

“Для большинства инвесторов, как институциональных, так и частных, оптимальным способом владения ценными бумагами является участие в индексных фондах с минимальными затратами”.

Уоррен Баффет

РУКОВОДСТВО



РАЗУМНОГО ИНВЕСТОРА

*Единственный надежный способ
инвестировать на рынке ценных
бумаг*



ДЖОН БОГЛ

Основатель и бывший глава *Vanguard Mutual Fund Group*

Джон Богл

**Руководство разумного
инвестора. Единственный
надежный способ инвестировать
на рынке ценных бумаг**

«Диалектика-Вильямс»

2007

УДК 336.767
ББК (У)65.262.2

Богл Д. К.

Руководство разумного инвестора. Единственный надежный способ инвестировать на рынке ценных бумаг / Д. К. Богл — «Диалектика-Вильямс», 2007

ISBN 978-0-470-10210-7

На прилавках магазинов вы найдете множество книг, рассказывающих о том, как правильно играть на бирже. Остается в тени лишь один вопрос – а стоит ли вообще играть на бирже? Что теряет и что приобретает активный инвестор, который постоянно обновляет портфель, пытаясь учесть в своей стратегии все рыночные тренды? Автор «Руководства разумного инвестора» избрал принципиально иную стратегию – пассивное инвестирование. Главный принцип пассивного инвестора – покупать акции надежных компаний и держать их как можно дольше. Именно для этого и существует индексный фонд, образованный из акций компаний, включенных в те или иные индексные фонды. Другими словами, пассивный инвестор вкладывает деньги в лучших представителей рынка. Автор книги, Джон Богл, создатель первого в мире индексного фонда, накопил достаточно статистических данных, чтобы убедить читателя в преимуществах именно такого вида инвестирования.

УДК 336.767
ББК (У)65.262.2

ISBN 978-0-470-10210-7

© Богл Д. К., 2007
© Диалектика-Вильямс, 2007

Содержание

Введение	6
От издательства	12
Глава первая. Притча	13
Глава вторая. Рациональное изобилие	16
Глава третья. Свяжите свою судьбу с бизнесом	23
Глава четвертая. Почему большинство инвесторов теряют деньги вместо того, чтобы их зарабатывать	29
Конец ознакомительного фрагмента.	34

Джон Богл
Руководство разумного инвестора.
Единственный надежный способ
инвестировать на рынке ценных бумаг

© Компьютерное изд-во «Диалектика», 2010, перевод, оформление, макетирование
© John C. Bogle, 2007

* * *

Полу А. Самуэльсону, профессору экономики Массачусетского технологического института, нобелевскому лауреату, мудрецу инвестиций.

В 1948 году, будучи студентом Принстонского университета, я познакомился с экономикой по классическому учебнику Пола Самуэльсона. В 1974 году его работы пробудили у меня интерес к рыночному индексированию как инвестиционной стратегии. В 1976 году в своей колонке в *Newsweek* он высоко оценил создание мною первого в мире индексного инвестиционного фонда. В 1993 году он написал предисловие к моей первой книге, а в 1999 тепло встретил вторую. И сейчас, в свои девяносто с лишним лет, он остается для меня учителем, вдохновителем и кумиром.

Введение

Не превращайте выигрышную игру в проигрышную

Успешное инвестирование – это всего-навсего здравый смысл. Но, как говорится, это просто... но трудно. Как подсказывает обычная арифметика и подтверждает история, выигрышная стратегия инвестирования состоит в том, чтобы приобрести акции всех котирующихся на рынке национальных компаний по самой низкой цене. Таким образом вы гарантируете получение почти всей прибыли, которую приносят эти компании, будь то доходы в виде дивидендов или в виде роста стоимости акций.

Лучший способ реализации этой стратегии тоже несложен: инвестируйте в фонд, который имеет именно такой портфель акций, и никогда из него не выходите. Такой фонд называется индексным фондом. Чтобы было понятнее, объясню: индексный фонд – это просто корзина (портфель), в которой лежит очень много яиц (акций); корзина эта создана для того, чтобы имитировать общую производительность любого финансового сектора или рыночной отрасли¹. В портфеле классического индексного фонда, по определению, представлены акции всего фондового рынка, а не несколько специально отобранных яиц. Такие фонды устраняют риск, связанный с каждой отдельной компанией, риск, связанный с секторами рынка, и риск предпочтений управляющего фондом, – при этом остается только общий риск фондового рынка (который сам по себе достаточно высок, не обольщайтесь). Индексные фонды компенсируют отсутствие повседневного азарта биржевого игрока поистине волнующей долгосрочной продуктивностью.

