой вы подумываете сблизиться.

Уоррен обзванивает конкурентов, интересуясь их мнением о такой-то компании. Или расспрашивает человека, который, как он знает, разбирается в данной сфере бизнеса. Если бы вам случилось оказаться в обществе Уоррена после того, как он нагрузился четырьмя-пятью бутылками «Coca-Cola», он мог бы порассказать вам о том, как пользовался методом сплетен еще в те дни, когда учился в Колумбийской школе бизнеса. Мне больше всего нравится история, развернувшаяся после того, как он выяснил, что его любимый профессор — не кто иной,

как Бенджамин — Грэм имеет самое непосредственное отношение к страховой компании «Government Employees Insurance Company» (GEICO). Узнав это, молодой Уоррен отправился в библиотеку и выяснил, что правление GEICO базируется в Вашингтоне.

И вот в одну из суббот Уоррен сел в поезд и отправился в Вашингтон. У дверей штаб-квартиры GEICO он появился в одиннадцать часов утра. Дверь оказалась заперта, и он колотил в нее, пока не появился вахтер. Уоррен спросил у вахтера, с кем он мог бы поговорить о компании. Тот, сжалившись, ответил, что ему мог бы помочь такой-то человек, которого он найдет на шестом этаже. Уоррен поднялся на шестой этаж и обнаружил там самого Лоримара Дэвидсона, который в то время руководил инвестиционным отделом GEICO, а впоследствии стал генеральным директором компании. Польщенный желанием Уоррена побольше узнать об их компании, Дэвидсон посвятил разговору с ним четыре часа, объясняя все тонкости страхового бизнеса и методы работы GEICO. В результате Уоррен по уши влюбился в эту компанию. Как мы уже отмечали, позже он включил GEICO в круг своей компетентности и в последующие сорок лет, вложив в компанию 45 миллионов долларов, заработал на этом 1,7 миллиарда.

Сплетни бывают очень полезны!

Инвестиционные компании в качестве услуги могут снабдить вас списком всех организаций, владеющих акциями интересующей вас компании. Я лично нахожу очень полезным звонить в эти организации и просить связать меня с человеком, в ведении которого находится интересующая меня компания. Я называюсь менеджером небольшого инвестиционного фонда и говорю, что

подумываю добавить в свой инвестиционный портфель такую-то компанию. Еще не было случая, чтобы какой-нибудь аналитик отказал мне в помощи. Аналитики, как правило, люди весьма общительные, и они неизменно делают акцент на тех факторах, которые побудили их самих приобрести акции данной компании. Впрочем, иногда удается выяснить, почему они жалеют о приобретении этих акций. Но запомните, я звоню, хорошо подготовившись к разговору, и могу вести очень умную беседу, задавая точные и своевременные вопросы.

Недавно менеджер одного инвестиционного фонда сказал мне, что предприятие, о котором я спрашивала, имеет не слишком хорошие экономические показатели и расплывчатые перспективы на будущее. Но вот менеджмент там превосходный, особенно генеральный директор — такого руководителя хотела бы иметь любая компания. Этот менеджер добавил, что сам он предпочитает инвестировать деньги в компании, руководству которых можно доверять.

Бывает, что я иногда иду в магазин, где продаются продукты, производимые предприятием, акции которого я подумываю купить. Поэтому в магазине я расспрашиваю менеджера, как раскупаются эти товары.

Когда компания «Philip Morris» снизила цены на сигареты «Marlboro», чтобы вернуть покупателей, переключившихся на более дешевые марки сигарет, я спросила продавцов ближайшего супермаркета, стимулировало ли это снижение цены на «Marlboro» сбыт сигарет. Все продавцы подтвердили, что да, стимулировало. Благодаря этому за несколько недель до того, как пресса сообщила общественности, что снижение цен на «Marlboro» благотворно отразилось на продажах

этих сигарет и позволило компании «Philip Morris» восстановить пошатнувшиеся было позиции на рынке, я уже знала, что их стратегия сработала.

Уоррен использует метод сплетен, «Philip Morris» использует метод сплетен, мы с Дэвидом, моим соавтором, используем метод сплетен, и вы тоже можете его использовать. Побольше творчества и ничего не бойтесь. В худшем случае кто-то не захочет отвечать на ваши вопросы. Зато в лучшем случае вы заведете себе полезные знакомства.

На такое способен каждый. Для этого не нужно иметь специальное образование и не нужно быть сотрудником крупной инвестиционной фирмы. Достаточно провести некоторое время в библиотеке и сделать несколько телефонных звонков. Не робейте! В конце концов, речь идет о ваших деньгах. А если вы, принимая инвестиционные решения, не проделаете хотя бы минимум подготовительной работы, то может получиться так, что очень скоро ваши деньги перестанут быть вашими.

## ЧТО ВАМ НУЖНО ЗНАТЬ О МЕНЕДЖМЕНТЕ КОМПАНИИ, В КОТОРУЮ ВЫ СОБИРАЕТЕСЬ ВЛОЖИТЬ ДЕНЬГИ

Поговорим о людях, кому вы доверили свои инвестиции, — о руководителях компании, в которую вы вложили свои деньги.

Плохие предприятия часто остаются таковыми, и никакой менеджмент положения не исправит. Уоррен Баффет в этом плане часто сравнивает руководителя компании с капитаном корабля. Если опытный морской волк командует старым корытом, а зеленый юнец скоростным катером, то какое судно, по-вашему, выиграет гонку? Да никакое! Потому что даже очень хорошее руководство не спасет положение, если бизнес изначально имеет слабую экономическую базу.

То же самое можно сказать и о предприятиях с исключительно хорошей экономической основой: даже самый слабый менеджмент не в состоянии окончательно испортить дело. Уоррен как-то сказал, что он старается инвестировать деньги только в предприятия с на-

столько прочным экономическим положением, что даже дураки могут управлять ими с прибылью.

Именно на экономическое положение предприятия, а не на качество управления должен в первую очередь обращать внимание инвестор, решая вопрос, стоит ли вкладывать деньги в данный бизнес. Для вас важно, чтобы менеджеры компании были не только умными и трудолюбивыми, но и честными. Потому что если они не будут честными, то их трудолюбие и талант принесут вам только вред.

Честность является, пожалуй, самой важной чертой руководителя. Честные менеджеры ведут себя так, словно они управляют своим собственным, а не чужим предприятием. Они с меньшей вероятностью пустят на ветер деньги акционеров. Одним из главных факторов успешного инвестирования является то, что руководство компании смотрит на вещи с той же точки зрения, что вы с Уорреном, — *с тонки зрения интересов бизнеса*.

К числу легко узнаваемых правил поведения менеджера, который разделяет позицию владельцев компании, относятся:

- умение выгодно размещать капитал;
- ♦ поддерживать как можно более высокой рентабельность капитала;
- выплачивать прибыли в виде дивидендов или направлять нераспределенную прибыль на выкуп акций компании, если более выгодных инвестиционных возможностей нет.

Уоррен считает, что одним из важнейших признаков добрых намерений менеджмента является приобретение акций компании за счет нераспределенной при-

были, *когда это имеет смысл с тонки зрения интересов бизнеса*.

Если компания выкупает собственные акции по ценам, которые обеспечивают лучшую рентабельность капитала, чем любые другие доступные инвестиции, то это очень хорошо для тех акционеров, которые сохраняют свои акции. Их кусок пирога становится больше. И это безо всяких усилий с их стороны! Замечательно, не правда ли? Уоррен с этим согласен.

Рассмотрим, как это делается, на примере компании «Capital Cities».

Менеджеры «Capital Cities» в период с 1989 по 1992 г. выкупили более миллиона акций компании, потратив на это около 400 миллионов долларов. Такой расход денег акционеров оправдывался тем, что, поскольку компания «Capital Cities» занимается ширококвещательным бизнесом, она должна вкладывать деньги только в тот бизнес, в котором знает толк, т. е. в ширококвещательный бизнес.

Но проблема в том, что частные, закрытые, ширококвещательные компании стоили в то время очень дорого по сравнению с акциями публичных компаний — открытого типа. Руководители «Capital Cities» заметили, что акции их компании продаются относительно дешево по сравнению с теми ценами, которые были установлены на акции закрытых компаний, и решили выкупить свои собственные акции, что было гораздо выгоднее, чем покупать акции какой-либо компании закрытого типа. В результате акционеры «Capital Cities», сохранившие свои акции, стали гораздо богаче.

Итак, вам нужны честные менеджеры, которые видят свою задачу в увеличении прибыли акционеров, а

не в укреплении собственных вотчин. Великий мудрец Уолл-стрит 1920—1930-х гг. Бернард Барух, перечисляя собственные инвестиционные критерии, писал в автобиографии («My Own Story», 1957): «Важнее всего характер и мозги управляющих. Для меня лучше хороший менеджмент и меньше денег, чем плохие менеджеры с кучей денег. Плохие управляющие способны погубить самое хорошее предприятие. Качество управления является особенно важным при оценке перспектив будущего роста».

В конечном счете менеджеры компании полностью контролируют ваши деньги. Если вам не нравится, как руководители компании справляются со своими обязанностями, то вы можете проголосовать против них на выборах нового правления или же продать свои акции и покинуть компанию, т. е., фактически, проголосовать ногами.

## КОГДА СПАД В КОМПАНИИ МОЖЕТ СТАТЬ БЛАГОПРИЯТНОЙ ВОЗМОЖНОСТЬЮ ДЛЯ ИНВЕСТИЦИЙ

Большинство наблюдателей, следящих за деятельностью Уоррена, сбивает с толку то, что иногда он вкладывает деньги в предприятия, перспективы которых кажутся более чем скромными. Например, недавно, в начале 1990-х гг., он приобрел пакет акций «Wells Fargo Bank». Подобное он делал и раньше, когда в конце 1960-х, после скандала с салатным маслом (об этом позже), вложил деньги в «American Express», а в 1970-х гг. приобрел долевую собственность страховой компании GEICO.

Чтобы понять, в чем тут дело, нужно вспомнить утверждения Грэма, что поскольку большинство игроков на фондовой бирже нацелены на получение барышей в самой ближайшей перспективе, они на 90% оценивают стоимость любой компании по ее текущим показателям. Это значит, что если компания пережила Неудачный год, то рыночная стоимость ее акций снижается даже несмотря на то, что в прежние годы компа-

ния работала очень хорошо. С точки зрения Грэма, это открывает отличные перспективы для инвестора, который не боится смотреть далеко вперед. Уоррен вслед за Грэмом убедился в том, что краткосрочные колебания рыночного курса акций могут быть благоприятным шансом для долгосрочных инвесторов.

Хочу предложить подумать над таким примером. Предположим, вы владеете маленькой горнолыжной станцией. Вы занимаетесь этим бизнесом уже тридцать лет, и каждый год ваши прибыли составляют около 300 тысяч долларов. Иногда бывают особенно урожайные годы, когда прибыли достигают 600 тысяч долларов. Но бывают также и неудачные годы: когда нет снега, то, соответственно, нет денег.

Вы продали бы свой бизнес в такой неудачный год по сниженной цене только потому, что именно в этом году не было снега, а потому вы и не получили дохода? Едва ли. Вы ведь знаете, что погодные катаклизмы, лишаящие вас прибылей, случаются довольно редко. Как и те, которые вообще влияют на доходы года. Это самые обычные взлеты и спады, присущие любому бизнесу. И если бы вы сами оценивали свой бизнес, то обязательно приняли бы это в расчет. Согласитесь, что это разумно, не так ли?

Но если ваша горнолыжная станция является открытой акционерной компанией, фондовая биржа, нацеленная на получение краткосрочных выгод, в зависимости от получаемых вами прибылей ежегодно меняет курсовую стоимость вашего бизнеса. В особенно прибыльные годы ваш бизнес ценится высоко и, соответственно, поднимается курс акций. Но в бесснежные годы курс акций падает.

Подобное периодически происходит практически с любым бизнесом, независимо от того, принадлежит ли он к компании сырьевого типа или обладает потребительской монополией. Доходы телевидения и прессы зависят от рекламодателей. Однако тарифы на рекламу и доходы от нее колеблются в соответствии с общим экономическим положением. Если экономика переживает спад, то доходы от рекламы снижаются и средства массовой информации зарабатывают меньше. Видя это снижение прибылей, фондовый рынок тут же реагирует снижением курса акций газетных и телевизионных компаний.

Компания «Capital Cities/ABC» стала жертвой такого маниакально-депрессивного поведения биржи в 1990 г. Из-за общей экономической рецессии доходы от рекламы начали уменьшаться, и чистая прибыль «Capital Cities» в 1990 г. оказалась примерно на том же уровне, что и в 1989 г. Фондовый рынок, привыкший видеть неуклонный рост прибылей «Capital Cities» в среднем на 27% ежегодно, отреагировал на эту новость очень нервно, и за последующие шесть месяцев курс акций снизился с 63,30 до 38 долларов. Акции «Capital Cities» потеряли в цене 40%. И это потому, что биржа спрогнозировала сохранение застоя в прибылях компании и на будущие годы. (В 1995 г. «Capital Cities» и «Walt Disney Company» договорились о слиянии. Это привело к тому, что рынок резко изменил свой взгляд на перспективы «Capital Cities», а в итоге стоимость акций компании возросла до 125 долларов. Если бы вы купили акции «Capital Cities» по 38 долларов в 1990 г. и продали их по 125 долларов в 1995 г., то ваша прибыль составила бы 87 долларов в расчете на одну акцию, а го-

довая накапливаемая рентабельность ваших инвестиций оказалась бы равной 26%.)

То же самое может происходить и в банковской отрасли. Изменение процентных ставок вызывает колебания величины прибылей банка в тот или иной год. Банки также зависимы от периодически сменяющихся друг друга бумов и спадов в сфере недвижимости. Рынок недвижимости подвержен периодам бурного роста, за которыми следует серьезное сокращение операций, после чего наступают продолжительные периоды относительного спокойствия. Но рецессия в масштабах отрасли и финансовые проблемы отдельного банка, вызванные его собственными ошибками, — это совершенно разные явления. И для крупного банка из категории «финансовых центров», вроде «Wells Fargo», общий экономический спад имеет куда более серьезные последствия, чем для регионального банка средних размеров. Первый вынужден нести на своих плечах экономические проблемы всей страны, а второй — лишь проблемы регионального масштаба.

Банки — финансовые центры играют ключевую роль в мире бизнеса. Эти банки занимают постоянную и очень важную нишу в нашей экономике, потому что не только имеют дело с тысячами индивидуальных клиентов и предприятий, но также служат банками для более мелких банков. Большинство банков из числа финансовых центров включены в элитную группу финансовых учреждений. Они имеют право покупать облигации министерства финансов США, а потом перепродавать их другим банкам и институтам. Это обеспечивает им положение главного «платного моста». В глазах Федерального резервного банка такие банки являются центром финансовой жизни страны. Если менеджмент та-

кого банка допускает ошибки, подводя банк к грани банкротства, Федеральный резервный банк делает все, что в его силах, чтобы заставить его влиться в какой-нибудь другой банк — финансовый центр. Но в условиях рецессии, когда серьезные проблемы есть у всех банков, у федеральной резервной системы остается только один выход: попытаться удержать тонущий банк на плаву с помощью льготных кредитов.

Большинство людей не знают, что банки тоже берут деньги займы у других банков. Федеральный резервный банк имеет так называемое дисконтное окно, через которое коммерческим банкам, попавшим в беду и нуждающимся в деньгах, могут выделяться льготные кредиты. Дисконтное окно является источником дешевых денег для банков. Это позволяет им брать деньги займы у Федерального резервного банка, а затем пускать их в оборот и получать прибыли. Если банк слишком часто оказывается с протянутой рукой у дисконтного окна в условиях нормально работающего банковского сектора, с ним начинает разбираться специальная комиссия. Но если такое происходит в период общенационального экономического спада, то дисконтное окно является для федеральной резервной системы единственной возможностью помочь крупнейшим банкам, финансовым центрам, остаться в бизнесе.

Помните, что в условиях отраслевой рецессии страдают все предприятия, которые относятся к данной отрасли. Но выживают сильные, а слабые погибают. Одним из самых консервативных, хорошо управляемых и финансово крепких банков из числа крупнейших финансовых центров Западного побережья является «Wells Fargo», восьмой по величине банк страны.

В 1990 и 1991 гг. «Wells Fargo», реагируя на общенациональную рецессию на рынке недвижимости, отложил резерв на возможные потери по «плохим» кредитам на сумму 1,3 миллиарда долларов, что составляло примерно 25 долларов в расчете на акцию. Балансовая стоимость акции равнялась тогда 55 долларам. Это вовсе не означало, что банк потерял эту сумму, а лишь свидетельствовало о создании резерва на случай *потенциальных* потерь, которые отнюдь не обязательно произойдут. Создание резерва гарантировало, что если самое худшее все-таки случится, банк будет подготовлен к этому.

Даже если бы банк действительно потерял все, что он зарезервировал на случай возможных потерь, т. е. 25 долларов в расчете на акцию, то балансовая стоимость акций все равно осталась бы достаточно внушительной — порядка 28 долларов. Потери действительно имели место, но не в том масштабе, которого опасался банк. Но в 1991 г. они съели почти всю прибыль банка. И все же банк оставался вполне платежеспособным и закончил год без убытков, хотя прибыль оказалась весьма невелика — 21 миллион долларов, или 0,04 доллара на акцию.

Но Уолл-стрит отреагировал на это так, словно «Wells Fargo» был рядовым сберегательным банком регионального масштаба, который оказался на грани банкротства. Поэтому биржевой курс акций упал с 86 до 41,30 доллара. Акции «Wells Fargo» потеряли в цене 52%, в сущности, только потому, что банк в 1991 г. остался без прибылей. Уоррен ответил на это покупкой 10% долевой собственности банка — он приобрел 5 миллионов акций по средней цене 57,80 доллара.

Уоррен видел в «Wells Fargo» самый успешный и прибыльный банк, финансовый центр страны, акции

которого при этом котировались существенно дешевле, чем на частном рынке продавались сравнимые коммерческие банки. И хотя все банки конкурируют между собой, но банки категории финансовых центров, такие как «Wells Fargo», обладают, как уже было сказано, монопольным положением «платного моста» в сфере финансовых трансакций. Любой человек, живущий в обществе, любое предприятие, будь то маленькая семейная фирма или огромная корпорация с оборотом в миллиарды долларов, должны иметь банковский счет, чек, чек, может быть, кредит для покупки машины или дома. И мы вынуждены обращаться к банкирам, которые берут с нас плату за оказываемые ими многочисленные услуги. В Калифорнии, в частности, живет очень много людей, существуют тысячи фирм, масса малых и средних банков. И «Wells Fargo» обслуживает их всех. За вознаграждение!

Как бы там ни было, те потери, которых опасался банк «Wells Fargo», так и не достигли ожидаемой величины. И если бы вы захотели купить акции «Wells Fargo» семь лет спустя, в 1997 г., вам пришлось бы выложить за каждую из них примерно 270 долларов. Накапливаемая годовая рентабельность инвестиций, сделанных Уорреном в 1990 г., составила, до вычета налогов, около 24,6%.

Поэтому прежде, чем что-либо покупать, вы должны твердо знать, в чем заключается ваш интерес. Но бывают ситуации, когда в целом преуспевающая компания переживает спад, который может длиться несколько лет. Рыночная стоимость акции такого предприятия при этом резко уменьшается.

В случае с «Capital Cities» общий экономический кризис стал причиной уменьшения доходов от рекла-



мы. Но подобное бывало и раньше. Тот же самый кризис вызвал коллапс рынка недвижимости, в результате чего огромные потери понес весь банковский сектор. Банк «Wells Fargo» тоже пострадал, но это не было для него смертельным. Он был слишком важным игроком в финансовом мире и имел слишком хороший менеджмент, чтобы сойти с дистанции. Более слабые банки исчезают задолго до того, как начинаются настоящие проблемы у гигантов. У финансового сектора есть свои интересы, которые строго блюдет федеральная резервная система.

В чем же мораль всей этой истории? А вот в чем: вы можете быть уверены, что компании с отличным менеджментом, или с сильной потребительской монополией, или и с тем и с другим обязательно переживут любую рецессию и, скорее всего, по ее окончании окажутся даже в лучшем положении, чем были до кризиса. *Экономические рецессии убивают слабых и дают возможность сильным еще более укрепиться, когда трудности останутся позади.*

### СОБСТВЕННЫЕ ПРОМАХИ

Иногда случается, что компания, обладающая превосходной потребительской монополией, допускает какие-то промахи и ошибки. С 1936 г. и до середины 1970-х гг. страховая компания GEICO добилась немалых успехов за счет страхования надежных и тщательно проверенных водителей. Компания работала с минимальными издержками и даже отказалась от страховых агентов, которые были заменены прямой почтовой рассылкой.

Но в начале 1970-х гг. новое руководство решило попробовать расширить круг клиентов, продавая страховки всем подряд.

Эта новая философия страхования всех и вся привела к тому, что круг клиентов GEICO расширился за счет большого числа водителей, склонных к совершению ДТП. В результате большего количества аварий, требующих выплаты страховки, GEICO потерпела значительные убытки. Их величина в 1975 г. составила 126 миллионов долларов, что поставило компанию на грань неплатежеспособности. Реагируя на этот кризис, совет директоров GEICO назначил новым председателем правления и президентом компании Джека Берна. Оказавшись во главе компании, он обратился к Уоррену с предложением вложить в компанию деньги. Уоррен ответил, что пойдет на это только в том случае, если GEICO откажется от вредной практики страхования всех без исключения водителей и вернется к проверенному временем прежнему формату — страховать только надежных водителей через прямую почтовую рассылку, обеспечивающую низкие издержки. Берн сказал, что такой план есть, и Уоррен вложил деньги.

Несколько иная неприятность случилась в середине 1960-х гг. с «American Express». Коммерсант Энтони де Анджелис получил у нескольких кредиторов заем на сумму около 60 миллионов долларов, предоставив в качестве залога запасы масла для заправки салатов. Компании «American Express» было поручено проверить существование этого залога, а она передоверила эту проверку своему филиалу. Когда де Анджелис заявил о своей неспособности рассчитаться по кредиту, кредиторы решили продать с торгов оставленное в залог мас-

ло. Но каково было их изумление, когда оказалось, что никакого залога в природе не существует. Поскольку ранее компания «American Express» выступила гарантом существования несуществующего масла, кредиторы предъявили иск ей. И компании «American Express» пришлось выплатить требуемые 60 миллионов.

Этот убыток привел к резкому уменьшению собственного капитала компании, и Уолл-стрит отреагировал на это стремительным падением курса акций «American Express». Увидев это, Уоррен рассудил, что даже в условиях, когда компания «American Express» потеряла более половины собственного капитала, потребительские монополии, которыми она обладала — кредитные карточки и дорожные чеки, — остались при ней. Сокращение капитала не могло нанести компании какой-либо *долгосрочный* урон. Понимая это, Уоррен вложил в акции «American Express» 40% инвестиционного капитала товарищества «Buffett Partnership», в результате чего в руках Уоррена и его партнеров оказались примерно 5% акций «American Express», находившихся в обращении. Два года спустя рыночная стоимость акций повысилась, и Уоррен продал их, получив 20 миллионов долларов прибыли.

Проведем аналогию. Предположим, в 1993 г. вы предъявили иск компании «Coca-Cola» и суд обязал ее выплатить вам 2,2 миллиарда долларов, т. е. всю сумму чистых прибылей компании за тот год. Услышав эту новость, биржа свела бы курс акций компании на нет. Но правда заключается в том, что эта потеря никак — или почти никак — не отразилась бы на прибылях «Coca-Cola» в последующие годы. Потребительская монополия, которой обладает «Coca-Cola Company», осталась

бы целой и невредимой. Выплатив вам 2,2 миллиарда долларов в 1993 г., компания ничего бы не потеряла. Потому что в противном случае она так или иначе заплатила бы эти деньги своим акционерам. В следующем, 1994-м, году компания «Coca-Cola» снова получила бы те же 2,2 миллиарда долларов прибылей или даже больше. А в году 1995-м уже никто и не вспомнил бы о досадном происшествии 1993 г., и котировки акций «Coca-Cola» вернулись бы на прежние позиции. Как быстро мы все забываем!

*Урок* здесь в том, что неустойчивость цен на акции вследствие экономической рецессии, как это было с «Capital Cities» и «Wells Fargo», или вследствие собственных промахов компаний, как это было с GEICO и «American Express», может открыть благоприятные возможности для дальновидного инвестора.

## КАПРИЗЫ ФОНДОВОГО РЫНКА, ОТКРЫВАЮЩИЕ БЛАГОПРИЯТНЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ ПОКУПКИ АКЦИЙ

Уоррен Баффет считает, что фондовому рынку присущи механизмы, вследствие которых котировки ценных бумаг любой компании могут падать и расти вне зависимости от ее экономического положения. Он уверен, что такое иррациональное экономическое поведение биржи открывает прекрасные возможности для инвестора, который оценивает все события с точки зрения бизнеса.

Колебания фондового рынка, о которых идет речь, отличаются от спекулятивного стремления к получению краткосрочных выгод, которое выражается в обсуждавшихся выше реакциях рынка на просчеты компаний и циклические экономические кризисы. Эти колебательные механизмы встроены в инфраструктуру фондового рынка и связаны с капризностью самих правил покупки и продажи акций, практикуемых на бирже. Они также подкрепляются некоторыми инвестиционными стратегиями. Такими, например, как портфельное страхование и индексный арбитраж. Эти две стратегии пы-

таются максимально эксплуатировать резкие ценовые колебания фондового рынка в целом.

В такой ситуации акции индивидуальных компаний становятся безликим сырьевым товаром, спрос на который регулируется силами, которые реагируют не на действительную ценность конкретных компаний и их экономическое положение, а лишь на то, в каком направлении и с какой скоростью меняются рыночные цены.

Эта инфраструктурная проблема может стать отправной точкой для массовой истерии. Когда люди без всяких разумных причин теряют свои богатства, они часто впадают в панику, продавая все акции подряд, чтобы отойти в сторону и подождать, пока рынок не стабилизируется. Паника лишь усугубляет ситуацию, и это зачастую открывает хорошие возможности для перспективного инвестирования.

Чтобы лучше разобраться в этой проблеме и тех возможностях, которые она открывает, давайте исследуем две финансовые катастрофы прошлых лет, ставшие следствием этих капризов фондового рынка.

## МЕХАНИКА РЕЗКИХ КОЛЕБАНИЙ

Как уже говорилось выше, все многочисленные инвестиционные подходы можно разделить на две стратегии, которые очень сильно различаются между собой, — на краткосрочную и долгосрочную. Философия инвестирования с точки зрения бизнеса, какой ее видит Уоррен, относится к долгосрочной категории.

В идеальном случае вся информация об определенной компании интерпретируется и используется с двух

разных точек зрения — краткосрочной и долгосрочной. Результатом этой интерпретации становится рыночная стоимость акций компании. Мы знаем, что на рынке доминирует краткосрочная стратегия, поэтому именно она оказывает наибольшее влияние на котировки акций. Здесь-то и открываются благоприятные возможности выгодного приобретения акций для инвестора, ориентирующегося на более отдаленную перспективу.

Бывают, однако, ситуации, когда котировки акций с информацией о компании никакой связи не имеют. Так было во время большой паники 1901 г. и более недавней — в 1987 г. В обоих случаях источником паники стала нехватка ценных бумаг, возникшая у маркетмейкеров.

### ПАНИКА 1901 г.

Паника 1901 г. интересна для нас тем, что она продлилась всего лишь одну неделю. Причиной ее стала борьба за контроль над железнодорожной компанией «Northern Pacific Railroad» между Э. Г. Гарриманом и Джеймсом Хиллом и, соответственно, между представлявшими их интересы банками, «Kuhn, Loeb & Company» и «J. P. Morgan and Company».

В те дни, когда у титанов железнодорожной индустрии возникало желание завладеть очередной железной дорогой, они приходили на открытый фондовый рынок и потихоньку скупали акции определенной компании, пока не приобретали контрольный пакет. Сегодня, согласно требованиям Комиссии по ценным бумагам, каждый инвестор, приобретающий не менее 5% акций какой-либо компании, обязан делать это гласно. В 1901 г. такого тре-

бования не было, и часто бывало, что человек или фирма неспешно и незаметно скупали акции какого-то предприятия и успевали завладеть контрольным пакетом, прежде чем рынок замечал неладное и реагировал на это повышением цен. Так получилось и с «Northern Pacific».

В начале 1901 г. Джеймс Хилл и «J. P. Morgan and Company» владели большей долей собственности в «Northern Pacific Railroad», но контрольного пакета не имели. В апреле того же года Э. Г. Гарриман начал втайне скупать акции компании, и к маю курс акций повысился на 25%. Это не вызвало никакой тревоги, потому что в то время на бирже наблюдался общий рост уровня цен. Поскольку о попытке захвата «Northern Pacific» никто не догадывался, некоторые трейдеры решили даже, что акции компании выросли неоправданно быстро, и начали играть на понижение.

Если кто-то *играет на понижение*, то это фактически означает, что он *одалживает* ценные бумаги у кого-то, а потом их *продает*. Если курс акций впоследствии понижается, игрок выкупает акции обратно и возвращает тому, у кого их взял в долг. Прибыль человек, играющий на понижение, получает в том случае, если акции действительно падают и он может их выкупить по более низкой цене. Если же снижения котировок не происходит, он вынужден выкупать их дороже, чем продал, и оказывается в убытке.

В понедельник 6 мая 1901 г. акции «Northern Pacific» вдруг резко подскочили в цене. Никто, казалось, не понимал, почему это произошло. Этому не знали и члены правления «Northern Pacific»; их банкиры тоже терялись в догадках. Многие объясняли это попытками ввести рынок в заблуждение. Биржевые игроки на понижение

поверили этому и продолжали продавать акции, которых у них не было.

Во вторник, 7 мая, акции продолжали расти, поднявшись со 117 до 143 долларов. К концу дня всем стало ясно, что же на самом деле произошло. Распространился слух, что Гарриман подал последнюю заявку и вот-вот станет хозяином «Northern Pacific». Услышав эту новость, Хилл и Морган попытались остановить его, предложив более высокую цену в попытке купить как можно больше акций только для того, чтобы не дать им перейти в руки Гарримана.

К среде всем наблюдателям стало ясно, что воюющие стороны — Гарриман с одной стороны и Хилл с Морганом с другой — в своей борьбе за контроль над компанией загнали рынок акций «Northern Pacific» в угол. Это никак не повлияло бы на ситуацию на фондовом рынке в целом, если бы не одно обстоятельство: спекулянты, игравшие на понижение, еще не успели выполнить свои обязательства.

Никто не хотел продавать акции, и крупные покупатели вздували цены на недостижимую высоту. Игроки на понижение поняли, что попали в западню, и запаниковали. Имейте в виду, что в те времена человек, продавший акции, обязан был доставить их покупателю на следующий день. Если своих акций у него не было, он должен был их у кого-нибудь одолжить. Если продавец не выполнял своих обязательств, покупатель мог прийти на биржу и купить договоренное количество акций по рыночной цене, повесив счет на несостоятельного должника.

Поскольку 8 мая продавцов акций «Northern Pacific» было очень мало, игроки, пытаясь выполнить свои обязательства, начали отчаянно торговаться за те акции, что

были в наличии. К концу дня цена поднялась до 180 долларов.

Когда утром 9 мая, в четверг, удар гонга возвестил о начале торгов, паника среди несостоятельных трейдеров разгорелась как лесной пожар. К полудню за акции «Northern Pacific» давали уже тысячу долларов. Очень уж нужны были им эти акции.

В это же самое время чрезвычайно интересные события происходили в той части фондового рынка, которая прямого отношения к акциям «Northern Pacific» не имела. Фондовый рынок вошел в пике. Запаниковавшие игроки стали распродавать все имевшиеся у них ценные бумаги, чтобы на вырученные деньги купить столь необходимые им акции железнодорожной компании. Десятки крупных трейдерских фирм оказались раздетыми до нитки и теперь отчаянно пытались хоть чем-то прикрыть наготу.

Бернард Барух, наблюдавший эту ситуацию, впоследствии писал: «Страх на бирже полностью вытеснил рассудок. Акции падали на десять—двадцать пунктов, от них просто хотели избавиться любой ценой. Пошли слухи, что нечто подобное творится и на других биржах».

На следующий день Гарриман заключил с Хиллом и Морганом перемирие, в результате чего биржевой индекс упал сразу же на шестьдесят пунктов. Банки, прежде бравшие за ссуды трейдерам 4% годовых, опасаясь за свои кредиты, взвинтили процентную ставку до 60%. Акции одной компании росли, а весь остальной рынок падал в бездну.

*А вот урок.* Падение котировок ценных бумаг других компаний не было вызвано ни рецессией, ни циклическими особенностями бизнеса, ни сообщениями о

снижении прибылей, ни изменением макроэкономических показателей. Оно не было даже связано с изменением интерпретации имеющейся информации об этих компаниях.

Все произошло лишь из-за того, что биржевые спекулянты, оказавшись в ловушке, не смогли выполнить свои обязательства в связи с продажей акций «Northern Pacific». Нехватка ценных бумаг этой компании вынудила их продавать бумаги *других компаний*. Они делали это для того, чтобы выручить деньги для покрытия убытков, понесенных в попытках играть на понижение с акциями «Northern Pacific».

Остальные трейдеры, опасаясь, что схожая ситуация сложится с другими компаниями, поддались паническим настроениям и тоже начали сбрасывать свои бумаги.

Бернард Барух хорошо понимал, что происходит. Он видел, что акции преуспевающих компаний продают по смешным ценам, и решил воспользоваться этим стечением обстоятельств и кое-что купить.

Таким образом, рыночный механизм, позволявший человеку продавать то, чего у него не было, в сочетании с резким ростом цен на акции железнодорожной компании «Northern Pacific» создал взрывную ситуацию, которая закончилась массовой и безрассудной распродажей всего фондового рынка. С другой стороны, эта ситуация оказалась весьма благоприятной для Баруха, получившего шанс с большой выгодой купить акции различных компаний. В скором времени рынок вернулся в исходное положение, а Барух сколотил состояние.

Неожиданные капризы фондового рынка могут приводить к диким колебаниям цен, никак не связанным с объективной экономической информацией.

## ПАНИКА 1987 г.

Вы, возможно, недоумеваете, какое отношение все это может иметь к современному рынку. Разве в 1930-е гг. Комиссия по ценным бумагам не ввела в действие правила, призванные не допустить повторение паники 1901 г.? Да, ввела. Но времена меняются, а правительственные органы реагируют на изменения, как правило, с большим опозданием. В 1980-х возникли новые обстоятельства. На фондовом рынке стали доминировать две новые инвестиционные стратегии — индексный арбитраж и портфельное страхование. Именно их взаимодействие легло в основу биржевой паники 1987 г., которая началась 13 октября, а окончилась 19 октября. Она нанесла фондовому рынку тяжелейший удар.

В отчете Президентской комиссии по рыночным механизмам (ее еще называли комиссией Брэйди) говорится:

«В промежутке между закрытием торгов во вторник 13 октября 1987 г. и закрытием торгов 19 октября индекс Доу-Джонса упал на 769 пунктов, или на 31%. За четыре дня торгов суммарная стоимость всех имеющихся в обращении акций американских компаний уменьшилась почти на триллион [ТРИЛЛИОН!!!] долларов. Только 19 октября 1987 г. индекс Доу-Джонса упал на 508 пунктов, или на 22,6%. С начала 1920-х гг. лишь 28 октября 1929 г. только падение индекса Доу-Джонса на 12,8% и на 11,7% на следующий день приближается по масштабам к тому, что произошло 19 октября 1987 г.»

Первопричиной стремительного падения фондового рынка в середине октября 1987 г. стало стечение таких вполне определенных обстоятельств, как неожиданно большой торговый дефицит, который и привел к дальнейшему росту учетных ставок, и предложенное правительством новое налоговое законодательство, приведшее к коллапсу акций многих компаний — кандидатов на поглощение.

Этот первоначальный спад активизировал механическую — без оглядки на действительную стоимость — распродажу акций многими взаимными фондами. Видя, что некоторые взаимные фонды избавляются от ценных бумаг, а еще большее их число собираются это сделать, к ним присоединились другие ориентированные на агрессивный трейдинг институты, ожидавшие дальнейшего падения цен. В их число помимо хеджевых фондов вошли некоторые пенсионные и благотворительные фонды, фирмы, занимающиеся управлением капиталом, и инвестиционные банки. Их подключение к процессу еще больше активизировало продажу акций взаимными фондами.

Чтобы понять безумие той октябрьской паники, необходимо знать, что представляет собой стратегия портфельного страхования инвестиций, которой в процессе купли-продажи акций придерживаются взаимные и пенсионные фонды. Портфельное страхование — это стратегия, строящаяся на компьютерных моделях, призванных определить оптимальное соотношение количества ценных бумаг и наличности в активах инвесторов при различных уровнях цен на фондовом рынке. Эта стратегия обычно требует продавать акции, когда их курс снижается, и покупать, когда они дорожают. В кри-

зисе 1987 г. самую непосредственную роль сыграли две компьютерные модели, разработанные для приверженцев стратегии портфельного страхования и требовавшие продавать 50% имеющегося запаса ценных бумаг при снижении индекса S&P 500 на 10%.

Таким образом, если индекс S&P снижается на 10%, «страхователи портфелей» продают 50% имеющихся в их активах акций. Это имеет смысл, не правда ли? Неправда.

А если индекс S&P повышается на 10%, догадаетесь, что они делают? Правильно, они увеличивают запасы ценных бумаг на 50%.

Глупо? Можно подумать, что во главе пенсионных фондов стоят тупой и еще тупее? Тогда что вы скажете на следующее? За дни кризиса было немало примеров того, как один и тот же «страхователь портфеля» являлся одновременно крупнейшим покупателем и крупнейшим продавцом одних и тех же акций. «Слушайте, босс, индекс S&P снижается на 10%!» — «Продавайте! Продавайте!» «Слушайте, босс, индекс S&P повышается на 10%!» — «Покупайте! Покупайте!»

Выглядит бессмыслицей? Но и это еще не все. Странники портфельного страхования вычислили, что вместо того чтобы продавать акции напрямую, дешевле будет просто продавать фьючерсные контракты на индекс S&P 500. Это позволяет быстро продать акций на миллионы долларов, заплатив небольшую сумму наличными. Здорово, правда? Позвольте мне хотя бы вкратце объяснить, что представляют собой фьючерсные контракты на индекс S&P.

Обычно фьючерсные контракты заключаются на поставку сырьевых товаров. Сырьевыми товарами вроде кукурузы, сахара, хлопка и растительного масла торгуют

на товарных биржах во всем мире. Крупнейшая такая биржа находится в Чикаго. На этих товарных биржах заключаются контракты на будущие поставки такого-то товара. Если вы производите кукурузные хлопья и хотите купить 5 тысяч бушелей\* кукурузы с поставкой **через** девять месяцев, вы можете прийти на товарную биржу и, заплатив небольшой задаток, купить договор, согласно которому через девять месяцев вы сможете купить 5 тысяч бушелей кукурузы по фиксированной цене.

Человек, продавший вам контракт, рассчитывает заработать на том, что стоимость кукурузы через девять месяцев окажется ниже той цены, по которой он продал вам кукурузу сейчас. Если кукуруза действительно подешевеет, он заработает на разности между той ценой, о которой договорился с вами, и той ценой, по которой он сам купит кукурузу, чтобы выполнить обязательства перед вами.

Во второй половине 1980-х появился новый тип фьючерсных контрактов, где стороны фактически держат пари насчет будущего уровня биржевых индексов **S&P 100** и **S&P 500**. Контракт заключается по цене, равняющейся стоимости корзины акций, составляющих тот или иной индекс. Цена контракта меняется каждую минуту, отражая изменения котировок акций, составляющих индекс.

Таким образом, если вы уверены, что рынок в целом на протяжении, скажем, ближайших шести месяцев будет расти, вы можете заключить подобный контракт, за которым, однако, кроются не сырьевые товары, а стоимость акций, составляющих индекс **S&P 100** или **S&P 500**.

\* 181 500 л. — Прим. перев.

Имея фьючерсные контракты на такие вещи, как золото, хлопок, пшеница или кукуруза, вы можете реально получить указанные товары. Если вы договорились о покупке 10 тысяч бушелей пшеницы, то, если вы этого хотите, вам доставят. Но когда речь идет о контрактах на индекс **S&P**, покупатель получает отнюдь не сырьевые товары, а разницу между ценой, оговоренной в контракте, и реальной ценой контракта **S&P** на дату его исполнения. Это превратилось в разновидность казино, где люди и организации делают огромные ставки на *направление* движения фондового рынка.

Теоретически, поскольку контракт на **S&P** заключается не на товары и не на **акции**, а на разницу в стоимости корзины ценных бумаг, получаемую в форме наличности, прямой связи между контрактом на **S&P** и конкретными акциями, составляющими индекс **S&P**, нет. Инвесторы делают свои ставки лишь на *направление* движения фондового рынка вверх или вниз.

Аналогичные инструменты оценки стоимости акций согласно фондовым индексам появились и на рынках **ОПЦИОНОВ**.

И вот непоседы с Уолл-стрит, ищущие возможность нажиться на чем угодно, обнаружили возможность подзаработать на ценовых различиях между разными индексными инструментами с помощью арбитражных операций.

Сейчас я объясню, как это работает. Предположим, контракт на индекс **S&P 500** продается несколько дешевле того, сколько стоят в сумме акции тех 500 компаний, по которым создается индекс, на **Нью-Йоркской Фондовой бирже**. Спекулянт с Уолл-стрит покупает такой контракт, а потом продает такую же корзину акций



на Нью-йоркской фондовой бирже. В этой арбитражной игре важно то, что игроки не ограничиваются покупкой только одного контракта. Они покупают их тысячами **за раз**, а это значит, что на Нью-йоркской фондовой бирже на продажу одновременно выставляются акции общей стоимостью в десятки миллионов долларов. А если игроки входят в раж, суммы продаж могут измеряться сотнями миллионов долларов.

Загвоздка в том, что «страхователи портфелей» используют контракты на S&P 500 в качестве суррогата реально существующих акций. В понедельник 19 октября 1987 г. на Нью-йоркской фондовой бирже ими было продано не только акций на 2 миллиарда долларов, но также 34,5 тысячи заключенных на Чикагской товарной бирже контрактов на индекс S&P 500, за которыми скрывались акции общей стоимостью около 4 миллиардов долларов. Такая массивная продажа контрактов привела к тому, что цена фьючерсного контракта на S&P 500 опустилась ниже той цены, по которой корзина акций, составлявших индекс S&P 500, продавалась на Нью-йоркской фондовой бирже.

Тут в игру вступили арбитражные трейдеры крупных инвестиционных банков, скупая подешевевшие фьючерсные контракты на S&P 500 и продавая соответствующие корзины акций на Нью-йоркской фондовой бирже. Это привело лишь к дальнейшему удешевлению акций компаний, составляющих индекс S&P 500. И очень скоро индекс S&P опустился еще на 10%, вследствие чего «страхователи портфелей» выбросили на рынок очередную порцию своих ценных бумаг.

Круг замкнулся, и все повторялось снова и снова, в результате чего котировки ценных бумаг опустились до

такого смешного уровня, что инвесторы уровня Уоррена Баффета стали всерьез искать возможности купить что-нибудь по дешевке. А одним из самых выгодных приобретений Уоррена в те дни стал пакет акций «Coca-Cola Company».

Я уже упоминала о маркетмейкерах, которые работают на Нью-йоркской фондовой бирже и играют роль свах, посредников, сводящих продавцов и покупателей. Они должны покупать те акции, которые все продают. В нормальных условиях маркетмейкеры зарабатывают на обычных колебаниях курса акций, и их деятельность помогает уравнивать спрос и предложение, поддерживая на бирже мир и порядок. Но когда все вокруг только продают, то акции, купленные ими утром, к вечеру стоят меньше. Кроме того, если никто не покупает, они не могут продать купленные утром акции, чтобы на вырученные деньги покупать новые акции у тех, кто хочет их продать. И вот после пяти дней, в течение которых все продавали и никто не покупал, у маркетмейкеров деньги кончились совсем, и они перестали покупать, что привело к настоящей панике. В обычных условиях маркетмейкеры имеют возможность взять деньги займы у крупных уолл-стритовских банков, но в данной ситуации даже банки испугались и отказали в кредите.

Ктому времени, когда вся финансовая система оказалась на грани коллапса, руководители Нью-йоркской фондовой биржи и Чикагской товарной биржи отдали распоряжение отключить компьютерную систему торгов. Чтобы додуматься до этого, им потребовалось целых пять дней! А Федеральный резервный банк заявил о своей готовности поддержать коммерческие банки —

и сделал это, влив дополнительные деньги в финансовую систему через свои операции на открытом рынке.

В результате все закончилось благополучно и все остается по-старому. И блестящий Гомер Пилес по-прежнему дежурит на Уолл-стрит. «Эй, Гомер! S&P 500 опускается на 10%. Пора продавать половину нашего инвестиционного портфеля».

Тим Метц из «Wall Street Journal» написал на эту тему превосходную книгу под названием «Черный понедельник» (Tim Metz, «Black Monday», 1988). Советую почитать. Есть также отчет комиссии Брэйди, где дается официальное объяснение происшедшего.

Урок, который следует извлечь из всего этого, таков: существуют *мощные силы*, занимающиеся покупкой и продажей *огромного* количества ценных бумаг. И их совершенно не заботит экономическое положение компаний, бумагами которых они торгуют. Но иногда эти силы вырываются на свободу, что создает потрясающие возможности для долгосрочного инвестирования. Такие возможности открылись перед Бернардом Барухом в 1901 г. и перед Уорреном Баффетом в 1987 г. И такие возможности будут появляться еще не раз. Глупость и жадность всегда идут рука об руку, и разумному человеку это только на руку.

## ИНФЛЯЦИЯ

Чтобы до конца понять инвестиционную философию Уоррена Баффета, вам нужно иметь представление о том, что такое инфляция и чем она вызывается. Но для этого сначала надо разобраться в сущности и функции денег.

Давным-давно люди напрямую обменивались между собой продуктами и услугами: свинью меняли на плуг, зерно на рыбу, моток шерсти отдавали местному священнику в знак благодарности за благословение. И по сей день в некоторых уголках планеты богатство человека измеряется количеством соли или верблюдов, имеющих у него в запасе. Но поскольку таскать с собой все эти вещи было тяжело, предметами бартерного обмена постепенно стали предметы маленькие по размеру, транспортабельные и надолго сохранявшие свои характеристики.

Чаще всего такими предметами, использовавшимися в качестве денежной единицы, выбирались золото и серебро. Золото и серебро являются сравнительно редкими металлами, их легко делить на части, переносить с места на место и хранить. Так вошли в обращение кусочки золота и серебра. И в скором времени весь мир стал определять ценность прочих товаров не по коли-

честву оливкового масла или овец, на которое их можно обменять, а по весу золота и серебра.

Затем правительства, собиравшие со своих подданных налоги в форме золота и серебра, стали печатать собственные монеты, которыми платили своим полководцам и солдатам, а также оплачивали товары и услуги, необходимые для управления государством. Своими монетами особенно прославились римляне.

В Соединенных Штатах денежной единицей стал доллар, представленный золотыми монетами разного веса. Золотая монета достоинством в 20 долларов весила ровно унцию. Во Франции денежной единицей стал франк, в Англии фунт, и каждая денежная единица выражалась определенной массой золота или серебра.

Однако в начале XX в. все пошло наперекосяк. Правительства европейских стран, к тому времени весьма прочно обосновавшиеся на своих местах, начали бодаться между собой, в результате чего вспыхнула Первая мировая война. Войны стоят немалых денег. Кому-то нужно за них платить, и это бремя было возложено на правительства, которые руководили армиями.

Обычно правительство оплачивает военные расходы из казны, используя на нужды армии деньги, собранные в качестве налогов. Однако с наступлением Индустриального века стоимость военных действий резко возросла. Одно дело — купить тысячу мушкетов и несколько пушек, и совсем другое — финансировать строительство современных боевых кораблей и аэропланов. Сегодня пара крылатых ракет стоит больше, чем потратили обе воюющие стороны во время Гражданской войны в США.

Правительствам, вовлеченным в войну, пришлось напирать все имевшиеся ресурсы, чтобы изыскать средства

на военные расходы, но этого было мало. И тогда они пошли на такую уловку: вместо золотых монет они выпустили в обращение бумажные деньги. Давайте рассмотрим для примера страну, в которой имелась в обращении золотая монета достоинством, скажем, в 100 каких-то единиц, будь то франки, марки, доллары или какая-то еще валюта. Если правительство напечатало бумажную банкноту достоинством в 100 единиц в обмен на золотую монету того же достоинства, это означает, что правительство фактически получило кусок золота, отдав за него кусок бумаги.

Все это делалось постепенно. Американское правительство распорядилось обменять золотые и серебряные монеты на бумажные золотые и серебряные сертификаты, по которым вы всегда могли выкупить их металлические эквиваленты в местном федеральном резервном банке. А что тут плохого? Чем таскать за собой тяжелые золотые монеты, лучше держать в бумажнике такие аккуратные, хрустящие банкноты.

Через некоторое время люди позабыли о своем праве выкупа, а правительство перестало об этом праве напоминать. И вот в один прекрасный солнечный день 1933 г. американское правительство объявило, что жители Соединенных Штатов обязаны сдать все имеющиеся у них золотые монеты и слитки в министерство финансов — в обмен на бумажные доллары. С 1933 г. до дня нападения на Перл-Харбор золотые запасы министерства финансов США увеличились с 8,2 миллиарда долларов до 22,7 миллиарда. Одним росчерком пера американское правительство фактически национализировало все золото, принадлежавшее гражданам США.

Собрав все золото страны в казне, правительство теперь могло тратить его в других странах в обмен на

ресурсы, необходимые для ведения войны. Правительства всех стран, хорошо знавшие фокус с превращением бумаги в золото, в межгосударственных отношениях требовали рассчитываться золотом — а не теми разрисованными бумажками, которыми они убедили своих собственных граждан пользоваться вместо драгоценного металла. Таким образом, в межгосударственных отношениях установился золотой стандарт. Британское казначейство могло обменивать золото, отнятое у собственных граждан, на американские бумажные доллары и покупать на них в Америке необходимое военное снаряжение и материальные ресурсы. После вступления США во Вторую мировую войну рост золотых запасов американского казначейства прекратился и начал даже сокращаться, поскольку правительству приходилось платить золотом другим странам за ресурсы, необходимые для обеспечения нужд армии, которая вела боевые действия на трех континентах.

Международной торговлей занимаются не только правительства, но и коммерческие компании, так что британскому бизнесмену, который нуждается в американских товарах, приходится покупать их за американские доллары. (И наоборот, американцу нужны британские фунты, чтобы делать покупки в Великобритании.) В прежние времена британский бизнесмен просто заплатил бы золотом или, по крайней мере, обменял свое золото на бумажные доллары. Но поскольку золото перестало быть платежным средством, Банку Англии или Федеральному резервному банку США пришлось обеспечивать возможности валютного обмена через местные банки.

Таким образом, если вы были британским коммерсантом и нуждались в покупке американских товаров, для

чего вам надо было иметь доллары, вы обратились бы в ближайший банк, который в свою очередь обратился бы в Банк Англии. Банк Англии взял бы ваши фунты и обратил их в золото, а затем на это золото купил бы для вас у федерального резервного банка в Нью-Йорке бумажные доллары. Теперь вы могли взять эти доллары и переслать их в Америку для оплаты американских товаров.

Постепенно весь этот процесс купли-продажи валюты выстроился в очень эффективную систему. Любая обменная операция занимала считанные минуты. Для ускорения процесса Банк Англии даже держал у себя запас американских долларов, также как и в Федеральном резервном банке всегда был под рукой запас британских фунтов. Крупные британские компании для облегчения операций держали в американских банках долларовые счета, а американские фирмы держали в британских банках счета, выраженные в фунтах.

Однако по окончании Второй мировой войны, когда США остались единственной страной с уцелевшей промышленной базой, деловому сообществу других стран приходилось покупать почти все промышленные товары в Америке, что вынуждало центральные банки этих стран в огромных количествах обменивать свои золотые запасы на доллары — и через какое-то время эти запасы истощились. Один за другим эти центральные банки объявили, что отказываются от золотого стандарта и что стоимость их денежных единиц будет отныне определяться спросом и предложением.

При этом многие из этих центральных банков наладили бесперебойную печать бумажных банкнот. Если вам нужно больше денег, просто напечатайте их. С течением времени обменный курс этих в избытке напечатанных

банкнот по отношению к доллару стал снижаться. Экономисты называют этот процесс *девальвацией*. То же самое произошло и в Америке в 1970-е гг., когда Никсон отказался от международного золотого стандарта и предоставил международной стоимости доллара свободно плавать по отношению к другим валютам. В то время США вели «маленькую» войну во Вьетнаме, что стоило отнюдь не маленьких денег. И американскому правительству пришлось заплатить за эту войну инфляцией, темпы которой выражались двузначными цифрами.

В прежние времена, до появления бумажных денег, если правительство хотело увеличить свое финансовое состояние, оно должно было приобретать больше золота. Золото можно было получить, добывая его из земли, облагая налогами коммерсантов или отнимая его у других стран. Как уже говорилось выше, знаменитая Нидерландская Вест-Индская компания была пиратским акционерным обществом открытого типа, и единственный смысл ее существования заключался в том, чтобы грабить испанские галионы, перевозившие в Европу золото, добытое в Новом Свете.

Но с изобретением бумажных денег правительствам, чтобы получить дополнительные деньги, достаточно стало просто включить печатный станок. Вот уж воистину палочка-выручалочка! Не нужно больше в поте лица добывать золото. Мгновенное обогащение.

Но когда печатный станок работает на полную катушку, происходит странная вещь: денежная масса резко увеличивается. А когда денежная масса, количество денег в обращении, увеличивается, происходит еще более странная вещь: начинают расти цены. Это и есть инфляция. Давайте посмотрим, как она работает.

## КОРНИ ИНФЛЯЦИИ

Чтобы разобраться в сущности инфляции, считаю, лучше начать с рассмотрения гипотетической ситуации. Предположим, вы живете на отрезанном от всего мира острове, где испокон веков в обращении ходят золотые монеты. Общая их стоимость 100 миллионов долларов. Предположим также, что за золотую монету достоинством в 1 доллар на вашем острове можно купить дюжину яиц. Если правительство вашего острова изъяло из обращения все золотые монеты и заменило их бумажными долларами в общей сумме 100 миллионов, на один бумажный доллар вы по-прежнему можете купить дюжину яиц. И все прекрасно.

Однако шельмецы, засевшие в правительстве этого островного государства, сообразили, что могут напечатать несколько дополнительных долларов и расплатиться ими. Скажем, за те же яйца. Продавец яиц, думая, что правительство платит ему долларами из тех первоначальных 100 миллионов, продает ему дюжину яиц за каждый полученный доллар. Правительству это нравится — получать что-то даром. И процесс выпуска новых банкнот продолжается. Через какое-то время в обращении оказывается уже не 100, а 200 миллионов бумажных долларов.

Когда правительство тратит деньги, бизнесу это только на пользу, потому что благодаря крупным государственным заказам многие люди имеют возможность заработать больше денег. Коммерсант, который продавал дюжину яиц за 1 доллар, однажды вдруг замечает, что у людей стало больше денег. Следовательно, они в состоянии покупать яйца по более дорогой цене. Он

поднимает цену на яйца до 2 долларов за дюжину и замечает, что люди с той же готовностью платят за них по 2 доллара, как раньше платили по 1 доллару.

Представьте, что мы с вами оказались на аукционе. У каждого из нас в кармане по 50 долларов, и только мы двое торгуемся за какой-то предмет. Самая большая сумма, которую мы в состоянии заплатить за этот предмет, равняется 50 долларам. Но если у нас с вами есть по 100 долларов, то максимальная цена, которую мы можем заплатить, поднимается до 100 долларов.

Проблема заключается в том, что с ростом денежной массы растут все цены. Продавец яиц, повышая цену на свой товар до 2 долларов, не становится богаче в смысле своей реальной покупательной способности по сравнению с теми временами, когда он продавал дюжину яиц за 1 доллар, потому что *ему самому* приходится платить больше денег за яйца фермеру, у которого он их покупает. И фермер не становится богаче, потому что *ему* приходится больше платить за кур и за корма для них. И человек, имевший 100 долларов, а теперь имеющий 200 долларов, не становится от этого богаче, потому что *сейчас он на свои деньги может купить то же самое количество товара, что и раньше*.

Но суть игры правительства заключается в том, что вы продаете ему свои товары и услуги за инфляционные доллары по доинфляционным ценам. Таким образом государство нашло способ отнимать у вас реальную стоимость ваших денег.

Инфляция стала обыденным явлением во многих странах мира с начала Первой мировой войны. Вот почему за леденец, который в 1960 г. вы покупали за 5 центов, теперь вам приходится платить 50 центов. Вот по-

чему гамбургеры «McDonald's» подорожали с 15 до 75 центов, а за возможность подняться на канатном подъемнике на горнолыжной трассе приходится платить 45 долларов вместо прежних 5. Вы можете поблагодарить за все это дядю Сэма и тех выдающихся политиков, которые продолжают включать печатный станок и раздувать цены на все, что продается.

В США средний уровень инфляции составляет около 5%. В некоторых странах, например в Германии во время Второй мировой войны или в России после окончания «холодной войны», темпы инфляции превышали 50% в год.

Это очень вредит инвесторам. Если просто держать доллары при себе, они обесцениваются со скоростью инфляции. Поэтому если уровень инфляция составляет 25%, то ваши деньги теряют свою покупательную способность на 25% в год. Следовательно, учит нас Уоррен, при таких темпах инфляции доходность ваших инвестиций должна составлять не менее 25% — чтобы реальная покупательная способность вашего состояния оставалась *хотя бы вровень с инфляцией*.

Уоррен Баффет считает, что инфляция будет всегда. Причина этого заключается в том, что альтернатива инфляции, дефляция, стала бы для политиков политическим самоубийством. Подумайте сами. Инфляция порождает иллюзию богатства. Дом, который вы тридцать лет назад *купили* за 10 тысяч долларов, сегодня стоит 500 тысяч долларов. Вам, как собственнику, это доставляет чувство удовлетворения. Вы верите, что стали богаче. И это даже несмотря на то, что, если вы захотите сменить место жительства и, продав дом, купить аналогичный, вам придется заплатить те же 500 тысяч дол-

ларов. Тридцать лет назад вы зарабатывали в год 20 тысяч долларов, а сейчас получаете 100 тысяч. Вы думаете, что стали зарабатывать больше? Но сегодня на 100 тысяч долларов вы купите не больше того, что могли купить на 20 тысяч долларов тридцать лет назад. Вы думаете, что становитесь богаче? На самом деле все остается прежним. А если вы получаете фиксированный доход, или купили долгосрочные облигации, или держите деньги в виде наличных, то ваше реальное финансовое состояние, скорее всего, только уменьшается.

Финансовые институты и корпорации, которым приходится брать деньги в долг, научились использовать инфляцию в своих интересах. Они берут заем сегодня, а расплатиться обещают в будущем — инфляционными долларами. Этим занимаются банки, страховые компании, строители недвижимости и крупные производственные компании.

Подумайте о тех столетних облигациях, которые продаются на Уолл-стрит. Если я возьму у вас 100 тысяч долларов и пообещаю вернуть эти деньги через сто лет, как вы думаете, их покупательная способность останется такой же, как сегодня? Даже в условиях 6-процентной инфляции на 100 тысяч долларов через сто лет можно будет купить столько же, сколько сегодня на 294 доллара!

Разумеется, есть альтернатива инфляции — *дефляция*. Это когда цены снижаются. Здорово, правда? Все дешевле! Проблема только в том, что и ваша зарплата уменьшается. И стоимость вашего дома снижается. А если вы взяли кредит на 500 тысяч долларов для покупки нового дома, и вам тут же урезали зарплату настолько, что вы не в состоянии даже платить по креди-

ту, то можете оказаться в большой беде. Банк отберет у вас дом. Но поскольку цены на недвижимость тоже снижаются, банк в итоге окажется в убытке, потому что не сможет продать дом за те деньги, которые ссудил вам. Если подобное будет происходить достаточно часто, то банк окажется неплатежеспособным и разорится. А значит, вкладчики банка потеряют свои деньги. А если разорится слишком много банков и слишком много людей потеряют свои вклады, то вся страна погрузится в сильную депрессию. Депрессия же подразумевает массовую безработицу, большое число бездомных, очереди за хлебом и озлобленность избирателей. В результате политики потеряют свои места. А этого им очень не хочется. Поэтому если у политика есть выбор между инфляцией и дефляцией, то он всегда выбирает инфляцию.

Можно даже сказать, что на самом деле перед правительством такой выбор даже не стоит. Вы знаете, что инфляция порождается увеличением денежной массы. В те времена, когда денежная масса определялась количеством золота, циркулирующего в стране, увеличение притока золота означало рост инфляции. Так было и в те далекие времена, когда Испания начала добывать большое количество золота в Новом Свете, именно это подняло тогда волну инфляции в Европе. Увеличить массу золота в одночасье практически невозможно. Золото не напечатаешь. Зато бумажные деньги напечатать можно очень быстро. Для этого всего лишь стоит включить станок. Поскольку дефляция чревата политическим и финансовым крахом, политики, если бы у них даже был выбор, всегда отдадут предпочтение приятной иллюзии богатства, порождаемой инфляцией, а не дефляции с ее катастрофическими последствиями.

Для Уоррена инфляция является перманентной частью экономического ландшафта. И, изучая инвестиционные возможности, он всегда принимает эффекты инфляции во внимание.

Последнее замечание: американцы сейчас снова могут владеть золотом. И вот лет через двадцать федеральное правительство может предложить вам обменять ваше золото на... Правильно! На бумажные деньги!

Если вы обманули меня один раз, то позор вам. Если вы обманули меня дважды, то позор мне.

## ИНФЛЯЦИЯ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКАЯ МОНОПОЛИЯ

Уоррен Баффет многие годы считал инфляцию своим злейшим врагом. И для среднего инвестора она действительно враг. Предложение инвестировать деньги сегодня, чтобы завтра получить больше, — это приглашение бездумно вкладывать деньги в экономику, раздираемую инфляцией. Но домовладельцам, получившим в 1960-е гг. кредиты под фиксированные 5% годовых, инфляция выгодна, потому что доходы их растут, а платежи по кредитам остаются прежними.

Инфляция принесла пользу и тем корпорациям, которые в те же 1960-е убедили инвесторов купить их долгосрочные облигации с фиксированной процентной ставкой, а теперь расплачиваются по долгам обесценившимися долларами. Пострадавшей стороной при этом оказались инвесторы, которые понесли реальные убытки в плане покупательной способности их капитала. За те 4 тысячи долларов, которые такой инвестор одолжил компании GM, купив ее облигации, тогда, в 1960-е гг., можно было купить новую машину. Когда же в 1990-е компания расплатилась с инвесторами,



на вырученные деньги инвестор мог приобрести только четверть машины. Практически никакие инвестиции не могут избежать дани, которой их облагает инфляция.

Но в 1983 г. Уоррен разработал интересную теорию: инвестиции, сделанные в компании, которые обладают сильной потребительской монополией и не требуют больших капитальных затрат на поддержание операций, от инфляции получают только пользу. Вкладывайте деньги в эти предприятия, и *инфляция поможет вам как инвестору. Она сделает вас богаче.*

Для объяснения этого феномена Уоррен приводил в пример компанию «See's Candy». В 1972 г. «See's» получила около 2 миллионов долларов прибыли, имея чистые материальные активы общей стоимостью 8 миллионов долларов. (Под материальными активами понимаются заводы, оборудование и прочие средства производства — в отличие от нематериальных активов, коими являются патенты и авторские права.) Это значит, что, получив на своем заводе и на своем оборудовании стоимостью 8 миллионов долларов 2 миллиона долларов чистой прибыли, — это после вычета всех издержек и налогов, — компания «See's» обеспечила 25-процентную рентабельность материальных активов (2 000 000 дол.: 8 000 000 дол. = 25%).

Холдинг «Berkshire Hathaway» в 1972 г. заплатил за «See's» примерно 25 миллионов долларов, и годовая рентабельность этой инвестиции — после вычета налогов — составила 8% (2 000 000 дол. : 25 000 000 дол. = 8%). Сравните это со ставками государственных облигаций на тот год, а это 5,8% после вычета налогов, и доходность на уровне 8% покажется не такой уж плохой.

Теперь представим, что некая сталелитейная компания, имея материальных активов на 18 миллионов долларов, — домы для производства стали стоят намного дороже, чем оборудование для производства конфет, — получила годовую прибыль в размере 2 миллионов.

Предприятия разные, прибыли одинаковые. Единственное отличие в том, что «See's» получила 2 миллиона долларов прибыли, имея производственную базу стоимостью в 8 миллионов, а сталелитейная компания получила ту же прибыль, имея активы на 18 миллионов.

А если добавить инфляцию? Получится, что когда через десять лет все цены удвоятся, то удвоятся и выручка, и прибыли. Например, прибыли обеих условных компаний составят по 4 миллиона долларов. Это легко вычислить — нужно лишь продать то же количество продуктов по новой инфляционной цене. Ее с готовностью заплатят покупатели, которые получают вдвое увеличившуюся зарплату.

Но есть только одна проблема. Любые вещи постепенно изнашиваются, и их приходится заменять. Когда дело доходит до замены материальных активов, той компании, у которой материальные активы стоили 8 миллионов, — «See's», — придется выложить 16 миллионов. Ведь цены удвоились не только на сталь и конфеты, но и на производственное оборудование. Но сталелитейной компании за новые материальные активы, прежде стоившие 18 миллионов, теперь придется заплатить 36 миллионов.

Какой компанией вы предпочли бы владеть — «See's», которой придется заплатить за обновление заводов и оборудования 16 миллионов долларов, или сталелитейной компанией, которой для того, чтобы остаться

ся в бизнесе, необходимо раскошелиться на 36 миллионов? Улавливаете? Сталелитейной компании, чтобы получать тот же объем прибылей, что и «See's», нужно вложить в производство на 20 миллионов долларов больше.

Подумайте сами, какие преимущества имеет бизнес, которому почти никогда не приходится заменять заводское оборудование и который умеет получать высокую отдачу со сравнительно небольшой материальной базы, как это происходит в «See's». Фондовый рынок внимательно следит за тем, как инфляция влияет на экономику, и реагирует на это тем, что *при равных прибылях* котирует компании вроде «See's» *выше*, чем, например, сталелитейный бизнес, требующий больших материальных активов.

Инфляция, несущая вред очень многим предприятиям, *для акционеров компаний, которые обладают сильной потребительской монополией, может оказаться даже полезной.*

## НЕСКОЛЬКО СЛОВ О НАЛОГАХ

Вы, конечно, знаете, что такое налоги. Но, опять же, я не имею понятия о степени вашего знания. И поскольку эта книга адресуется всем людям, интересующимся инвестированием, хорошо осведомленным и не очень, я должна посвятить хотя бы пару страниц обсуждению влияния налогов на инвестиционный процесс. Постараюсь сделать это покороче.

Большинство инвесторов вспоминают о налогах в самый последний момент. Но Уоррен Баффет, когда выбирает, куда вложить деньги и на какой срок, придает им очень большое значение.

По итогам года корпорации платят налог на полученную прибыль. Публикуемая цифра чистой прибыли корпорации — это ее прибыль после удержания налога. Цифры, касающиеся прибылей в расчете на акцию, также высчитываются после удержания налога. Поэтому когда мы говорим, что компания «X» получила 10 долларов прибыли на акцию, имеется в виду, что она получила 10 долларов *после уплаты корпоративного налога.*

Рассчитавшись с налоговым управлением, компания может распорядиться своей чистой прибылью тремя способами. Она может выплатить прибыль акционерам

в форме дивидендов, либо удержать прибыль и добавить ее к существующему основному капиталу, либо сделать частично и то и другое.

Предположим, что интересующая нас компания зарабатывает 10 долларов прибыли на акцию. Так вот, она может либо выплатить все эти деньги акционерам, либо все их удержать, либо выплатить, скажем, 7 долларов в форме дивидендов, а 3 доллара удержать.

Кстати, компания необязательно должна работать прибыльно, чтобы выплачивать дивиденды. Она может выплатить дивиденды, взяв для этого средства из основного капитала. Но при этом, разумеется, балансовая стоимость компании уменьшается.

Когда компания платит дивиденды акционерам, то они должны задекларировать эти деньги как личный доход и заплатить подоходный налог. Если вы владеете одной акцией компании «X» и она выплачивает вам 10 долларов в качестве дивидендов, то вам придется заплатить подоходный налог с этих 10 долларов. Если же уровень ваших доходов таков, что вам приходится платить налог по ставке 31%, то из этих 10 долларов налоговое управление вычтет 3,10 доллара, и у вас останется 6,90 доллара.

Но когда компания предпочитает удерживать прибыли, добавляя их к основному капиталу, вам как акционеру налог с этих 10 долларов платить не придется.

Итак, если прибыли остаются нераспределенными, то подоходного налога, уменьшающего вашу личную прибыль, удастся избежать.

Когда инвестор, будь то частное лицо или корпорация, продает имеющиеся у него акции, он облагается налогом на доход от прироста капитала. На момент на-

писания этих строк максимальная ставка налога на прирост капитала составляет для индивидуального инвестора 20%. Корпорация же платит обычный налог на прибыль в размере 35%. Налоговые ставки регулярно пересматриваются, отражая капризы политиков и правительства.

Проценты, выплачиваемые компанией держателям выпущенных ею облигаций, также облагаются по ставкам личного подоходного налога или корпоративного налога на прибыль. Федеральный подоходный налог с частных лиц может достигать до 39,6%. А если присовокупить налог, взимаемый властями штата, получается еще больше. Федеральный налог на прибыль корпораций может достигать 35%.

Дивиденды, выплачиваемые одной компанией другой, облагаются комбинированным федеральным и штатным налогом в размере примерно 14%. Дивиденды, получаемые частными лицами, облагаются налогом как обычный личный доход. Это значит, что корпорации имеют преимущество перед индивидуальными инвесторами, которые вынуждены платить федеральный и штатный личный подоходный налог со всех получаемых дивидендов.

О системе налогообложения можно написать целые тома, но каждые несколько лет их придется переписывать, потому что налоговые ставки непрерывно меняются. Надо просто знать, что налоги всегда будут отрезать кусок от вашего инвестиционного пирога. Поэтому в данной книге мы и говорим о них в контексте инвестиционного процесса.

## ВОЗДЕЙСТВИЕ ИНФЛЯЦИИ И НАЛОГОВ НА РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ИНВЕСТИЦИЙ И НЕОБХОДИМОСТЬ 15-ПРОЦЕНТНОЙ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ

Уоррен Баффет часто говорит, что неизбежно существующие в реальном мире инфляция и налоги сильно отражаются на отдаче, получаемой инвестором. К примеру, в условиях 5-процентной инфляции реальная покупательная способность наших активов уменьшается на 5% в год.

По *этой самой* причине мы и должны инвестировать наши деньги. В противном случае, если мы будем держать все свои сбережения в форме наличных, то они очень скоро обесценятся.

Если деньги обесцениваются со скоростью 5% в год, то вы должны иметь рентабельность инвестиций не менее 5%. И это только для того, чтобы нейтрализовать действие инфляции. Но доходность инвестиций в размере 5% при инфляции 5% означает нулевой прирост покупательной способности наших капиталов. Это плохо.

Чтобы покупательная способность нашего капитала росла в условиях 5-процентной инфляции, доход-

ность инвестиций должна быть больше 5%. А если инфляция составляет 10%, то доходность инвестиций должна быть больше 10%.

## ЭФФЕКТЫ НАЛОГОВ

Но для полноты картины нужно еще добавить налоги. Если нам со своих денег удастся получить доход на уровне 5%, то подоходный налог в размере 31%, **вычитаемый** из этих 5%, сводит доходность инвестиций до 3,45%. Это означает, что в условиях 5-процентной инфляции покупательная способность наших денег уменьшается на 1,55%, что очень плохо.

Поэтому, живя в мире с инфляцией в размере 5% и налогами в размере 31%, нам нужно иметь рентабельность инвестиций на уровне 7,2%, чтобы просто сохранять на неизменном уровне покупательную способность и не становиться беднее.

Если же вы хотите стать богаче, то доходность ваших инвестиций должна быть больше 7,2%. Когда же вы вкладываете деньги в корпоративные облигации со ставкой 8%, тогда после вычета подоходного налога в размере около 31%, — а эта величина зависит от вашего общего уровня доходов, — цифра рентабельности сокращается до 5,5%. А если вычесть 5% инфляции, то реальная доходность ваших капиталовложений оказывается равной всего лишь 0,5%.

Если же повысить темпы инфляции до 9%, а налоговую ставку до 40%, — кстати, примерно такую ситуацию мы имели в начале 1970-х, — то только для того, чтобы сохранить покупательную способность вашего капита-

ла, вы должны получать доход в размере 15% годовых (15% - налог 40% = 9%; 9% - инфляция 9% = 0%).

За последние двадцать лет американской истории мы были свидетелями инфляции, которая исчислялась двузначными цифрами, а ставки подоходного налога достигали 50% и даже больше. Уоррен пришел к убеждению, что политики будут постоянно поддерживать инфляцию и повышать налоги. Поэтому он определил для себя минимальную накапливаемую годовую рентабельность инвестиций до удержания налогов на уровне 15%.

Надо отметить, что Грэм тоже полагал, что «существует долгосрочная тенденция к инфляции, прерываемая порой столь же опасными периодами **дефляции**» и что «хотя обыкновенные акции ни в коем случае не служат защитой от инфляции, они в этом смысле могут принести инвестору больше пользы, чем облигации или наличные» («Анализ ценных бумаг», 1951).

Подытожим все сказанное выше: если вы хотите нарастить покупательную способность вашего капитала, то *необходимо, чтобы ваши деньги приносили доход, по меньшей мере равный суммарному действию инфляции и налогов.*

## МИФ О ДИВЕРСИФИКАЦИИ\* И ТЕОРИЯ КОНЦЕНТРИРОВАННОГО ПОРТФЕЛЯ

Уоррен Баффет считает, что диверсификацией портфелей люди занимаются только для того, чтобы защититься от собственной глупости. Им недостает ума и опыта, чтобы вкладывать достаточно значительные суммы в не очень многие предприятия, и потому они вынуждены страховаться от своего невежества, распыляя свой капитал на большое число небольших инвестиций.

Как мы знаем, следуя своей инвестиционной стратегии, Грэм держал в своем портфеле акции не менее чем сотни компаний. Он считал, что успех — в **количестве**, и не стремился слишком много знать о предприятиях, акциями которых владел.

Уоррен какое-то время придерживался стратегии Грэма, но потом понял, что это больше похоже на владение зоопарком, а не инвестиционным портфелем.

\* 1) Разнообразие, разностороннее развитие; 2) проникновение специализированных фирм (промышленных, транспортных, строительных) в другие отрасли производства, сферу услуг и т. п.; в результате диверсификации возникают многоотраслевые комплексы; 3) расширение ассортимента производимых изделий и видов предоставляемых услуг. — *Прим. перев.*

Став сторонником идей Мангера и Фишера, он понял, что ему нужно гораздо основательнее разбираться в деятельности компаний, в которые он вкладывает деньги, чем это делал Грэм.

Фишер хотя и соглашался с тем, что некоторая степень диверсификации нужна, считал, что важность диверсификации как главного принципа инвестирования преувеличена. При этом он ссылался на утверждения некоторых циников, которые объясняли повсеместную распространенность этой теории лишь тем, что она исключительно проста для понимания. Дескать, ее понимают даже акционеры. Фишер соглашался, что инвесторы, ужасно боясь складывать все яйца в одну корзину, впадали в другую крайность и раскладывали яйца по десяткам корзин. В результате очень многие корзины оказывались с разбитыми яйцами. Кроме того, уследить за всеми яйцами во всех корзинах было просто невозможно. Фишер считал, что большинство инвесторов слишком увлекаются принципом диверсификации и мало понимают в том, куда они вкладывают свои деньги.

На Уоррена большое влияние оказали идеи великого британского экономиста Джона Мэйнарда Кейнса. Кейнс, имевший большой опыт в области инвестирования, говорил, что сделал себе состояние с помощью совсем небольшого числа инвестиций — вкладывая деньги только в такие предприятия, инвестиционную ценность которых он хорошо понимал.

Уоррен стал приверженцем теории концентрированного портфеля, подразумевающей вложение денег в небольшое число компаний, деятельность которых он хорошо понимает, и намерение держать капитал в этих компаниях достаточно долгое время. Такой подход тре-

бует со всей серьезностью решать вопрос о том, стоит ли вкладывать деньги в ту или иную компанию. Уоррен считает, что именно серьезный подход к решению вопроса, какие акции покупать и по какой цене, снижает инвестиционный риск. И его твердая решимость покупать бумаги только исключительно успешных компаний по ценам, имеющим деловой смысл, уменьшает вероятность неудачи.

Уоррен Баффет утверждал, что число неудачных инвестиционных решений резко уменьшится, если инвестор решит сделать за свою жизнь всего лишь десять инвестиций. Всего десять! И, ограничив себя только десятью инвестициями, вы к каждой из них подготовитесь максимально основательно. Не так ли?

Удивительное дело, как часто умные и трудолюбивые люди не задумываясь вкладывают с таким трудом заработанные ими деньги в предприятия, о которых они ничего или почти ничего не знают. Если вы предложите таким инвесторам купить магазин на углу, они забросают вас вопросами. Но стоит им позвонить биржевому брокеру и выслушать его советы, как они не моргнув глазом приобретут акции какой-нибудь экзотической компании, о достоинствах которой очень убедительно рассказывал брокер. Хотя сам он ничего толком о ней не знает.

Барух говорил: «Чтобы понимать силы, способные изменить стоимость ценных бумаг, которыми вы владеете, требуется время и энергия. И если человек может знать все, что можно знать, о нескольких вещах, знать все о многих вещах невозможно».

Барух, кстати сказать, прожил на свете долгую жизнь и стал очень богатым человеком.

## КОГДА ПРОДАВАТЬ?

Говорят, что инвестиционный бизнес — это на 50% наука, на 50% искусство и на 100% традиции. Традиции Уолл-стрит, касающиеся продажи бумаг, сводятся к утверждению, **что** еще никто никогда не разорился, продавая ценные бумаги с прибылью. Уоррен Баффет мог бы на это ответить, что таким путем никто никогда настоящему не разбогател. Возможно, последнее утверждение вас удивляет? Что же, давайте посмотрим, почему Уоррен думает, что этот древний принцип никогда не принесет вам настоящего богатства. Хочу обратить ваше внимание, уважаемый читатель, что некоторые разделы этой главы уже встречались вам в других главах книги. Но мы решили, что будет полезно соединить вышесказанное под одной крышей. **Так что** если что-то покажется вам знакомым, это отнюдь не случайно.

### ПОДХОД ГРЭМА К ПРОДАЖЕ ИНВЕСТИЦИЙ

Первоначально Уоррен Баффет следовал грэмовскому подходу к продаже инвестиций. А Грэм, как мы уже знаем, рекомендовал продавать акции, когда их рыночный

курс достигает их внутренней стоимости. Грэм рассуждал, что дальнейший потенциал роста акций после наступления такого момента невелик и поэтому рыночная цена имеет больше шансов понизиться по отношению к действительной стоимости акций, чем повыситься.

Если бы Грэм купил акции по цене 15 долларов и оценил их действительную стоимость в пределах 30—40 долларов, то он продал бы их, когда их рыночный курс достиг бы 30 долларов за акцию. Вырученные деньги он вложил бы в другие бумаги, которые рынок недооценил.