Индексные фонды устраняют риск, связанный с отдельными акциями, риск, связанный с рыночными отраслями, и риск, связанный с предпочтениями управляющего фондом. Остается только риск фондового рынка.

Это не просто книга об индексных фондах. Эта книга написана для того, чтобы изменить ваше представление об инвестировании. Потому что разобравшись, как на самом деле работают финансовые рынки, вы увидите, что только инвестирование в индексный фонд гарантирует вам достойную долю той прибыли, которую приносит бизнес. Благодаря магии сложных процентов ваше постоянно растущее богатство с годами будет приносить прибыль, которую безо всякой натяжки можно назвать фантастической.

Сейчас я веду речь о классическом индексном фонде – широко диверсифицированном, в портфеле которого собраны все (или почти все) акции фондового рынка США (объем которого достигает 15 млрд. долл.), работающем с минимальными затратами и не выплачивающем комиссионных консультантам, с низкой оборачиваемостью портфеля и очень высокой налоговой эффективностью. Такой индексный фонд попросту владеет корпоративной Америкой, покупая акции каждой компании на фондовом рынке пропорционально объему рыночной капитализации и затем владея ими в течение максимально длительного срока.

И не стоит недооценивать силу сложных процентов, начисляемых на прибыль наших компаний. За прошедшее столетие корпорации США создавали прибыль на свой капитал в объеме 9,5 % годовых. Рассчитаем сложные проценты и получим: через десять лет один вложенный доллар превратился в 2,48, через двадцать лет – в 6,14, через тридцать лет – в 15,22 долл.;

¹ Помните, что индексный фонд может состоять из некоей группы компаний, или из всего фондового рынка, или даже из довольно экзотического набора акций, например товарно-сырьевых компаний или рынка недвижимости. Сегодня при желании вы можете вложить свои деньги в индексные фонды с поистине широчайшим уровнем диверсификации – как по всем США, так и в масштабах глобальной экономики. – *Здесь и далее примеч. авт., если не указано иное.*

через сорок – в 37,72 долл., через пятьдесят – в 93,48 долл.² Сложные проценты действительно напоминают магию, но в них нет ничего сверхъестественного. Можно сказать, что благодаря росту продуктивности, изобретательности и инновациям корпораций США капитализм создает богатство – и это неизменно *выигрышная игра* для инвесторов – владельцев акций компаний. *Инвестируя в акции, невозможно проиграть.*

Прибыль, создаваемая бизнесом, в конечном счете трансформируется в прибыль фондового рынка. Не представляю, какую долю этой прибыли вы заработали в прошлом. Но академические исследования предполагают, что, если вы средний инвестор в индивидуальные акции, ваш доход ниже дохода фондового рынка примерно на 2,5 % в год. Применяв эту информацию к доходу в 12 % годовых, которые за последние 25 лет обеспечивали компании, входящие в индекс Standard & Poor's 500 (S&P 500), можно предположить, что ваша прибыль составила ниже 10 % годовых. Результат: свою долю пирога фондового рынка, каким бы он ни был, вы получили меньше чем 80 %. Мало того, – как вы узнаете из главы 5, если вы типичный средний инвестор, ваш доход еще ниже!

Если вы не верите, что именно это и происходит с подавляющим большинством индивидуальных инвесторов, подумайте о незыблемых правилах самой обычной арифметики. Именно на этих правилах основывается игра. Все мы, инвесторы, получаем прибыль фондового рынка, которая распределяется среди всех нас. Если один получил прибыль больше, другой получит ее меньше, причем у второго она будет меньше ровно на столько, на сколько больше у первого. *Без учета затрат на инвестирование вы проигрываете столько, сколько выиграет фондовый рынок, и наоборот.* Это так называемая игра с нулевой суммой.

Однако расходы на игру снижают выигрыш победителей и увеличивают потери для проигравших. Кто же побеждает? Думаю, вы знаете. Побеждают посредники – мужчины и женщины, работающие брокерами, инвестиционными банкирами, инвестиционными менеджерами, маркетологами, юристами, бухгалтерами, словом, все те, кто обслуживает операционную деятельность финансовой системы, – вот они-то по-настоящему выигрывают в игре под названием инвестирование. Крупье, как вы знаете, никогда не бывают в проигрыше. В казино всегда выигрывает заведение, на скачках – ипподром, в “Спортлото” – государство... Инвестирование ничем не отличается. После вычета затрат на инвестирование вы придете к выводу, что попытка выиграть у фондового рынка обречена на неудачу.

Да-да, после того, как вы вычтете из своих доходов издержки на финансовых посредников – комиссионные брокеру, издержки на операции с портфелем, расходы инвестиционного фонда, гонорары инвестиционным менеджерам, скрытые выплаты на рекламу и маркетинг, а также судебные издержки и попечительские гонорары, которые мы выплачиваем день за днем, год за годом, – вы поймете, что вам никогда в жизни не обыграть фондовый рынок. Трудно даже подсчитать, сколько книг написано и лекций прочитано о том, как легко выигрывать, но инвесторы на собственной шкуре знают – бесплатного сыра не бывает. Особенно если учесть расходы на приобретение этих самых книг по инвестированию... Проигрыш еще горше, потери еще значительнее.

Не превращайте выигрышную игру в проигрышную.

Удивительная магия увеличения прибыли за счет сложных процентов, внесшая свой вклад в долгосрочную продуктивность американского бизнеса, неизбежно трансформируется в не менее значительную прибыль фондового рынка. Однако эта кумулятивная (совокупная) прибыль страдает от жестокой тирании накапливаемых (совокупных) издержек инвестиру-

² Эти накопления измерены в номинальных долларах, без учета долгосрочного снижения их покупательной способности, которое составило примерно 3 % в год с начала XX века. Если использовать реальные доллары (с поправкой на инфляцию), прибыль снижается с 9,5 % до 6,5 %. Следовательно, инвестирование одного доллара принесет владельцу соответственно 1,88, 3,52, 6,61, 12,42 и 23,31 долл. за указанные периоды.

ния. Для тех, кто решился участвовать в игре, ставки на достижение приемлемых финансовых результатов безобразно низки. Даже простое участие в игре означает для среднего инвестора потерю значительной части прибыли, создаваемой фондовым рынком в долгосрочном периоде.

Большинство инвесторов на фондовом рынке думают, что смогут избежать издержек инвестирования благодаря тщательной проверке фондов и своим знаниям, а также если будут оперативно покупать и продавать акции, всегда на шаг опережая остальных игроков. Однако на самом деле все не так: если те инвесторы, которые покупают и продают последними, имеют хотя бы призрачный шанс на пристойную прибыль, то те, кто проявляют оперативность и расторопность, заранее обречены на убытки. Согласно результатам одного из исследований, самые активные трейдеры (составляющие примерно пятую часть рынка) обновляют свой портфель больше чем на 21 % в месяц. Когда доходность фондового рынка достигала 17,9 % годовых в период с 1990 по 1996 год, их издержки на инвестирование составляли примерно 6,5 %, оставляя их с прибылью не выше 11,4 % годовых. Выходит, они получали лишь две трети той прибыли, которую давал рынок.

Фондовые инвесторы абсолютно уверены, что им удастся без труда выбрать превосходных менеджеров фонда. В этом они ошибаются.

Инвесторы паевых фондов также заражены идеей собственного всеведения. Они выбирают фонды, ориентируясь на прекрасные показатели деятельности фондовых менеджеров за последние месяцы или даже годы, да еще нанимают консультантов, чтобы те помогли им в выборе. Но у консультантов это получается еще хуже, чем у инвесторов (см. главы 8, 9 и 10). Не слыша погребального звона по своей будущей прибыли, фондовые инвесторы, не колеблясь, платят огромные комиссионные и безумные гонорары, начисляемые фондами, да еще при этом незаметно для себя оплачивают скрытые, но не менее значительные операционные издержки, являющиеся следствием безостановочного обновления портфеля. Фондовые инвесторы уверены, что без труда выберут превосходных инвестиционных менеджеров. В этом они жестоко ошибаются.