Как мы уже говорили выше, Грэм обнаружил, что если вы купили акции, котировавшиеся ниже их внутренней стоимости, то накапливаемая годовая рентабельность ваших инвестиций будет тем ниже, чем дольше вы вынуждены держать эти акции, ожидая нужного момента для продажи. Если вы купили акции, имеющие внутреннюю стоимость 30 долларов, по 20 долларов и если рыночный курс акции за год вырос до 30 долларов, доходность ваших вложений составит 50%. Но если для повышения рыночного курса до уровня действительной стоимости акций потребуется два года, то *годовая* накапливаемая доходность уменьшится до 22,4%. Если процесс займет *три* года, то *годовая* накапливаемая доходность упадет до 14,4%. За четыре года она сократится до 10,6%, за пять лет до 8,4, за шесть лет до 6,9, за **семь** до 5,9, а за восемь до 5,1%. Короче говоря, чем продолжительнее будет этот процесс, тем ниже окажется рентабельность ваших инвестиций. Грэм решал эту проблему, покупая акции только тогда, когда их рыночная стоимость была существенно ниже внутренней стоимости. Таким образом он обеспечивал себе *запас прочности*. Запас прочности призван уберечь вас от убытков на

тот случай, если рынку потребуется слишком много времени, чтобы котировки акций сравнялись с их действительной стоимостью. Величина этого запаса прочности предопределяется тем, за какое время, по вашим собственным оценкам, рыночный курс акций данной компании повысится до уровня их действительной стоимости. Чем продолжительнее ожидаемый срок, тем большим должен быть запас прочности.

Была, однако, и еще одна, дополнительная, проблема. Что, если курс акций так никогда и не достигнет уровня их действительной стоимости? Что, если рынок откажется принять ваши собственные оценки истинной стоимости компании? Как долго вам следует ждать? Два года? Пять лет?

Грэм утверждал: два-три года. Его уверенность основывалась на том, что если акции за это время не реализуют свою действительную стоимость, то вполне возможно, что они не реализуют ее никогда. В этой ситуации лучше продать акции и искать новые возможности.

### ПОДХОД УОРРЕНА БАФФЕТА

Уоррен Баффет обнаружил, что этими средствами проблема *реализации действительной стоимости* по-настоящему не решается. Слишком уж часто ему приходилось избавляться от акций, так и не достигших на фондовом рынке своей внутренней стоимости. И даже если их рыночные котировки достигали уровня внутренней стоимости, то как только он продавал акции, налоговое управление отнимало у него значительную часть прибыли за счет налога на прирост капитала. Таким обра-

зом, предлагавшиеся Грэмом решения оказались далеко не идеальными.

Чарли Мангер и Филип Фишер предлагали другой подход к этой проблеме. Они утверждали, что если инвестор вложил деньги в преуспевающее, постоянно растущее предприятие, менеджмент которого всегда помнит об интересах акционеров, то акции такой компании вообще не следует продавать, если только не изменятся обстоятельства или не возникнет еще более выгодный вариант. Они считали, что, придерживаясь такой стратегии, **можно** достичь отличных результатов, если выгодно реинвестировать нераспределенную прибыль компании и наращивать ее по правилу сложного процента.

Чтобы реализовать эту стратегию, Уоррену пришлось отказаться от грэмовского подхода и перестать покупать акции, руководствуясь только ценой. Он начал строить свои инвестиционные решения, учитывая экономическую природу компаний. И главной целью Уоррена стали предприятия с высокой рентабельностью основного капитала, с опознаваемой потребительской монополией и менеджментом, ориентированным на интересы акционеров.

Используя эту стратегию, Уоррен сделал некоторые из своих наиболее выгодных инвестиций, включая покупку акций «Washington Post» и GEICO. Обе эти компании обеспечили ему годовую накапливаемую доходность инвестиций на уровне не менее 17% в течение последних двадцати лет. Эти компании имеют постоянно растущую внутреннюю стоимость, что гарантирует Уоррену как инвестору большие барыши в долгосрочной перспективе. Даже несмотря на то, что котировки этих акций периодически котируются выше их грэмов-



ской внутренней стоимости, он не расстается с ними. Уоррен всегда отказывается резать курицу, несущую золотые яйца.

### МЕДВЕЖИЙ И БЫЧИЙ РЫНКИ - КОГДА ПРОДАВАТЬ

Многие инвесторы постоянно опасаются стать жертвой медвежьего рынка\*. Все может начаться с публикаций в «Wall Street Journal» или «Wall Street Week». Предположим, вам звонит ваш брокер и советует перейти в оборону, т. е. перевести часть своих активов в наличные. Брокеры, кстати, весьма заинтересованы в этом, поскольку получают комиссионные с продажи акций. Впоследствии, когда они реинвестируют вырученные вами деньги, то снова получают комиссионные.

Фишер считал такой метод ведения дел глупостью. Во-первых, предсказатели с Уолл-стрит оказываются правы не чаще, чем ошибаются, и акции редко падают согласно какому-то графику. И если вы продадите свои акции, то их ожидаемое падение вполне может обернуться ростом, в результате чего вы только проиграете.

Но вы можете возразить мне, что если медвежий рынок так и не наступит, то вы всегда можете выкупить свои акции обратно, а если это все-таки произойдет, у вас будет возможность купить эти же акции по более низкой цене. Но дело в том, что, когда вы продаете свои бумаги, вам приходится платить налог на прирост ка-

\* Рынок, на котором наблюдается устойчивая тенденция к понижению цен в течение длительного периода времени, так называемый рынок понижательных тенденций. — *Прим. перев.*

питала и комиссионные брокеру, а это уже означает убыток. Если рынок так и не становится медвежьим, т. е. если курс акций не падает, вам придется выкупать акции по большей цене, чем вы продали их. И даже если акции упадут, им нужно упасть очень уж низко, чтобы их выкуп компенсировал понесенные затраты на уплату налога и комиссионного вознаграждения брокеру.

Фишер также утверждает, что люди редко выкупают обратно проданные бумаги, даже если рынком действительно владевают «медведи». Те, кто движим в своих действиях страхом, обычно так и остаются в парализованном состоянии, если предсказания финансовых ясновидящих сбываются.

Бернард Барух дает в этой связи такой совет: «Не пытайтесь покупать акции в нижней точке их падения и продавать в верхней точке роста. На это никто не способен — разве что лжецы».

Ответ Уоррена на все эти ссылки на «быков» и «медведей» был простой: он напрочь игнорировал их. Уоррен может себе это позволить, потому что, покупая предприятия, он смотрит на цену. Если цена слишком высока, значит, доходность инвестиций окажется недостаточной, чтобы их стоило покупать. Каким окажется курс акций в тот или иной день, Уоррена не волнует. Он вообще не думает об этом. Он думает о компании, в которую ему хочется вложить деньги, и решает, подходит ли ему цена, которую за нее просят.

Уоррен знает, что удачные покупки возможны и на рынке, где свирепствуют «быки», и на медвеьем рынке, где бумаги многих компаний продаются настолько дешево, что есть все возможности для по-настоящему выгодной сделки.

Во время великого обвала 1987 г., когда рынок словно сошел с ума, Уоррен ждал, когда появится компания, в которую ему хотелось бы вложить деньги. И когда упали котировки акций компании «Coca-Cola», Уоррен оказался тут как тут с миллиардом долларов. Нет, он не продавал акции, как это делали другие, и не бездействовал. Уоррен терпеливо и тщательно выискивал благоприятные возможности там, где другие видели только страх и безысходность. И он был способен на это, потому что привык принимать инвестиционные решения с точки зрения бизнеса.

### РЕЗЮМЕ

Как мы уже сказали, Уоррена интересует только долгосрочное — полное или частичное — владение бизнесом, который обладает какой-то потребительской монополией и добивается неуклонного роста прибылей в расчете на акцию через расширение операций или через сокращение числа находящихся в обращении акций, выкупая их. Поскольку постоянный рост прибылей на акцию со временем приводит к повышению стоимости этих акций на фондовом рынке, то имеет смысл держать эти акции как можно дольше, даже тогда, когда котировки поднимаются выше их действительной стоимости.

Уоррен хочет дать сложному проценту поработать как можно дольше. Конечно, он мог бы продать свои акции и получить немалую прибыль. Но его интересуют не просто прибыли, а такие, которые делают его одним из самых богатых людей в мире. А для этого необходимо, чтобы капитал имел высокую годовую рентабельность и рос по правилу *сложного процента* в течение *длительного времени*]

## РАЗЛИЧНЫЕ ТИПЫ ИНВЕСТИЦИЙ, ПРАКТИКУЕМЫЕ УОРРЕНОМ

Уоррен Баффет нажил огромное состояние, вкладывая деньги в ценные бумаги в компании разных типов. Мы знаем, что он предпочитает покупать предприятия, имеющие прочное экономическое положение и преуспевающий менеджмент, целиком. Когда такое невозможно, он покупает в долговременную собственность некоторое количество акций таких компаний.

Кроме того, Уоррен инвестирует деньги в:

- ◆ досрочные бумаги с фиксированным доходом;
- среднесрочные бумаги с фиксированным доходом;
- краткосрочные «заменители денег»;
- краткосрочные арбитражные операции.

Эти инвестиции не относятся к числу его любимых, и они обеспечивают лишь малую долю его доходов. Но они дают возможность извлекать хоть какую-то прибыль из имеющихся активов, пока Уоррен ждет благоприятной возможности купить какую-либо компанию Целиком или частично. Именно эти инвестиции сбивают с толку прессу, публику и всех, кто наблюдает за его

поведением. Но никто не замечает того, что *арбитражными операциями* Уоррен Баффет занимается с одними компаниями, а *долгосрочные инвестиции* делает в совсем другие компании.

Данная книга посвящена большей частью инвестиционной стратегии Уоррена Баффета, касающейся долгосрочного вложения средств в обыкновенные акции компаний. В этой же главе мы рассмотрим некоторые другие виды инвестиций, практикуемые Уорреном, и узнаем, какую роль в их выборе играет принцип инвестирования с точки зрения бизнеса.

### ДОЛГОСРОЧНЫЕ БУМАГИ С ФИКСИРОВАННЫМ ДОХОДОМ

Как правило, Уоррен Баффет предпочитает не вкладывать деньги в долгосрочные бумаги с фиксированным доходом (в облигации). Они надолго связывают капитал, а доходность их большей частью невелика. Кроме того, Уоррен считает призрак инфляции неизбежным элементом нашего политического ландшафта, и если темпы инфляции достаточно велики, она запросто может съесть те небольшие доходы, которые приносят долгосрочные облигации.

Исключение он делает лишь тогда, когда на рынке возникают уникальные обстоятельства, позволяющие вкладывать деньги в долгосрочные облигации с приемлемым уровнем риска и одновременно с приемлемой доходностью. Одним из таких редких обстоятельств стали облигации обанкротившейся Энергетической системы штата Вашингтон (WPPSS).

С октября 1983 г. по июнь 1984 г., вскоре после того, как был объявлен дефолт по облигациям 4-й и 5-й очередей на общую сумму 2,2 миллиарда долларов, Уоррен приобрел 139 миллионов долларов в облигации WPPSS.

Покупая облигации WPPSS, Уоррен придерживался тех же критериев, которые применял к покупке компаний. Согласно его расчетам, 139 миллионов долларов, вложенные им в облигации WPPSS, должны были ежегодно приносить ему не облагаемые налогом 22,7 миллиона долларов. Это соответствует годовому проценту доходности на уровне 16%.

Уоррен рассчитал, что обычная компания, для того чтобы в 1984 г. принести 22,7 миллиона долларов прибыли после вычета налогов, должна была бы иметь прибыль до вычета налогов на уровне 45 миллионов долларов. Уоррен прикинул, что для получения чистой прибыли такого размера ему пришлось бы выложить за компанию сумму порядка 250–300 миллионов долларов. Там же, вдвое больше, чем он заплатил за облигации WPPSS.

Таким образом, философия инвестирования с точки зрения бизнеса привела Уоррена к теории облигации как бизнесу. Уоррен заметил, что эти облигации/бизнес имели максимальную, номинальную, стоимость в размере 205 миллионов долларов, которая лишь на 48% превышала те 139 миллионов долларов, которые он заплатил за них. С другой стороны, Уоррен знал, что в то время большинство компаний также имели ограниченный потенциал роста без дополнительных капиталовложений. Так что ограниченный потенциал роста стоимости его не смущал. Кроме того, доходы по об-

поведением. Но никто не замечает того, что *арбитражными операциями* Уоррен Баффет занимается с одними компаниями, а *долгосрочные инвестиции* делает в совсем другие компании.

Данная книга посвящена большей частью инвестиционной стратегии Уоррена Баффета, касающейся долгосрочного вложения средств в обыкновенные акции компаний. В этой же главе мы рассмотрим некоторые другие виды инвестиций, практикуемые Уорреном, и узнаем, какую роль в их выборе играет принцип инвестирования с точки зрения бизнеса.

### ДОЛГОСРОЧНЫЕ БУМАГИ С ФИКСИРОВАННЫМ ДОХОДОМ

Как правило, Уоррен Баффет предпочитает не вкладывать деньги в долгосрочные бумаги с фиксированным доходом (в облигации). Они надолго связывают капитал, а доходность их большей частью невелика. Кроме того, Уоррен считает призрак инфляции неизбежным элементом нашего политического ландшафта, и если темпы инфляции достаточно велики, она запросто **может съесть** те небольшие доходы, которые **приносят** долгосрочные облигации.

Исключение он делает лишь тогда, когда на рынке возникают уникальные обстоятельства, позволяющие вкладывать деньги в долгосрочные облигации с приемлемым уровнем риска и одновременно с приемлемой доходностью. Одним из таких редких обстоятельств стали облигации обанкротившейся Энергетической системы штата Вашингтон (WPPSS).

С октября 1983 г. по июнь 1984 г., вскоре после того, как был объявлен дефолт по облигациям 4-й и 5-й очередей на общую сумму 2,2 миллиарда долларов, Уоррен **приобрел** на 139 миллионов долларов облигации WPPSS 1-й, 2-й и 3-й очередей.

Покупая облигации WPPSS, Уоррен придерживался тех же критериев, которые применял к покупке компаний. Согласно его расчетам, 139 миллионов долларов, вложенные им в облигации WPPSS, должны были ежегодно приносить ему не облагаемые налогом 22,7 миллиона долларов. Это соответствовало годовой рентабельности на уровне 16%.

Уоррен рассчитал, что обычная компания, для того чтобы в 1984 г. принести 22,7 миллиона долларов прибыли после вычета налогов, должна **была бы** иметь прибыль до вычета налогов на уровне 45 миллионов долларов. Уоррен прикинул, что для получения чистой прибыли такого размера ему пришлось бы выложить за компанию сумму порядка 250—300 миллионов долларов, *т. е. вдвое больше, чем он заплатил за облигации WPPSS.*

Таким образом, философия инвестирования с точки зрения бизнеса привела Уоррена к теории *облигаций как бизнеса*. Уоррен заметил, что эти облигации/бизнес имели максимальную, номинальную, стоимость в размере 205 миллионов долларов, которая лишь на 48% превышала те 139 миллионов долларов, которые он заплатил за них. С другой стороны, Уоррен знал, что в то время большинство компаний также имели весьма ограниченный потенциал роста без дополнительных капиталовложений. Так что ограниченный потенциал роста стоимости облигаций его не смущал. Кроме того, доходы по об-

лигациям WPPSS выплачивались наличными, так что Уоррен мог свободно изымать прибыли из этого «предприятия» и реинвестировать их в другие места.

*Уоррен вкладывает деньги только в те облигации, которые обеспечивают абсолютно лучшую возможность получения прибыли, чем могли бы предложить любые другие предприятия.*

### СРЕДНЕСРОЧНЫЕ БУМАГИ С ФИКСИРОВАННЫМ ДОХОДОМ

Уоррен Баффет всегда считал среднесрочные ценные бумаги с фиксированным доходом, не облагаемым налогами, жизнеспособной альтернативой так называемым «заменителям денег», например казначейским векселям, выпускаемым министерством финансов США. В 1986 г. он приобрел примерно на 700 миллионов долларов не облагаемых налогом облигаций. Срок их погашения был в среднем от восьми до двенадцати лет. Уоррен не считает эти облигации очень хорошим видом инвестиций, но это, на его взгляд, все же лучше, чем держать активы в казначейских векселях и прочих заменителях денег.

Он купил эти облигации с намерением продать их тогда, когда ему потребуются капитал для других инвестиций. Имея в виду эту стратегию, Уоррен готов даже терпеть убытки, продавая облигации после повышения процентной ставки. Он считает, что любой возможный убыток будет возмещен потенциальными прибылями от долгосрочных инвестиций в преуспевающее предприятие типа «Coca-Cola».

Уоррен причислял свои вложения в конвертируемые привилегированные акции компаний «Champion International», «Salomon Brothers» и «USAir» к категории среднесрочных ценных бумаг с фиксированным доходом. У специалистов, наблюдавших за деятельностью Уоррена, эти его инвестиции в конвертируемые привилегированные акции всегда вызывали недоумение. Они пытались выискивать в компаниях, стоявших за этими инвестициями, скрытую потребительскую монополию или необычайно крепкие экономические позиции, но ничего подобного не находили.

На эти инвестиции Уоррен **мог** бы соблазниться ради налоговых льгот, предоставляемых в отношении дивидендов по привилегированным акциям, или если видел огромный потенциал роста обыкновенных акций, на которые можно было бы обменять привилегированные акции. Заметьте: я сказала «огромный». Но «Champion International», «Salomon Brothers» и «USAir» в лучшем случае являются средними предприятиями, которые приносят инвесторам среднюю отдачу. Их никак не назовешь *исключительно* преуспевающими компаниями, которым Уоррен обычно отдает предпочтение.

Почему же тогда Уоррен вкладывает в них деньги? Что ж, в случае с «Salomon Brothers» он купил 9-процентные привилегированные акции по цене тысяча долларов за штуку на общую сумму 700 миллионов долларов. Условия были таковы, что Уоррен при желании мог через три года обменять их на обыкновенные акции «Salomon». Кроме того, условия сделки предусматривали, что, если Уоррен решит не обменивать привилегированные акции на обыкновенные, компания «Salomon», начиная с 1995 г., выкупит их у него в течение

пяти лет — по 140 тысяч акций в год. Это означало, что если Уоррен захочет, он сможет обменять привилегированные акции «Salomon» на сумму 700 миллионов долларов на обыкновенные акции компании на те же 700 миллионов, что соответствовало примерно 18,5 миллиона обыкновенных акций. Если же он предпочтет сохранить привилегированные акции, то с 1995 г. компания начнет их выкупать у него за наличные или за обыкновенные акции — по его выбору.

Так вот, в 1995 г. Уоррен отдал предпочтение наличным, сказав, что у него есть для них лучшее применение. В 1996 г. он выбрал обыкновенные акции «Salomon». Использовал он их как обеспечение для векселей, которые были выпущены компанией «Berkshire» и могли обмениваться на акции «Salomon». Конвертируемые векселя «Berkshire» помогли Уоррену хитроумным способом продать 8,825 миллиона обыкновенных акций «Salomon», не вываливая всю эту массу непосредственно на рынок, что было бы чревато понижением котировок.

С чисто экономической точки зрения привилегированные акции «Salomon» приносят холдингу «Berkshire» 9% годового дохода. Дивиденды, выплачиваемые частным инвесторам, облагаются личным подоходным налогом в размере около 31%. Это значит, что вместо 9% у частного инвестора после вычета налога останется 6,21%.

Но у Уоррена ситуация была иная. Привилегированные акции «Salomon» купил не он лично, а его компания «Berkshire Hathaway». Преимущество заключалось в том, что к доходу, получаемому одной корпорацией от другой корпорации, применимы налоговые льготы.

В результате компании «Berkshire» придется платить за получаемые от «Salomon» дивиденды налог в размере лишь 14%.

Это значит, что доходность 9-процентных бумаг после вычета налога оказывается равной примерно 7,7%. Для «Berkshire» получить операционную прибыль после вычета налогов в размере 7,7% равносильно тому, чтобы иметь рентабельность до вычета налогов на уровне 11,8%. Поэтому если смотреть на вещи с точки зрения бизнеса, то Уоррен фактически приобрел «конвертируемый привилегированный бизнес», имеющий норму прибыли до вычета налогов на уровне 11,8%, а после вычета налогов — 7,7%.

Покупая 9-процентные конвертируемые привилегированные акции «Salomon», Уоррен хорошо понимал, отдача от них будет меньшей, чем от вложений, которые «Berkshire» делает в преуспевающие предприятия, продаваемые по привлекательной цене. Он сознавал также, что инвестиции в «Salomon» не окажутся столь же прибыльными, как прибыльны компании, над которыми холдинг «Berkshire» имеет полный контроль.

Но Уоррен знал, что 9-процентные конвертируемые привилегированные акции «Salomon» принесут большую отдачу, чем обычные бумаги с фиксированным доходом, которые имелись в портфеле «Berkshire» и оценивались в 1986 г. — за год до того, как Уоррен вложил деньги в «Salomon», — на общую сумму в 1,2 миллиарда долларов.

Конвертируемые привилегированные акции служат для Уоррена временным пристанищем для больших сумм капитала, пока он не найдет им лучшее применение.

### КРАТКОСРОЧНЫЕ ЗАМЕНТЕЛИ ДЕНЕГ

---

Уоррен Баффет периодически вкладывает значительные суммы наличности в краткосрочные векселя, выпускаемые американским правительством, некоторыми предприятиями, а также муниципалитетами. Все эти облигации имеют срок погашения не более одного года. Они служат для денег Уоррена как бы местом короткой остановки. Больших доходов не приносят, но для денег это все-таки лучше, чем держать их под матрасом.

### КРАТКОСРОЧНЫЕ АРБИТРАЖНЫЕ ОПЕРАЦИИ

---

Это один из самых важных инструментов в инвестиционном арсенале Уоррена Баффета. Поэтому мы решили посвятить краткосрочным арбитражным операциям целую главу, в которой подробно поговорим о том, как Уоррен пользуется арбитражем. Поскольку эта глава изобилует математическими уравнениями, мы поместили ее в раздел «Углубленная баффетология», составляющий вторую половину этой книги. Если не терпится, можете обратиться к главе 43 прямо сейчас.

Теперь, когда вы знаете, в какую компанию вы хотите вложить деньги, пора разобраться с ценой. Пора нам углубиться в баффетологию. Что я и предлагаю вам сделать.

---

## ЧАСТЬ II

---

# УГЛУБЛЕННАЯ БАФФЕТОЛОГИЯ

Мы только что закончили качественную часть книги. Впереди нас ждет количественная часть — математическая. Она содержит уравнения, которыми вам следует научиться пользоваться, чтобы уметь определять, имеет ли покупка бумаг по такой-то рыночной цене смысл, если рассматривать инвестиции с точки зрения бизнеса. Эта часть книги необходима для глубокого понимания баффетологии. Вам нужны эти навыки, чтобы иметь возможность практически внедрять предлагаемую программу инвестирования с позиции бизнеса. Мы немало потрудились над тем, чтобы сделать эти уравнения максимально доступными для вас. Если к тому же у вас есть специальный финансовый калькулятор, вся эта математика станет для вас достаточно легкой.

Ключом к этой части книги является раздел математических инструментов, который включает в себя несколько маленьких глав, инструктирующих вас на предмет использования математических тестов, помогающих определить, при какой цене покупка тех или иных бумаг имеет деловой смысл. Первая из этих глав посвящена роли аналитика в определении способности компании зарабатывать прибыли. Раздел математических



инструментов завершается главой, в которой исследуются конкретные примеры, которые помогут вам узнать, как применять то, чему научились. Далее следует глава, в которой будет рассказано, как Уоррен Баффет начинал свою инвестиционную карьеру. Она поясняет, как бы вы могли, подобно Уоррену, создать свое собственное инвестиционное товарищество.

И завершает книгу обзор пятидесяти четырех компаний, в которые Уоррен вкладывал деньги в прошлом и многие из которых по сей день, как мы, авторы, убеждены, составляют значительную часть его инвестиционной вселенной.

Готовы? Тогда начнем.

## РОЛЬ АНАЛИТИКА В ТОМ, ЧТОБЫ УДОСТОВЕРИТЬСЯ В ПРИБЫЛЬНОСТИ КОМПАНИИ

Для того чтобы удостовериться в достаточной прибыльности компании, которая его интересует, Уоррен использует ряд математических методов. Выяснив потенциальную прибыльность, он получает возможность оценить ожидаемую годовую накапливаемую доходность инвестиций в эту компанию. Уоррен, вслед за Грэмом, понял, что есть возможность предсказывать прибыли и дивиденды, которые можно получить от той или иной компании, на годы вперед.

На Уолл-стрит, где нашли пристанище многие финансовые аналитики, не любят заниматься долгосрочными прогнозами финансовых успехов отдельно взятых компаний. Уолл-стритовские аналитики утверждают, что оценить с достаточной достоверностью будущие прибыли какой бы то ни было компании слишком сложно. Как правило, они предпочитают прогнозировать будущие прибыли лишь на сравнительно короткий промежуток времени, обычно не более года. Этот срок является предельным для их количественных расчетов.

В своем «Анализе ценных бумаг» Грэм утверждал, что исследования компаний, проводимые аналитиками с Уолл-стрит, являются по преимуществу качественными и отражают лишь «общее впечатление в отношении положения и перспектив предприятия». Далее Грэм писал:

«...Типичное исследование такого рода имеет своей кульминацией рекомендации насчет покупки акций рассматриваемого предприятия. Эти рекомендации лишь в очень редких случаях сопровождаются тщательным и глубоким анализом... В некоторых случаях акции называют дешевыми и привлекательными лишь потому, что они продаются по низкой цене по отношению к текущему уровню прибылей компании или тому уровню, который, на взгляд аналитика, может быть в ближайшее время достигнут. Хотя такие оценки важны, их едва ли достаточно для принятия адекватного инвестиционного решения, поскольку действительную стоимость компании невозможно достоверно определить лишь на основе прибылей, получаемых ею в течение короткого промежутка времени...»

Грэм также утверждал: «Аналитик мог бы представить более надежные и профессиональные суждения в отношении привлекательности покупки акций рассматриваемой компании, если бы имел возможность дать более объективную оценку их внутренней стоимости, не зависящую от субъективных взглядов рынка, и сравнить ее с текущими котировками».

С точки зрения Грэма, прогноз прибылей на следующий год имеет значение лишь постольку, поскольку его

можно рассматривать как индикатор долгосрочной прибыльности компании. Если знать долгосрочные перспективы компании в плане получения прибылей, то это открыло бы большие возможности для инвесторов.

*Именно в этом плане Уоррен Баффет внес наибольший вклад в развитие теории анализа ценных бумаг. Он разработал специальные критерии, по которым можно выявить предприятия, долгосрочную прибыль которых возможно спрогнозировать. Благодаря этому Уоррен умел увидеть долгосрочную инвестиционную ценность различных компаний с куда большей четкостью, чем многие близорукие аналитики.*

Таким образом, ваша роль аналитика-инвестора состоит в том, чтобы выявить компании, имеющие долгосрочные перспективы прибыльной работы, а потом на основе прогнозируемой отдачи от вложения средств в эти компании принимать инвестиционные решения.

Чтобы узнать потенциальную отдачу от того или иного бизнеса и выяснить, насколько прогнозируемы в долгосрочной перспективе прибыли данного предприятия, нужно научиться пользоваться несколькими математическими уравнениями. Решение этих уравнений поможет вам лучше разобраться в экономических реалиях компании, которая вас интересует.

## МАТЕМАТИЧЕСКИЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Математические инструменты, которыми вам нужно научиться пользоваться, чтобы иметь возможность определять потенциальную ценность инвестиций при данном курсе акций, большей частью довольно просты.

Прежде чем вы возьметесь за калькулятор, следует разобраться в природе исследуемого предприятия и ответить на ключевые вопросы, призванные определить предсказуемость будущих прибылей компании. Затем вы должны решить, является ли исследуемая компания преуспевающим бизнесом с потребительской монополией или же это предприятие сырьевого типа, которое обречено на посредственность. Вы должны также выяснить, управляют ли компанией люди честные, компетентные и заботящиеся об интересах акционеров.

Хотя, как мы знаем, Уоррен Баффет считает, что плохой менеджмент не может сильно навредить крепкой потребительской монополии, но он может помешать инвестору извлечь максимум прибыли из этой потребительской монополии. Как уже отмечалось выше, прекрасным примером этого феномена в 1970-е гг. являла собой компания «Coca-Cola». Она обладает фантастической потребительской монополией, но в 1970-е

предприятием руководили люди, которые явно не умели увеличить стоимость компании в расчете на акцию. В результате в компании наблюдался застой, она словно застыла в ожидании лучших управляющих. Ситуация изменилась в 1980 г., когда компанию возглавил Роберто Гойзуэта. Новый президент «Coca-Cola» сразу взял быка за рога, и благодаря ему прибыли «Coca-Cola» в расчете на акцию резко выросли, а вслед за ними резко вырос и курс акций компании.

Вы, как инвестор, должны также строго оценить способность руководителей компании эффективно размещать свободный капитал. Это можно выяснить с помощью специальных расчетов. Определившись с экономическим положением компании, вы можете затем с помощью других расчетов, которые подробно разъясняются ниже, определить, насколько привлекательной является цена, по которой продаются акции.

## ТЕСТ № 1: ОПРЕДЕЛЕНИЕ ПРЕДСКАЗУЕМОСТИ ПРИБЫЛЕЙ

Это самый простой тест для выполнения и, пожалуй, самый фундаментальный. Хотя, изучая биржевые обзоры «Moody's» или «Value Line», его выполняет каждый аналитик, но мало кто понимает его математическую значимость. А ведь именно с этого теста начинается процесс статистического анализа деятельности компании, на которую направлено ваше внимание. Говоря проще, вы рассматриваете прибыли компании в расчете на акцию за несколько лет и сравниваете их. Насколько они устойчивы и последовательны? Имеется ли тенденция к неуклонному росту, или прибыли колеблются, как маятник?

Провести подобный анализ очень легко с помощью таких инвестиционных обзоров, как «Moody's» и «Value Line», где приводятся финансовые показатели различных компаний за много лет.

По картине прибылей за ряд лет изучаемая вами компания больше напоминает компанию I или компанию II?

Компания I		Компания II	
Год	Прибыли на акцию (дол.)	Год	Прибыли на акцию (дол.)
1983	1,07	1983	1,57
1984	1,16	1984	0,16
1985	1,28	1985	0,28
1986	1,42	1986	0,42
1987	<b>1,64</b>	1987	-0,23
1988	<b>1,60</b>	1988	0,60
1989	1,90	1989	1,90
1990	<b>2,39</b>	1990	2,39
1991	2,43	1991	-0,43
<b>1992</b>	2,69	1992	0,69

Компания I имеет более предсказуемые прибыли, чем компания II.

Чтобы увидеть это, не нужно быть гением. Глядя на колонку прибылей компании I, можно сказать, что прибыли нарастают из года в год. За исключением 1988 г., когда они сократились с **1,64** до **1,60** доллара на акцию. Одного взгляда на прибыли компании II достаточно, чтобы увидеть, что они были крайне неустойчивы и что никакой тенденции не прослеживается.

Вопрос: будущие прибыли какой компании вы с большей достоверностью могли бы предсказать в этот самый момент?

Скорее всего, что вы остановили свой выбор на компании I. Даже если вы ничего не знаете о компании, кроме величины ее прибылей за последние десять лет, вы уже знаете, что эти прибыли (1) устойчивы и (2) имеют тенденцию к росту. Ваш следующий вопрос должен

звучать так: какая экономическая динамика породила такую ситуацию?

С точки зрения Грэма, компания II имеет некоторые инвестиционные достоинства. Сточки зрения Уоррена Баффета, неустойчивость прибылей компании II означает невозможность с какой-либо достоверностью предсказать ее будущие прибыли. Грэм, как инвестор, обратил бы внимание и на обе компании. Но Уоррен компанию II отмел бы с первого взгляда и оставил только компанию I.

Напомню слова Грэма, что необязательно знать точный вес человек, чтобы сказать, что он толстый. То же самое относится и к анализу истории прибылей компании. Первым делом вы должны сопоставить прибыли компании за последние семь—десять лет и решить вопрос об их устойчивости или неустойчивости. Во многих случаях картина будет достаточно очевидной, но могут встречаться и менее определенные ситуации. Если вам кажется, что перспектив нет, то без колебаний отбрасывайте этот вариант и переходите к следующему кандидату. Но если вырисовывается что-то интересное, то не бойтесь сделать следующий шаг, углубляясь в анализ.

#### ПРАКТИЧЕСКОЕ ПРИМЕНЕНИЕ ТЕСТА НА ПРЕДСКАЗУЕМОСТЬ ПРИБЫЛЕЙ

Давайте применим этот тест к недавнему приобретению Уоррена — какциям «Coca-Cola». Примеры, касающиеся компании «Coca-Cola», адаптированы с учетом всех дроблений акций, имевших место на протяжении 1996 г.

#### • 41. ТЕСТ № 1. ОПРЕДЕЛЕНИЕ ПРЕДСКАЗУЕМОСТИ ПРИБЫЛЕЙ •

Восьмого августа 1994 г. Уоррен купил 257 640 обыкновенных акций «Coca-Cola» по цене 21,95 доллара за акцию.

Бросив взгляд на прибыль компании в расчете на акцию за минувшие годы, вот что он увидел:

Год	Прибыли на акцию (дол.)
1983	0,17
1984	0,20
1985	<b>0,22</b>
1986	<b>0,26</b>
1987	0,30
1988	<b>0,46</b>
1989	0,42
1990	0,51
1991	0,61
1992	0,72
<b>1993</b>	0,84
1994	0,98 (оценка)

Ясно, что прибыли «Coca-Cola» в расчете на акцию в период с 1983 по 1994 г. устойчивы, крепки и неуклонно растут.

«Coca-Cola» образца 1994 г. легко проходит первый уорреновский тест.

## ТЕСТ № 2: ОПРЕДЕЛЕНИЕ ПЕРВОНАЧАЛЬНОЙ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ

Благодаря этому расчету вы узнаете *первоначальный* уровень рентабельности, на который можете рассчитывать, купив акции по такой-то цене.

К примеру, в 1979 г. акции «Capital Cities» продавались по цене 3,80 доллара за акцию, а прибыль на грядущий год прогнозировалась на уровне 0,46 доллара на акцию. Это означает, что если бы вы в 1979 г. купили акции «Capital Cities» по 3,80 доллара, то первоначальная рентабельность ваших вложений составила бы 12,1% (0,46 дол.: 3,80 дол. = 12,1%).

Купив в 1988 г. акции «Coca-Cola» по цене 5,22 доллара и прогнозируя прибыль компании в том же году на уровне 0,36 доллара на акцию, Уоррен рассчитал, что первоначальная рентабельность его инвестиций составляла 6,89% (0,36 дол. : 5,22 дол. = 6,89%). Когда же он купил акции «Coca-Cola» в 1994 г. по 21,95 доллара за штуку при предполагаемой прибыли на акцию в размере 0,98 доллара, первоначальная рентабельность составила 4,5% (0,98 дол.: 21,95 дол. = 4,5%).

Сопоставив первоначальную рентабельность с темпами роста прибыли компании, Уоррен пришел к выводу, что он покупает акции-облигации «Coca-Cola», доходность которых в первый год составляет 4,5% , но с каждым годом будет нарастать на 17—19%. С такой скоростью росли прибыли компании в расчете на акцию и в предшествующие годы.

Именно отсюда родилась теория Грэма, поддержанная Уорреном, что цена покупки предопределяет рентабельность инвестиций. Чем выше цена, тем ниже рентабельность. Чем цена ниже, тем рентабельность выше.

### ТЕСТ № 3: ОПРЕДЕЛЕНИЕ ТЕМПОВ РОСТА ПРИБЫЛИ В РАСЧЕТЕ НА АКЦИЮ

Способность руководства предприятия увеличивать объем прибылей в расчете на акцию является ключом к увеличению капитала акционеров компании. Чтобы прибыли в расчете на акцию росли, компания должна использовать нераспределенную прибыль так, чтобы она приносила дополнительную прибыль. И это увеличение прибылей в расчете на акцию со временем приведет к увеличению рыночных котировок этих акций.

Самый быстрый и простой математический метод, позволяющий проверить способность менеджмента компании наращивать прибыль компании в расчете на акцию, заключается в вычислении годового накапливаемого по правилу сложного процента роста прибылей за последние десять лет и за последние пять лет. Эти цифры позволят увидеть картину роста прибылей в длительной перспективе и в последнее время и выяснить не только долговременную природу успеха компании, но и то, насколько деятельность руководства компании в последние годы соответствовала этому.

Давайте рассмотрим несколько примеров, а потом проанализируем их. Вот как выглядели в 1970-е гг. прибыли на акцию компании «General Foods»:

Прибыли «General Foods» в 1970—1980-е гг.	
Год	Прибыли на акцию (дол.)
1970	2,38
1971	2,35
1972	2,21
1973	2,40
1974	2,00
1975	3,02
1976	3,56
1977	3,40
1978	4,65
1979	5,12
1980	5,14

Чтобы вычислить годовой накапливаемый прирост прибылей в расчете на акцию, примите за текущую стоимость прибыль на акцию за первый год. В данном случае это 2,38 доллара в 1970 г. За будущую стоимость примем прибыль компании за 1980 г., это 5,14 доллара. С помощью финансового калькулятора, введя текущую стоимость, будущую стоимость и количество лет наращивания (ПН = 10), можно вычислить, что в течение десяти лет годовой накапливаемый доход составлял 8%. Эту же цифру можно получить с помощью обычного калькулятора, если разделить БС (5,14 дол.) на ТС (2,38 дол.) и извлечь из частного корень 10-й степени. Получится число 1,08, соответствующее 8% роста.

Теперь сделаем то же самое, взяв пятилетний период между 1975 и 1980 гг. В качестве текущей стоимости возьмем прибыль за 1975 г. в размере 3,02 доллара. Будущая стоимость равняется прибыли за 1980 г., предположим, 5,14 доллара. Число лет — пять. Введем указанные цифры и получим, что годовой накапливаемый рост в течение пяти лет между 1975 и 1980 гг. составляет 11,2%.

Сравним две полученные цифры. Мы видим, что годовой рост прибылей компании за пятилетний период между 1975 и 1980 гг. оказался выше годового роста за десять лет. Теперь можно подумать и над вопросами, которые у вас должны возникнуть. Почему ситуация изменилась? И как экономическое положение компании в прошлые годы влияет на нашу способность предсказать ее будущие прибыли? Что в экономике компании стало причиной увеличения роста прибыли в расчете на акцию в последние годы? Может быть, компания выкупила свои собственные акции или выгодно вложила нераспределенную прибыль в новые высокодоходные проекты?

### ПРАКТИЧЕСКОЕ ПРИМЕНЕНИЕ ТЕСТА

Применим этот тест к акциям компании «Coca-Cola», приобретенным Уорреном в 1994 г.

Картина прибылей компании за предшествующие годы выглядела так (см. с. 269).

Анализ таблицы позволяет сказать следующее: прибыли «Coca-Cola» в расчете на акцию росли в период с 1984 по 1994 г. на 17,2% в год, а в период с 1989 по 1994 г. на 18,4% в год.

Год	Прибыли на акцию (дол.)
1983	0,17
1984	0,20
1985	0,22
1986	0,26
1987	0,30
1988	0,46
1989	<b>0,42</b>
1990	0,51
1991	0,61
1992	<b>0,72</b>
1993	0,84
1994	0,98 (оценка)

Чтобы выполнить расчет, в первом случае берем прибыль за 1984 г. в качестве текущей стоимости ( $ТС = 0,20$ ), прибыль за 1994 г. за будущую стоимость ( $БС = 0,98$ ), а период наращивания приравняем к десяти годам. Введя эти данные в финансовый калькулятор, получим годовой накапливаемый рост в размере 17,2%. Во втором случае  $ТС = 0,42$  (прибыль за 1989 г.),  $БС = 0,98$ ,  $ПН = 5$ . Расчет дает цифру 18,4%.