Напротив, инвесторы, которые, раз вложив деньги, тут же выходят из игры и никогда не платят понапрасну, резко повышают свои шансы на солидную прибыль. Почему? Да потому что они покупают бизнес, а бизнес в целом приносит значительную прибыль, как за счет роста стоимости акций, так и в виде дивидендов. Да, отдельные компании нередко прогорают. Фирмы, строящие свою деятельность на заведомо неудачной идее, или не имеющие стратегической гибкости, или со слабым менеджментом неизбежно становятся жертвами *созидательного разрушения* – того *естественного отбора*, который характеризует конкурентный капитализм; но исчезают они лишь для того, чтобы освободить место для новых, более успешных³. Но в целом наша жизнеспособная экономика демонстрирует рост бизнеса в долгосрочном периоде.

В этой книге я расскажу вам, почему вы должны прекратить финансировать крупные финансовых рынков, которые неплохо наживаются на вас и на других таких же инвесторах, получая в год сумму порядка 400 млрд. долл. Кроме того, вы узнаете, насколько легко сделать простой шаг – купить весь фондовый рынок. А купив акции, вы должны немедленно покинуть казино и как можно дольше держаться от него подальше. Одним словом, ваша задача – один раз купить портфель, представляющий весь фондовый рынок, и не расставаться с ним никогда. Именно для этого и существуют индексные фонды.

Такая инвестиционная стратегия не только проста и элегантна. Законы математики, на которых она основано, нерушимы. До тех пор, пока мы, инвесторы, будем поддерживать теперешнее абсолютно ненормальное положение вещей на финансовых рынках; до тех пор, пока

³ Формулировка “созидательное разрушение” (*creative destruction*) принадлежит Йозефу Шумпетеру, см. его книгу “Капитализм, социализм и демократия”, написанную в 1942 году.

мы будем наслаждаться азартом (весьма дорого нам обходящимся) купли-продажи акций; до тех пор, пока мы не осознаем, что есть путь получше, – до тех самых пор предлагаемая в этой книге инвестиционная стратегия будет казаться парадоксальной. Но я прошу вас тщательно обдумать бесстрастные факты, которые вы найдете в этой маленькой книжечке. Если вы это сделаете, то тоже захотите присоединиться к инвестиционной революции и начнете вкладывать деньги по-новому, более экономно, более эффективно, даже более честно и, уж конечно, более продуктивно – ведь в первую очередь это соответствует вашим интересам.

Было бы большой самонадеянностью с моей стороны предполагать, что одна маленькая книжка способна разжечь пожар инвестиционной революции. Новые идеи, идущие вразрез с привычными аксиомами нашей жизни, всегда сталкиваются с недоверием, пренебрежением и даже страхом. Однако 230 лет назад такое положение вещей не испугало Томаса Пейна, чей трактат “Здравый смысл” (*Common Sense*), написанный в 1776 году, немало способствовал Американской революции. Вот что пишет, в частности, Томас Пейн.

“Возможно, чувства, которые вы обнаружите на следующих страницах, не в полной мере пока еще приняты обществом, чтобы завоевать его общее одобрение; длительная привычка думать только так, как считается правильным, дает поверхностное ощущение безошибочности такого образа мыслей и вызывает поначалу шумный протест против нарушения традиций. Но шум скоро стихает. Время меняет людей лучше, чем доводы разума.

...На следующих страницах я привожу лишь простые факты, ясные доводы и отстаиваю здравый смысл. Мне нечего заранее доказывать читателю, я хочу лишь, чтобы он освободился от предубеждений и предрассудков и позволил своему разуму и чувству решать самим за себя, чтобы он опирался или по крайней мере не отрекался от своей подлинной человеческой природы и великодушно поднялся в своих взглядах много выше пределов сегодняшнего дня.”⁴

Как известно, убедительные и тщательно подобранные доводы Томаса Пейна одержали победу. Американская революция вызвала к жизни Конституцию США, которая и сегодня определяет обязанности правительства, граждан и общества. Вдохновленный его трудами, я озаглавил свою написанную в 1999 году книгу *Common Sense on Mutual Funds* (“Здравый смысл и паевые фонды”) и просил инвесторов самим освободиться от предрассудков и великодушно устремить их помыслы много выше пределов сегодняшнего дня. В своей новой книге я вновь использую тот же подход.