В 1994 г. Уоррен мог рассуждать так: если он заплатит за акции «Coca-Cola» по 21,95 доллара за штуку, и каждая акция принесет прибыль в размере 0,98 доллара, значит, первоначальная рентабельность после уплаты корпоративного налога составит 4,5% ( $0,98 \text{ дол.} : 21,95 \text{ дол.} = 4,5\%$ ). И эта рентабельность будет увеличиваться постольку, поскольку прогнозируемый ежегодный прирост прибылей компании в расчете на акцию находится в диапазоне от 17,2 до 18,4%.



## ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ В СРАВНЕНИИ СО СТОИМОСТЬЮ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Один из способов определения стоимости компании по отношению к стоимости государственных облигаций заключается **в том, что** надо разделить текущую прибыль в расчете на одну акцию на текущую доходность государственных облигаций. Такой метод позволяет быстро сравнить их.

Прибыли на акцию компании «Capital Cities» в 1979 г. составляли 0,47 доллара. Разделите эту величину на доходность государственных облигаций, которая в том же году равнялась приблизительно 10%, и вы получите относительную стоимость акции в размере 4,70 доллара (0,47 дол. : 0,10 = 4,70 дол.). Это означает, что если бы вы заплатили за каждую акцию «Capital Cities» 4,70 доллара, доходность ваших инвестиций оказалась бы равной доходности государственных облигаций. Иными словами, стоимость одной акции «Capital Cities» относительно государственных облигаций равнялась бы 4,70 доллара.

**Однако** в 1979 г. была возможность купить акции «Capital Cities» дешевле, чем по 4,70 доллара. (Их рыночный курс колебался в пределах от 3,60 до 4,70 доллара. Это означает, что вы могли купить эти акции дешевле их стоимости относительно государственных облигаций и доходность ваших инвестиций в этом случае оказалась бы выше 10%.) Вот здесь вам пригодится знание темпов роста прибылей «Capital Cities» в период с 1970 по 1979 г. Годовой накапливаемый рост прибылей компании составлял за этот период 21 %.

Теперь задайте себе вопрос: чем бы я предпочел владеть — государственными облигациями стоимостью 4,70 доллара со статической годовой доходностью в размере 10% или акциями-облигациями «Capital Cities», рентабельность которых не ниже 10% и годовой рост прибылей на уровне 21%? Возможно, вы не захотите владеть ни тем ни другим. Но если все-таки выбирать, то акции-облигации «Capital Cities» выглядят более предпочтительным вариантом.

Многие аналитики считают, что, разделив величину прибылей в расчете на акцию на текущую доходность государственных облигаций, мы получаем внутреннюю стоимость акций компании. Но на самом деле **речь** идет о стоимости компании по сравнению со стоимостью государственных облигаций.

Это касается и теории, утверждающей, что внутренняя стоимость компании — это ее будущие прибыли, приведенные к текущей стоимости. Если в качестве **нормы** дисконтирования использовать доходность государственных облигаций, то в итоге мы придем к дисконтированной текущей стоимости в сравнении с доходностью государственных облигаций.

**Помят** также, что доходность государственных облигаций определяется до вычета налогов. А чистая прибыль корпораций — это цифра, полученная после выплаты корпоративного налога. Поэтому, сравнивая эти цифры, необходимо принимать во внимание налоговый фактор, иначе можно сильно просчитаться. Тем не менее есть смысл включить эту методику расчетов в ваш арсенал.

## ПОЧЕМУ УОРРЕН ОТДАЕТ ПРЕДПОЧТЕНИЕ КОМПАНИЯМ С ВЫСОКОЙ РЕНТАБЕЛЬНОСТЬЮ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА

Чтобы понять, почему Уоррен Баффет отдает предпочтение предприятиям с высокой рентабельностью акционерного капитала, следует помнить, что Уоррен смотрит на некоторые обыкновенные акции как на разновидность облигаций. Если процентная ставка по ним равняется годовой рентабельности акционерного капитала компании, то он называет акции акциями-облигациями. Величина прибыли в расчете на акцию равняется доходности акции-облигации. К примеру, если акционерный капитал компании стоит 10 долларов в расчете на одну акцию, а чистая прибыль составляет 2,50 доллара на акцию, Уоррен скажет, что доходность акций компании равняется 25% (2,50 дол.: 10 дол. = 25%).

Но поскольку прибыли компании подвержены колебаниям, то в отличие от облигаций доходность акций не является фиксированной величиной. Уоррен считает, что, приобретая акции-облигации, он покупает пе-

ременный уровень доходности, что может быть хорошо для инвестора, если прибыли возрастают, и плохо, если прибыли сокращаются. Рентабельность капитала колеблется вместе с изменением величины капитала по отношению к величине чистой прибыли.

Как мы знаем, акционерным, или собственным, капиталом компании называют сумму всех активов компании за вычетом всех ее *обязательств*. Предположим, вы владеете предприятием. Будем называть его компанией «А». Если оно имеет активы на сумму 10 миллионов долларов и обязательства на сумму 4 миллиона долларов, то собственный капитал равняется 6 миллионам. Если же компания заработала — после вычета налогов — 1,98 миллиона долларов прибыли, то рентабельность капитала компании составит 33% (1 980 000 дол. : 6 000 000 дол. = 33%).

Теперь представим, что у вас есть еще и другой бизнес. Назовем его компанией «В». Пусть компания «В» тоже имеет активы на 10 миллионов долларов и обязательств на 4 миллиона долларов, т. е. ее собственный капитал — это 6 миллионов долларов. Но предположим, что компания «В», имея капитал в размере 6 миллионов долларов, получила прибыль не 1,980 миллиона долларов, а только 480 тысяч. Это означает, что рентабельность капитала компании «В» составляет лишь 8% (480 000 дол. : 6 000 000 дол. = 8%).

	Компания «А» (дол.)	Компания «В» (дол.)
Активы	10 000 000	10 000 000
Обязательства	4 000 000	4 000 000
Собственный капитал	6 000 000	6 000 000
Прибыли после вычета налогов	1 980 000	480 000
Рентабельность собственного капитала	33%	8%

Обе компании имеют совершенно одинаковую структуру капитала, однако компания «А» работает вчетверо прибыльнее, чем компания «В». Это самая простая часть исследования. Разумеется, компания «А» лучше, чем компания «В».

Мы можем сказать, что обе компании имеют очень умелых руководителей, которые отлично знают свое дело. Руководство компании «А» отлично умеет получать рентабельность в размере 33%, а руководство компании «В» не менее хорошо справляется с задачей получения 8-процентной доходности капитала.

В какую из этих компаний вы вложили бы свои деньги — в компанию «А», менеджмент которой обеспечит вам отдачу от вложенных вами средств на уровне 33%, или в компанию «В», которая увеличит ваш капитал лишь на 8%? Конечно же, вы выберете компанию «А», которая обеспечит доходность ваших инвестиций на уровне 33%.

Пойдем дальше. Как владелец компании «А» вы имеете возможность либо получить в конце года заработанные ею 1,98 миллиона долларов чистой прибыли в форме дивидендов, либо оставить прибыль в компании и предоставить ее менеджменту и дальше увеличивать ваши вложения на 33% ежегодно. Что вам делать? Взять деньги или оставить их в компании для дальнейшего роста? Является ли рентабельность на уровне 33% достаточной для вас? Разумеется, она более чем достаточна. Компания «А» делает вас очень богатым человеком. Поэтому пусть она и дальше «крутит» ваши деньги.

В то же самое время вы являетесь собственником компании «В», и у вас есть выбор: получить в конце года заработанные ею 480 тысяч долларов чистой прибыли

в форме дивидендов или оставить прибыль в компании и предоставить ее менеджменту и дальше увеличивать ваши вложения на 8% ежегодно. Вы возьмете эти 8%? Является ли рентабельность на уровне 8% достаточной для вас? Здесь выбор далеко не столь очевиден, как это было в случае с компанией «А». Если бы я сказала вам, что вы можете взять дивиденды, выплачиваемые компанией «В», и реинвестировать их в компанию «А», это помогло бы вам принять решение? Конечно! Вы наверняка взяли бы деньги из компании «В», где они растут лишь на 8% в год, и реинвестировали их в компанию «А», где норма доходности капитала составляет 33%.

Теперь вы должны уже понимать, почему компании с высокой рентабельностью акционерного капитала занимают столь много места в списке Уоррена. Но преимущества высокой рентабельности акционерного капитала на этом не заканчиваются. Давайте глубже продолжим наше исследование.

Представим, что ни компания «А», ни компания «В» вам не принадлежит. Представить такое нетрудно. Но вот вы приходите на рынок с целью купить бизнес и говорите владельцам компании «А» и компании «В», что интересуетесь возможностью приобрести их предприятия. Разумеется, спрашиваете, не хотят ли они свои компании продать, а если хотят, то по какой цене.

Уоррен считает, что в конечном счете всякая норма доходности конкурирует с доходностью государственных облигаций. Государственные облигации обладают высокой степенью надежности, и инвесторы это знают. И, по мнению Уоррена, конкуренция ставок доходности является одной из главных причин того, что, *когда доходность государственных облигаций повышается, фон-*

*довый рынок падает, и наоборот.* Инвестиции в ценные бумаги, приносящие 10% дохода, выглядят намного привлекательнее, чем государственные облигации с доходностью 5%. Но если поднять ставку процента по <sup>ГО-</sup>сударственным облигациям до 12%, то 10-процентная доходность биржевых ценных бумаг сразу теряет свою притягательность.

Имея это в виду, владельцы компаний «А» и «В» оценивают доход, который они могут получить от продажи своих предприятий и инвестирования вырученных средств в государственные облигации. Если доход достаточный, это значит, что они могут забыть о головной боли, которой сопровождаются заботы о бизнесе, и при этом зарабатывать такие же деньги. Предположим, что на то время, когда вы делаете свое предложение о покупке, деньги, вложенные в государственные облигации, имеют уровень доходности 8%.

В случае с компанией «А», которая зарабатывает 1,98 миллиона долларов прибыли в год, для получения такого же годового дохода за счет процентов потребуется купить государственных облигаций на сумму 24,75 миллиона долларов. Поэтому владелец компании «А» говорит, что готов продать вам свой бизнес за 24,75 миллиона долларов. Сумма в 24,75 миллиона долларов вчетверо превышает балансовую стоимость компании, т. е. ее собственный капитал, а это 6 миллионов, и в 12,5 раза превышает ее текущую годовую прибыль — 1,98 миллиона.

В случае с компанией «В», которая зарабатывает 480 тысяч долларов прибыли в год, для получения такого же годового дохода за счет процентов потребуется купить государственных облигаций на сумму 6 миллионов долларов. Поэтому владелец компании «В» гово-

рит вам, что готов продать вам свой бизнес за 6 миллионов долларов. Эта сумма совпадает с балансовой стоимостью компании и в 12,5 раза превышает ее текущую годовую прибыль.

Обе компании, «А» и «В», имеют одинаковую структуру капитала, но компания «А» — через сравнение с государственными облигациями — стоит 24,75 миллиона долларов, а компания «В» — только 6 миллионов. Если вы заплатите за компанию «А» 24,75 миллиона долларов, то можете ожидать за первый год обладания компанией 8-процентной отдачи от своих инвестиций. И если вы заплатите 6 миллионов долларов за компанию «В», то также можете ожидать 8-процентной отдачи от своих инвестиций за первый год.

Чтобы до конца понять Уоррена, следует иметь в виду, что он не слишком интересуется тем, сколько компания заработает в следующем году. *Его гораздо больше интересует, сколько компания заработает за следующие десять лет.* В то время как Уолл-стрит смотрит на год вперед, Уоррен понимает, что если он хочет дать сложному проценту возможность творить чудеса, он должен сосредоточиться на предсказании более отдаленного будущего. Вот почему для него так важны компании, обладающие потребительской монополией и имеющие высокую рентабельность акционерного капитала.

Уоррен нашел бы компанию «А» куда более привлекательной для покупки, чем компанию «В». Экономическая сила компании «А» такова, что позволяет работать с рентабельностью капитала на уровне 33%. Это означает, что если руководству компании удастся сохранить такие темпы роста, то нераспределенная прибыль также будет расти на 33% в год. А это означает неуклон-

ный рост акционерного капитала компании в таком же темпе. Уоррен на самом деле заинтересован в дальнейшем росте капитала акционеров компании и в соответствующем росте начисляемых акционерам прибылей. Давайте проанализируем вышесказанное, используя таблицу, на которой показана прогнозируемая динамика роста собственного капитала и прибыли компании «А».

Компания «А»			
Год	Собственный капитал* (дол.)	РСК** (%)	Прибыли (добавляемые к капиталу следующего года) (дол.)
1-й	6 000 000	33	1 980 000
2-й	7 980 000	33	2 633 400
3-й	10 613 400	33	3 502 422
4-й	14 115 822	33	4 658 221
5-й	18 774 043	33	6 195 434
6-й	24 960 478	33	8 239 927
7-й	33 209 405	33	10 959 104
8-й	44 168 509	33	14 575 608
9-й	58 744 117	33	19 385 559
10-й	78 129 675	33	25 782 793
11-й	103 912 470	33	34 291 115

\* На начало года

\*\* Рентабельность собственного капитала

Вы видите здесь, что акционерный капитал компании растет на 33% в год по правилу сложного процента. (Помните, что Уоррен всегда стремится к накапливаемому росту, наибольшему из возможных.)

Через десять лет, к началу одиннадцатого года, компания «А» будет иметь собственный капитал в размере 103 912 470 долларов, а прибыли в том же году ожидаются на уровне 34 291 115 долларов. Если государственные облигации в том году будут иметь доходность на уровне все тех же 8%, для получения годового дохода в размере 34 291 115 долларов нужно будет иметь этих облигаций на сумму 428 миллионов долларов.

Если бы вы в начале первого года заплатили за компанию «А» 24,75 миллиона долларов, а через десять лет продали ее по балансовой стоимости за 103 912 470 долларов, годовая накапливаемая доходность ваших инвестиций за этот срок составила бы 15,4%. А если бы вы продали ее за 428 миллионов долларов? Что ж, именно на такую сумму нужно купить государственных облигаций, чтобы они принесли доход в размере 34 291 115 долларов, равный прогнозируемой прибыли компании «А» за одиннадцатый год, а годовая накапливаемая доходность ваших инвестиций составила бы примерно 33%.

Теперь давайте сравним это с компанией «В». Экономическое положение компании «В» позволяет ей работать с 8-процентной рентабельностью капитала. Это означает, что если руководству компании удастся сохранить такие же темпы роста, то нераспределенная прибыль также будет расти на 8% в год. А это означает, что основной капитал компании будет из года в год увеличиваться на 8%. Вот как выглядит в таблице прогнозируемая динамика роста собственного капитала и прибылей компании «В» (см. таблицу на с. 281).

Через десять лет, к началу одиннадцатого года, компания «В» будет иметь собственный капитал в размере 12,95 миллиона долларов, а прибыли в том же году ожи-

Компания «В»			
Год	Собственный капитал* (дол.)	РСК** (%)	Прибыли {добавляемые к капиталу следующего года} (дол.)
1-й	6 000 000	8%	480 000
2-й	6 480 000	8	520 000
3-й	7 000 000	8	560 000
4-й	7 560 000	8	600 000
5-й	8 160 000	8	650 000
6-й	8 820 000	8	710 000
7-й	9 520 000	8	760 000
8-й	10 280 000	8	820 000
9-й	11 110 000	8	890 000
10-й	11 990 000	8	960 000
11-й	12 950 000	8	1 036 000

\* На начало года  
\*\* Рентабельность собственного капитала

даются на уровне 1,036 миллиона долларов. Если государственные облигации в том году будут иметь доходность 8%, то для получения годового дохода в размере 1,036 миллиона долларов нужно будет иметь этих облигаций на сумму 12,95 миллиона долларов.

Если бы вы в начале первого года заплатили за компанию «В» 6 миллионов долларов, а десять лет спустя продали ее по балансовой стоимости — 12,95 миллиона долларов, и такова же стоимость государственных облигаций, необходимых для получения годового дохода в размере 1,036 миллиона долларов, равного годовой

прибыли компании «В» за одиннадцатый год, то годовая накапливаемая доходность ваших инвестиций за этот срок составила бы примерно 8%.

Предположим, у вас есть в наличии лишь 6 187 500 долларов, и вы спрашиваете себя, а не будет ли лучше купить компанию «В» целиком, чем 25% компании «А»? Уоррен сказал бы, что в этой ситуации покупка 25% акций компании «А» более надежное вложение денег, чем приобретение 100% акций компании «В». Если бы вы заплатили 6 187 500 долларов за 25% акций компании «А», то через десять лет продали бы этот пакет по балансовой стоимости — за 25,978 миллиона долларов. Годовая накапливаемая доходность ваших инвестиций составила бы 15,4%. А если бы вам удалось продать свой пакет акций по цене, определяемой в сравнении с государственными облигациями, то доходность ваших инвестиций оказалась бы равной 33%.

Теперь вам понятно, что, заплатив за компанию «А» с ожидаемой доходностью капитала на уровне 33% в течение ближайших десяти лет 24,75 миллиона долларов, т. е. сумму, в 12,5 раза превышающую годовую прибыль компании, вы заключили бы фантастически выгодную сделку. На самом деле за эту компанию не жаль было бы заплатить и намного больше. Насколько больше? — спросил бы себя Уоррен. Давайте посчитаем.

Предположим, вы заплатили за компанию «А» не 24,7 миллиона долларов, т. е. в 12,5 раза больше годового размера прибыли, а 59,4 миллиона, что в 30 раз больше годового объема прибылей компании «А». Предположим также, что десять лет спустя вы продали компанию по цене, которая в 12,5 раза превышает прибыль, полученную компанией в год продажи, т. е. за 428 638 937 дол-

ларов (34 291 115 дол.  $\times$  12,5 = 428 638 937 дол.). Если вы купили компанию за 59,4 миллиона долларов, а через десять лет продали за 428 638 937 долларов, тогда годовая накапливаемая рентабельность ваших инвестиций окажется равной 21,8%.

Даже если бы вы в год покупки заплатили за компанию «А» сорок размеров годовой прибыли — 79,2 миллиона долларов, — а через десять лет продали ее за 428 638 937 долларов, то годовая накапливаемая рентабельность ваших инвестиций составила бы 18,3%. Накапливаемая доходность инвестиций на уровне 18,3% в течение десяти лет — это то, о чем большинство финансовых менеджеров могут только мечтать.

Обнаруженный Уорреном секрет заключается в том, что преуспевающие предприятия, обладающие потребительской монополией и имеющие устойчиво высокую рентабельность акционерного капитала, зачастую покупать очень выгодно, даже тогда, когда отношение цены к прибыли кажется слишком высоким.

Я знаю, кое-кто из вас считает приведенный выше пример чисто гипотетическим и уверен, что в реальной жизни такого не бывает. Дескать, на устоявшемся рынке такой высокой рентабельности акционерного капитала и инвестиций быть не может.

Но вот вам пример из реальной жизни.

В 1988 г. показатель рентабельности акционерного капитала компании «Coca-Cola» был на уровне 33%, и эта величина устойчиво держалась несколько лет. Если бы вы в 1988 г. вложили в акции «Coca-Cola» 100 тысяч долларов и продержали эти акции в своем портфеле восемь лет, до 1996 г., то рыночная стоимость ваших инвестиций со 100 тысяч долларов поднялась бы за это

время до 912 280 долларов. Это соответствует доходности инвестиций до обложения налогом на уровне 31 %. Добавьте к этому дивиденды, которые бы вы получили за это время (примерно 40 524 доллара), и рентабельность ваших инвестиций поднялась бы до 32,5%.

В 1988 г. Уоррен Баффет, обратив внимание на потребительскую монополию «Coca-Cola» и на высокий уровень рентабельности акционерного капитала компании, вложил в акции 592,9 миллиона долларов — и стал легендой инвестиционного бизнеса.

### ПРАКТИЧЕСКОЕ ПРИМЕНЕНИЕ ТЕСТА НА РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ КАПИТАЛА

Проверим на предмет рентабельности капитала совершенную Уорреном Баффетом в 1994 г. покупку 257 640 акций «Coca-Cola». Годовая рентабельность собственного капитала компании в течение шести лет, предшествовавших 1994 г., превышала 30%. То есть она была на 12% больше средней величины для большинства предприятий. Иными словами, «Coca-Cola» образца 1994 г. явно удовлетворяла требованиям Уоррена в плане устойчиво высокой, выше средней, годовой рентабельности акционерного капитала.

## РАСЧЕТ ОЖИДАЕМОЙ ГОДОВОЙ ДОХОДНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ, ЧАСТЬ I

Прежде чем мы перейдем к методам прогнозного расчета годовой накапливаемой доходности потенциальных инвестиций, вы должны знать, что все эти математические уравнения служат только для того, чтобы дать вам лучшее представление об экономической природе изучаемого предприятия. Каждый расчет говорит что-то новое, раскрывает перед вами какую-то грань исследуемой компании, позволяет взглянуть под несколько иным углом на ее способность получать прибыли. Устойчивая прибыльность работы компании обеспечивает прогнозируемость будущей отдачи, а прогнозы будущей отдачи составляют суть деятельности биржевого аналитика.

Уоррен Баффет определяет внутреннюю стоимость компании как сумму всех ее будущих прибылей, приведенную к текущей стоимости. Причем за ставку дисконта принимается уровень доходности государственных облигаций. Давая такое толкование внутренней стоимости, Уоррен ссылается на «Теорию стоимости



инвестиций» («The Theory of Investment Value») Джона Берра Вильямса. Со своей стороны, Джон Берр Вильямс, предлагая такое определение, цитирует статью Роберта Вайза («Investing for Future Values», «Barron's», 8 сентября 1930 г.). А Вайз утверждал, что «действительная цена любой ценной бумаги, будь то акция или облигация, есть сумма всех будущих платежей, которая приводится к текущей стоимости по текущей процентной ставке в качестве нормы дисконтирования». Но надо отметить, что и Вильямс, и Вайз имеют в виду будущие дивиденды, выплачиваемые акционерам, а не предполагаемые прибыли. Уоррен же говорит о будущих прибылях, независимо от того, выплачиваются они или нет.

Все мы понимаем, что прогноз прибылей компании на сто лет вперед — дело невозможное. Попробовать, конечно, можно, но реалии мира таковы, что обязательно произойдут какие-то события, которые изменят в ту или другую сторону экономическое положение исследуемой компании. Например, телевидение. В 1940-е гг. оно было едва заметной кочкой среди гор экономического ландшафта. А в 1960-е и 1970-е телевидение стало фантастически успешным бизнесом, приносящим огромные барыши всем, кто вложил в него деньги. Этому способствовало то, что существовало всего лишь три телеканала. Монополизм национальных телесетей был столь велик, что Уоррен в начале 1980-х говорил, что если бы ему пришлось вложить все свои деньги в какую-то одну компанию, а затем уединиться на десять лет на необитаемом острове, он выбрал бы «Capital Cities». Вот какое доверие.

Но к 1992 г. Уоррен убедился в том, что телевизионный бизнес стал другим. Возникли десятки каналов,

конкурировавших за деньги рекламодателей. Абсолютно непотопляемые предприятия найти очень трудно. И возможно, «Coca-Cola» — одно из них.

История свидетельствует о том, что даже если вы Крупп, Ротшильд, Винчестер или Рокфеллер, то фортуна коммерции далеко не всегда благосклонна к вам. Некогда процветавшая монополия может в одночасье исчезнуть вследствие технологических перемен или вмешательства государственной десницы. Но фортуна благоволит смелым, а смелые и здравомыслящие ищут и находят новые возможности разбогатеть.

Учитывая это, глупо было бы надеяться на правильность расчетов, если вы прогнозируете прибыли компании на пятьдесят или сто лет вперед, а потом приводите их к текущей стоимости. Слишком уж много переменных приходится принимать во внимание. Теоретически это может быть правильно, но на практике суммирование всех будущих прибылей компании и приведение их к текущей стоимости порождает невозможные для осмысления комбинации цифр, особенно если предполагается постоянный рост прибылей.

Интересно, что Грэм тоже говорил о немислимо низких оценках текущей стоимости, которые часто возникают при дисконтировании будущих прибылей, особенно когда эти прибыли постоянно растут.

Некоторые аналитики пытаются решить эту проблему, разделяя будущие прибыли на два периода. Первый период соответствует высоким темпам роста, а второй — низким.

Проблема здесь, как считает Вильямс, в том, что каждый раз, когда уровень роста прибылей оказывается ниже той ставки дисконта, который используется в

уравнении приведения, стоимость акций сходит до нуля, хотя рост прибылей не прекращается.

Дополнительную проблему представляет собой выбор ставки дисконта. Если вы берете за ставку дисконта уровень доходности по государственным облигациям, значит, вы фактически дисконтируете будущие прибыли компании относительно процентной ставки государственных облигаций. Если процентная ставка меняется, то меняются и ваши расчеты. Чем выше процентная ставка, тем ниже оценка текущей стоимости. И наоборот, чем ниже процентная ставка, тем выше стоимость.

Еще одна проблема, связанная с использованием доходности государственных облигаций в качестве ставки дисконта, заключается в том, что все получаемые цифры являются доналоговыми. Если же учесть налоги, то доходность, которая номинально составляет 8%, сокращается для частного инвестора до 5,52%. Будущие же прибыли компании исчисляются уже после уплаты корпоративного налога, а это значит, что 8-процентный рост капитала так и остается S-процентным, если только прибыль не выплачивается в форме дивидендов.

Уоррен Баффет на сто лет вперед не смотрит. Он прогнозирует рост балансовой стоимости исследуемой компании в расчете на одну акцию не больше чем на пять или десять лет. Свои прогнозы он строит, изучая тенденции рентабельности собственного капитала компании за прошлые годы и вычитая из прибыли долю, выплачиваемую акционерам в форме дивидендов.

Уоррен приблизительно оценивает, какой будет величина собственного капитала компании, скажем, через десять лет, а потом умножает ее на прогнозируемую рентабельность капитала, какой она будет к тому времени,

и таким образом определяет будущую годовую прибыль компании. Используя эту оценку величины прибылей, он получает возможность прогнозировать будущие биржевые котировки акций компании. Взяв цену, которую просят за акции сегодня, в качестве текущей стоимости, он затем вычисляет накапливаемую годовую доходность инвестиций и сравнивает ее с доходностью, которую обеспечивают другие возможности вложения капитала, существующие на рынке, принимая также во внимание необходимость опережать темпы инфляции.

Давайте рассмотрим сказанное на примере компании «Berkshire Hathaway». В 1986 г. балансовая стоимость одной акции «Berkshire Hathaway» составляла 2,073 тысячи доллара. В период с 1964 по 1983 г. средняя рентабельность собственного капитала компании составляла 23,3% в год. Если вы хотите спрогнозировать на 1996 г. величину собственного капитала «Berkshire Hathaway» в расчете на одну акцию, то вам нужно взять финансовый калькулятор, переключить его финансовый режим и вычислить будущую стоимость (БС).

Первым делом введите в качестве текущей стоимости балансовую стоимость одной акции в 1986 г. ( $ТС = 2\,073$  дол.), затем введите процентную ставку роста балансовой стоимости, равную рентабельности капитала ( $ПС = 23,3\%$ ), период наращивания в годах ( $ПН = 10$ ). После чего, нажав кнопку «Вычислить» и кнопку «БС», вы и получите будущую стоимость. Калькулятор покажет вам, что балансовая стоимость одной акции «Berkshire Hathaway» в 1996 г. должна составить 16 835 долларов.

Эту же цифру можно получить и с помощью обычного калькулятора, если текущую стоимость 10 раз умножить на 1,233 или 10 раз прибавить 23,3%.

Теперь вам нужно выяснить вопрос, сколько денег вы готовы заплатить в 1986 г., чтобы в 1996 г. получить право на владение частью капитала «Berkshire Hathaway» в размере 16 835 долларов. Но прежде вы должны решить, какая отдача от ваших инвестиций вас интересует. Если вы похожи на Уоррена, то минимальная рентабельность инвестиций, на которую вы готовы согласиться, составляет 15%. Поэтому теперь вам нужно дисконтировать величину 16 835 долларов к текущей стоимости, используя ставку дисконта 15%.

Если вы пользуетесь финансовым калькулятором, то введите  $БС = 16\ 835$  дол.,  $ПС = 15\%$ ,  $ПН = 10$  и вычислите текущую стоимость. На экране калькулятора высветится сумма 4 161 доллар. Это максимальная сумма, которую вы можете заплатить за одну акцию «Berkshire Hathaway» в 1986 г., чтобы обеспечить 15-процентную рентабельность ваших инвестиций на протяжении десяти лет. С помощью обычного калькулятора эту сумму можно получить, если из величины будущей стоимости — 16 835 долларов — 10 раз вычесть 15% или 10 раз разделить ее на 1,15.

Раздобыв финансовую газету за 1986 г., вы можете узнать, что на фондовой бирже акции «Berkshire» в тот год продавались по цене около 2,7 тысячи долларов. Вы думаете, я мог бы получить рентабельность инвестиций даже выше 15%. Чтобы убедиться в этом, введите текущую стоимость (2 700 дол.), будущую стоимость (16 835 дол.) и число лет (10), после чего нажмите «Вычислить» и «ПС». Калькулятор выдаст вам искомую годовую рентабельность инвестиций в размере 20%. (Альтернативный способ: разделить БС на ТС и извлечь корень 10-й степени. Получится число 1,2, соответствующее 20% роста.)

На самом деле к 1996 г. среднегодовой накапливаемый рост собственного капитала компании «Berkshire Hathaway» достиг 24,8%. С учетом этого реальная балансовая стоимость одной акции компании в 1996 г. составила 19 011 долларов.

Двинемся дальше. Пока вы терпеливо ждали повышения балансовой стоимости «Berkshire», биржа очень полюбила эту компанию, и котировки ее акций в 1996 г. достигли 38 тысяч долларов. Если бы вы купили акции «Berkshire» в 1986 г. по 2,7 тысячи долларов и продали их в 1996 г. по 38 тысяч долларов, то годовая накапливаемая доходность ваших инвестиций в течение десяти лет составила бы 30,2%.

Как получена эта цифра? Если у вас есть финансовый калькулятор, то введите  $ТС = 2\ 700$  дол.,  $БС = 38\ 000$  дол. и  $ПН = 10$  и посчитайте ПС. Вы получите 30,2%. (Или разделите 38 000 на 2 700 и извлеките корень 10-й степени. Получится 1,302.)

Предположим, вы в 1996 г. купили акции «Berkshire» по цене 38 тысяч долларов за шутку. Какой окажется годовая доходность ваших инвестиций, если вы продержите эти акции десять лет?

Мы знаем, что балансовая стоимость одной акции «Berkshire» в 1996 г. равнялась 19 011 долларам и на протяжении предыдущих тридцати двух лет она росла в среднем на 23% в год. Предполагая, что такая рентабельность капитала сохранится и на следующие десять лет, мы можем рассчитать, что в 2006 г. балансовая стоимость одной акции «Berkshire Hathaway» достигнет 150 680 долларов.

Если в 1996 г. вы заплатили за акцию «Berkshire» 38 тысяч долларов, а в 2006 г. продадите ее по балансо-

вой стоимости, равной 150 680 долларов, какой будет среднегодовая отдача ваших инвестиций? Действуем по прежней схеме. Вводим  $BC = 150\ 680$  дол.,  $ТС = 38\ 000$  дол. и  $ПН = 10$  и получаем  $ПС = 14,76\%$ . Именно такой окажется годовая накапливаемая доходность ваших денег.

Вы можете внести поправки в этот расчет, приняв во внимание, что, например, на протяжении последних тридцати двух лет акции «Berkshire Hathaway» котировались на бирже в пределах от одной величины их балансовой стоимости до двух величин балансовой стоимости. Если эта тенденция сохранится, то можно предполагать, что в 2006 г. рыночная цена акций «Berkshire» окажется где-то от 150 680 (прогнозируемая балансовая стоимость) до 301 360 (удвоенная прогнозируемая балансовая стоимость) долларов за акцию.

Если вы купили акции «Berkshire» в 1996 г. по цене 38 тысяч долларов, а продадите их в 2006 г. по цене 150 680 долларов (т. е. по балансовой стоимости), то годовая накапливаемая доходность ваших инвестиций составит 14,76%. Если же вы продадите акции по цене 301 360 долларов (удвоенная балансовая стоимость по состоянию на 2006 г.), то годовая накапливаемая доходность ваших инвестиций окажется равной 23%.

Итак, в зависимости от рыночной стоимости акций «Berkshire» в 2006 г. вы можете рассчитывать на годовую накапливаемую доходность ваших инвестиций до вычета налогов где-то в пределах от 14,76 до 23%.

О лучшем можно только мечтать.

## РАСЧЕТ ОЖИДАЕМОЙ ГОДОВОЙ ДОХОДНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ, ЧАСТЬ II

В предыдущей главе мы с вами, уважаемый читатель, научились прогнозировать будущую рыночную стоимость компании «Berkshire Hathaway», прогнозируя будущую величину собственного капитала в расчете на акцию. Мы также узнали, что когда будущая стоимость определена, то можно спрогнозировать годовую накапливаемую доходность инвестиций.

В этой главе нам предстоит определять будущую рыночную стоимость компании путем прогнозирования будущих прибылей. А полученные данные позволят узнать годовую накапливаемую доходность инвестиций, вкладываемых в компанию.

Я думаю, это упражнение будет особенно полезным, если мы исследуем реальный пример того, как Уоррен Баффет принимал свои инвестиционные решения. Для этого нам надо знать о финансовых рассуждениях, которые побудили Уоррена стать акционером компании «Coca-Cola». (Хочу подчеркнуть, что это очень важная глава. Она проливает свет на некоторые важные факто-

ры, упускаемые многими исследователями методов Уоррена. Все исторические цифры, касающиеся финансового положения компании «Coca-Cola», были откорректированы с учетом дробления акций компании на протяжении 1996 г.)

### КОМПАНИЯ «СОСА-COLA», 1988 г.

В 1988 г. Уоррен Баффет поручил своему холдингу «Berkshire Hathaway» купить 113,380 миллиона акций компании «Coca-Cola» по цене 5,22 доллара за акцию. Общая сумма инвестиции составила 592,540 миллиона долларов. Компания «Coca-Cola» в том, 1988-м, году имела в расчете на одну акцию балансовую стоимость 1,07 доллара и чистую прибыль 0,36 доллара.

С точки зрения Уоррена, каждая купленная им акция-облигация «Coca-Cola» фактически была ценной бумагой с отрывным купоном, по которому ему как долевному собственнику компании ежегодно начислялись 0,36 доллара прибыли. Это означает, что рентабельность этих акций-облигаций составляла 33,6% (0,36 дол. : 1,07 дол. = 33,6%). Из полученной прибыли примерно 58% компания оставляла у себя, а 42% выплачивала акционерам в форме дивидендов.

Таким образом, доход, который приносили акции, делился на две составляющие. Из 0,36 доллара прибыли на акцию 0,21 доллара (58%) компания оставляла нераспределенными и прибавляла к собственному капиталу. С этой части прибыли корпоративный налог был уже уплачен, и никакому налогообложению она уже не подлежала.

Другая часть, 42%, прибыли выплачивалась в форме дивидендов. В расчете на одну акцию эта сумма составляла 0,15 доллара и подлежала обложению чным подоходным налогом или налогом на дивиденды, которые одна компания получала от другой.

Теперь, если предположить, что «Coca-Cola» сможет сохранять рентабельность акционерного капитала на уровне 33,6% в течение следующих двенадцати лет и будет по-прежнему прибавлять к собственному капиталу 58% прибыли, а оставшиеся 42% выплачивать в форме дивидендов, то можно рассчитать будущую балансовую стоимость компании и величину ее прибылей.

Это можно сделать, если взять 58% от 33,6%, т. е. 19,4%, и каждый год увеличивать собственный капитал компании на эту величину.

Так, если в 1988 г. собственный капитал «Coca-Cola» в расчете на одну акцию равнялся 1,07 доллара, то, увеличив 1,07 доллара на 19,4%, мы получим балансовую стоимость одной акции компании в 1989 г. в размере 1,28 доллара (1,07 дол. x 1,194 = 1,28 дол.).

Эту же цифру можно получить, введя в финансовый калькулятор 1,07 доллара в качестве текущей стоимости, 19,4 в качестве процентной ставки и 1 в качестве количества лет. Затем нажмите клавиши «Вычислить» и «BS».

Если вы хотите знать, какой будет прибыль на акцию в том или ином году, нужно лишь умножить балансовую стоимость акции на 33,6%. К примеру, прогнозируемая прибыль на акцию в 1989 г. составит 0,43 доллара (1,28 дол. x 0,336 = 0,43 дол.). Чтобы получить величину прибыли на 1998 г., нужно умножить 6,30 доллара на 33,6%. Ожидаемая прибыль в расчете на акцию составит 2,12 доллара.

Давайте посчитаем прогнозируемую балансовую стоимость и прибыль компании «Coca-Cola» в расчете на одну акцию в конце 2000 г., т. е. через двенадцать лет после 1988 г.

Обычно прогнозы не стоят той бумаги, на которой написаны. Большинство финансовых аналитиков готовы составлять прогнозы только на год-два вперед. Они анализируют текущее положение компании и дают рекомендации по поводу покупки. Но Грэм считал, что реальная роль аналитика заключается в том, чтобы удостовериться в способности компании получать прибыли и сделать долгосрочный прогноз той суммы, которую компания способна заработать («Анализ ценных бумаг», 1951).

Обратите внимание на таблицу:

Прогноз на 1988—2000 гг.  
(в расчете на одну акцию, дол.)

Год	Балансовая стоимость	Прибыль	Дивиденды	Нераспределенная прибыль
1988	1,07	0,36	0,15	0,21
1989	<b>1,28</b>	<b>0,43</b>	0,18	0,25
1990	<b>1,53</b>	0,51	0,21	0,30
1991	<b>1,83</b>	<b>0,61</b>	0,26	0,35
1992	2,18	0,72	<b>0,30</b>	0,42
1993	2,60	0,87	<b>0,37</b>	0,50
1994	3,10	1,04	0,44	0,60
1995	3,70	1,24	0,52	0,72
1996	<b>4,42</b>	1,48	0,62	0,86
1997	5,28	1,77	0,75	1,02
1998	6,30	2,12	0,90	1,22
1999	<b>7,52</b>	2,53	1,07	1,46
2000	8,98	3,02	<b>1,27</b>	<b>1,75</b>
		Итого: 7,04	Итого: 9,66	

В таблице приведены прогнозируемые финансовые показатели компании «Coca-Cola» на двенадцать лет вперед. В большинстве случаев такие попытки прогноза не имели бы ни малейшего смысла. Однако, как обнаружил Уоррен, если компания достаточно крепкая и рентабельность ее собственного капитала достаточно высокая и если имеется какого-то рода потребительская монополия, то шансы на достоверность долгосрочного прогноза значительно повышаются.

Поскольку мы прогнозировали будущие прибыли «Coca-Cola», взяв за основу показатели 1988 г., у нас есть возможность проверить, имеют ли наши расчеты хоть небольшую достоверность.

Сравним сделанный нами прогноз прибылей компании на период с 1988 по 1996 г. с реальными цифрами, которые отражают деятельность «Coca-Cola» в эти же годы.

Сравнение прогноза прибылей «Coca-Cola»  
с реально достигнутыми результатами

Год	Прогнозируемая прибыль (дол.)	Реальная прибыль (дол.)	Относительная погрешность (%)
1989	0,43	0,42	2,3
1990	0,51	0,51	0
1991	0,61	0,61	0
1992	0,72	0,72	0
1993	0,87	0,84	3,5
1994	1,04	0,99	5
1995	<b>1,24</b>	<b>1,19</b>	<b>4</b>
1996	1,48	1,40	5,4

Мы видим, что относительная погрешность наших прогнозов на восемь лет вперед находится в пределах от 0 до 5,4%. Что очень неплохо. Это значит, что мы с достаточно большой достоверностью можем прогнозировать, что прибыли компании «Coca-Cola» в 2000 г. составят 3,02 доллара в расчете на одну акцию. {Примечание. Чем дальше мы движемся в будущее, тем выше вероятность расхождений между реальными и прогнозируемыми результатами. К этому надо быть готовыми.)