Если бы я только “мог объяснить истинное положение вещей достаточному количеству людей, и объяснить достаточно основательно, глубоко и всесторонне то можно не сомневаться, что все бы всё поняли... а остальное приложится”.

В книге *Common Sense on Mutual Funds* я также применил к своей идеалистической сущности слова одного из новых журналистов Майкла Келли: “Вечная мечта (идеалиста) состоит в том, что если бы он только мог объяснить всё достаточному количеству людей, и объяснить основательно, глубоко, всесторонне – то можно не сомневаться, что все бы всё поняли и всё само бы собой уладилось”. Эта книга – моя попытка разъяснить финансовую систему тем из вас, кто готов слушать достаточно внимательно, вдумчиво и осмысленно, чтобы всё понять – а всё остальное приложится. Ну, может и не всё, но как минимум ваш личный финансовый успех.

⁴ Цит. по: Пейн Т. *Избранные сочинения* / Под ред. М.П. Баскина. М.: Изд-во АН СССР, 1959. С. 21–64. Пер. с англ. Ф.Ф. Вермель. – *Примеч. ред.*

Кто-то может предположить, что, в качестве создателя как фонда *Vanguard* в 1974 году, так и первого в мире индексного паевого фонда в 1975 году, я преследую собственный интерес, убеждая вас разделить мои взгляды. Именно так и есть! Но не потому, что это принесет мне богатство – я не заработаю на этом ни пенни. А потому, что знаю – все те элементы, на которых много лет назад был построен фонд *Vanguard* – его ценности, структуры и стратегии – обогатят вас.

В первые годы существования индексных фондов мой голос был гласом вопиющего в пустыне. Но потом появились и другие мыслящие и думающие пророки, чьи идеи вдохновляли меня на исполнение своей миссии. Сегодня многие из мудрейших и самых успешных инвесторов горячо поддерживают концепцию индексных фондов, а в академической среде эта поддержка достигает почти ста процентов. Но вам не обязательно верить мне на слово. Послушайте независимых экспертов, у которых нет никаких иных целей, кроме как донести правду об инвестировании. Их высказывания вы найдете в конце каждой главы.

Прислушайтесь, например, к одобрительным высказываниям Пола А. Самуэльсона, нобелевского лауреата и профессора экономики Массачусетского технологического института, которому я посвятил эту книгу. Вот что пишет: “Мы, миллионы вкладчиков, можем под влиянием горячей проповеди Богла за двадцать лет превратиться в объект зависти всех соседей – а мы себе спокойно спим и не чешемся”.

Можно сказать по-другому, используя слова гимна шейкеров⁵: “Это дар быть простым, это дар быть свободным, это дар быть там, где ты должен быть”. Я по-своему переиначил эти слова, приспособив их к инвестированию: *простое* вложение денег в индексный фонд *освобождает* вас почти ото всех лишних трат, связанных с функционированием финансовой системы, а в результате вы получаете *дар* в виде накопленных сбережений в том виде, в каком он и *должен быть*, т. е. без потерь.

Увы, финансовая система не может долгое время оставаться неизменной. Но наступление ледникового периода изменений не означает, что вы должны отказаться от преследования собственных интересов. Вы совершенно не обязаны принимать участие в дорогостоящих безумствах. Если вы избрали выигрышную игру, т. е. приобретаете акции компаний и воздерживаетесь от участия в обреченных на проигрыш игр (т. е. от попыток обыграть рынок), то можете начать с простого задания: используйте здравый смысл, разберитесь в системе, инвестируйте только в соответствии со своими принципами. Такой подход ведет к устранению почти всех лишних трат. Наконец, какие бы доходы наши компании ни создали в грядущие годы (а это зависит от того, как они будут действовать на рынке акций и облигаций), у вас будет гарантия получения справедливой доли. Поняв это, вы обнаружите, что все это не более чем здравый смысл.

Джон С. Богл

Вэлли Фордж, Пенсильвания

5 января 2007 года

Вы можете не верить мне на слово...

Чарльз Т. Мангер, партнер Уоррена Баффета в компании *Berkshire Hathaway*, говорит так: “Вся система финансового менеджмента [сегодня] почему-то требует, чтобы люди притворялись, будто они делают что-то, чего делать не могут, и любили то, что им на самом деле не нравится. Это очень

⁵ Религиозная секта в США. – *Примеч. ред.*

занятно, потому что при расчетах на нетто-основе⁶ бизнес инвестиционного менеджмента в целом абсолютно не добавляет прибыли всей совокупности покупателей. Так уж он устроен. Паевые фонды назначают 2 % комиссионных в год, затем брокеры советуют клиентам переходить из фонда в фонд, взимая за это еще 3-4% годовых. Бедняга средний инвестор получает от профессионалов товар очень низкого качества. Я считаю это омерзительным. Гораздо лучше быть частью системы, повышающей прибыль тех клиентов, которые покупают ее товар”.

Вильям Бернштейн, инвестиционный консультант (и невропатолог) и автор книги “Четыре столпа инвестирования” (William Bernstein, *The Four Pillars of Investment Wisdom*), утверждает: “Очень плохо, что вы вынуждены подвергаться рыночному риску. Только дурак идет на дополнительный риск, отказываясь от диверсификации и складывая все яйца в одну корзину. Избавьтесь от этой проблемы – купите хорошо управляемый индексный фонд, т. е. весь рынок сразу”.

Вот как об этом пишет лондонский *Economist*: “Суть в том, что по большей части фондовые менеджеры предлагают товар, не стоящий уплаченных за него денег. У них за отчетами о превышении рыночных показателей следуют отчеты о недостижении рыночных показателей. В течение долгосрочного периода едва ли хотя бы одному фондовому менеджеру удастся переиграть рыночные индексы. [Фондовые менеджеры] подталкивают инвесторов вместо того, чтобы мудро распределить риски или тщательно выбирать объекты инвестирования, – вкладывать деньги в самые модные сегодня активы, причем часто именно в тот момент, когда те переоценены. И при этом они назначают своим клиентам высокие гонорары – за право терять их деньги... Один из уроков – преимущества инвестирования в индексные фонды... Вы вряд ли найдете фондового менеджера, которому бы раз за разом удавалось переигрывать рынок. Лучше инвестировать в индексный фонд, который обещает среднерыночную доходность, зато при значительно более низких издержках”.

Читатели, которых интересуют источники цитат, приведенных в разделах “Вы можете не верить мне на слово...”, и всех остальных, найдут их на моем сайте www.johnsbogle.com. Я не счел нужным перегружать ценные страницы книги подробной библиографией, так что милости прошу на мой web-сайт. Вы даже не представляете, сколько выдающихся ученых и великих инвесторов, которым не раз удавалось переигрывать рынок, подтверждают и подчеркивают преимущества индексного инвестирования. Пусть их здравый смысл (если вы не доверяете своему) сделает вас всех мудрыми инвесторами.

⁶ Метод расчета прибыли на акцию, при котором учитываются все налоговые обязательства компании, а не только фиксированные. – Примеч. ред.

От издательства

Вы, читатель этой книги, и есть главный ее критик и комментатор. Мы ценим ваше мнение и хотим знать, что было сделано нами правильно, что можно было сделать лучше и что еще вы хотели бы увидеть изданным нами. Нам интересно услышать и любые другие замечания, которые вам хотелось бы высказать в наш адрес.

Мы ждем ваших комментариев и надеемся на них. Вы можете прислать нам бумажное или электронное письмо, либо просто посетить наш Web-сервер и оставить свои замечания там. Одним словом, любым удобным для вас способом дайте нам знать, нравится или нет вам эта книга, а также выскажите свое мнение о том, как сделать наши книги более интересными для вас.

Посылая письмо или сообщение, не забудьте указать название книги и ее авторов, а также ваш обратный адрес. Мы внимательно ознакомимся с вашим мнением и обязательно учтем его при отборе и подготовке к изданию последующих книг. Наши координаты:

E-mail: info@williamspublishing.com

WWW: <http://www.Williamspublishing.com>

Глава первая. Притча

Семья Готроксов

Прежде чем начинать разговор о “индексных фондах” – или, если говорить простым языком, о паевых инвестиционных фондах, покупающих все акции на фондовом рынке США и владеющих ими, – надо разобраться, как работает фондовый рынок. Возможно, вот эта простая притча – мой вариант истории, рассказанной Уорреном Баффетом, председателем правления *Berkshire Hathaway, Inc.*, в годовом отчете компании за 2005 год, – поможет вам понять безумие и неэффективность сложной и запутанной структуры финансового рынка.