К 2000 г. Уоррен получит также 6 86 миллионов долларов. Это сумма дивидендов после вычета налогов. Итоговую сумму дивидендов в расчете на акцию в размере 7,04 доллара умножаем на 113,38 миллиона акций и вычитаем налог на дивиденды в размере около 14%.

Таким образом, Уоррен Баффет может рассчитывать, что к 2000 г. он с лихвой вернет потраченные на покупку акций 592,401 миллиона долларов и при этом купленные 113,38 миллиона акций останутся при нем.

Если акции компании будут продаваться по исторически консервативной цене, равной пятнадцатикратной величине прибыли на акцию. Цена одной акции достигнет в 2000 г. 45,30 доллара ( $15 \times 3,02 \text{ дол.} = 45,30 \text{ дол.}$ ), а 113,38 миллиона акций «Coca-Cola» можно будет продать за 5,136 миллиарда долларов ( $45,30 \text{ дол.} \times 113380 \text{ 000 дол.} = 5 \text{ 136 000 000 дол.}$ ) - Совсем неплохо.

*Примечание. Когда вы выбираете коэффициент «цена/прибыль» (Ц/П), на который умножается прогнозируемая прибыль для определения рыночной стоимости акций, расчеты будут более надежными, если вы возьмете усредненный коэффициент Ц/П за последние десять лет, Следует также провести расчеты с самым высоким и самым низким Ц/П за последние десять лет, чтобы иметь лучшее*

*представление о том, что вас может ожидать. Имейте в виду, что акции далеко не всегда котируются по самому высокому из коэффициентов Ц/П, имевших место в истории компании. Чрезмерный оптимизм в этом плане может быть чреват катастрофической ошибкой. Придерживайтесь среднего отношения цены к прибылям за последние десять лет. Особенно в том случае, если разрыв между самым высоким и самым низким коэффициентом за данный промежуток времени очень велик. Когда сомневаетесь, куда свернуть, выбирайте среднюю дорогу.*

Ориентируясь на прошлые годы, можно предположить, что биржевой курс акций на 2000 г. будет находиться в пределах от пятнадцати до двадцати пяти величин прибыли на акцию (т. е. коэффициент Ц/П колеблется в пределах от 15 до 25). Если мы прогнозируем прибыли компании «Coca-Cola» на 2000 г. в размере 3,02 доллара на акцию, то рыночная цена одной акции «Coca-Cola» на этот год прогнозируется в диапазоне от 45,30 доллара ( $15 \times 3,02 \text{ дол.} = 45,30 \text{ дол.}$ ) до 75,50 доллара ( $25 \times 3,02 \text{ дол.} = 75,50 \text{ дол.}$ ). Мы также знаем, что первоначально Уоррен купил акции по цене 5,22 доллара.

Чтобы определить годовую накапливаемую доходность инвестиций в период с 1988 по 2000 г., нужно лишь взять финансовый калькулятор и ввести данные: срок — 12 лет, текущая стоимость — 5,22 доллара, а в качестве будущей стоимости — либо 45,30, либо 75,50 доллара. Вычисление процентной ставки даст вам годовую накапливаемую доходность, которая окажется равной либо 19,7% — если акции в 2000 г. будут котироваться по 45,30 доллара, либо 24,9% — если цена акций составит 75,50 доллара. Итак, Уоррен может рассчитывать на годовую рентабельность инвестиций в течение двена-

дцати лет в пределах от 19,7 до 24,9%. Теперь можно немного подкорректировать эти цифры, приняв во внимание дивиденды, выплачиваемые акционерам «Coca-Cola», и налоги. Их Уоррену придется заплатить, если он продаст акции в 2000 г. Для этого сначала вычтем из продажной цены 45,30 доллара те 5,22 доллара, которые Уоррен заплатил за каждую акцию, — эти 5,22 доллара налогом не облагаются. Сумма 40,08 доллара, которую мы получим, и составляет прибыль Уоррена с каждой акции. Затем вычитаем корпоративный налог на прирост капитала, равный 35%. Остается 26,05 доллара. Теперь добавим дивиденды, полученные за двенадцать лет, предварительно вычтя налоги. Это 6,05 доллара (7,04 дол. — 14% — 6,05 дол.). Итоговая чистая прибыль — после выплаты всех налогов — составит 32,10 доллара (6,05 дол. + 26,05 дол. = 32,10 дол.). Теперь можно добавить ранее вычтенные 5,22 доллара, и получим 37,32 доллара — чистую выручку от продажи в расчете на акцию (32,10 дол. + 5,22 дол. = 37,32 дол.).

Заплатив за акции по 5,22 доллара, Уоррен получит от их продажи выручку в размере 37,32 доллара за одну акцию. Это означает, что если акции «Coca-Cola» будут действительно проданы по цене, равной пятнадцатикратной величине прибыли, накапливаемая годовая доходность инвестиций Уоррена с 1988 по 2000 г. составит 17,8%.

Можно провести те же расчеты, приняв коэффициент Ц/П равным 25, что соответствует биржевой цене акций в 2000 г. на уровне 75,50 доллара. Вычтя налоги и добавив дивиденды, мы получим общую выручку 51,73 доллара, что соответствует годовой доходности инвестиций на уровне 22% в течение двенадцати лет. (Замечу, что даже если акции «Coca-Cola» будут в 2000 г.

котироваться лишь в размере девятикратной величины прибыли, то годовая доходность инвестиций все равно окажется достаточно высокой — 14,4%.)

Теперь представьте, что я предлагаю продать вам по номинальной стоимости двенадцатилетние облигации «Coca-Cola» без права досрочного погашения с не облагаемой налогами доходностью 14,4% или даже 17,8%. А как насчет 22%? Заманчиво? Я бы заложила дом, имущество, все, что только могла, чтобы купить такие облигации. Но, поверьте, вероятность услышать подобное предложение равна нулю.

Однако в 1988 г. вы могли купить акции «Coca-Cola», и вложенные вами деньги росли бы со скоростью от 14 до 22% в год, при условии, что вы держали бы эти акции в течение двенадцати лет. {Примечание. Действительность оказалась даже лучше прогнозов. В 1996 и 1997 гг. акции «Coca-Cola» стали котироваться на бирже с коэффициентом Ц/П 40 и выше. Это позволило Уоррену Баффету получить в период с 1988 по 1997 г. еще более высокую годовую ставку доходности, чем он рассчитывал. Но имейте в виду, что было бы, наверное, слишком оптимистично использовать Ц/П от 40 и выше в качестве текущего множителя. *Надежнее будет использовать средний показатель Ц/П за последние десять лет.*}

Все это богатство создается благодаря способности компании «Coca-Cola» получать прибыли в размере 33,6% от величины собственного капитала. Затем компания более половины этой прибыли — 58% — добавляет к акционерному капиталу, который ее породил. Это позволяет балансовой стоимости компании расти по правилу сложного процента.

Вот как это делается.



## ПРИМЕНЕНИЕ МЕТОДА УОРРЕНА БАФФЕТА К ПОКУПКЕ АКЦИЙ «СОСА-COLA» В 1994 г.

Восьмого августа 1994 г. Уоррен Баффет купил еще 257 640 акций «Coca-Cola» по цене 21,95 доллара за акцию. В тот год прибыль компании составила 0,99 доллара на акцию. Рост прибыли в течение предшествовавших десяти лет был в пределах от 17 до 18%, а рентабельность капитала четыре последних года держалась выше 40%. Уоррен также обратил внимание на то, что последние семь лет коэффициент Ц/П для акций «Coca-Cola» в среднем равнялся 21.

Предположим, что даже несмотря на то, что рентабельность собственного капитала «Coca-Cola» стала зашкаливать за 40%, Уоррен хочет удержаться в рамках первоначального прогноза прибылей, составленного в 1988 г. на срок до 2000 г. (см. таблицу выше). Предположим также, что он намерен держать купленные в 1994 г. акции только до 1999 г. На какую доходность инвестиций он может рассчитывать, если продаст эти акции в 1999 г.?

Как видно из таблицы, прибыль на 1999 г. прогнозировалась на уровне 2,53 доллара. Если мы умножим ожидаемую прибыль на средний коэффициент Ц/П, равный 21, то получим ожидаемую биржевую стоимость акций на 1999 г. в размере 53,13 доллара. Если принять  $ТС = 21,95$  дол.,  $БС = 53,13$  дол. и  $ПН$  (число лет) = 5, то можно подсчитать, что средняя доходность инвестиций составит 19,33%.

Внося поправку на налоги и дивиденды, вычтем из продажной цены акций налог — получится 42,21 доллара, добавим начисленные дивиденды, предварительно

тоже вычтя из них налог, и получим чистую выручку в размере 46,07 доллара. После такой корректировки ставка годового накапливаемого дохода снижается до 15,98%. Итак, купив акции в 1994 г. и продав их в 1999 г., Уоррен мог рассчитывать на то, что годовая рентабельность этой сделки составит 15,98%.

Годовая отдача в размере 15,98% после вычета всех налогов заинтересовала бы вас? Помните, что, когда вы имеете дело с государственными облигациями, для получения посленалоговой доходности в размере 15,98% надо, чтобы доналоговая доходность была на уровне 24,58%. Где вы видели государственные облигации с такой процентной ставкой? А может, настолько же выгодные и корпоративные облигации? Лично я не только не видела, но и не слышала о них. Теперь вы понимаете, почему Уоррен так любит «Coca-Cola»? С ней все идет к лучшему, включая ваши деньги.

## АКЦИИ-ОБЛИГАЦИИ С ПОСТОЯННО РАСТУЩИМИ ПРОЦЕНТАМИ ОБЛИГАЦИОННЫХ КУПОНОВ

Уоррен умеет рассматривать инвестиции с разных позиций. Одна из них — это подход к акции как к облигации с постоянно растущим купоном. Давайте исследуем этот вопрос на примере «Coca-Cola». (Быть может, вы удивляетесь, почему вообще разговор зашел о купонах? В прежние времена облигации выпускались с десятками отрезных купонов. Владелец облигации отрезал купон и высылал его в компанию, выпустившую эту облигацию, получая в ответ проценты, набежавшие за определенный срок. Таким образом, компании не нужно было вести учет всех владельцев облигаций. В наше время облигации регистрируются в компании, выпустившей их, и их держатели получают проценты по почте, ничего для этого не делая. С точки зрения Уоррена, акции-облигации некоторых компаний имеют купоны, выплаты по которым постепенно увеличиваются. Каждый год вы получаете с этой акции-облигации несколько больше. Вот это и есть акция-облигация с нарастающим купоном.)

Теперь вспомните, о чем мы уже говорили: цена, которую вы платите за акции, предопределяет рентабельность ваших инвестиций. Когда в 1988 г. Уоррен первый раз купил акции «Coca-Cola», балансовая стоимость одной акции компании равнялась 1,07 доллара, а прибыль на одну акцию составляла 0,36 доллара. Это означает, что рентабельность собственного капитала «Coca-Cola» в 1988 г. равнялась 33,6%. Если бы вы купили акции «Coca-Cola» по их балансовой стоимости, т. е. по 1,07 доллара за акцию, первоначальная рентабельность ваших инвестиций составила бы 33,6% (0,36 дол. : 1,07 дол. = 33,6%). Однако Уоррен купил акции не по 1,07 доллара, а по 5,22 доллара, так что первоначальная рентабельность его вложений составила лишь 6,89% (0,36 дол. : 5,22 дол. = 6,89%), т. е. гораздо меньше 33,6%.

Что ж, рентабельность инвестиций в размере 6,89% нельзя назвать большой. Но Уоррен рассчитывал, что прибыли «Coca-Cola» в расчете на одну акцию будут продолжать расти, что приведет к постепенному повышению среднегодовой рентабельности вложенных им денег. Звучит заманчиво? Давайте изучим этот вопрос подробнее.

Экономическое положение компании «Coca-Cola» многогранно, но главными показателями являются рентабельность собственного капитала и величина нераспределенной прибыли. В 1988 г. Уоррен с каждых 5,22 доллара, вложенных в компанию, заработал 0,36 доллара. Если «Coca-Cola» *удерживает* из этой суммы прибыли примерно 58%, т. е. 0,21 доллара (0,36 дол. × 0,58 = 0,21 дол.), это означает, что она фактически реинвестирует принадлежащие Уоррену 0,21 доллара обратно в

компанию. (Отмечу, что оставшиеся 42%, или 0,15 доллара, выплачиваются в виде дивидендов.)

Таким образом, на начало 1989 г. общие вложения Уоррена в компанию «Coca-Cola» в расчете на одну акцию равняются первоначальному 5,22 доллара плюс нераспределенная прибыль в размере 0,21 доллара, что в сумме дает 5,43 доллара на акцию.

Первоначально вложенный капитал	5,22 дол.
Нераспределенная прибыль за 1988 г.	+ 0,21 дол.
Суммарный капитал на 1989 г.	5,43 дол.

Мы можем предположить, что в 1989 г. первоначально вложенная часть суммарного капитала — те самые 5,22 доллара — снова принесет прибыль в размере 0,36 доллара, т. е. снова увеличится на 6,89%. С другой стороны, если «Coca-Cola» сохранит прежние темпы роста собственного капитала на уровне 33,6%, то оставшаяся после 1988 г. нераспределенная прибыль в размере 0,21 доллара вырастет на 33,6%, т. е. принесет прибыль в размере 0,07 доллара (0,21 дол.  $\times$  0,336 = 0,07 дол.). И значит, общая прибыль на акцию в 1989 г. уже составит 0,43 доллара (0,36 дол. + 0,07 дол. = 0,43 дол.).

Итак, Уоррен заработает 0,36 доллара со своего первоначального вложения в размере 5,22 доллара — рентабельность 6,89%, и 0,07 доллара с оставшейся в компании части прибыли в размере 0,21 доллара — рентабельность 33,6%. В сумме это принесет ему 0,43 доллара прибыли на акцию, что соответствует рентабельности суммарного капитала (5,43 дол.) на уровне 7,9% (0,43 дол.: 5,43 дол. = 7,9%).

**Прогнозируемая прибыль  
от инвестированного и реинвестированного капитала  
и рентабельность инвестиций на 1989 г.**

Первоначально вложенный капитал	5,22 дол. $\times$ 6,89% =	0,36 дол.
Нераспределенная прибыль за 1988 г.	+ 0,21 дол. $\times$ 33,6% =	0,07 дол.
Суммарный капитал на 1989 г.	5,43 дол.	0,43 дол.
Рентабельность инвестиций на 1989 г.:	0,43 дол. (прибыль): 5,43 дол. (капитал) = 7,9%	

Такие же расчеты можно провести и на 1990 г. Компания «Coca-Cola» удержит 58% от полученной в 1989 г. прибыли в размере 0,43 доллара, что составляет примерно 0,25 доллара. Эти 0,25 доллара будут добавлены к тем 5,43 доллара, которые Уоррен уже вложил в компанию. Таким образом, его суммарный капитал, вложенный в компанию «Coca-Cola» (в расчете на одну акцию), составит 5,68 доллара (5,22 дол. + 0,21 дол. + 0,25 дол. = 5,68 дол.).

**Суммарные инвестиции в «Coca-Cola»  
на начало 1990 г. в расчете на одну акцию:**

Первоначально сложенный капитал	5,22 дол.
Нераспределенная прибыль за 1988 и 1989 гг.	+ 0,46 дол.
Суммарный капитал на 1990 г.	5,68 дол.

Можно предположить, что в 1990 г. первоначально вложенные Уорреном 5,22 доллара снова принесут прибыль в размере 0,36 доллара, т. е. будут иметь все ту же отдачу на уровне 6,89%. Но зато прибыль, удержанная

компанией и добавленная к первоначальному капиталу (0,21 доллара в 1988 г. и 0,25 доллара в 1990 г.), *будет нарастать со скоростью, равной текущему уровню рентабельности собственного капитала компании, т. е. 33,6%*. Это означает, что нераспределенная в 1988 и 1989 гг. прибыль на акцию в размере 0,46 доллара в 1990 г. принесет прибыль, равную 0,15 доллара (0,46 дол.  $\times$  0,336 = 0,15 дол.). Таким образом, общая прибыль на 1990 г. прогнозируется на уровне 0,51 доллара на акцию (0,36 дол. + 0,15 дол. = 0,51 дол.). Это соответствует 8,9% общей рентабельности инвестированного и реинвестированного за два года капитала (0,51 дол. : 5,68 дол. = 8,9%).

**Прогнозируемая прибыль  
от инвестированного к реинвестированного капитала  
и рентабельность инвестиций на 1990 г.**

Первоначально вложенный капитал	5,22 дол.	$\times$ 6,89%	= 0,36 дол.
Нераспределенная прибыль за 1988 и 1989 гг.	+0,46 дол.	$\times$ 33,6%	= 0,15 дол.
Суммарный капитал на 1990 г.	5,68 дол.		0,51 дол.
Рентабельность инвестиций на 1990 г.:	0,51 дол. (прибыль)	:	5,68 дол. (капитал) = 8,9%

Уверена, вы заметили поступательный рост нормы доходности, но хочу, чтобы вы обратили внимание на то, что первоначальный капитал Уоррена имеет фиксированную ставку роста 6,89%, зато нераспределенная прибыль, прибавляемая к первоначальному капиталу, растет уже со скоростью 33,6%. На это можно взглянуть

и под таким углом: предположим, вы купили акции-облигации «Coca-Cola» с фиксированной доходностью 6,89%. И каждый раз, получая по почте чек с начисленными процентами, вы покупаете на эти деньги новые акции-облигации «Coca-Cola», имеющие доходность уже не 6,89, а 33,6%. Вот только чтобы иметь возможность приобретать эти высокодоходные бумаги, сначала вы должны купить акции-облигации с доходностью 6,89%.

Вы платите высокую цену за входной билет, чтобы только переступить порог. Но когда вы уже оказались внутри, на вас проливается золотой дождь. И чем дольше вы остаетесь там, тем обильнее будет этот дождь.

## ПРОГНОЗИРОВАНИЕ СТОИМОСТИ АКЦИЙ ПРИ ПОМОЩИ ГОДОВЫХ ТЕМПОВ РОСТА ПРИБЫЛЕЙ

Зная, с какой скоростью растут прибыли компании, вы можете оценить величину ее будущих прибылей и, следовательно, спрогнозировать будущие котировки акций. Если мы знаем цену, которую заплатили за акции, а также рыночную стоимость акций через определенное количество лет, то можем рассчитать прогнозируемую отдачу от вложенного капитала.

Например, известная во всем мире компания «Capital Cities». В период с 1970 по 1980 г. компания отличалась весьма устойчивыми темпами роста прибылей. Мы попробуем спрогнозировать рост прибылей компании на десять лет вперед — после 1980 г. и до 1990 г. Это даст нам возможность спрогнозировать ценовой диапазон, в котором будут продаваться акции «Capital Cities» в 1990 г. После этого оценим рентабельность, которую мы получили бы, купив акции «Capital Cities» в 1980 г. и продав их в 1990 г. (Прошу учесть, что все цифры, касающиеся стоимости одной акции и величины прибыли на одну акцию, скорректированы с учетом десятикратного уменьшения номинала акций, имевшего место в 1994 г.)

## ПРОГНОЗ БУДУЩИХ ПРИБЫЛЕЙ «CAPITAL CITIES» НА 1990 г.

В период с 1970 по 1980 г. чистый доход компании «Capital Cities» в расчете на одну акцию вырос с 0,08 до 0,53 доллара, т. е. ежегодный темп роста составлял примерно 20%. Если мы предположим, что указанные темпы роста сохранятся до 1990 г., то прибыль на акцию в 1990 г. составит 3,28 доллара. Чтобы вычислить это, нужно 0,53 десять раз увеличить на 20% (умножить на 1,2). Если пользуетесь финансовым калькулятором, введите  $TC = 0,53$  дол.,  $PH = 10$ ,  $PC = 20$  и посчитайте  $BC$ .

## ПРОГНОЗ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ АКЦИЙ «CAPITAL CITIES» НА 1990 г.

Анализ коэффициентов Ц/П для акций «Capital Cities» в период с 1970 по 1980 г. показывает, что акции котировались в пределах от девяти до двадцати пяти величин прибыли на акцию. Если мы так же консервативны и осторожны, как старина Рональд Рейган, то возьмем за основу нижнюю границу диапазона и предположим, что в 1990 г. биржевая цена одной акции «Capital Cities» будет в девять раз больше величины прибыли на акцию. Это даст нам цифру 29,52 доллара за акцию ( $3,28 \text{ дол.} \times 9 = 29,52 \text{ дол.}$ ).

## ПРОГНОЗ ГОДОВОЙ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ, КОТОРУЮ ВЫ ПОЛУЧИТЕ, КУПИВ АКЦИИ «CAPITAL CITIES» В 1980 г. И ПРОДАВ ИХ В 1990 г.

Полистав подшивку «Wall Street Journal», вы узнаете, что в 1980 г. акции «Capital Cities» можно было купить по цене около 5 долларов. Возьмите финансовый кальку-

лятор, введите в качестве исходных данных  $ТС = 5$  дол.  $J$   $БС = 29,52$ ,  $ПН = 10$  (или разделите 29,52 на 5 и извлеките корень 10-й степени), и узнаете, что, купив акции в 1980 г. по 5 долларов и продав их в 1990 г. по 29,52 доллара, вы обеспечили бы своим инвестициям годовую накапливаемую рентабельность на уровне 19,4% в течение десяти лет.

Поскольку в этом примере пользуемся данными прошлых лет, то давайте посмотрим, что на самом деле стало в 1990 г. с акциями, купленными в 1980 г. по 5 долларов. В 1990 г. прибыли компании составили 2,77 доллара на акцию, хотя мы прогнозировали ее на уровне 3,28 доллара. (К сожалению, это все-таки не очень точная наука.) Акции в том же году котировались в диапазоне от 38 до 63 долларов (а наш прогноз, напомним, 29,52 доллара). Давайте представим, что вы продали акции в 1990 г. по 38 долларов. Чтобы вычислить отдачу, полученную от 5 долларов, заплаченных за одну акцию в 1980 г., проведем те же расчеты, но будущую стоимость возьмем не 29,52, а 38 долларов. Годовая накапливаемая доходность инвестиций за десятилетний период между 1980 и 1990 гг. окажется равной 22,4%. Если бы вам удалось продать акции по 63 доллара, годовая накапливаемая доходность инвестиций до уплаты налога на прирост капитала составила бы 28,8%.

Таким образом, биржа оценила акции «Capital Cities» с более высоким коэффициентом Ц/П, чем мы осторожно прогнозировали в процессе своих расчетов.

Что означает рентабельность 22,4% в абсолютных цифрах? Если бы вы в 1980 г. вложили в акции «Capital Cities», которые оценивались по 5 долларов, 100 тысяч долларов, то ваш капитал при накапливаемом годовом

росте по ставке 22,4% к 1990 г. увеличился бы до 754 769,21 доллара.

Вы должны понимать, что Уоррен не вычисляет точное значение стоимости акций, как думают многие из тех, кто наблюдает за его инвестиционной деятельностью. Уоррен не утверждает, что акции «Capital Cities» стоят  $X$  долларов, а значит, их можно покупать за половину  $X$ , как это делал Грэм. Уоррен рассуждает так: если я куплю акции «Capital Cities» по цене  $X$  долларов, то каким будет совокупный темп роста вложенных денег в течение десяти следующих лет, учитывая существующие экономические реалии компании? Определив ожидаемую отдачу от вложенных средств, он затем сравнивает ее с ожидаемой рентабельностью других потенциальных инвестиций, а также с минимальной ставкой сложного процента, необходимой для преодоления последствий инфляции.

Действуя таким образом, Уоррен Баффет может покупать акции, не оглядываясь на то, во сколько их оценивает Уолл-стрит. Он примерно знает, каким будет совокупный годовой рост его вложений в течение периода наращивания. Он также знает, что в долгосрочной перспективе рост внутренней стоимости компании обязательно отразится на биржевых котировках ее акций.

Взгляд Грэма на покупку акций таков: покупайте акции, если они имеют действительную стоимость 10 долларов, но продаются по 5 долларов. А когда биржевая цена достигает 10 долларов, продавайте их. Если бы Уоррен покупал акции, руководствуясь рекомендациями Грэма, он изо дня в день зачитывал бы «Wall Street Journal» до дыр, изучая биржевые котировки.

## КАК КОМПАНИЯ, ВЫКУПАЯ АКЦИИ, МОЖЕТ СДЕЛАТЬ СВОИХ АКЦИОНЕРОВ БОГАЧЕ

Если сравнить наш прогноз величины собственного капитала «Coca-Cola» в расчете на акцию на период с 1988 по 1993 г. (см. главу 37) с реальными цифрами, достигнутыми компанией, то мы увидим следующее:

Год	Прогнозируемая балансовая стоимость на акцию (дол.)	Реальная балансовая стоимость на акцию (дол.)
1989	1,28	1,18
1990	1,53	1,41
1991	1,83	1,67
1992	2,18	1,49
1993	2,60	1,77

Легко заметить значительные расхождения между прогнозом и реальным положением вещей. Наши прогнозы оказались неточными? Но как же так? Ведь наши прогнозы величины прибылей в расчете на акцию были очень точными:

Год	Прогнозируемая прибыль (дол.)	Реальная прибыль (дол.)	Относительная погрешность (%)
1989	0,43	0,42	2,3
1990	0,51	0,51	0
1991	0,61	0,61	0
1992	0,72	0,72	0
1993	0,87	0,84	3,5

Все дело в том, что компания «Coca-Cola» часть собственного капитала потратила на выкуп некоторого количества находящихся в обращении акций. С 1984 по 1993 г. компания израсходовала на это около 5,8 миллиарда долларов из суммы собственного капитала. В результате количество находящихся в обращении акций «Coca-Cola» сократилось с 3,174 миллиарда штук в 1984 г. до 2,604 миллиарда к концу 1993 г. Иными словами, количество акций в обращении сократилось на 570 миллионов, или на 21%, по сравнению с 1984 г.

Если принять во внимание, что в 1984 г. в обращении находилось 3,174 миллиарда акций «Coca-Cola» и что в последующие девять лет она потратила 5,8 миллиарда долларов денег акционеров на выкуп акций, можно сказать, что «Coca-Cola» потратила на выкуп своих собственных акций 1,82 доллара в расчете на акцию (разделив 5,8 миллиарда долларов на 3,174 миллиарда акций, находившихся в обращении в 1984 г., получим 1,82 доллара на акцию).

В 1993 г. чистая прибыль, полученная компанией «Coca-Cola», составила 2,176 миллиарда долларов. Если разделить это число на количество акций, находившихся в обращении в конце 1993 г., мы получим прибыль на акцию в размере 0,84 доллара.

Теперь подумаем вот о чем: если бы в конце 1993 г. в обращении имелось такое же количество акций, как в 1984 г., т. е. 3,174 миллиарда, то чистая прибыль в расчете на акцию оказалась бы равной 0,68 доллара (разделив 2,176 миллиарда долларов чистой прибыли на 3,174 миллиарда акций, получим 0,68 доллара прибыли на акцию).

Это значит, что, потратив на выкуп акций с 1984 по 1993 г. 1,82 доллара на акцию, компания добилась того, что в 1993 г. чистая прибыль в расчете на одну акцию увеличилась на 0,16 доллара (0,84 дол. - 0,68 дол. = 0,16 дол.).

Если в результате на выкуп акций было затрачено 1,82 доллара на акцию, а прибыль увеличилась на 0,16 доллара в расчете на акцию, то значит, рентабельность этой операции составила 8,7% (0,16 дол. : 1,82 дол. = 8,7%). Не впечатляет? Но при кажущейся скромности это увеличение прибылей в расчете на акцию весьма существенным образом сказалось на биржевых котировках акций «Coca-Cola».

В 1993 г. коэффициент Ц/П, определяющий биржевую стоимость акций «Coca-Cola», был равен 25. А это значит, что увеличение прибыли на 0,16 доллара на акцию привело к увеличению рыночной стоимости акций на целых 4 доллара. Давайте посмотрим, как это получается.

Мы уже подсчитали, что если бы в 1993 г. в обращении было столько же акций, как в 1984 г., прибыль на акцию оказалась бы равной 0,68 (разделив 2,176 миллиарда долларов чистой прибыли на 3,174 миллиарда акций, получим 0,68 доллара прибыли на акцию). Если мы умножим 0,68 доллара на коэффициент Ц/П, равный 25, то рыночная стоимость одной акции составит 17 долларов.

Благодаря же сокращению количества акций, которые находятся в обращении, реальная прибыль в расчете на акцию составила 0,84 доллара. Умножаем 0,84 на 25 и получаем биржевую стоимость акции в размере 21 доллара.

Разница как раз и составляет 4 доллара (21 дол. — 17 дол. = 4 дол.).

Помните, что компания «Coca-Cola» потратила на выкуп акций лишь 1,82 доллара в расчете на одну акцию, что и привело к увеличению биржевой стоимости акций на 4 доллара. Потратив часть собственного капитала на сокращение числа акций, находящихся в обращении, руководство компании одновременно уменьшило и собственный капитал, и число акций. Хотя на общей прибыли компании это не отразилось, но прибыль в расчете на акцию увеличилась, потому что уменьшилось количество акций. Размер пирога остался прежний. Но куски стали больше, потому что их количество, естественно, стало меньше.

А поскольку при неизменной общей прибыли уменьшился собственный капитал, то рентабельность капитала увеличилась. (Рентабельность капитала, если помните, определяется путем деления суммы прибыли на величину **собственного** капитала. И увеличить рентабельность можно, либо увеличивая чистую прибыль, либо уменьшая капитальную базу.)

Подведем итог. Компания «Coca-Cola» потратила 1,82 доллара в расчете на акцию, чтобы выкупить некоторое их количество и тем самым уменьшить число акций, которые находятся в обращении. В результате прибыль на акцию выросла на 0,16 доллара, что, в свою очередь, привело к увеличению биржевой стоимости акций



на 4 доллара. Принадлежащий вам кусок пирога увеличивается.

Следует знать, что в то время, как общая прибыль компании с годами растет, уменьшение количества акций, которые находятся в обращении, ведет к еще большему увеличению рыночных котировок акций. Предположим, что в течение десяти лет — с 1993 по 2003 г. — прибыль компании «Coca-Cola» будет возрастать на 15% в год и достигнет к 2003 г. 8,403 миллиарда долларов. Теперь посчитаем прибыль в расчете на акцию, исходя из предположения, что в 2003 г. в обращении будет столько же акций, сколько и в 1984 г., т. е. 3,174 миллиарда.

Разделив 8,403 миллиарда долларов прибыли на 3,174 миллиарда акций, получим прибыль на акцию на 2003 г. в размере 2,65 доллара. Если умножить 2,65 на коэффициент Ц/П, равный 25, получается: акции «Coca-Cola» в 2003 г. на бирже будут стоить 66,25 доллара.

Если же учесть уменьшение количества акций, имевшее место в период с 1984 по 1993 г., и предположить, что до 2003 г. количество акций, которые находятся в обращении, сохранится на уровне 2,604 миллиарда (таким оно было на конец 1993 г.), то прибыль на акцию в 2003 г. окажется равной 3,23 доллара, а биржевая стоимость одной акции достигнет 80,75 доллара ( $3,23 \text{ дол.} \times 25 = 80,75 \text{ дол.}$ ).

Разница между двумя цифрами составляет 14,50 доллара ( $80,75 \text{ дол.} - 66,25 \text{ дол.} = 14,50 \text{ дол.}$ ).

Таким образом, те 1,82 доллара в расчете на одну акцию, что были потрачены компанией «Coca-Cola» в период между 1984 и 1993 гг. на выкуп акций, гипотетически могут привести к увеличению биржевых котировок акций в 2003 г. на 14,50 доллара. Это означает, что

среднегодовая рентабельность потраченных 1,82 доллара составит примерно 15%.

Если бы «Coca-Cola» выплатила акционерам в виде дивидендов те 5,8 миллиарда долларов, что были потрачены на выкуп акций, им бы пришлось заплатить с полученных денег подоходный налог, который уменьшил бы чистый доход акционеров до 4 миллиардов, или на 1,26 доллара на акцию.

Так что выбор за вами, господин инвестор: хотите 1,26 доллара с каждой акции положить себе в карман или предпочитаете, чтобы компания «Coca-Cola» потратила эти деньги на увеличение вашей порции пирога? Если вы позволите компании оставить у себя эти деньги, то она сможет направить их на выкуп акций. А это приведет к увеличению прибыли в расчете на акцию, что, в свою очередь, приведет к повышению биржевой стоимости акций.

С тех пор как Уоррен купил большой пакет акций «Coca-Cola» и получил место в совете директоров, компания стала активно выкупать находящиеся в обращении акции. Благодаря этому коэффициент «цена/прибыль» в отношении акций компании вырос с 18 в 1988 г. до 40 в 1997 г. Биржа просто очень любит компании, которые резко увеличивают величину прибыли на акцию и имеют высокую рентабельность собственного капитала. Для Уоррена Баффета выкуп акций компанией «Coca-Cola» означал переход от хорошего к еще лучшему.

## КАК УЗНАТЬ, ЗА СЧЕТ ЧЕГО УВЕЛИЧИВАЕТСЯ ПРИБЫЛЬ НА АКЦИЮ

Мы обсудили, как определить совокупный темп роста прибылей в расчете на одну акцию на протяжении ряда лет. Мы выяснили также, каким образом компания может ускорить рост прибылей на акцию за счет уменьшения количества акций, которые находятся в обращении. Но при анализе ценных бумаг важно понимать, чем вызван рост прибылей. Он достигается за счет успешного экономического развития предприятия? Или речь идет о финансовых манипуляциях типа уменьшения количества акций, которые находятся в обращении? А возможно, здесь играют роль оба фактора?

Это можно узнать, сравнивая темпы роста общей прибыли компании с темпами роста прибыли на акцию. Ведь величина прибыли на акцию определяется делением общей прибыли на число акций, которые находятся в обращении.

Например, общая чистая прибыль компании «Washington Post» в 1986 г. составила 100,2 миллиона долларов. Разделите это число на количество находящихся в

обращении акций — 12,83 миллиона, и вы получите прибыль 7,80 доллара на акцию. Если уменьшить число таких акций до 10 миллионов, чистая прибыль на акцию повысится до 10,02 доллара. С уменьшением числа акций прибыль на акцию увеличивается. С увеличением числа акций прибыль на акцию уменьшается.

Руководители многих компаний используют этот прием, чтобы их акционеры стали богаче. Но иногда эта уловка используется лишь для прикрытия неэффективной работы предприятия.

Предположим, что компания «X» в 1980 г. имела 100 миллионов прибыли и 10 миллионов акций в обращении. То есть прибыль на акцию составила 10 долларов. Теперь представим, что в 1990 г. компания сообщила, что общая прибыль составляет 75 миллионов долларов, а число акций, которые находятся в обращении, сократилось до 5 миллионов. В результате прибыль на акцию повысилась до 15 долларов.

Таким образом, несмотря на то что фактическая годовая прибыль компании «X» сократилась за десять лет со 100 до 75 миллионов долларов, компания имеет возможность рапортовать об увеличении величины прибылей в расчете на акцию с 10 долларов в 1980 г. до 15 долларов в 1990 г.

Совокупный годовой темп роста прибылей компании «X» составил 4,13%. Но фактический объем прибыли сокращался на 2,83% в год. Менеджеры, будучи людьми творческими, используют этот фокус для того, чтобы успокоить акционеров. Господа, прибыль на акцию у нас ежегодно растет на 4,13%! Это совсем неплохо! Так что возвращайтесь спокойно к своим телевизорам и не мешайте нам работать на вас.

Думаете, я шучу? Кого такими уловками можно обмануть, сомневаетесь вы? Ведь проверить реальный объем прибылей, полученных компанией, очень просто. Я не сомневаюсь, что вы бывали в Диснейленде, но бывали ли вы на Уолл-стрит?

Компания «Raytheon», та самая, которая изготавливает ракеты «Patriot», добилась того, что с 1985 по 1995 г. прибыль на акцию ежегодно увеличивалась на 11,2%. Превосходный результат. Это и неудивительно, если учесть, какие умные головы там работают. Менеджеры компании с гордостью показывали акционерам графики роста и объясняли, что величина прибыли в расчете на акцию выросла с 2,30 доллара в 1985 г. до 6,65 доллара в 1995 г. Эти молодцы явно заслужили прибавку к зарплате! Но ведь *годовой рост реальных прибылей* компании «Raytheon» составлял лишь 7,8%. А этой цифрой особо не похвалишься. Она совсем немного опережает темп инфляции. Истинной же причиной такого драматического роста прибылей в расчете на акцию стало сокращение числа акций «Raytheon», находящихся в обращении, со 155 миллионов в 1985 г. до 117 миллионов в 1995 г.

Выкуп акций может прикрывать посредственные результаты деятельности компании, но может и акцентировать блестящие результаты. Прибыли компании «Coca-Cola» в расчете на акцию в период с 1985 по 1995 г. росли на 19,5% в год. Фантастическая скорость! Совокупный темп роста реальных прибылей оказался равен 15,2% — тоже выдающийся результат. Хотя общая прибыль компании росла достаточно быстро, рост прибылей на акцию оказался еще более быстрым за счет уменьшения числа обращающихся акций с 3,087 миллиарда в 1985 г. до 2,475 миллиарда в 1995 г.

Совокупный темп роста реальных прибылей компании «Philip Morris» за этот же период составил 16%. Что же касается величины прибылей на акцию, то она росла еще быстрее — на 18,5% в год. В значительной мере это объясняется тем, что количество акций компании, находящихся в обращении, уменьшилось за десять лет на 13%, с 954 миллионов в 1985 г. до 823 миллионов в 1995 г.

Иногда случается, что острая потребность компании в капитале вынуждает ее не выкупать акции, а, напротив, выпускать в обращение новые. Увеличение числа таких акций приводит к уменьшению величины прибыли в расчете на одну акцию. Что касается общего объема прибылей компании, то ни сокращение числа акций, ни его увеличение на прибылях не сказывается. Хороший пример этого — компания «General Motors».

В период с 1985 по 1995 г. чистая прибыль компании росла на 4,82% в год. А вот темп роста прибыли на акцию оказался равен лишь 2,68%, что связано с увеличением числа находящихся в обращении акций с 682 миллионов в 1985 г. до 755 миллионов в 1995 г. И это свидетельствует, что рост прибылей ГМ объясняется скорее ростом собственного капитала, чем успешной экономической деятельностью.

Особенно умело этим пользуются банковские холдинговые компании. Они растут не потому, что лучше других умеют работать с деньгами, но потому, что умеют уговаривать инвесторов вкладывать в них все больше средств. «Norwest», тринадцатая по величине банковская холдинговая компания в США, сообщила, что в период с 1985 по 1995 г. ее прибыли в расчете на акцию росли на 21% в год, а реальная прибыль росла еще быстрее — на 28% в год. При этом число акций компа-

нии, находящихся в обращении, увеличилось со 178 миллионов в 1985 г. до 325 миллионов в 1995 г. Как «Norwest» добивается таких впечатляющих темпов роста? Компания просто печатает все новые ценные бумаги и продает их другим банкам. Если биржа котирует эти бумаги достаточно высоко, эти банки фактически финансируют «Norwest», что и ведет к увеличению прибыли компании в расчете на акцию.

## КАК ОЦЕНИТЬ СПОСОБНОСТЬ РУКОВОДИТЕЛЕЙ КОМПАНИИ ВЫГОДНО ИСПОЛЬЗОВАТЬ НЕРАСПРЕДЕЛЕННУЮ ПРИБЫЛЬ

Когда компания получает прибыль, она должна решить, что с ней делать. Как правило, часть прибыли приходится тратить на обновление капитальных ресурсов, разного рода средств производства, с помощью которых компания и получает прибыли. Уоррен называет эту часть прибыли связанной прибылью.

Предположим, компания «А» получила в 1992 г. миллион долларов прибыли, но знает, что в 1993 г. на заводе компании потребуется замена генератора, который стоит 400 тысяч долларов. Если таких денег на банковском счете компании нет, их придется брать в долг. Но компания получила прибыль в миллион долларов, и, разбираясь, что с этой прибылью делать, руководство компании решает отложить 400 тысяч из заработанного миллиона на покупку нового генератора.

Это означает, что часть прибыли, равная 400 тысячам долларов, является связанной. Остальные 600 тысяч компания имеет возможность либо выплатить ак-

ционерам, либо истратить их на расширение бизнеса или иные проекты.

Интерес для инвестора представляет именно несвязанная часть прибыли. От того, как руководство компании распорядится ею, зависит, увеличится капитал, вложенный акционерами в компанию, или нет.

Уоррен считает, что менеджеры должны распоряжаться несвязанной прибылью в интересах акционеров.

Менеджмент компании «А» имеет выбор: либо выплатить несвязанную прибыль акционерам в форме дивидендов, либо потратить ее на выкуп акций или расширение бизнеса.

Уоррен Баффет считает, что руководителям компании следует удерживать несвязанную прибыль только в том случае, если они могут обеспечить акционерам более быстрое наращение этой прибыли, чем те могли бы получить, вложив свои деньги куда-то еще.

Предположим, менеджмент компании «А» способен распорядиться несвязанными 600 тысячами долларов так, что они принесут годовой доход в размере 15%. Далеко не каждый акционер, получив причитающиеся ему дивиденды, способен вложить деньги с таким уровнем рентабельности. В этой ситуации компании «А» выгоднее удержать прибыль, чем выплачивать ее в форме дивидендов. (Для большей простоты примера мы здесь не берем в расчет налоговый фактор.) Иными словами, Уоррен считает, что компания должна удерживать прибыль только тогда, когда есть смысл полагать, что руководство компании распорядится этими деньгами лучше, чем сами акционеры.

Если верно обратное, т. е. когда акционеры имеют возможность отдать деньги в рост под 15%, а руковод-

ство компании «А» может предложить им рентабельность капитала лишь на уровне 5%, то в этом случае есть смысл выплатить прибыль акционерам в форме дивидендов.

Наша проблема, проблема инвесторов, заключается в том, что порой очень трудно определить, насколько хорошо менеджмент компании способен распорядиться несвязанной прибылью. Бывает так, что предприятие работает настолько успешно, зарабатывает так много денег, что этим прикрываются все совершаемые менеджерами ошибки. Как уже отмечалось выше, бывают настолько крепкие компании, что даже полная недееспособность руководителей остается на этом фоне совершенно незаметной.

Инфляция также помогает скрывать истинное положение вещей, повышая прибыли в денежном выражении, даже если объем сбыта остается прежним или сокращается. Если в результате инфляции все цены повышаются на 10%, на те же 10% вырастает стоимость продукции компании и ее прибыли. Если производственные отделения компании требуют очень небольших капитальных вложений, то рост прибылей, порожаемый инфляцией, может быть ошибочно приписан умению руководителей компании выгодно распоряжаться несвязанной прибылью.

Так что проблема есть. Как же инвестору разобраться в ситуации, в способности руководства компании с выгодой размещать несвязанную прибыль?

Есть простой математический метод, позволяющий определить успешность работы менеджмента компании. Разумеется, его простота неотделима от того факта, что он дает весьма приблизительный результат, не учитывающий инфляцию и не зависящую от качества

менеджмента инерцию успешного бизнеса, которые все равно вносят свои коррективы. Однако потребность хоть в каком-то критерии оценки менеджмента велика, и пока стандарты бухгалтерского учета и финансовой отчетности не изменятся, нам придется довольствоваться грубыми оценками способности менеджеров распоряжаться несвязанной прибылью предприятия.

Метод заключается в *сравнении нераспределенной прибыли на акцию, полученной компанией за определенный промежуток времени, с наблюдаемым ростом прибыли за акцию за тот же период.*

Разобраться в этом помогут несколько примеров.

В 1983 г. компания «Coca-Cola» заработала 0,17 доллара прибыли на акцию. Иными словами, весь капитал, вложенный в «Coca-Cola» до конца 1983 г., принес акционерам прибыль в размере 0,17 доллара на акцию. Далее. Суммарная прибыль компании за десять лет — с 1983 по 1993 г. — составила 4,44 доллара на акцию. Из этих 4,44 доллара акционерам компании было выплачено 1,89 доллара дивидендов. Это означает, что за десять лет между 1983 и 1994 гг. нераспределенная прибыль «Coca-Cola» составила 2,55 доллара на акцию (4,44 дол. - 1,89 дол. = 2,55 дол.).

Итак, за этот период «Coca-Cola» заработала 4,44 доллара прибыли на акцию. Из них 1,89 доллара были выплачены в форме дивидендов, а 2,55 доллара добавлены к собственному капиталу компании.

За эти десять лет прибыль «Coca-Cola» в расчете на одну акцию выросла с 0,17 до 0,84 доллара. Прибыль в размере 0,17 доллара на акцию мы можем приписать «работе» всего того капитала, что был вложен в компанию до конца 1983 г. Можно также утверждать, что рост

прибыли с 0,17 доллара в 1983 г. до 0,84 доллара в 1993 г. был достигнут исключительно благодаря отличной работе менеджмента компании, сумевшего выгодно распорядиться теми 2,55 доллара на акцию, что остались от прибыли после выплаты дивидендов.

Если мы вычтем из 0,84 доллара прибыли на акцию за 1993 г. 0,17 доллара прибыли на акцию за 1983 г., разница составит 0,67 доллара на акцию. Можно утверждать, что нераспределенная прибыль в размере 2,55 доллара на акцию, полученная с 1983 по 1993 г., принесла 0,67 доллара дополнительной прибыли в 1993 г. Таким образом, рентабельность нераспределенной прибыли составляет 26,2% (0,67 дол.: 2,55 дол. = 26,2%).

Итак, можно утверждать, что нераспределенная прибыль, накопленная компанией «Coca-Cola» с 1983 по 1993 г., принесла в 1993 г. отдачу на уровне 26,2%.

Теперь сравним этот показатель с аналогичным показателем такой компании, как «General Motors». С 1983 по 1993 г. компания получила суммарную прибыль 37,67 доллара на акцию, из которых 22,18 доллара были выплачены в форме дивидендов, а 15,49 доллара удержаны компанией. Однако годовой размер прибыли на акцию за это время сокращался — с 5,92 доллара в 1983 г. до 2,13 доллара в 1993 г. Руководство «General Motors» настолько «успешно» распорядилось нераспределенной прибылью в размере 15,49 доллара, что в результате прибыль на акцию лишь сократилась. Это заставляет призадуматься об экономическом положении автомобильного гиганта.

Если мы продлим рассматриваемый период до 1995 г., когда прибыль компании составила 7,28 доллара на акцию, то увидим, что с 1983 по 1995 г. компания «General

Motors» удержала из полученных прибылей 26,27 доллара на акцию. В результате этого годовая прибыль на акцию увеличилась с 5,92 доллара в 1983 г. до 7,28 доллара в 1995 г. Иными словами, накопив с 1983 по 1995 г. капитал в размере 26,27 доллара на акцию, руководство компании получило с этой суммы дополнительную прибыль в размере 1,36 доллара (7,28 дол. — 5,92 дол. = 1,36 дол.). Рентабельность нераспределенной прибыли оказалась равной 5,1% (1,36 дол.: 26,27 дол. = 5,1%).

Компания «Cray Research», производящая суперкомпьютеры, в период с 1983 по 1993 г. заработала суммарную прибыль 31,67 доллара на акцию, и вся эта прибыль осталась нераспределенной. Годовая прибыль в расчете на одну акцию за этот период времени выросла на 1,44 доллара — с 0,89 доллара в 1983 г. до 2,33 доллара в 1994 г. Таким образом, рентабельность нераспределенной прибыли в период с 1983 по 1993 г. составила 4,5% (1,44 дол.: 31,67 дол. = 4,5%).

Сравните этот показатель с рентабельностью нераспределенной прибыли, достигнутой компанией «Gannett Corporation», издающей около 190 газет по всей Америке. С конца 1983 г. до конца 1993 г. компания получила прибыль в размере 20,88 доллара на акцию, из которых 10,37 доллара составили дивиденды. Таким образом, нераспределенная прибыль за это время составила 10,51 доллара на акцию. Годовая же прибыль на акцию выросла на 1,59 доллара: с 1,13 доллара в 1983 г. до 2,72 доллара в 1993 г.

Можно посчитать, что рентабельность нераспределенной прибыли, полученной компанией «Gannett» за десятилет, составила 15,1%. Компания «Gannett» добилась несколько большего прироста прибыли на акцию,

чем «Cray Research», хотя последняя имела втрое больший объем нераспределенной прибыли в расчете на акцию, используемой для получения новых прибылей.

Даже если вы понятия не имеете, чем занимаются перечисленные четыре компании и каково их экономическое положение, глядя на эти результаты, вы смело можете утверждать, что руководство компаний «Coca-Cola» и «Gannett» гораздо успешнее размещает нераспределенную прибыль, чем менеджмент компаний «General Motors» и «Cray Research».

Ознакомившись с биржевыми котировками акций указанных четырех компаний, можно заметить, что в 1993 г. акции «General Motors» и «Cray Research» продавались примерно по той же цене, что и в 1983 г. Таким образом, несмотря на то что за эти десять лет компании увеличили собственный капитал соответственно на 15,49 и 31,67 доллара в расчете на акцию, им не удалось сколько-нибудь обогатить своих акционеров в долгосрочной перспективе.

Зато акции «Coca-Cola» и «Gannett» с 1983 до 1993 г. выросли на бирже довольно заметно, чем немало порадовали акционеров этих компаний.

Изложенный выше тест, конечно, несовершенен. Доверяться его результатам следует с осторожностью. Нужно быть уверенным, что используемые цифры прибылей в расчете на одну акцию действительно свидетельствуют о росте или снижении прибыльности работы компании. Но тест хорош тем, что позволяет вам, инвестору, очень быстро выяснить способность руководства компании выгодно размещать нераспределенную прибыль на благо акционерам.

## КРАТКОСРОЧНЫЕ АРБИТРАЖНЫЕ ОПЕРАЦИИ

Одним из скрытых талантов Уоррена Баффета являются его чрезвычайно успешные арбитражные операции. Благоприятные возможности для таких операций возникают в случаях продажи компаний, их реорганизации, слияний, поглощений, отделений и т. п. Уоррен предпочитает долгосрочные инвестиции, но когда возможности выгодно вложить капитал надолгое время под рукой нет, он, чтобы деньги не простаивали, иногда прибегает к краткосрочным инвестициям и самой выгодной их формой считает арбитражные операции. За те тридцать с лишним лет, что Уоррен занимается инвестиционным бизнесом, он провел немало успешных арбитражных операций, которые, по его оценкам, принесли ему средний годовой доход в районе 25%. Неплохая цифра во всех отношениях.

В первые годы своего существования инвестиционное товарищество «Buffett Partnership» вкладывало в арбитражные операции до 40% имевшегося в его распоряжении капитала. И в тяжелые периоды экономических кризисов, как, например, в 1962 г., эти арбитражные

операции позволяли компании оставаться на плаву. В то время как индекс Доу-Джонса опустился на 7,6%, товариществу удалось закончить тот год с ростом на 13,6%. (Надо сказать, что в традиционных сферах инвестирования компания «Buffett Partnership» понесла убытки, и только прибыли от арбитражных операций спасли ее от краха, превратив, казалось, неминуемую катастрофу в источник будущих финансовых легенд.)

Хотя существует много типов «особых ситуаций», как называл их Грэм, когда становятся возможны арбитражные операции, Уоррен предпочитает иметь дело с тем, что Грэм именовал *продажей или ликвидацией компании за наличный расчет*. Это ситуация, когда предприятие продает свои активы другой компании или ликвидируется, распределяя выручку от продажи активов между держателями ценных бумаг.

Хорошим примером продажи компании другому владельцу является приобретение Уорреном в 1988 г. 3,342 миллиона акций компании «RJR Nabisco» за 281,8 миллиона долларов после того, как руководство объявило о своем намерении выставить компанию на торги.

Покупка Уорреном акций «General Dynamics» была мотивирована намерением компании ликвидировать\* некоторые свои подразделения и вырученные средства разделить между акционерами.

Возможности получения прибылей от арбитражных операций связаны с возникновением значительной разницы между ценой, по которой продается компания, и биржевыми котировками акций этой компании, существующими до момента продажи или ликвидации.

\* Термин «ликвидация» означает не только закрытие предприятия, но и распродажу, обналичивание активов. Когда неликвидные активы — оборудование и т. п. — превращаются в ликвидные средства — деньги. — Прим. перев.



Например, компания «X» объявляет о намерении продать весь свой акционерный капитал компании «Y» по 120 долларов за акцию. Но пока сделка не заключена, спекулянт может купить эти акции по 100 долларов, а после завершения продажи компании «X» он получит компенсацию в размере 120 долларов за акцию. Появляется прибыль в размере 20 долларов на акцию.

В арбитражных операциях большую роль играет расчет времени. Чем дольше после покупки акций вам придется ждать заключения сделки, тем меньше становится рентабельность ваших инвестиций. Кое-что следует объяснить.

Если вы заплатили 100 долларов за акцию и продажа компании состоится через двенадцать месяцев, то вы получите прибыль 20 долларов и доналоговую рентабельность инвестиций 20%. Но что произойдет, если из-за каких-то непредвиденных обстоятельств сделка затянется, скажем, на два года? Тогда годовая рентабельность ваших инвестиций упадет до 10%.

Но если сделка состоится не через год, а через шесть месяцев, рентабельность подскочит до 40%.

Таким образом, рентабельность ваших инвестиций целиком зависит от срока осуществления операции. Прибыль, которую вы получите, фиксированна и известна заранее. Поэтому процентная отдача от вложенных вами средств определяется только промежутком времени, в течение которого бумаги будут оставаться у вас на руках. Чем короче этот промежуток, тем выше годовая ставка доходности. Чем длиннее, тем ниже.

Такого рода инвестиции сопряжены с определенным риском. Во-первых, как уже было сказано, реализация сделки может затянуться на длительный срок.

Во-вторых, сделка может не состояться вообще, и это может оказаться сильным ударом для неудачливого спекулянта.

Существуют сотни причин, почему объявленные сделки откладываются или отменяются вовсе. Иногда свое «нет» говорят акционеры, иногда в игру вступает антимонопольный комитет и подрезает крылья потенциальному покупателю. Бывает, что процесс затягивается из-за нерасторопности налогового управления, которое тоже должно дать свое согласие. Все что угодно может пойти не так, как предполагалось.

Чтобы избежать риска, насколько это вообще возможно, Уоррен вкладывает деньги только в те сделки, о которых официально объявлено. Казалось бы, а как иначе? Какой простофиля станет вкладывать деньги в необъявленные сделки? Попробуйте догадаться какой. Догадались? Уолл-стрит, конечно! Да, именно они додумались до того, что можно очень много заработать, вкладывая деньги в компании, которые, *по слухам*, могут быть поглощены другими компаниями. Операции, опирающиеся на слухи, могут быть очень прибыльными, но они сопряжены и с большим риском.

Провернув буквально сотни арбитражных операций, Уоррен обнаружил, что почти гарантированная годовая доходность на уровне 25% обычно оказывается лучше, чем 100-процентная доходность, которая может так и не состояться. Да, кое-кто с Уолл-стрит может опираться на слухи, но Уоррен инвестирует деньги только после того, как о сделке объявлено официально.

В годы существования «Buffett Partnership» (с 1957 по 1969 г.) Уоррен видел в инвестициях арбитражного типа самый устойчивый и надежный источник прибы-

лей для товарищества, и в годы экономического спада опора на арбитражные операции действительно давала компании значительное преимущество в конкуренции.

Следует понимать, что, когда фондовый рынок идет вниз, акционеры и менеджеры компаний начинают волноваться за стоимость своих акций и потому с большей готовностью идут на продажу своих компаний, их ликвидацию или какую-то иную форму реорганизации. Поэтому именно в условиях падения фондового рынка возможностей для арбитражных операций становится значительно больше.

### ФОРМУЛА ГРЭМА

Правилам арбитражной игры Уоррен Баффет научился у Грэма. Грэм, опираясь на классическую книгу Майера Вайнштейна «Арбитражные операции с ценными бумагами» (Meyer H. Weinstein, «Arbitrage in Securities», 1931), блестяще раскрыл эту тему в своем «Анализе ценных бумаг» 1951 г. издания.

Грэм отмечал, что в случае продажи действующего предприятия за наличный расчет на большие прибыли можно рассчитывать, если акции куплены до объявления о продаже. Грэм также писал, что после объявления о продаже — но до осуществления продажи — образуется значительная брешь между объявленной ценой продажи и рыночным курсом акций. Именно такой арбитраж Уоррен находит наиболее прибыльным.

Сложность этой формы инвестиций и множество факторов, которые следует учитывать, заставили Грэма вывести формулу, позволяющую определить потенци-

альную прибыль от сделки. И он вывел ее и научил пользоваться этой формулой Уоррена. Выглядит формула так:

$$\text{Годовая рентабельность} = \frac{CG - L(100\% - C)}{YR}, \text{ где}$$

G — ожидаемый доход в случае успеха;

L — ожидаемый убыток в случае неудачи;

C — ожидаемая вероятность успеха, выраженная в процентах;

Y — ожидаемое время владения бумагами в годах;

P — текущая стоимость бумаг.

Эта формула учитывает возможность неудач, к которым всегда надо быть готовым, когда собираешься участвовать в операциях такого типа. Давайте рассмотрим эту формулу в действии.

### ПРИМЕР ИСПОЛЬЗОВАНИЯ АРБИТРАЖНОЙ ФОРМУЛЫ ГРЭМА

Тринадцатого февраля 1982 г. компания «Bayuk Cigars» объявила, что получила согласие министерства юстиции на продажу своего сигарного производства компании «American Maize Products» за 14,5 миллиона долларов, т. е. по 7,87 доллара за акцию. Было также заявлено, что уже разработан график ликвидации и что вырученные средства будут распределены между акционерами «Bayuk Cigars».

Вскоре после этого заявления Уоррен купил 5,71% имевшихся в обращении акций «Bayuk Cigars» за

572 907 долларов, т. е. по 5,44 доллара за акцию. Уоррен играл на разнице, возникшей между рыночным курсом акций (5,44 дол.) и суммой, которую получают акционеры после продажи активов «Bayuk», оценивавшейся в размере 7,87 доллара на акцию.

Применяя к этой ситуации арбитражную формулу Грэма, Уоррен первым делом должен вычислить потенциальную прибыль в расчете на одну акцию. Для этого надо из продажной цены вычесть рыночную цену, за которую Уоррен купил акции. Прибыль получается в размере 2,43 доллара на акцию (7,87 дол. - 5,44 дол. = 2,43 дол.).

Затем он умножает потенциальную прибыль на вероятность успеха, выраженную в процентах. В данном случае сделка была официально объявлена и одобрена министерством юстиции. Теперь ее осуществлению едва ли что-то помешает. А это значит, что Уоррен вполне может принять вероятность того, что сделка состоится, равной 90% или даже больше. Умножив 2,43 доллара на 90%, получаем 2,18 доллара. Такова потенциальная прибыль с поправкой на вероятность успеха.

Далее Уоррен должен подсчитать, сколько он потеряет, если сделка все-таки не состоится. Если сделка будет отменена, курс акций, вероятно, вернется к тому уровню, каким он был до объявления о продаже. Акции «Bayuk Cigars» до объявления о продаже компании стоили 4,50 доллара за акцию. Это означает, что если акции понизятся до этого уровня, Уоррен, заплативший за акции по 5,44 доллара, потеряет 0,94 доллара на акцию.

Но еще нужно вычислить вероятность неблагоприятного исхода. Для этого нужно из 100% вычесть выра-

женную в процентах вероятность успеха — 90%. Вероятность неудачи получается равной 10%. Теперь умножаем величину потенциального убытка на вероятность неудачи и получаем 0,09 доллара. Таков прогнозируемый убыток с поправкой на его вероятность.

Затем Уоррену необходимо оценить, сколько времени придется ждать того момента, когда сделка состоится и он сможет получить ожидаемую прибыль. Компания, ликвидирующая свои активы, заинтересована сделать это в рамках одного фискального года, иначе ей придется платить налог на доход от прироста капитала. Поэтому Уоррен может рассчитывать, что после объявления о продаже эта продажа состоится не более чем через год.

Итак, принимаем предполагаемое время владения бумагами за один год.

Вот как выглядит арбитражная формула Грэма в применении к ситуации с «Bayuk Cigars»:

$$\text{Годовая рентабельность} = \frac{CG - L(100\% - C)}{Y \cdot P} =$$

$$= \frac{90\% \times 2,43 \text{ дол.} - 0,94 \text{ дол.} (100\% - 90\%)}{1 \times 5,44 \text{ дол.}} = 38\%, \text{ где}$$

G — 2,43 дол. — ожидаемый доход в случае успеха;

L — 0,94 дол. — ожидаемый убыток в случае неудачи;

C — 90% — ожидаемая вероятность успеха, выраженная в процентах;

y — 1 год — ожидаемое время владения бумагами в годах;

P — 5,44 дол. — текущая стоимость бумаг.

Таким образом, Уоррен может рассчитывать на то, что, если сделка состоится и ликвидация «Bayuk Cigars» произойдет согласно графику, рентабельность его инвестиций окажется равной 38%. Неплохой уровень отдачи для краткосрочного капиталовложения.

Уоррен Баффет за свою карьеру с успехом воспользовался многими возможностями арбитража. Кроме «Bayuk Cigars» и RJR, он покупал в арбитражных целях акции таких компаний, как «Texas National Petroleum», «Allegis», «Lear-Siegler», «Chesebrough-Pond's», «Kraft», «Interco», «Federated», «Southland» и «Marine Midland», а также многих других. В иные годы в его портфеле могли оказаться «арбитражные» акции до двадцати компаний, но были годы, когда он не провел ни одной арбитражной операции.

Имея огромный инвестиционный опыт, Уоррен пришел к выводу, что в сфере арбитража проблема реализации полной стоимости, которая всегда беспокоит инвесторов, решается за счет определенности даты заключения сделки. Бумаги, в которые вложены деньги, обязательно достигнут своей полной стоимости к заранее назначенному сроку. И инвестору нужно просто посчитать, оказывается ли в таких условиях рентабельность инвестиций достаточной, чтобы заниматься этим делом.

Но, как уже подчеркивалось, Уоррен Баффет ввязывается в арбитражные операции только *после того, как о покупке компании или ее ликвидации объявлено официально.*

## ПРАКТИЧЕСКАЯ БАФФЕТОЛОГИЯ В ПРИМЕРАХ

В этой главе, подытоживающей все, о чем говорилось выше, проводится полный анализ нескольких компаний, в которые Уоррен Баффет вкладывал деньги в прошлом. Для всех примеров исследования сохраняется единый формат. В математической части, касающейся ценового анализа и определения годовой накапливаемой доходности инвестиций, имеются некоторые расхождения в цифрах, полученных разными методами. Мы сознательно пошли на это, чтобы внести некоторое разнообразие в аналитический процесс и показать вам разные возможности применения математических инструментов.

«GANNETT CORPORATION», 1994 г.

Интерес Уоррена к газетному бизнесу начался, вероятно, еще тогда, когда он в детстве жил в Вашингтоне и Продавал на улицах «Washington Post». Как мы знаем, впоследствии он купил немало акций этой компании.

Летом 1994 г. Уоррен начал скупать большие пакеты акций «Gannett Corporation» — газетной холдинговой компании. В итоге он потратил 335,216 миллиона долларов за 6 854 500 обыкновенных акций «Gannett», что дает среднюю цену 48,90 доллара за акцию. Давайте посмотрим, чем же привлекла Уоррена эта компания.

### СБОР ИНФОРМАЦИИ

Предварительная работа по сбору информации труда не представляет. Всем нам известна газета «USA Today», которая продается в каждом газетном киоске страны. Если вам случалось читать этот истинный бриллиант среди средств массовой информации, у вас в голове мог возникнуть вопрос: а кто издает эту замечательную газету, и является ли издатель акционерным обществом открытого типа?

Что же, газету издает корпорация «Gannett», акции которой (это ответ на второй вопрос) можно свободно купить на фондовом рынке.

Заглянув в инвестиционное обозрение «Value Line», можно узнать, что корпорация «Gannett» издает 190 газет в тридцати восьми штатах и территориях США. Крупнейшими изданиями компании являются «Detroit News» (тираж 312 093 экз.) и «USA Today» (тираж 2,1 млн. экз.). Кроме того, «Gannett» владеет также тринадцатью радиостанциями и пятнадцатью телевизионными станциями, аффилированными с крупными телесетями.

Вооружившись источниками финансовой информации, мы должны ответить на ряд вопросов.

### 1

Обладает ли компания *опознаваемой потребителем монополией или фирменными продуктами и брендами*? А возможно, ее следует отнести к компаниям сырьевого типа? Газеты, радио и телевидение, как мы знаем, бизнес обычно довольно прибыльный. Но по-настоящему прибыльным бизнесом газета становится тогда, когда она единственная в городе: меньше конкуренции — больше денег. Мы обнаружили, что большинство газет, издаваемых компанией «Gannett Corporation», относятся к числу тех самых единственных в городе. Прекрасно!

### 2

Вы понимаете, как компания зарабатывает деньги? В данном случае мы имеем дело с компанией, продукция которой очень близка вам как потребителю и инвестору, и вы имеете большой опыт использования этой продукции. Оказавшись в зале ожидания аэропорта в чужом городе, что вы делаете, чтобы скоротать время? Идете к ближайшему киоску и покупаете газету. Местную? Нет! Вам, конечно, неинтересны местные события. Но вот же «USA Today»! В ней вы найдете все, что вас интересует.

### 3

Компания *консервативно финансируется*? Проверка показала, что в 1994 г. компания «Gannett» имела 767 миллионов долларов долгосрочной задолженно-

сти при величине собственного капитала более 1,8 миллиарда долларов. Хотя долги есть, но понятно, что при таких больших прибылях (465 миллионов долларов в 1994 г.) компания «Gannett» может легко расплатиться по ним за два года.

#### 4

Прибыли компании достаточно *устойчивы* и имеют *тенденцию к росту*? В 1994 г. величина прибыли на акцию составила 3,20 доллара. Проверка показала, что прибыли на акцию с 1984 по 1994 г. росли в среднем на 8,6%, а с 1989 по 1994 г. на 5,3%. В целом прибыль на акцию можно считать весьма стабильной и постоянно растущей. Исключение составили лишь 1990 и 1991 гг., когда вся отрасль СМИ переживала спад из-за снижения поступлений от

Год	Прибыль на акцию (дол.)
1983	1,13
1984	1,40
1985	1,58
1986	1,71
1987	1,98
1988	2,26
1989	2,47
1990	2,36
1991	2,00
1992	2,40
1993	2,72
1994	3,20 (оценка)

рекламы. Помните: *общая рецессия* в отрасли часто включает в себе благоприятную возможность для покупки.

Одного взгляда на таблицу, показывающую прибыль на акцию в разные годы, достаточно, чтобы понять, что прибыли устойчивы и имеют тенденцию к росту.

#### 5

Компания помещает капитал только в предприятия, находящиеся в круге ее *компетенции*, т. е. в данном случае в средства массовой информации.

#### 6

Дальнейшее исследование показывает, что компания «Gannett» активно выкупает свои собственные акции. С 1988 по 1994 г. она выкупила 21,2 миллиона акций. Это свидетельствует о том, что руководство компании использует капитал в интересах акционеров.

#### 7

Создается впечатление, что менеджмент компании умело распоряжается нераспределенной прибылью, добиваясь повышения прибыли на акцию и, следовательно, содействуя росту благосостояния акционеров.

С 1984 по 1994 г. суммарная нераспределенная прибыль составила 11,64 доллара на акцию. Годовая прибыль на акцию выросла за десять лет на 1,80 дол-

лара — с 1,40 доллара в 1984 г. до 3,20 доллара в 1994 г. Можно сказать, что, имея капитал в размере 11,64 доллара, компания получила прибыль 1,80 доллара, что соответствует 15,5% рентабельности нераспределенной прибыли.

## 8

*Рентабельность собственного капитала компании выше средней. Как мы знаем, Уоррен считает хорошим знаком, когда предприятие имеет рентабельность капитала выше средней. Средняя рентабельность собственного капитала американских компаний равняется 12%. Рентабельность же капитала «Gannett» в течение десяти лет до 1994 г. выглядела так:*

Год	Рентабельность собственного капитала (%)
1983	17,6
1984	19,6
1985	19,9
1986	19,3
1987	19,8
1988	20,4
1989	19,9
1990	18,3
1991	19,6
1992	21,9
1993	20,8
1994	24,5 (оценка)

Средняя величина рентабельности капитала за десять лет составляет 20,4%. Но более важно, что эта рентабельность остается устойчиво высокой. А это

свидетельствует о способности менеджмента выгодно вкладывать нераспределенную прибыль в новые проекты.

## 9

*Компания имеет возможность регулировать свои цены, нейтрализуя действие инфляции? В прежние времена газеты стоили 10 центов, а сейчас стоят от 50 центов до доллара. Но основную прибыль газеты и телевидение получают от рекламодателей. Если вы владеете единственной газетой в городе, то можете устанавливать для рекламодателей достаточно высокие тарифы, поскольку им, в сущности, больше некуда обратиться. Как уже отмечалось выше, без рекламы в единственной в городе газете местные предприятия сферы торговли и услуг обойтись не могут. Поэтому мы можем предположить, что компания «Gannett» имеет возможность повышать цены, подстраиваясь под инфляцию и не рискуя при этом потерять клиентов.*

## 10

*Требуется ли предприятию крупных капиталовложений для поддержания и постоянного обновления средств производства? Как мы уже говорили, сколь бы большой ни была прибыль компании, она для инвесторов ничего не стоит, если всю ее приходится тратить на то, чтобы поддерживать конкурентоспособность. Основу бизнеса «Gannett» составляют газеты и телерадиостанции. После того как первоначальная инфраструктура создана, такой бизнес не тре-*

бует в дальнейшем сколь-нибудь существенных капиталовложений. Печатные станки не требуют замены многие годы, а теле- и радиостанциям лишь время от времени нужен новый передатчик.

Это означает, что заработанные «Gannett» деньги не приходится тратить на дорогостоящее обновление оборудования и научно-исследовательские проекты. Компания может расходовать прибыль на приобретение новых газет и станций или на выкуп находящихся в обращении акций. А это значит, что акционеры «Gannett» становятся все богаче и богаче.

### ИТОГ СБОРА ИНФОРМАЦИИ

Получив положительные ответы на все интересующие его вопросы, Уоррен приходит к выводу, что «Gannett Corporation» является той компанией, которая находится в его «круге компетентности», и что прибыли этой компании можно прогнозировать с достаточной степенью достоверности.

Но положительные ответы на эти вопросы еще не означают, что компанию надо покупать. После того как мы удостоверились, что компания принадлежит к числу тех предприятий, которые мы заинтересованы купить, нам еще нужно удостовериться, что цена, запрашиваемая рынком за акции компании, позволит получить от вложенных денег достаточно высокую по сравнению с другими потенциальными инвестиционными вариантами рентабельность.

### ЦЕНОВОЙ АНАЛИЗ

Мы уже говорили и повторим еще раз: сначала *определитесь с компанией*, а потом *на основании рыночной цены решайте вопрос о покупке*.

#### ПЕРВОНАЧАЛЬНАЯ РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ АКЦИЙ И ИХ СТОИМОСТЬ ПО ОТНОШЕНИЮ К ГОСУДАРСТВЕННЫМ ОБЛИГАЦИЯМ

Прибыль компании «Gannett» на 1994 г. оценивалась в размере 3,20 доллара на акцию. Разделим 3,20 на норму доходности долгосрочных государственных облигаций, которая в 1994 г. составляла примерно 7%, и получим относительную стоимость одной акции в размере 45,71 доллара. Это значит, что если бы вы купили акции «Gannett» по цене 45,71 доллара, то первоначальная рентабельность ваших вложений оказалась бы равной рентабельности вложений в государственные облигации. Биржевая стоимость акций «Gannett» в 1994 г. колебалась в пределах от 46,40 до 59 долларов за акцию. Уоррен, как было сказано, заплатил за акции в среднем по 48,90 доллара.

Поскольку прибыль на акцию на 1994 г. прогнозировалась на уровне 3,20 доллара, то при цене акций 48,90 доллара прогнозируемая первоначальная рентабельность инвестиций составила 6,5%. Анализ роста прибылей «Gannett» в расчете на одну акцию за предшествующие десять лет показывает, что они росли в среднем на 8,6% в год. Тогда вы можете задать себе вопрос: что бы я предпочел иметь — государственные об-



лигации на сумму 48,90 доллара со статической доходностью 7% или акции-облигации «Gannett Corporation», имеющие первоначальную рентабельность 6,5%, но к которым прилагается купон, обещающий рост на 8,6% ежегодно?

#### АКЦИИ «GANNETT CORPORATION» КАК АКЦИИ-ОБЛИГАЦИИ

В 1994 г. величина собственного капитала (балансовая стоимость) «Gannett» равнялась 13,04 доллара на акцию. Если компания сумеет сохранить среднегодовой рост рентабельности собственного капитала в размере 20,4% в течение следующих десяти лет и удерживать из получаемой прибыли 60% в качестве нераспределенной прибыли, прибавляя ее к собственному капиталу, то балансовая стоимость одной акции будет расти примерно на 12,24% в год и в 2004 г. составит 41,37 доллара. (Последнюю цифру можно получить, 10 раз увеличив первоначальную балансовую стоимость, равную 3,20 доллара, на 12,24%.)

Если в 2004 г. балансовая стоимость одной акции будет равняться 41,37 доллара, а рентабельность собственного капитала сохранится на уровне 20,4%, то прибыль на акцию в 2004 г. должна составить 8,44 доллара (41,37 дол.  $\times$  20,4% = 8,44 дол.). Если котировать акции по самому низкому из коэффициентов Ц/П за последние десять лет, который равен 15, то рыночная стоимость одной акции в 2004 г. достигнет 126,60 доллара (8,44 дол.  $\times$  15 = 126,60 дол.). Если же умножать прибыль на самый высокий коэффициент Ц/П за последние десять

лет — на 23, то биржевая стоимость акции составит 194,12 доллара. Добавив к этому дивиденды, полученные с одной акции с 1994 по 2004 г. в размере 23,85 доллара, мы получим прогнозируемую величину годовой накапливаемой доходности инвестиций на ближайшие десять лет от 11,89 до 16,12% до вычета налогов.

#### ПРОГНОЗ ГОДОВОЙ НАКАПЛИВАЕМОЙ ДОХОДНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ПОКАЗАТЕЛЯ СРЕДНЕГОДОВОГО РОСТА ПРИБЫЛЕЙ НА АКЦИЮ ЗА ПРЕДШЕСТВУЮЩИЕ ГОДЫ

Если прибыли в расчете на одну акцию будут продолжать расти на 8,6% в год и если компания «Gannett» будет продолжать выплачивать дивиденды в размере 40% от общей суммы прибылей, тогда картина прибылей и дивидендов на следующие десять лет будет выглядеть так:

Год	Прибыли на акцию (дол.)	Дивиденды на акцию (дол.)
1995	3,56	1,42
1996	3,86	1,54
1997	4,20	1,68
1998	4,56	1,82
1999	4,95	1,98
2000	5,38	2,15
2001	5,84	2,33
2002	6,34	2,53
2003	6,89	2,75
2004	7,48	2,99
		21,19

Это означает, что прогнозируемая величина прибыли «Gannett» на 2004 г. составляет 7,48 доллара на акцию. Если акции «Gannett» будут котироваться с использованием низкого коэффициента Ц/П (15), их рыночная стоимость составит 112,20 доллара. Добавим сумму полученных дивидендов (21,19 дол.) и получим итог в размере 133,39 доллара на акцию. Если же умножить прибыль на самый высокий коэффициент Ц/П за последние десять лет, 23, то биржевая стоимость одной акции на 2004 г. составит 172,04 доллара. Добавив к этому дивиденды, начисленные за период с 1994 по 2004 г. в размере 21,19 доллара, мы получим цифру — 193,23 доллара в качестве окончательной ценности одной акции.

Если бы вы были Уорреном Баффетом и купили в 1994 г. акции «Gannett» по цене 48,90 доллара, то, используя эту методику, смогли бы предположить, что через десять лет эти акции вместе с начисленными дивидендами принесут вам от 133,39 до 193,23 доллара? А это соответствует годовой накапливаемой рентабельности инвестиций до вычета налогов в диапазоне от 10,55 до 14,72%.

## РЕЗЮМЕ

Летом и осенью 1994 г. Уоррен купил примерно 6,854 миллиона обыкновенных акций «Gannett Corporation» по средней цене 48,90 доллара за акцию, заплатив в общей сложности 335,216 миллиона долларов. Купив эти акции, Уоррен мог рассуждать так, что он приобрел акции-облигации «Gannett» с доходностью 6,5%, которые

имеют купон, растущий примерно на 8,6% в год, и он мог также рассчитывать на то, что если продержит эти акции десять лет, то годовая накапливаемая доходность этих инвестиций окажется в пределах от 10,55 до 16,12%.

Это означает, что, продав эти акции в 2004 г., он сможет выручить (до вычета налогов) от 913 936 654 до 1 494 166 165 долларов.

## «FEDERAL HOME LOAN MORTGAGE CORPORATION», 1992 г.

Увлеченность Уоррена банковским бизнесом привлекла его внимание к компании «Federal Home Loan Mortgage Corporation», известной под названием «Freddie Mac». Компания «Freddie Mac» занимается секьюритизацией и гарантированием ипотечных кредитов. Когда вы берете ипотечный кредит в местном банке, банк продает полученную закладную компании «Freddie Mac», которая собирает этот кредит вместе с другими купленными закладными в большой ипотечный пул, а затем продает право участия в этом пуле заинтересованным инвесторам. Когда вы платите проценты по закладной, ваши платежи в конечном счете попадают в руки инвесторов, купивших долю в ипотечном пуле, или облигации, обеспеченные ипотеками, как называют это на Уолл-стрит.

В 1988 г., когда «Freddie Mac» была преобразована в открытое акционерное общество, холдинг «Berkshire» через свое подразделение «Wesco Financial» приобрел 4% акций компании. В 1992 г., когда курс акций «Freddie Mac» достиг максимума, Уоррен увеличил присутствие «Berkshire» в акционерном капитале компании, купив

8 711 100 акций. За них он заплатил около 337 миллионов долларов, так что средняя цена одной акции составила 38,68 доллара. К концу 1992 г. компания «Berkshire» владела уже 9% находящихся в обращении акций «Freddie Mac».

Предметом нашего исследования станет как раз приобретение в 1992 г. пакета акций «Freddie Mac». В своем анализе мы сосредоточим внимание на экономическом положении компании «Freddie Mac», побудившем Уоррена укрепить свои позиции в этой компании.

### СБОР ИНФОРМАЦИИ

На этот раз предварительная работа по сбору информации легкой *не* покажется. Хотя акции находятся в свободном обращении, вам едва ли приходилось сталкиваться с этой компанией, или даже с упоминанием о ней, в повседневной жизни.