Давным-давно жила-была...

...богатая семья – Готроксы. История ее, насчитывающая много поколений, привела к тому, что в нее входили тысячи братьев, сестер, тетя, дядя и двоюродных братьев, и владели они ста процентами всех акций в США. Каждый год Готроксы пожинали плоды инвестирования: с каждым годом прибыли компаний росли и выплачиваемые ими дивиденды также увеличивались⁷. Все члены семьи равномерно богатели, и все было гармонично. Благодаря механизму действия сложных процентов за десятилетия богатство Готроксов многократно приумножилось, потому что они вели выигрышную игру.

Но однажды на горизонте появились сладкоголосые Помощники и убедили нескольких “умных” братьев Готроксов в том, что те могут получать прибыль больше, чем другие родственники. Для этого им нужно было лишь продать одни акции другим родственникам и в обмен купить другие акции. Помощники (они же финансовые посредники) сами произвели необходимые транзакции – и получили соответствующие комиссионные за свои услуги. Таким образом, структура собственности Готроксов была изменена, а собственность перераспределена между родственниками.

Удивительно, но рост благосостояния семьи замедлился. Почему? Семейная доля того большого пирога, который щедрая американская экономика выпекает каждый год – в виде выплаченных дивидендов и реинвестированной в бизнес прибыли, – составлявшая изначально сто процентов, уменьшилась, потому что часть дохода стали забирать Помощники.

Хуже того – если прежде семья платила только налоги на дивиденды, то теперь некоторые ее члены выплачивают дополнительно налоги на прирост капитала, появившийся в результате этой купли-продажи акций, что также уменьшало благосостояние семьи.

Умные братья поняли, что план по купле-продаже акций провалился, и решили, что им нужна профессиональная помощь в выборе акций для инвестирования. Они наняли экспертов по выбору акций – новые Помощники! – чтобы одержать верх над родственниками. Разумеется, эти инвестиционные менеджеры вносили плату за свои услуги. Поэтому когда год спустя семья оценила свое благосостояние, обнаружилось, что оно еще больше уменьшилось.

Более того, инвестиционные менеджеры в стремлении заработать как можно больше стимулируют активную куплю-продажу акций внутри семьи. В результате растут как их комиссионные, так и общая сумма налогов, которые должны выплачивать Готроксы.

“Что же, – рассуждают умные братья, – нам не удалось самим выбрать нужные акции и не удалось найти менеджеров, которые бы сделали это за нас. Что делать?” Несмотря на две уже допущенные ошибки, они решают нанять еще Помощников – самых лучших консультантов по вопросам инвестирования и финансового планирования, которые помогут им выбрать инве-

⁷ Нужно отметить, что каждый год Готроксы также покупали акции компаний, которые впервые были размещены на фондовом рынке.

стиционных менеджеров, которые наверняка выберут нужные акции. Консультанты, разумеется, заверяют, что могут это сделать. “Только оплатите наши услуги, – говорят новые Помощники умным братьям, – и все будет хорошо”.

Доход семьи продолжает падать.

Наконец семья обратила внимание на тревожное положение дел и собралась, чтобы разобраться, как изначально 100 %-ная доля пирога – дивидендов и прибыли – сократилась до 60 %. Самый мудрый член семьи, старый дядюшка, сказал: “Комиссионные всем этим Помощникам и все лишние налоги вы выплачиваете прямо из общего семейного дохода. *Вернитесь на исходные позиции – немедленно. Избавьтесь от всех брокеров, инвестиционных менеджеров, консультантов. И наша семья снова получит 100 %-ную долю пирога, который каждый год выпекает американская экономика*”.

Избавьтесь от всех Помощников. И тогда наша семья снова получит 100 %-ную долю пирога американской экономики.

Остальные члены семьи последовали совету старого дядюшки и вернулись к первоначальной пассивной, но эффективной стратегии – держать в своем владении все акции корпоративной Америки и ничего не предпринимать. Именно это и делает индексный фонд.