Финансовые показатели компании отслеживаются в биржевом обозрении «Value Line», а также некоторыми инвестиционными домами. Так что информацию о компании вы можете получить из этих источников, из периодической печати, а также заказав в компании ее годовые отчеты. Именно так вы сможете собрать достаточно сведений, чтобы получить ответы на такие вопросы:

#### 1

Обладает ли компания *опознаваемой потребительской монополией* или *фирменными продуктами и брендами*? Или ее следует отнести к компаниям сырье-

вого типа? Хотя ипотечные кредиты являются услугой сырьевого типа, компания «Freddie Mac», наряду с очень похожей на нее компанией «Fannie Mae», является, в сущности, государственной организацией, созданной по решению Конгресса с целью сбора средств в помощь людям, желающим купить жилье в кредит. В результате «Freddie Mac» и «Fannie Mae» стали практически монополистами в этом сегменте рынка.

#### 2

Компания *консервативно финансируется*? Нет. Однако задолженность «Freddie Mac» более чем компенсируется высоколиквидными активами компании — закладными. Поскольку компания имеет статус государственной, то любые ее финансовые проблемы, если они возникнут, сразу же привлекут к себе внимание Конгресса США. А у него есть *огромная* чековая книжка, постоянно пополняемая американскими налогоплательщиками, и он не оставит своего младшего брата в беде. Хотя надо признать, что если неплатежи по закладным приобретут массовый характер, то компании «Freddie Mac» действительно может грозить крах.

#### 3

Прибыли компании достаточно *устойчивы* и имеют *тенденцию к росту*? В 1994 г. величина прибыли на акцию составила 3,20 доллара. Проверка показала, что прибыли на акцию росли в течение шести лет — с 1986 по 1992 г. — в среднем на 17,66%.

Прибыли компании действительно устойчивы и имеют тенденцию к росту, что нам и нужно.

Год	Прибыль на акцию (дол.)
1986	1,24
1987	1,51
1988	1,91
1989	2,19
1990	2,30
1991	3,08
1992	3,29

#### 4

Компания помещает капитал только в те предприятия, которые находятся в *круге ее компетенции*, т. е., в данном случае, в ценные бумаги, обеспеченные ипотеками.

#### 5

Дальнейшее расследование показывает, что компания «Freddie Mac» не занималась выкупом собственных акций. Новые акции также не выпускались. (Отмечу, что так было до 1995 г., когда вступила в действие программа выкупа акций.)

#### 6

Создается впечатление, что менеджмент компании умело распоряжается нераспределенной прибылью, добиваясь повышения прибыли на акцию. А следовательно, приносит доход акционерам.

В период с конца 1986 г. до конца 1992 г. суммарная нераспределенная прибыль составила 11 долларов на акцию. Годовая прибыль на акцию выросла за шесть лет на 2,05 доллара, с 1,24 доллара в 1986 г. до 3,29 доллара в 1992 г. Таким образом, можно сказать, что, имея капитал в размере 11 долларов, компания получила прибыль 2,05 доллара, что соответствует 18,6% рентабельности нераспределенной прибыли.

#### 7

*Рентабельность собственного капитала компании выше среднего.* Как мы знаем, Уоррен считает хорошим знаком, когда предприятие имеет рентабельность капитала выше средней. Средняя рентабельность собственного капитала американских компаний равняется 12%. Рентабельность же капитала «Freddie Mac» в течение семи лет выглядела так:

Год	Рентабельность собственного капитала (%)
1986	25,9
1987	25,5
1988	24,1
1989	22,8
1990	19,4
1991	21,6
1992	17,4

Средняя величина рентабельности капитала за семь лет составила 22,3%. Но важнее, что такая рентабельность оставалась устойчиво высокой. А это сви-

детельствует о способности менеджмента выгодно вкладывать нераспределенную прибыль в новые проекты.

## 8

*Компания имеет возможность регулировать свои цены, нейтрализуя действие инфляции?* Инфляция заставляет расти цены на жилье. Рост цен на жилье означает увеличение ипотечных кредитов. Увеличенные ипотечные кредиты означают, что становится больше и размер пирога, от которого «Freddie Mac» отрезает куски для себя, т. е. увеличение доходов. Если вы берете 6% со 100 миллионов, вы получаете 6 миллионов. Если же цены удваиваются и 100 миллионов превращаются в 200 миллионов, то, взимая те же 6% комиссионных, вы получаете уже 12 миллионов.

## 9

*Требуется ли предприятие крупных капиталовложений для поддержания и постоянного обновления средств производства?* Как мы уже говорили, какой бы большой ни была прибыль компании, она для инвесторов ничего не стоит, если всю ее приходится тратить на поддержание конкурентоспособности. Основу бизнеса «Freddie Mac» составляет секьюритизация ипотек. А эта деятельность не требует существенных средств на обновление капитальных ресурсов или какие-то разработки. Компания может расширять операции, имея ту же капитальную базу.

## ИТОГ СБОРА ИНФОРМАЦИИ

Получив положительные ответы на все интересующие его вопросы, Уоррен приходит к выводу, что «Freddie Mac» — это именно та компания, которая находится в его «круге компетентности» и прибыли которой можно прогнозировать с достаточной **степенью** достоверности. Но положительные ответы на эти вопросы еще не означают, что компанию надо покупать. После того как мы удостоверились, что компания принадлежит к числу тех предприятий, которые мы заинтересованы купить, нам еще нужно удостовериться, что цена, запрашиваемая рынком за акции компании, позволит получить от вложенных денег достаточно высокую по сравнению с другими потенциальными инвестиционными вариантами рентабельность.

## ЦЕНОВОЙ АНАЛИЗ

Мы уже говорили и повторим еще раз: сначала *определитесь с компанией*, а потом *решайте вопрос о покупке на основании рыночной цены*.

### ПЕРВОНАЧАЛЬНАЯ РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ АКЦИЙ И ИХ СТОИМОСТЬ ПО ОТНОШЕНИЮ К ГОСУДАРСТВЕННЫМ ОБЛИГАЦИЯМ

Прибыль компании «Freddie Mac» на 1992 г. **оценива-**лась в размере 3,29 доллара на акцию. Разделив 3. норму доходности долгосрочных государственных

лигаций, которая в 1992 г. составляла 7,39%, мы получим относительную стоимость одной акции в размере 44,51 доллара. Биржевая стоимость акций «Freddie Mac» в 1992 г. колебалась в пределах от 33,80 до 49,30 доллара за акцию.

Поскольку прибыль на акцию на 1994 г. прогнозировалась на уровне 3,29 доллара, то если бы вы, как Уоррен, купили акции «Freddie Mac» по средней цене 38,68 доллара за акцию, первоначальная прогнозируемая рентабельность инвестиций составила бы 8,5%.

Анализ роста прибылей «Freddie Mac» в расчете на одну акцию за предшествующие восемь лет показывает, что они росли в среднем на 17,66% в год. Тогда вы можете задать себе вопрос: что бы я предпочел иметь — государственные облигации на сумму 38,68 доллара со статической доходностью 7,39% или акции-облигации «Freddie Mac», имеющие первоначальную рентабельность 8,5%, но к которым прилагается купон, обещающий расти на 17,66% ежегодно?

#### АКЦИИ «FREDDIE MAC» КАК АКЦИИ-ОБЛИГАЦИИ

Можно предположить, что если компании удастся сохранить достигнутый за предыдущие семь лет среднегодовой рост рентабельности собственного капитала в размере 20,4% в течение следующих десяти лет и ежегодно удерживать из получаемой прибыли 72%, то балансовая стоимость одной акции вырастет с 19,67 доллара в 1992 г. до 87,19 доллара в 2002 г.

Если в 2002 г. балансовая стоимость одной акции будет равняться 87,19 доллара, а рентабельность соб-

ственного капитала «Freddie Mac» сохранится на уровне 22,3%, то прибыль на акцию в 2002 г. должна составить 19,44 доллара ( $87,19 \text{ дол.} \times 22,3\% = 19,44 \text{ дол.}$ ). Если котировать акции по самому низкому из коэффициентов Ц/П — по 9, то рыночная стоимость одной акции в 2002 г. достигнет 174,96 доллара. А умножая прибыль на самый высокий коэффициент Ц/П — 12,8, убедимся, что биржевая стоимость акции составит 248,83 доллара. Добавив к этому дивиденды в размере 30,47 доллара, мы узнаем, какой будет суммарная отдача от одной акции на 2002 г., — в пределах от 205,43 до 279,30 доллара.

Это означает, что рентабельность средств, вложенных Уорреном в компанию в 1992 г., через десять лет составит среднюю величину от 18,17 до 21,85%. (При годовой ставке сложного процента 21,85% вложенные 100 тысяч долларов через десять лет будут стоить 721 531 доллар.)

#### ПРОГНОЗ ГОДОВОЙ НАКАПЛИВАЕМОЙ ДОХОДНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ПОКАЗАТЕЛЯ СРЕДНЕГОДОВОГО РОСТА ПРИБЫЛЕЙ НА АКЦИЮ ЗА ПРЕДШЕСТВУЮЩИЕ ГОДЫ

Если прибыли в расчете на одну акцию будут продолжать расти на 17,66% в год и если компания «Freddie Mac» будет продолжать выплачивать дивиденды в размере 28% от общей суммы прибылей, тогда прогнозная величина прибыли «Freddie Mac» на 2002 г. составит 16,72 доллара на акцию. Если акции «Freddie Mac» будут котироваться с использованием самого низкого ко-

## «MCDONALD'S CORPORATION», 1996 г.

эффициента Ц/П за всю историю их обращения на открытом фондовом рынке — 9, то их рыночная стоимость составит 150,48 доллара за акцию. Умножив прибыль на самый высокий коэффициент Ц/П в истории компании — 12,8, определим, что биржевая стоимость одной акции на 2002 г. составит 214,01 доллара.

Если вы и купили в 1992 г. акции «Gannett» по цене 38,68 доллара, то должны знать: через десять лет эти акции будут стоить на рынке от 150,48 до 214,01 доллара. А это соответствует годовой накапливаемой рентабельности инвестиций до вычета налогов в диапазоне от 14,55 до 18,65%.

Если мы добавим дивиденды в сумме 25,03 доллара, прогнозная величина стоимости акций окажется в пределах от 175,51 до 239,04 доллара, а годовая накапливаемая доходность инвестиций до вычета налогов — в диапазоне от 16,32 до 19,97%.

## РЕЗЮМЕ

В 1992 г. Уоррен купил примерно 8 711 100 обыкновенных акций «Freddie Mac» по средней цене 38,68 доллара за акцию, заплатив в общей сложности около 337 миллионов долларов. Купив эти акции, Уоррен мог рассудить, что приобрел акции-облигации «Freddie Mac» с первоначальной доходностью 8,5%, которая будет в дальнейшем расти на 17,66% в год.

Он мог также рассчитывать на то, что, если продержит эти акции десять лет, годовая накапливаемая доходность этих инвестиций окажется в пределах от 16,32 до 21,85%.

Внимание Уоррена давно привлекала индустрия быстрого питания. Особенно его интересовали сети закусок типа «McDonald's», которым удалось обыкновенные гамбургеры превратить в фирменный продукт. В течение 1996 г. холдинг «Berkshire Hathaway» приобрел 30 156 600 акций «McDonald's» по средней цене 41,95 доллара за акцию. Давайте постараемся понять, чем в 1996 г. компания «McDonald's» заинтересовала Уоррена.

## СБОР ИНФОРМАЦИИ

Какую продукцию выпускает компания и что в ней хорошего, мы все знаем, потому что едим ее.

Но все же отправляйтесь в библиотеку. Найдите в обзоре «Value Line» данные о компании «McDonald's». Затем найдите в указателе периодики «Guide to Business Periodicals» ссылки на журнальные статьи о «McDonald's». Позвоните в компанию и закажите годовой отчет. Собрав всю необходимую информацию, читайте дальше.

## 1

Обладает ли компания *опознаваемой потребительской монополией или фирменными продуктами и брендами*, или ее следует отнести к компаниям сырьевого типа? Вы когда-нибудь ели гамбургеры «McDonald's»? Да, пожалуй, затруднительно будет отыскать человека, который бы их не пробовал. «McDonald's» является крупнейшей в мире сетью

закусочных. Более 20 тысяч ресторанов сети этой компании разбросаны по сотне с лишним стран мира. Так что от вездесущего присутствия Рональда Макдональда нигде не укроешься. Компания «McDonald's» за всю историю своего существования продала больше гамбургеров, чем живет людей на белом свете. Настоящий пир!

Да, компания «McDonald's» обладает отлично опознаваемой потребительской монополией и всемирно известным брендом. (Следует иметь в виду, что в последнее время на внутреннем рынке «McDonald's» сталкивается со все более ожесточенной конкуренцией. Удастся ли «McDonald's» отстоять свое доминирующее положение на мировом рынке фаст-фуда, или мы станем свидетелями первой неудачи этого гиганта? Уоррен уже сказал свое слово. А каково ваше мнение?)

## 2

Компания *консервативно финансируется*? Компания имеет долгосрочную задолженность в размере 35% от суммы собственного капитала. А это совсем немного, учитывая устойчивые прибыли, получаемые компанией на протяжении многих лет.

## 3

Прибыли компании достаточно *устойчивы* и имеют *тенденцию к росту*? Проверка показывает, что прибыли компании «McDonald's» в расчете на одну акцию с 1986 по 1996 г. росли в среднем на 13,5% в год. Если взять пятилетний период, то годовой рост

прибыли на акцию составляет 13,37%. Следует признать, что прибыли компании очень устойчивые и неуклонно растут на протяжении последних десяти лет.

Одного взгляда на таблицу, показывающую прибыль на акцию в разные годы, достаточно, чтобы понять, что прибыли устойчивы и имеют тенденцию к росту.

Год	Прибыль на акцию (дол.)
1986	0,62
1987	0,72
1988	0,86
1989	0,98
1990	1,10
1991	1,18
1992	1,30
1993	1,45
1994	1,68
1995	1,97
1996	2,21

## 4

Компания помещает капитал только в те предприятия, которые находятся в *круге ее компетенции*, т. е., в данном случае, на расширение ресторанной сети.

## 5

Исследование показывает, что компания «McDonald's» занималась выкупом собственных акций.



## 6

Создается впечатление, что менеджмент компании «McDonald's» умело распоряжается нераспределенной прибылью, добиваясь повышения прибыли на акцию, и, следовательно, *защищает интересы своих акционеров*.

В период с 1986 до 1996 г. суммарная нераспределенная прибыль составила 11,48 доллара на акцию. Годовая прибыль на акцию выросла за десять лет на 1,59 доллара, с 0,62 доллара в 1986 г. до 2,21 доллара в 1996 г.

Таким образом, можно сказать, что, имея капитал в размере 11,48 доллара, компания получила прибыль 1,59 доллара, что соответствует 13,8% рентабельности нераспределенной прибыли. Это свидетельствует о том, что руководство компании выгодно размещало нераспределенную прибыль и обеспечило соответствующий рост прибыли на акцию. Это, в свою очередь, вызвало рост биржевых котировок акций «McDonald's» с 10 долларов за акцию в 1986 г. до 47 долларов в 1996 г.

## 7

*Рентабельность собственного капитала компании выше среднего. Как мы знаем, Уоррен считает хорошим знаком, когда предприятие имеет рентабельность капитала выше средней. Средняя же рентабельность собственного капитала американских компаний равняется 12%. А рентабельность капитала «Freddie Mac» в течение шести лет выглядела так:*

Год	Рентабельность собственного капитала (%)
1986	19,1
1987	18,8
1988	<b>18,9</b>
1989	20,5
1990	19,2
1991	<b>17,8</b>
1992	16,0
1993	17,3
1994	17,8
1995	18,2
1996	18,0

Средняя величина рентабельности капитала за десять лет составила 18,25%. Но более важен тот факт, что эта рентабельность оставалась устойчиво высокой. А это свидетельствует о способности менеджмента выгодно вкладывать нераспределенную прибыль.

## 8

*Компания имеет возможность регулировать свои цены, нейтрализуя действие инфляции? На этот вопрос ответить легко, если вспомнить, что за гамбургеры, которые сегодня стоят 75 центов, мы некогда платили по 15 центов. Так что ответ на вопрос утвердительный. Инфляция не снижает спрос на продукцию «McDonald's» и не мешает компании перекладывать любой рост производственных издержек на плечи покупателей.*

## 9

*Требует ли предприятие крупных капиталовложений для того, чтобы поддерживать и постоянно обновлять средства производства?* В компании не занимаются никакими дорогостоящими исследованиями и разработками, а издержки по строительству новых закусочных ложатся на плечи франшизополучателей. На обновление оборудования компании также не приходится тратить больших средств.

### ИТОГ СБОРА ИНФОРМАЦИИ

Получив положительные ответы на все интересующие его вопросы, Уоррен приходит к выводу, что «McDonald's» является той компанией, которая находится в его «круге компетентности» и что прибыли этой компании можно прогнозировать с достаточной степенью достоверности.

### ЦЕНОВОЙ АНАЛИЗ

#### ПЕРВОНАЧАЛЬНАЯ РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ АКЦИЙ И ИХ СТОИМОСТЬ ПО ОТНОШЕНИЮ К ГОСУДАРСТВЕННЫМ ОБЛИГАЦИЯМ

Прибыль компании «McDonald's» на 1996 г. оценивалась в размере 2,21 доллара на акцию. Разделив 2,21 на норму доходности долгосрочных государственных облигаций, которая в 1996 г. составляла 7%, мы и получим относительную стоимость одной акции — 35,71 доллара.

На бирже акции «McDonald's» в 1996 г. можно было купить в ценовом диапазоне от 41 до 54 долларов за акцию. Поскольку прибыль на акцию на 1996 г. прогнозировалась на уровне 2,21 доллара, то если бы вы купили акции «McDonald's» по цене от 41 до 54 долларов, то первоначальная прогнозируемая рентабельность инвестиций составила бы от 4 до 5,3%. Средняя цена, по которой купил акции «McDonald's» Уоррен, составила 41,95%, что соответствует первоначальной рентабельности 5,2%.

Анализ роста прибылей «McDonald's» в расчете на одну акцию за предшествующие десять лет показывает, что они росли в среднем на 13,5% в год. И, будучи на месте Уоррена Баффета, вы непременно задали бы себе вопрос: что я предпочел бы иметь — государственные облигации со статической доходностью 7% или акции-облигации «McDonald's», имеющие первоначальную рентабельность 8,5%, которая будет расти на 13,5% в год?

#### АКЦИИ «MCDONALD'S» КАК АКЦИИ-ОБЛИГАЦИИ

В 1996 г. величина собственного капитала «McDonald's» равнялась 12,35 доллара на акцию. Если компании удастся сохранить среднегодовой рост рентабельности собственного капитала в размере 18,25% в течение следующих десяти лет, удерживая из получаемой прибыли 84%, и только 16% выплачивать в форме дивидендов, то балансовая стоимость одной акции будет расти примерно на 15,33% в год. При таких темпах роста балансовая стоимость одной акции «McDonald's» в 2006 г. составит 51,41 доллара.

Если в 2006 г. балансовая стоимость одной акции будет равняться 51,41 доллара, а рентабельность собственного капитала сохранится на уровне 18,25%, то прибыль на акцию в 2006 г. должна составить 9,38 доллара. Если же котировать акции «McDonald's» по среднему коэффициенту Ц/П за последние десять лет, который равен 16,7, то можно предположить, что рыночная стоимость одной акции в 2006 г. достигнет 155,64 доллара. Добавим к этому дивиденды в размере 7,50 доллара. С их учетом наша выручка от продажи акций в 2006 г. поднимется до 164,14 доллара. До вычета налогов это соответствует годовой накапливаемой доходности инвестиций 14,6%. Иными словами, если бы вы, как и Уоррен, купили акции по 14,95 доллара в 1996 г. и продали их в 2006 г., вы могли бы рассчитывать, что годовая накапливаемая доходность ваших капиталовложений составит 14,6%.

**ПРОГНОЗ ГОДОВОЙ НАКАПЛИВАЕМОЙ ДОХОДНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ПОКАЗАТЕЛЯ СРЕДНЕГОДОВОГО РОСТА ПРИБЫЛЕЙ НА АКЦИЮ ЗА ПРЕДШЕСТВУЮЩИЕ ГОДЫ**

Если прибыль «McDonald's» в расчете на одну акцию в 1996 г. составила 2,21 доллара и будет расти на 8,6% в год и если компания «McDonald's» будет продолжать выплачивать дивиденды в размере 16% от общей суммы прибылей, тогда сравнение прибылей и дивидендов на следующие десять лет будет выглядеть так (см. таблицу).

Это означает, что прогнозная величина прибыли «McDonald's» на 2006 г. составит 7,81 доллара на акцию. Если акции «McDonald's» будут котироваться с использованием среднего за последние десять лет коэффици-

Год	Прибыли на акцию (дол.)	Дивиденды на акцию (дол.)
1997	2,50	0,40
1998	2,83	0,45
1999	3,22	0,51
2000	3,65	0,58
<b>2001</b>	4,14	0,66
2002	4,70	0,75
2003	5,34	0,85
2004	6,06	0,97
2005	6,88	1,10
2006	7,81	1,25
		7,52

ента Ц/П (16,7), тогда мы можем подсчитать, что в 2006 г. их рыночная стоимость составит 130,42 доллара.

Если бы вы, как Уоррен, купили в 1996 г. акции «McDonald's» по цене 14,95 доллара, а через десять лет эти акции подорожают до 130,42 доллара, то это соответствовало бы годовой накапливаемой рентабельности инвестиций до вычета налогов — 12,01%.

Если мы добавим 7,52 доллара дивидендов, которые выплатит за эти десять лет «McDonald's», к рыночной цене акции на 2006 г., тогда наш общий доход в результате продажи акций вырастет до 137,94 доллара на акцию, а рентабельность инвестиций до 12,6%.

**РЕЗЮМЕ**

В 1996 г. Уоррен купил 30 156 600 обыкновенных акций «McDonald's» по средней цене 41,95 доллара за акцию, заплатив в общей сложности 1,265 миллиарда долларов.

Купив эти акции, Уоррен мог рассудить, что приобрел акции-облигации «McDonald's» с доходностью 5,2%, растущей примерно на 13,5% в год. Он мог также рассчитывать, что если продержит эти акции десять лет, то годовая накапливаемая доходность этих инвестиций окажется в пределах от 12,6 до 14,6%.

## КАК НАЧИНАЛАСЬ ИНВЕСТИЦИОННАЯ КАРЬЕРА УОРРЕНА БАФФЕТА: ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ТОВАРИЩЕСТВА

Теперь, освоив азы баффетологии, вы должны научиться получать со своих инвестиций, предположим, от 15 до 25% годового дохода, накапливаемого по правилу сложного процента в течение длительного времени. Это означает, что, начав с одного миллиона, вы через тридцать лет сможете иметь максимум 807 миллионов. Что? Даже не миллиард?! (Вам показалось, что эта книга — пособие, как стать миллиардером?)

Да, но для того, чтобы стать миллиардером, вам нужно освоить еще один трюк: вы должны научиться побуждать других людей отдавать вам деньги для инвестирования.

К достижению этой цели есть несколько путей, но поскольку данная книга рассказывает о методах, которыми пользовался Уоррен Баффет, мы последуем его примеру и разберемся, как ему удается привлекать для инвестирования чужие деньги.

Прежде всего вы должны определиться с организационной формой. У Уоррена был большой выбор, но он решил, что самая простая и прибыльная форма организации инвестиционного бизнеса — это товарищество с ограниченной ответственностью. Такие отношения еще называют партнерством.

Именно такого типа организацию он создал, когда начал собирать деньги для инвестиционной деятельности в далеком 1956 г.

Я называю эту форму организации бизнеса простой, потому что пока в такое товарищество входит не больше сотни партнеров-инвесторов, вам не требуется регистрация в Комиссии по ценным бумагам и на вас не накладываются правила и ограничения, применяемые в отношении взаимных фондов.

Другим преимуществом товарищества с ограниченной ответственностью является то, что вы можете брать с партнеров такой процент за свои услуги, какой захотите. Вознаграждение же, выплачиваемое взаимному фонду, регулируется федеральным законом.

В 1956 г., отучившись, походив в подмастерьях у Бенджамина Грэма, Уоррен вернулся из Нью-Йорка в Омагу и организовал там товарищество «Buffett Associates, Ltd.» — товарищество с ограниченной ответственностью. Все партнеры внесли «в кассу» товарищества определенную часть капитала. Уоррен стал в этом товариществе главным партнером — с неограниченной ответственностью.

У остальных семерых партнеров ответственность была ограничена.

Вот как выглядело свидетельство, выданное предприятию Уоррена Баффета:

СВИДЕТЕЛЬСТВО  
ОБ ОРГАНИЗАЦИИ ТОВАРИЩЕСТВА  
С ОГРАНИЧЕННОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ

Нижеподписавшиеся подтверждают, что они с сего дня вступают в товарищество с ограниченной ответственностью и что:

I

Название товарищества:  
«BUFFETT ASSOCIATES, LTD.»

II

Род деятельности предприятия будет заключаться в покупке и продаже за счет товарищества акций, облигаций и других ценных бумаг, товаров и инвестиций.

III

Местопребыванием головного офиса предприятия будет Омаха, округ Дуглас, штат Небраска.

IV

Главный партнер:  
Уоррен Баффет, Омаха, Небраска  
Партнеры с ограниченной ответственностью:  
Чарльз Питерсон-мл., Омаха, Небраска,  
Элизабет Питерсон, Омаха, Небраска,  
Дорис Вуд, Омаха, Небраска,  
Трумэн Вуд, Омаха, Небраска,  
Дэниел Монен-мл., Омаха, Небраска,  
Уильям Томпсон, Омаха, Небраска,  
Элис Баффет, Омаха, Небраска,  
в дальнейшем коллективно именуемые как партнеры с ограниченной ответственностью.

## V

Срок существования товарищества устанавливается с 1 мая 1956 г. по 30 апреля 1976 г., если оно не прекратит свое существование раньше в соответствии с Договором о товариществе или с законами штата Небраска.

## VI

Каждый партнер с ограниченной ответственностью внес следующие суммы капитала наличными:

Партнеры с ограниченной ответственностью	Внесенный капитал (дол.)
Чарльз Питерсон-мл.	5 000
Элизабет Питерсон	25 000
Дорис Вуд	5 000
Трумэн Вуд	5 000
Дэниел Монен-мл.	5 000
Уильям Томпсон	25 000
Элис Баффет	35 000

## VII

Партнеры с ограниченной ответственностью не согласились вносить в товарищество какие-либо дополнительные суммы.

## VIII

Не предусмотрен какой-либо срок, кроме даты прекращения существования товарищества или выхода партнера с ограниченной ответственностью из товарищества, возврата партнеру с ограниченной ответственностью внесенной им суммы капитала.

## IX

Доля прибыли или иной компенсации, получаемой за счет доходов от деятельности товарищества, которую будет получать каждый партнер с ограниченной ответственностью в соответствии со сделанным им вкладом, устанавливается следующим образом: каждому партнеру с ограниченной ответственностью ежегодно будут выплачиваться 4% от остатка на балансовом счете его капитала по состоянию на 31 декабря предшествующего года. Эти платежи в целях налогообложения будут рассматриваться как расходы товарищества за указанный год. В порядке отдельного расчета за период, оканчивающийся 31 декабря 1956 г., каждому партнеру будут выплачены 2% от внесенного им капитала. Эти выплаты в целях налогообложения будут рассматриваться как расходы товарищества за указанный период. Кроме того, каждый партнер будет иметь долю в общей чистой прибыли товарищества, т. е. чистой прибыли, полученной товариществом со дня его основания, которая высчитывается в следующих пропорциях:

Чарльз Питерсон-мл.	1/42
Элизабет Питерсон	5/42
Дорис Вуд	1/42
Трумэн Вуд	1/42
Дэниел Монен-мл.	1/42
Уильям Томпсон	5/42
Элис Баффет	7/42

Никто из партнеров с ограниченной ответственностью не имеет права заменить свое участие правопреемником.

### XI

Никто из партнеров не имеет права привлекать в товарищество дополнительных партнеров с ограниченной ответственностью.

### XII

Между партнерами с ограниченной ответственностью никакого приоритета нет.

### XIII

В случае смерти, отставки или недееспособности главного партнера остальные партнеры не имеют права возглавлять и продолжать деятельность товарищества.

### XIV

Партнеры с ограниченной ответственностью не имеют права требовать и получать иную собственность товарищества, кроме денег, которые причитаются им в качестве дохода от вложенного капитала.

Составлено 1 мая 1956 г.

В присутствии: (подписи)

Уоррен Баффет

Чарльз Питерсон-мл.

Элизабет Питерсон

Дорис Вуд

Трумэн Вуд

Дэниел Монен-мл.

Уильям Томпсон

Элис Баффет

Все очень просто, не правда ли?

Но Уоррен этим не ограничился. С 1956 по 1962 г. он создал еще девять товариществ с ограниченной ответственностью, призванных распоряжаться деньгами партнеров-вкладчиков: «Ann Investments, Ltd.», «Buffett Fund Ltd.», «Buffett-Holland, Ltd.», «Buffett-TD, Ltd.», «Dacee, Ltd.», «Endee, Ltd.», «Gaenoff, Ltd.», «Mo-Buff, Ltd.» и «Underwood Partnership, Ltd.»

В 1962 г. товариществ этих стало так много, что Уоррен объединил их все в «Buffett Partnership, Ltd.». К тому времени у него было уже девяносто восемь партнеров с ограниченной ответственностью и 10,55 миллиона долларов капитала.

Условия существования «Buffett Partnership» были довольно простые. Уоррен получал 25% от всей суммы прибылей, превышающей те 6%, что его партнеры-инвесторы могли получить, положив свои деньги на обычный сберегательный счет. Он считал, что не должен брать с инвесторов плату, если доход от их капитала окажется меньше того, который они могли бы получить, просто положив деньги в банк. Кроме того, он взял на себя обязательство возмещать за свой счет любые убытки. Правда, до этого так и не дошло, потому что ни одного убыточного года за историю товарищества не было.

Договор о создании инвестиционного товарищества с ограниченной ответственностью можно заключить у любого юриста, знакомого с законами, касающимися ценных бумаг и организации товариществ. Но составить такой договор без помощи юриста даже не пытайтесь. Хотя регистрационные требования Комиссии по ценным бумагам и штатов вполне доступны для понимания, а их выполнение не требует слишком больших затрат. Но они

становятся поистине драконовскими, когда дело доходит до наказания за любые нарушения этих требований. Наймите юриста себе в помощь! А юридическая помощь вам непременно понадобится в дальнейшем.

## ПОИСК ИНВЕТОРОВ

Начинать поиск партнеров-инвесторов следует среди родных и близких. Так поступил и Уоррен Баффет. И это пример для каждого. После того как вы из числа родственников и друзей привлекли всех, кого только было можно, следует обратиться к состоятельным знакомым и даже к незнакомым людям. Уоррен в прежние времена проводил у себя инвестиционные встречи. Его жена Сюзи варила большую кастрюлю куриного супа, и все желающие приходили послушать молодого инвестиционного гения, который излагал мудрые идеи Бенджамина Грэма.

Покрутившись в инвестиционном бизнесе несколько лет, Уоррен, чтобы собрать побольше денег, стал привлекать в товарищества потенциальных инвесторов. Обязательно помните, что товарищество должно насчитывать не более ста партнеров. Поэтому приглашайте в младшие партнеры самых богатых инвесторов вашего города. И тут вам могут помочь посредники. Ваш врач, например.

Уоррен известен тем, что устраивал вечеринки для друзей своего Ерача. Жареная курица, несколько бокалов пива, парочка грэмовских мудрых мыслей — и гости начинали доставать чековые книжки. Некоторые из этих первых партнеров Уоррена теперь имеют состоя-

ние свыше 100 миллионов долларов. Лоренс Тиш, например, стал партнером Уоррена и заработал немалые деньги, когда узнал об Уоррене от Говарда Ньюмана. А тот сам был партнером Грэма по товариществу «Graham-Newman».

Спустя некоторая время инвестиционная среда изменилась: рынок изменился. Уоррен, который всегда ориентировался на низкие цены, заявил своим партнерам, что котировки акций слишком высоки. И вместо того чтобы применить какую-то новую, неопробованную стратегию, он решил просто закрыть товарищество. Еще через несколько лет фондовый рынок со свойственным ему маниакально-депрессивным непостоянством не просто постепенно пошел на спад, а вошел в пике. Оставшись с кучей наличных, Уоррен вдруг увидел, что его любимые компании продаются за малую толику своей действительной стоимости, и начал покупать.

В те дни, когда подоходный налог доходил до 50% и выше, корпоративные инвесторы имели значительные налоговые преимущества перед частными инвесторами. Поэтому Уоррен решил обзавестись собственной корпорацией. Но тут есть один важный нюанс: вы должны были владеть не более чем 49% акций корпорации. В противном случае налоговое управление будет считать ее вашей личной холдинговой компанией и обложит вас налогом по ставке индивидуального подоходного налога, т. е. 50% и выше на то время. (Эта проблема личных холдинговых компаний существует и поныне. Так что остерегайтесь ошибки!)

Поэтому Уоррен и купил только 48% процентов акций текстильной компании «Berkshire Hathaway». Он



выбрал ее, руководствуясь методикой Грэма, т. е. дешевиной. Но, как оказалось, не всегда то, что дешево, хорошо. Да, текстильный бизнес когда-то процветал, но он давно уже превратился в бизнес сырьевого типа. И компания «Berkshire» оказалась в этих условиях неконкурентоспособной и должна была в скором времени разориться. Поняв это, Уоррен сделал самую умную вещь, какую только мог сделать: используя оборотный капитал «Berkshire», т. е. деньги, предназначавшиеся для покупки новых ткацких станков, он начал покупать страховые компании.

Почему именно страховые компании? Не потому, что они сами по себе были выгодны с инвестиционной точки зрения. Уоррена привлекала в них их экономическая подоплека. Например, когда вы страхуете свою машину, дом, жизнь и т. п., то ваши взносы зачисляются в резервный фонд. Если вы разобьете машину, или сгорит ваш дом, если погибнете вы сами или кто-то из близких вам людей, которые застрахованы, то вы или ваша жена предъявите свои требования к страховой компании. Она и выплатит вам деньги из этого резервного фонда. Но, скажем так, страховой случай может наступить через многие годы или не наступить вовсе, и все это время страховая компания пользуется вашими деньгами. Именно эти резервные фонды и привлекли пристальное внимание Уоррена Баффета.

Страховая компания зарабатывает дополнительные прибыли, инвестируя средства из резервного фонда. А в чем силен Уоррен? Именно в инвестициях. В 1996 г. страховое подразделение «Berkshire» имело резервный фонд в размере 6,7 миллиарда долларов. Это значит, что в 1996 г. оно могло распоряжаться 6,7 миллиарда сво-

бодных денег, чужих денег. Они, конечно, однажды потребуются для выплаты страховок, но до поры до времени Уоррен волен инвестировать их.

Ключ к тому, чтобы заработать миллиард долларов с помощью инвестиций, — это иметь среднюю годовую накапливаемую рентабельность инвестиций не ниже 23%. Начните с инвестиционного товарищества, найдите инвесторов, а потом, когда заработаете достаточно денег, купите себе 49% страховой компании. (Но учтите, кто-то из ваших друзей должен купить еще 2% этой страховой компании. Тогда будете иметь контрольный пакет и сможете управлять советом директоров, который, в свою очередь, управляет компанией.)

Легко сказать? Для Уоррена Баффета сделать это оказалось легко. И если вы будете смотреть на инвестиции с точки зрения бизнеса, то и у вас все получится.

## ПЯТЬДЕСЯТ ЧЕТЫРЕ КОМПАНИИ, НА КОТОРЫЕ СТОИТ ОБРАТИТЬ ВНИМАНИЕ\*

На фондовом рынке крутятся акции буквально тысяч компаний, и изучить их все в поиске превосходного бизнеса — дело неподъемное. Чтобы сэкономить вам массу времени, предлагаем вашему вниманию список пятидесяти четырех компаний, в которые Уоррен вкладывал деньги в прошлом и которые, как мы думаем, он по-прежнему держит на прицеле. *Для большинства компаний, перечисленных здесь, это будет первым публичным упоминанием об их связи с Уорреном Баффетом.*

Имейте в виду, что бывают дни, когда некоторые из этих компаний пользуются повышенным вниманием со стороны биржи и их акции котируются очень высоко. Но эти дни неизбежно сменяются днями, когда фондовый рынок разочаровывается в этих компаниях и курс их акций падает. Именно второе нас и интересует.

\* Следует учесть: в этой главе, как и в некоторых предыдущих главах книги, информация о корпорациях, монополиях, компаниях, фирмах и их брендах приводится по состоянию на прошлые годы. И за время, которое минуло, могли произойти существенные изменения в их деятельности, в финансовом положении и рейтинге. — Прим. перев.

Каждая компания в нашем перечне именуется либо потребительской монополией, либо «платным мостом». Напомню, что потребительская монополия — это преуспевающая компания, которая имеет известный, раскрученный бренд. Такой как «Coca-Cola». Что же касается «платного моста», то это преуспевающая компания, оказывающая услуги, которыми другие компании *вынуждены* пользоваться, если они хотят остаться в бизнесе. Пример тому — рекламное агентство. Правда, часто между этими двумя понятиями трудно провести четкую разграничительную линию.

«ADVO INC.»

«Платный мост»

«Advo Inc.» является известной в Америке компанией, занимающейся прямым почтовым маркетингом. Вам наверняка знакома «макулатурная» почта, которую изо дня в день бросают в ваш почтовый ящик в надежде уговорить вас купить что-нибудь. Возможно, часть этой почты прислала вам компания «Advo». Если вы хотите протолкнуть свою продукцию на массовый рынок, то вам, возможно, не обойтись без услуг этой компании. Она даже предвыборные кампании **помогает** проводить.

К подобным компаниям можно относиться как к рекламной фирме. Если предприятие нуждается в общенациональной или, пуше того, в международной рекламной кампании, то число международных рекламных агентств, к которым оно может обратиться, весьма ограничено. А если вы хотите проверить прямой почтовый маркетинг в общенациональном масштабе, то вынуждены будете обратиться к «Advo». Эта компания представ-

ляет собой как бы «платный мост», которым вам волей-неволей приходится пользоваться, когда вы хотите перебраться на противоположный берег. Если вы хотите рекламировать свой продукт по почте, но при этом не желаете платить таким компаниям, как «Advo», то вам придется только построить свой собственный мост.

#### «AMERICAN BRANDS»

##### Потребительская монополия

В собственности этой компании находится «Gallacher Tobacco Limited» — лидер британского табачного рынка. Они выпускают сигареты марки «Venson & Hedges». Свой американский табачный бизнес компания продала в 1984 г., тем самым попрощавшись со злыми нападениями в прессе и потенциальными расходами в связи с судебными исками. Производство сигарет всегда очень рентабельно и, значит, приносит большие прибыли. «American Brands» владеет и некоторыми другими производствами, но именно табачный бизнес приносит основные доходы. Табачное производство компании — это классический пример потребительской монополии.

#### «AMERICAN EXPRESS»

##### «Платный мост»

«American Express» — крупная компания, оказывающая всевозможные финансовые услуги. Но главным ее козырем являются финансовые услуги для путешественников. И в этой сфере она — король. Кредитные карточки, выпускаемые компаний, являются, в сущности, «платным мостом». Человек платит за товары или услуги с помо-

щью карточки «American Express». AMEX берет комиссионные и с продавца, и с покупателя. Она получает ба-рыш при каждой сделке с использованием ее карточек.

В начале 1990-х гг. у AMEX возникли проблемы. С сентября 1991 г. по сентябрь 1994 г. компания потеряла около 2,2 миллиона индивидуальных клиентов, и доля компании на рынке кредитных карточек сократилась с 22,5% в 1990 г. до 16,3% в 1995 г. Отчасти это было связано с попытками AMEX стать универсальной компанией, способной удовлетворить любые финансовые потребности любого человека, чтобы ему не нужно было больше никуда обращаться. Чрезмерная диверсификация направлений деятельности привела к тому, что компания стала меньше внимания уделять своему главному направлению, связанному с кредитными карточками. Всегда следует иметь в виду, что, какой бы распрекрасной компания ни была, страсть менеджмента к диверсификации зачастую заканчивается тем, что изначальный бизнес, который и обеспечил успех компании, оказывается на задворках. В попытках спасти компанию ее новым генеральным директором был назначен Харви Голуб. И Уоррен, поверив в него, начал скупать акции «American Express». Помните: мы вкладываем деньги не только в предприятия, но и в людей, руководящих ими. Танго можно танцевать только вдвоем.

#### «AMERICAN HOME PRODUCTS»

##### Потребительская монополия

Эта фармацевтическая компания является ведущим производителем патентованных лекарств, но ей принадлежат и такие популярные бренды лекарств, продавае-

мых без рецепта, как «Advil», «Anacine», «Lodine» и «Robitussin». Рентабельность собственного капитала компании за последние десять лет не опускалась ниже 30%. Прибыли в расчете на акцию росли в среднем на 7,9%. Если цена подходящая, то такие акции стоит купить, а потом никогда не продавать. Людям свойственно болеть, и я не думаю, что эта ситуация изменится в ближайшем будущем.

#### «AMERICAN SAFETY RAZOR»

Потребительская монополия

Эта компания является главным конкурентом «Gillette». Она производит десятки фирменных продуктов, но основу бизнеса составляют бритвенные лезвия популярных марок. Возраст компании перевалил за сотню лет. Когда-то она принадлежала «Philip Morris», а в 1970-е гг. стала частной компанией. В 1993 г. она снова была преобразована в открытое акционерное общество и сразу стала расширяться за счет мелких конкурентов.

#### «ANHEUSER-BUSCH»

Потребительская монополия

Это, конечно, не «Coca-Cola», но пиво тоже любят очень многие. «Anheuser-Busch» является *крупнейшей в мире* пивоваренной компанией и вторым в Америке производителем хлебобулочных изделий. Это именно то, что Уоррен называет потребительской монополией: люди заказывают не просто пиво, а пиво определенной марки.

#### «BHC COMMUNICATIONS»

Потребительская монополия и «платный мост»

«BHC Communications», владеющая восемью телевизионными станциями, — одна из крупнейших американских телекомпаний по широте охвата аудитории. Ее сигнал принимается в 20% американских домов. В начале 1995 г. компания запустила новый проект — телесеть «United Paramount Network». Если цена подходящая, это была бы хорошая покупка.

#### «BEAR STERNS»

«Платный мост»

«Bear Sterns» — это одновременно инвестиционный банк и брокерская фирма. Она собирает деньги для компаний, нуждающихся в капитале, и берет комиссионные за посредничество при продаже ценных бумаг. Рентабельность собственного капитала в течение пяти из десяти последних лет была на уровне 20% или выше. В остальные пять лет она находилась в пределах от 11,8 до 18%. Особенно интересной для инвестора компанию делает то, что иногда ее акции котируются ниже балансовой стоимости. Поскольку активы компании высоколиквидны (т. е. легко могут быть обращены в наличные), вы, в сущности, покупаете ее активы по цене ниже их себестоимости, а высокие прибыли вам достаются в придачу.

#### «BRISTOL-MYERS SQUIBB COMPANY»

Потребительская монополия

Эта компания продает лекарства и косметику примерно на 11 миллиардов долларов в год. В их числе такие известные бренды, как «Van», «Bufferin» и «Clairol». Рентабель-

ность собственного капитала компании последние десять лет не опускалась ниже 20%, а последние пять лет превышала 30%. Прибыль на акцию росла эти десять лет на 10% ежегодно.

#### «CAMPBELL SOUP»

##### Потребительская монополия

Эти супы известны всем нам с детских лет. Но знаете ли вы, что компания «Campbell Soup» владеет также такими торговыми марками, как «Franco-American», «V8», «Swanson», «Pepperidge Farm», «Vlasic», «Mrs. Paul's», «Prego» и десятками других брендов, которые вполне могут оказаться в вашей тележке, когда вы приходите в супермаркет за продуктами.

#### «CIRCUIT CITY STORES»

##### «Платный мост»

Супермагазины типа «Circuit City» и «Wal-Mart» занимают в отношениях с производителями товаров настолько сильные позиции, что вынуждают тех снижать отпускные цены. Потребительская электроника, в том числе компьютеры, — а именно ими торгует «Circuit City», — превратилась в товар сырьевого типа. Поэтому производители вынуждены конкурировать между собой прежде всего за счет цены. И «Circuit City» в этом смысле имеет более привилегированное положение. Магазины компании могут позволить себе продавать компьютеры по более низким ценам за счет того, что покупает их у производителей в огромных объемах и потому с большими скидками. Рентабельность собственного капитала компании последние десять лет ва-

рьировалась в пределах от 15,4 до 25,4%. А это очень неплохо. Прибыли на акцию последние десять лет росли в среднем на 23% в год. Отличный показатель!

#### «COCA-COLA Co.»

##### Потребительская монополия

Теперь вы эту компанию хорошо знаете! Ее акции по-прежнему стоит покупать — при подходящей цене, конечно. Не упустите момент, когда на Уолл-стрит опять начнется свистопляска с обещаниями грядущего конца света.

Уоррен также имеет долю во многих компаниях, занимающихся розливом напитков «Coca-Cola». В прошлом, когда компания «Coca-Cola» активно расширялась, она продала права на использование своей продукции нескольким компаниям, и сейчас они представляют собой весьма лакомые кусочки для инвесторов. Особое внимание обратите на «Coca-Cola Bottling Company Consolidated», «Coca-Cola Enterprises», «Panamerican Beverages» и «Coca-Cola FEMSA».

#### «COCA-COLA BOTTLING COMPANY CONSOLIDATED»

##### Потребительская монополия

«Coca-Cola Bottling Company Consolidated» разливает напитки компании «Coca-Cola» в одиннадцати штатах.

#### «COCA-COLA ENTERPRISES»

##### Потребительская монополия

Это крупнейший в мире бутилировщик «Coca-Cola». Через эту компанию проходит 55% продукции «Coca-Cola», потребляемой в США. (Кстати, в правлении компании «Coca-Cola Enterprises» ныне заседает мой бывший деверь Говард Баффет.)

«СОСА-COLA FEMSA»

Потребительская монополия

«Coca-Cola FEMSA» является совместным предприятием компаний «Coca-Cola» и FEMSA. Она производит и продает напитки «Coca-Cola» в Мехико и Буэнос-Айресе.

«COX COMMUNICATIONS»

«Платный мост»

Крупный провайдер кабельного телевидения.

«DEAN WITTER, DISCOVER & CO»

«Платный мост»

Это инвестиционный банк, оказывающий также брокерские услуги и выпускающий кредитные карточки. Это, что называют компанией, оказывающей диверсифицированные финансовые услуги. Под управлением банка находятся 67 миллиардов долларов, и в этом смысле он не уступает большинству банков, именуемых финансовыми центрами. Годовая рентабельность капитала компании последние пять лет колебалась в пределах от 15,25 до 17,45%. Годовая прибыль на акцию в течение последних четырех лет росла в среднем на 23% в год. Обратите внимание: эта компания слилась с «Morgan Stanley Group», образовав «Morgan Stanley, Dean Witter, Discover & Co».

«THE WALT DISNEY COMPANY»

Потребительская монополия

Им принадлежит «Mickey Mouse», а с недавних пор еще и «Capital Cities/ABC». Уоррен всегда любил эту компанию и держит ее акции с 1960-х гг. После слияния

диснеевской компании с «Capital Cities» принадлежащий Уоррену пакет акций увеличился. И можно с уверенностью сказать, что он будет и дальше держать эти акции при себе. Акции действительно хороших предприятий Уоррен продавать не любит. Шесть из десяти последних лет годовая рентабельность собственного капитала компании была более 20%, а в остальные четыре года — в пределах от 13,7 до 18,9%. Средний годовой рост прибылей на акцию за последние десять лет — 18,9%.

«FEDERAL HOME LOAN MORTGAGE CORPORATION»

«Платный мост» необычного типа

Как уже говорилось выше, на Уолл-стрит это фантастически успешное предприятие называют «Freddie Mac». Мы уже провели полномасштабный анализ этой компании. Но надо знать, что если банк хочет продать вашу закладную, он обращается к «Freddie Mac». Уоррен владеет большим количеством акций этой компании и наверняка прикупит еще, как только их котировки в достаточной степени снизятся.

«GABELLI EQUITY TRUST»

Именно так: Уоррен владеет небольшой долей «Gabelli Equity Trust», компании, принадлежащей одному из самых известных инвесторов мира Марио Габелли. Этот трест высылает своим акционерам годовой отчет, где перечисляются сделанные им инвестиции. Из этого списка любой инвестор может почерпнуть немало интересных идей. Хотите узнать, куда Габелли вкладывает деньги? Позвоните в компанию и закажите годовой отчет.

«GANNETT CORPORATION»

«Платный мост» типа потребительской монополии

Те, кто работает в этой компании, издают «USA Today» и еще 134 газеты. Мы уже рассказывали о ней. Скажу только, что большое количество акций компании принадлежат Уоррену Баффету.

«GENERAL ELECTRIC»

Монополистический капитал

Изначально GE ставила перед собой задачу электрификации всей планеты. Это сейчас электричество для большинства людей является нормой жизни, но сто лет назад ситуация была совсем иной. И только одна компания в те времена обладала достаточными знаниями и материальными ресурсами, чтобы опутать Землю проводами. Этой компанией была GE. И на этом она разбогатела. Сегодня GE — один из крупнейших и наиболее диверсифицированных промышленных гигантов мирового масштаба. Обладая такой мощью, компания имеет возможность задавать тон в любой игре.

Годовая рентабельность собственного капитала компании в последние десять лет колебалась в пределах от 16,5 до 23%. А прибыли на акцию росли в среднем на 11,6% в год. Это превосходный результат.

«GILLETTE»

Потребительская монополия

Каждое утро примерно половина населения планеты бреет лицо, а вторая половина довольно часто бреет ноги. Какими продуктами большинство из них пользу-

ются при этом? Бритвенными лезвиями «Gillette». Эта компания знает, на чем можно заработать. Последние десять лет годовая рентабельность собственного капитала «Gillette» устойчиво держалась выше 25%, а в отдельные годы превышала 40%. Прибыль на акцию в среднем за десять лет росла на 19% в год.

Уоррен очень любит эту компанию.

«HERSHEY FOODS»

Потребительская монополия

Крупнейший производитель шоколада в Америке. Большинство акций компании находятся в ведении благотворительного фонда, направляющего прибыли в пользу школы для сирот имени Милтона Херши. Милтон Херши, основатель компании, после смерти большую часть накопленного богатства оставил детям, которые и были главными покупателями его продукции и принесли ему это богатство. Для инвестора это означает, что у компании есть один очень крупный акционер — сиротский фонд, обладающий огромным влиянием.

«INTERNATIONAL FLAVORS & FRAGRANCES»

«Платный мост» и потребительская монополия

Эта компания производит и продает ароматические и вкусовые добавки, которые используются при изготовлении духов, косметики, мыла, моющих средств, продуктов питания, прохладительных напитков, молочных продуктов, лекарств, кондитерских изделий и табака. В 1996 г. общая выручка компании составила около 1,5 миллиарда долларов. То, что делают эти люди, играет боль-

шую роль в нашей с вами жизни, и мы порой даже не подозреваем об этом.

Финансовое положение компании — лучше и не придумаешь! Годовая рентабельность собственного капитала последние десять лет устойчиво держалась в районе 16%, а в последнее время стала превышать 20%. Годовая прибыль на акцию последние десять лет росла в среднем на 14% в год.

#### «INTERPUBLIC»

«Платный мост»

«Interpublic» — это международное рекламное агентство. По словам Уоррена, рекламные агентства зарабатывают на том, что помогают расти другим компаниям. Когда производитель хочет протолкнуть свой товар на рынок, ему нужна реклама, и потому он обращается в рекламное агентство. Агентства производят рекламу и размещают ее в средствах массовой информации, получая комиссионные, исчисляемые в процентах от суммы средств, потраченной заказчиком на рекламную кампанию. Рекламные агентства почти всегда защищены от инфляции. Инфляция заставляет рекламодателей платить больше денег за ту же работу, и чем больше тратит рекламодатель, тем больше зарабатывает рекламное агентство.

Рекламные агентства относятся к сфере услуг, поэтому их потребности в капиталовложениях весьма скоромны — ведь им не приходится заменять и обновлять изнашивающееся оборудование и прочие средства производства.

Кроме того, каждый год лишь 4% американских рекламодателей меняют агентства, обслуживающие их. Это означает, что если рекламному агентству удалось привлечь на свою сторону выгодного клиента, в большин-

стве случаев он уже никуда не уйдет. Многие крупные агентства, доминировавшие на рекламном рынке многие годы тому назад, продолжают доминировать и сегодня. Семь из десяти самых крупных агентств сменили уже *четыре или пять поколений менеджмента*.

Финансовые показатели «Interpublic» замечательные. Последние десять лет годовая рентабельность собственного капитала не опускалась ниже 15%, а последние три года превышала 20%. Годовая прибыль на акцию росла последние десять лет в среднем на 13,8% в год.

Обратите внимание на «Interpublic».

#### «KNIGHT-RIDDER»

Потребительская монополия

Это компания, издающая газеты. Ей принадлежат тридцать две ежедневные газеты в пятнадцати штатах. Уоррен любит газеты.

#### «LEUCADIA NATIONAL»

«Платный мост»

Эта страховая компания имеет рентабельность собственного капитала выше средней, и в период с 1985 по 1992 г. она продавалась дешевле балансовой стоимости.

#### «LOEWS CORPORATION»

Потребительская монополия

Эта компания находится под контролем Лоренса Тиша, давнего друга Уоррена. Тиш умеет делать деньги. Ранее корпорации «Loews» принадлежали 23% акций телеком-



пании CBS, но она продала их компании «Westinghouse» за 890 миллионов долларов. Под контролем «Loews» находятся финансовая корпорация CNA, а также «Lorillard», четвертый по величине производитель табачной продукции в США.

---

#### «MIA INC.»

##### «Платный мост»

---

Это страховая компания. Она страхует своевременность выплаты процентов и основного капитала по муниципальным облигациям. Муниципалитеты выпускают облигации, чтобы на вырученные деньги финансировать такие коммунальные объекты, как больницы и аэропорты. Если облигации покрываются страховкой MBIA, по ним можно платить меньший доход, потому что люди все равно их купят, полагая, что покупать застрахованные муниципальные облигации надежнее, чем незастрахованные.

Компания была преобразована в открытое акционерное общество в 1987 г. Последние пять лет годовая рентабельность капитала находилась в пределах от 13 до 15%. Прибыли на акцию в это время росли на 11,7% в год.

---

#### «MCDONALD'S CORP.»

##### Потребительская монополия

---

Если учесть, что за историю своего существования компания продала более 9 миллиардов гамбургеров, их, наверное, попробовали жители многих стран. Я одна съела их, пожалуй, не меньше тысячи! Уоррен любит эту компанию. Она превратила гамбургер в настоящий фирменный продукт, а не просто в булочку с мясом.

В течение последних десяти лет компания имела годовую рентабельность капитала **от 16 до 20%**, а прибыль на акцию росла в среднем на **13,4%** в год.

---

#### «MEDIA GENERAL INC.»

##### «Платный мост» и потребительская монополия

---

«Media General» — крупный издатель газет, а также владеет телевизионными и кабельными сетями. Огромное количество акций этой компании принадлежит группе, возглавляемой инвестиционным гением Марио Габелли.

---

#### «MERCURY GENERAL CORP.»

##### «Платный мост»

---

«Mercury» — это крупнейшее агентство, страхующее автомобили в Калифорнии. А в Калифорнии, если вы не знали, машин очень много. Рентабельность собственного капитала компании превосходная.

---

#### «MERRILL LYNCH & COMPANY, INC.»

##### «Платный мост»

---

Эта компания оказывает самые разнообразные финансовые услуги и имеет разветвленную сеть агентов. Бывает, что ее акции продаются ниже балансовой стоимости. Приглядывайте за ней.

---

#### «MORGAN STANLEY GROUP»

##### «Платный мост»

---

Еще одна диверсифицированная финансовая компания, устойчиво получающая отдачу от акционерного капитала выше средней. Иногда акции этой компании продаются

по цене ниже их балансовой стоимости. Как было сказано выше, компания «Morgan Stanley Group» слилась с компанией «Dean Witter, Discover & Co.», в результате родилась компания «Morgan Stanley, Dean Witter, Discover & Co».

#### «NESTLÉ SA»

##### Потребительская монополия

Это швейцарская холдинговая компания. Ее дочерние фирмы производят и продают напитки, сухие завтраки, порошковое молоко, кулинарные и замороженные продукты, шоколад, корм для домашних животных, лекарства и косметику. «Nestlé» имеет 494 производственных отделения в семидесяти одной стране мира.

#### «NEW YORK TIMES»

##### «Платный мост» и потребительская монополия

Эта компания владеет газетами «New York Times» и «Boston Globe». Ей принадлежат также шесть эфирных телестанций и две радиостанции.

#### «PANAMERICAN BEVERAGES»

##### «Платный мост»

Эта мексиканская компания — крупнейший бутилировщик «Coca-Cola» за пределами США. Ее главными рынками сбыта являются Мексика, Бразилия и Колумбия.

#### «PEPSICO, INC.»

##### Потребительская монополия

Прежде чем Уоррен пристрастился к «Cherry Coca-Cola», выпивая по три-четыре бутылки в день, он был поклонником «Pepsi». Хотя между компаниями, кото-

рые выпускают эти напитки, идет давняя война, мало кто из людей пожалуется, если им вместо «Coca-Cola» подадут «Pepsi» или наоборот. Если акции «Coca-Cola» дороги, попробуйте «Pepsi».

«PepsiCo» — фантастически успешная компания со среднегодовой рентабельностью капитала за последние десять лет на уровне 20% и годовым ростом прибыли на акцию на уровне 16,9%. Кого не можете победить, к тому присоединяйтесь.

#### «PHILIP MORRIS»

##### Необыкновенная потребительская монополия

Компания производит самую популярную в мире марку сигарет «Marlboro». Она также выпускает сотни продуктов питания популярнейших брендов, которые вы каждый день видите в супермаркете.

#### «PREMIER INDUSTRIAL CORPORATION»

##### Десятки «платных мостов»

Эта компания занимается дистрибуцией и производством электронных компонентов, а также противопожарного оборудования. Рентабельность капитала последние восемь лет не опускалась ниже 20%.

#### «PROPERTY CAPITAL TRUST»

##### Ликвидация

Эта компания находится в стадии ликвидации. Она решила продать свои активы и разделить выручку между акционерами. Уоррен в 1993 г. купил акции компании по

4,80 доллара за акцию, рассчитывая через шесть лет получить компенсацию в размере 11,50 доллара на одну акцию, что обеспечит рентабельность инвестиций на уровне 15%.

#### «PROGRESSIVE CORP.»

Потребительская монополия особого рода

«Progressive» — страховая компания, которая специализируется на страховании повышенных рисков. Она занимает свою нишу и не выходит из нее. Благодаря большим страховым взносам годовая рентабельность капитала компании не опускается ниже 20%. Это редкий случай в страховом бизнесе. Годовая прибыль на акцию росла последние десять лет хотя и неравномерно, но достаточно быстро — в среднем на 22% в год.

#### «RALSTON PURINA GROUP»

Потребительская монополия

«Ralston Purina Group» — крупнейший в мире производитель сухого корма для кошек и собак, а также батареек, т. е. вещей, которые быстро кончаются. Годовая рентабельность собственного капитала компании последние пять лет устойчиво превышала 40%.

#### «SEAGRAM CO.»

Потребительская монополия

Если вы заказываете в ресторане бутылку импортного вина, то велики шансы, что это вино было импортировано компанией «Seagram». Компания производит и продает около 225 наименований крепких напитков и около 210 брендов вина и шампанского. Компания так-

же является ведущим производителем фирменных фруктовых соков и владеет фирмой «Tropicana Products». Кроме того, «Seagram» принадлежат 80% акций MCA, компании, которая занимает заметное место в кинематографической и музыкальной индустрии.

#### «SUNTRUST BANKS»

Владелец большого пакета акций «Coca-Cola»

Уоррен очень ценит бумаги «Suntrust», и, мне кажется, именно потому, что этой банковской компании принадлежат акции «Coca-Cola» на несколько миллиардов долларов, которые в балансовой ведомости «Suntrust» отражены по их первоначальной стоимости в 110 миллионов долларов. Достаточно высока и рентабельность капитала компании.

#### «THOMSON CORP.»

«Платный мост»

«Thomson Corp.» занимается издательским бизнесом, который включает в себя газеты. Финансовые показатели этой компании не выглядят особо привлекательными из-за связанного с рецессией уменьшения доходов от рекламы. От этого, кстати, страдают все газетные компании. Достаточно взглянуть на финансовое положение «New York Times».

#### «TIFFANY & CO.»

Потребительская монополия

«Tiffany» — это сеть самых известных ювелирных магазинов. Они работают с большой прибылью, и во времена экономического спада может представиться отличная

возможность для приобретения акций компании. Не упустите ее. Тридцать лет назад компания «Tiffany» была олицетворением высшего класса. Остается такой и поныне.

#### «TIMES MIRROR»

Потребительская монополия и «платный мост»

Это газетная компания, которой принадлежит «Los Angeles Times». Рекламный спад, конечно, вредит ей, но рентабельность собственного капитала остается высокой.

#### «TORCHMARK CORP.»

«Платный мост»

Эта компания оказывает страховые и финансовые услуги. Годовая рентабельность ее собственного капитала устойчиво превышает 19%. Годовая прибыль на акцию последние десять лет росла в среднем на 10,9% в год. Последние пару лет эпизодически появляются возможности для покупки акций компании по весьма привлекательной цене.

#### «UST INC.»

Потребительская монополия

Компания производит бездымный табак и очень хорошо зарабатывает на этом.

#### «WAL-MART STORES»

«Платный мост»

Компания «Wal-Mart» способна одолеть в ценовой войне любого конкурента. Низкие цены привлекают очень многих покупателей. А это означает огромный оборот

и большие деньги. Сколько конкретно? Последние десять лет рентабельность собственного капитала устойчиво держалась выше 20%. Прибыли на акцию росли на 24% в год. Недаром «Wal-Mart» считается крупнейшей в мире компанией розничной торговли.

#### «WARNER-LAMBERT COMPANY»

Потребительская монополия

Эта компания выпускает лекарства, средства гигиены, жевательную резинку и леденцы. Среди принадлежащих ей брендов такие известные, как средства для полоскания рта «Listerine», «Bromo-Seltzer», средства от изжоги «Rolaids», таблетки от кашля «Halls», бритвенные лезвия и станки «Schick» и «Wilkinson Sword». Подразделение жевательной резинки и мятных таблеток и леденцов выпускает продукцию таких марок, как «Dentyne», «Trident», «Freshen-up», «Bubblicious», «Mondo», «Cinna-Burst», «Clorets и Certs»\*. Рентабельность капитала устойчиво превышает 30%, а годовая прибыль на акцию последние десять лет росла на 11% в год.

#### «WASHINGTON POST»

Потребительская монополия и «платный мост»

Газета «Washington Post», журнал «Newsweek», шесть телестанций и пятьдесят три кабельные телесистемы в пятнадцати штатах — все это принадлежит компании, которой уже очень давно владеет Уоррен Баффет.

\* Эта информация приводится по состоянию на 1997 г. Перечисленные бренды в настоящее время принадлежат компании «Cadbury Adams». — Прим. перев.

## «WELLS FARGO»

## «Платный мост»

Уоррен ценит этот банк. Он купил его очень дешево — по 63 доллара за акцию, а потом продал по более чем 250 долларов за акцию. Возможно, он уже никогда не станет дешевым. Но если такая ситуация возникнет, не упустите ее.

47

## В ОЖИДАНИИ ИДЕАЛЬНОЙ ПОДАЧИ

Заработать и потерять деньги на Уолл-стрит **можно** многими путями. Акции некоторых компаний **всегда** котируются очень высоко, но кто-то из избранных **постоянно** лишается милости у биржи. Грэм любил **цитировать** слова Горация: «Многие из павших поднимутся, и Многие из тех, кто сейчас в милости, упадут\*». Большинство людей, **в** том числе профессиональные **инвестиционные** менеджеры, постоянно меняют одну **стратегию** на **другую** и в конце концов теряют ориентиры, позволяя страху **и** жадности стать их проводниками в бурных финансовых морях.

Уоррен обрел свою веру в Грэме. Грэм внушил Уоррену убежденность, позволяющую преодолевать сомнения. А они в периоды падения рынка одолевают даже самых смелых бойцов Уолл-стрит. Идея о **том**, что удача улыбается тем, кто умеет ждать и кто осознает **то**, что делает, может иметь библейскую окраску. Но Уоррен нашел ее в присущей Грэму философии инвестирования исключительно с точки зрения бизнеса. И **Уоррен** держится за эту стратегию со всем упорством мусульманина, стремящегося в Мекку. В те времена, **когда** эта философия кажется неприменимой и, казалось **бы**, не открывает инвестиционных возможностей, **Уоррен** просто

бездействует и ждет. Как это ждет? Да просто — сидит и ждет. И разумеется, ему никогда не приходилось ждать слишком долго, когда рынок откроет для него очередную прекрасную возможность **попрактиковаться** в своей методике инвестирования с **позиции** бизнеса.

Уоррен сравнивает свою стратегию с ожиданием идеальной подачи в игре, где получать и терять очки можно, только отбивая **мяч**. И вот он стоит с **битой** и терпеливо ждет идеальной **подачи**, чтобы только тогда взмахнуть битой и заработать верное очко.

Разумеется, рано или поздно, после тысяч сомнительных подач, после года, а порой и двух лет терпеливого ожидания обязательно появляется потребительская монополия с превосходным менеджментом и очень выгодной ценой. И тут уж Уоррен не промахивается. Очередное очко — для Уоррена и очередной миллиард долларов — для команды «Berkshire Hathaway».

А вы терпеливы? Лично я знаю мало терпеливых людей. К сожалению, большинство из них спешат, мечутся. Деньги жгут им карман, и они хотят поскорее вложить их хоть куда-нибудь. Предположим, вы получили в наследство миллион долларов. Один из первых вопросов, который должен прийти вам в голову, будет таким: как этими деньгами распорядиться? Но если я предложу вам сидеть и ждать, пока не появится что-нибудь хорошее по выгодной цене, вы, возможно, сочтете меня чокнутой. Если вы обратитесь к брокеру, то он наверняка подбросит вам целую кучу идей, потому что если у него их не будет, вы найдете другого брокера — с идеями.

Инвестиционным менеджерам и частным инвесторам трудно сидеть и ждать идеальной подачи. Они, быть может, очень хорошо понимают, как выглядит идеальная

подача, но вы сами знаете, что такое ждать, если вам, например, приходилось сидеть в аэропорту. Очень скоро нетерпение и бездействие дадут о себе знать, мысли начинают блуждать и создавать в вашем воображении образы идеальной подачи. И, не успев разобраться в ситуации, вы забываете о прежнем идеале и увлекаетесь писксом моды.

Если бы люди выбирали супругов так же, как выбирают акции, которые собираются приобрести, то никакой брак не продержался бы и недели. Вы можете себе представить, что вы составили полный перечень достоинств будущей супруги, но дали себе только неделю на поиск подходящей кандидатуры? Не можете? И вы, без сомнения, назвали бы сумасшедшим того, кто предложил бы вам такое. Но именно в инвестиционной игре это случается сплошь и рядом. И вы знаете, что это правда, потому что если я завтра дам вам миллион долларов, то вы сразу же постараетесь его куда-нибудь вложить — купите банковский депозитный сертификат или поспешите к биржевому брокеру, который будет счастлив поделиться с вами своими идеями о том, как вам разбогатеть. Каждый день вы будете читать в «Wall Street Journal», что курс таких-то акций за последние шесть месяцев удвоился, и сожалеть, что в свое время купили не эти акции. Вы знаете только одно — деньги должны работать.

Но человек, который постоянно меняет инвестиционные стратегии, сродни недорослю, который никак не может определиться с будущей профессией. Предположим, вы учитесь на медицинском факультете, чтобы получить профессию врача. Но, отучившись четыре года, вдруг читаете в журнале интересную статью об адвокате, который заработал миллион долларов. И тут же принимаете решение: если адвокаты так много зарабатывают,

то надо стать адвокатом. Вы уходите с медицинского факультета и поступаете на юридический. А еще через год или два, узнав, что финансисты на Уолл-стрит зарабатывают огромные деньги, решаете стать финансистом. Расставшись с юридическим факультетом, вы поступаете на факультет бизнеса. Так может повторяться до бесконечности и окончиться ничем, хотя если бы вы остались на медицинском факультете, то имели бы все перспективы стать прилично зарабатывающим врачом. То же самое применимо и к миру бизнеса. Компания «Ford» не пытается выпускать компьютеры, а IBM не делает попыток заняться автомобилестроением. У каждого свой путь, у каждого свои продукты и каждый потратил годы, чтобы овладеть всеми тонкостями своего бизнеса.

Под контролем компании «Berkshire Hathaway» есть две фирмы, которые расположены в нескольких милях друг от друга. Ими даже управляют семьи, находящиеся в родстве. Одна семья заправляет крупнейшим ювелирным магазином в Соединенных Штатах «Borsheim's», а другая — крупнейшим в стране мебельным магазином «Nebraska Furniture Mart». Ввиду чрезвычайно узкой специализации обоих предприятий они наверняка разорились бы, если бы их руководители вдруг решили поменяться между собой своим бизнесом. Пока они овладевали бы знаниями и навыками, необходимыми для управления новым для каждого из них предприятием, этот обмен очень дорого обошелся бы обеим фирмам и нанес им огромный урон.

Это же относится и к инвестиционным стратегиям. Нужно немало времени, чтобы овладеть всеми тонкостями той или иной техники и научиться отличать действительно благоприятные возможности от мыльных пузырей. Определитесь, кто вы: аналитик, рассчитывающий

оптимальное время для операций, арбитражный игрок, специалист по торговле в течение дня, стратег, ориентирующийся на развивающиеся рынки, поклонник старой грэмовской школы или баффетолог новой школы? Каждая стратегия имеет свои правила, и перескакивать с одной на другую — значит не овладеть ни одной.

Уоррен настолько привержен своей теории ожидания идеальной подачи, что в 1971 г., когда рынок сильно разогрелся, он вообще свернул свой инвестиционный фонд, заявив партнерам-инвесторам, что его стратегия неприменима к такому дорогому рынку. И вместо того чтобы переключиться на другую стратегию, он просто прекратил свою деятельность и вернул инвесторам их деньги.

Очень высокие цены на рынке сохранялись более двух лет, и многие на этом ажиотаже заработали огромные деньги. Но Уоррен Баффет терпеливо ждал. И его день настал. Рынок обрушился вниз, акции тонули, как кирпичи, а на самом дне их поджидал Уоррен, готовый взмахнуть своей финансовой битой и отбить несколько невероятных «свечек». Пожалуй, самой потрясающей его покупкой в тот раз стала «Washington Post».

Короче говоря, всегда надо оставаться при своей стратегии и не отклоняться от нее. Вы должны сохранять хладнокровие, когда все, как Фома неверующий, кричат «пожар!» и покидают корабль. Это означает также, что, когда все вокруг под каждым камнем видят золото, вы должны принимать решения лишь с точки зрения бизнеса, не поддаваясь безумному энтузиазму толпы.

Итак, будьте терпеливы и ждите идеальную подачу, т. е. идеальную возможность для покупки. А она обязательно появится. И помните: самые выгодные подачи появляются тогда, когда на бирже царит пессимизм, а не оптимизм.

## ЭПИЛОГ

Ну вот мы и добрались до конца книги. Надеюсь, мы справились со своей задачей и помогли вам разобраться в сущности баффетологии и овладеть инструментами, без которых баффетологу никак не обойтись.

И напоследок еще один маленький совет. Если вы действительно хотите разобраться в сущности инвестирования с точки зрения бизнеса, вам, вероятно, стоит перечитать эту книгу еще раз, а возможно, и несколько раз. Инвестированию с точки зрения бизнеса научиться не так уж трудно, но определенные усилия приложить все же необходимо. Так обстоит дело с любой стратегией. Но когда вы овладеете ею по-настоящему, награды, ждущие вас, будут высоки.

Удачи вам в ваших инвестиционных начинаниях!

М. Б. и Д. К.

## СОДЕРЖАНИЕ

ВЫРАЖЕНИЕ ПРИЗНАТЕЛЬНОСТИ.....	4
--------------------------------	---

### Часть I

### ОСНОВЫ БАФФЕТОЛОГИИ

1. ПРЕДИСЛОВИЕ.....	9
2. В ЧЕМ СМЫСЛ ЭТОЙ КНИГИ.....	17
3. КОРНИ.....	25
4. ИНВЕСТИРОВАНИЕ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ БИЗНЕСА.....	32
5. ЧТО ТАКОЕ ИНВЕСТИЦИИ КАК БИЗНЕС?.....	35
6. ВЗГЛЯД УОРРЕНА НА ПРИБЫЛИ.....	39
7. ЦЕНА, КОТОРУЮ ВЫ ПЛАТИТЕ, ПРЕДОПРЕДЕЛЯЕТ ВЕЛИЧИНУ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ.....	45
8. КОРПОРАЦИИ, ОБЛИГАЦИИ, АКЦИИ - НЕСКОЛЬКО ПОЛЕЗНЫХ ПОЯСНЕНИЙ.....	54
9. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА.....	68
10. ДВЕ ВЕЩИ, КОТОРЫЕ НУЖНО ЗНАТЬ ОБ ИНВЕСТИРОВАНИИ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ БИЗНЕСА: ЧТО КУПИТЬ — И ПО КАКОЙ ЦЕНЕ.....	82
11. СЕКРЕТНОЕ ОРУЖИЕ УОРРЕНА: МАГИЯ СЛОЖНОГО ПРОЦЕНТА.....	87
12. КАК ОПРЕДЕЛИТЬ, КАКОЙ БИЗНЕС ВАМ НУЖЕН.....	99
13. ТЕОРИЯ РАСТУЩЕЙ ВНУТРЕННЕЙ СТОИМОСТИ.....	105
14. ЗАУРЯДНЫЙ БИЗНЕС.....	112
15. КАК ОПРЕДЕЛИТЬ ПРЕУСПЕВАЮЩИЙ БИЗНЕС: КЛЮЧ К УСПЕХУ УОРРЕНА БАФФЕТА.....	122
16. ДЕВЯТЬ ВОПРОСОВ, ОТВЕТЫ НА КОТОРЫЕ ПОМОГУТ ВАМ ПОНЯТЬ, ЯВЛЯЕТСЯ ЛИ БИЗНЕС ДЕЙСТВИТЕЛЬНО ПРЕУСПЕВАЮЩИМ.....	130
17. ГДЕ ИСКАТЬ ПРЕУСПЕВАЮЩИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	157
18. ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ ПУТИ ПОИСКА КОМПАНИЙ ДЛЯ ИНВЕСТИРОВАНИЯ.....	168
19. ЧТО ВАМ НУЖНО ЗНАТЬ О МЕНЕДЖМЕНТЕ КОМПАНИИ, В КОТОРУЮ ВЫ СОБИРАЕТЕСЬ ВЛОЖИТЬ ДЕНЬГИ.....	181



20. КОГДА СПАД В КОМПАНИИ МОЖЕТ СТАТЬ БЛАГОПРИЯТНОЙ ВОЗМОЖНОСТЬЮ ДЛЯ ИНВЕСТИЦИЙ.....	185
21. КАПРИЗЫ ФОНДОВОГО РЫНКА, ОТКРЫВАЮЩИЕ БЛАГОПРИЯТНЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ ПОКУПКИ АКЦИЙ.....	196
22. ИНФЛЯЦИЯ.....	211
23. ИНФЛЯЦИЯ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКАЯ МОНОПОЛИЯ.....	223
24. НЕСКОЛЬКО СЛОВ О НАЛОГАХ.....	227
25. ВОЗДЕЙСТВИЕ ИНФЛЯЦИИ И НАЛОГОВ НА РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ИНВЕСТИЦИЙ И НЕОБХОДИМОСТЬ 15-ПРОЦЕНТНОЙ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ....	230
26. МИФО ДИВЕРСИФИКАЦИИ И ТЕОРИЯ КОНЦЕНТРИРОВАННОГО ПОРТФЕЛЯ.....	233
27. КОГДА ПРОДАВАТЬ?.....	236
28. РАЗЛИЧНЫЕ ТИПЫ ИНВЕСТИЦИЙ, ПРАКТИКУЕМЫЕ УОРРЕНОМ.....	243

## Часть II УГЛУБЛЕННАЯ БАФФЕТОЛОГИЯ

29. РОЛЬ АНАЛИТИКА В ТОМ, ЧТОБЫ УДОСТОВЕРИТЬСЯ В ПРИБЫЛЬНОСТИ КОМПАНИИ.....	255
30. МАТЕМАТИЧЕСКИЕ ИНСТРУМЕНТЫ.....	258
31. ТЕСТ № 1: ОПРЕДЕЛЕНИЕ ПРЕДСКАЗУЕМОСТИ ПРИБЫЛЕЙ ...	260
32. ТЕСТ № 2: ОПРЕДЕЛЕНИЕ ПЕРВОНАЧАЛЬНОЙ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ.....	264
33. ТЕСТ № 3: ОПРЕДЕЛЕНИЕ ТЕМПОВ РОСТА ПРИБЫЛИ В РАСЧЕТЕ НА АКЦИЮ.....	266
34. ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ В СРАВНЕНИИ СО СТОИМОСТЬЮ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ.....	270
35. ПОЧЕМУ УОРРЕН ОТДАЕТ ПРЕДПОЧТЕНИЕ КОМПАНИЯМ С ВЫСОКОЙ РЕНТАБЕЛЬНОСТЬЮ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА.....	273
36. РАСЧЕТ ОЖИДАЕМОЙ ГОДОВОЙ ДОХОДНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ, ЧАСТЫ.....	285
37. РАСЧЕТ ОЖИДАЕМОЙ ГОДОВОЙ ДОХОДНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ, ЧАСТЫ.....	293

38. АКЦИИ-ОБЛИГАЦИИ С ПОСТОЯННО РАСТУЩИМИ ПРОЦЕНТАМИ ОБЛИГАЦИОННЫХ КУПОНОВ.....	304
39. ПРОГНОЗИРОВАНИЕ СТОИМОСТИ АКЦИЙ ПРИ ПОМОЩИ ГОДОВЫХ ТЕМПОВ РОСТА ПРИБЫЛЕЙ.....	310
40. КАК КОМПАНИЯ, ВЫКУПАЯ АКЦИИ, МОЖЕТ СДЕЛАТЬ СВОИХ АКЦИОНЕРОВ БОГАЧЕ.....	314
41. КАК УЗНАТЬ, ЗА СЧЕТ ЧЕГО УВЕЛИЧИВАЕТСЯ ПРИБЫЛЬ НА АКЦИЮ.....	320
42. КАК ОЦЕНИТЬ СПОСОБНОСТЬ РУКОВОДИТЕЛЕЙ КОМПАНИИ ВЫГОДНО ИСПОЛЬЗОВАТЬ НЕРАСПРЕДЕЛЕННУЮ ПРИБЫЛЬ.....	325
43. КРАТКОСРОЧНЫЕ АРБИТРАЖНЫЕ ОПЕРАЦИИ.....	332
44. ПРАКТИЧЕСКАЯ БАФФЕТОЛОГИЯ В ПРИМЕРАХ.....	341
45. КАК НАЧИНАЛАСЬ ИНВЕСТИЦИОННАЯ КАРЬЕРА УОРРЕНА БАФФЕТА: ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ТОВАРИШЕСТВА.....	373
46. ПЯТЬДЕСЯТ ЧЕТЫРЕ КОМПАНИИ, НА КОТОРЫЕ СТОИТ ОБРАТИТЬ ВНИМАНИЕ.....	384
47. В ОЖИДАНИИ ИДЕАЛЬНОЙ ПОДАЧИ.....	407
ЭПИЛОГ.....	412