...и Готроксы жили долго и счастливо

Добавляя четвертый закон к трем законам динамики, сформулированным Исааком Ньютоном, неподражаемый Уоррен Баффет так формулирует мораль этой истории: *прибыль инвесторов снижается с ростом активности.*

Это утверждение исчерпывающе, и мне остается только добавить, что в этой притче отражен глубокий конфликт интересов тех, кто работает в инвестиционном бизнесе, и тех, кто инвестирует в акции и облигации. Путь к благосостоянию первых заключается в том, что убедить клиентов “*Не сидите, сложя руки. Делайте что-нибудь*”. Но вторые, чтобы увеличить свое благосостояние, должны следовать противоположному правилу: “*Не делайте ничего. Сидите сложя руки*”. Именно таков единственный способ избежать игры, заведомо обреченной на провал, – попытки переиграть рынок. Когда бизнес услуг противоречит интересам клиентов, его реформирование – всего лишь вопрос времени.

Таким образом, мораль истории о семье Готроков такова: залог успешного инвестирования – во владении компаниями и увеличении собственного благосостояния за счет дивидендов и роста капитализации американских – и мировых – компаний. *Чем активнее инвестиционная деятельность, тем больше денег приходится отдавать финансовым посредникам и налоговым службам, тем меньше чистая прибыль, получаемая всеми инвесторами в целом. С другой стороны, чем меньше расходы, которые несут инвесторы в целом, тем больше получаемая ими прибыль. Это элементарно! В этом заключается смысл индексирования*⁸. Этой теме посвящена книга, которую вы держите в руках.

Можете не верить мне на слово...

Прислушайтесь к словам **Джека Р. Мейера**, бывшего президента *Harvard Management Company* и успешного предпринимателя, которому удалось увеличить Гарвардский благотворительный фонд втрое – с 8 млрд. долл. до 27 млрд. В интервью *Business Week* в 2004 году он сказал: “Весь инвестиционный бизнес – это гигантская афера. Большинство людей

⁸ Привязка инвестиционного портфеля к определенному фондовому индексу, т. е. капиталовложение в ценные бумаги, учитываемые в индексе. – *Примеч. ред.*

считают себя способными найти менеджеров, которые будут демонстрировать высочайшую эффективность, но чаще всего они ошибаются. По моим оценкам, 85–90 % менеджеров показывают неудовлетворительные результаты. А поскольку они взимают плату за свои услуги и проведение транзакций, то их деятельность попросту разоряет клиентов”. Когда же его спросили, могут ли частные инвесторы извлечь какие-то уроки из деятельности Гарвардского фонда, Джек Мейер ответил: “Конечно. Во-первых, диверсифицируйте свой портфель, включив в него разнообразные классы активов. Во-вторых, стремитесь к максимальному сокращению расходов. Это значит, что вместо модных, но дорогих фондов лучше инвестировать в малозатратные индексные фонды. Наконец, делайте долгосрочные инвестиции. Все, что нужно инвесторам, по сути, – это чтобы индексные фонды поддерживали их расходы и налоги на низком уровне. *Это несомненно*”.

Об этом же, но с более научной точки зрения, говорит профессор Принстона **Бертон Дж. Мэлкил**, автор книги “Случайные блуждания по Уолл-Стрит” (Burton G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street*): “Индексные фонды стабильно демонстрируют доходность, почти на два процентных пункта превышающую результаты инвестиционных менеджеров.

Опыт показывает, что инвесторы в индексные фонды обычно получают гораздо лучшие результаты, чем клиенты инвестиционных менеджеров, чьи высокие комиссионные за консультации и высокая оборачиваемость портфеля снижают общую доходность инвестированного капитала. Таким образом, индексные фонды⁹ представляют собой удобный способ добиться хорошей рыночной доходности безо всяких усилий и с минимальными затратами”.

⁹ Индексный фонд – взаимный инвестиционный фонд, структура инвестиционного портфеля которого привязана к структуре определенного фондового индекса; цель такого фонда – не получение как можно более высокого дохода, а поддержание доходности на уровне, соответствующем выбранному индексу. – *Примеч. ред.*

Глава вторая. Рациональное изобилие

Бизнес превосходит все рыночные ожидания

Притча о семье Готроксов, рассказанная в главе 1, иллюстрирует основной принцип инвестирования, сформулированный Уорреном Баффетом: “Большинство инвесторов в целом могут заработать не больше, чем зарабатывает в целом их бизнес”. Рассказывая о *Berkshire Hathaway*, открытой акционерной инвестиционной компании, которой он управляет сорок лет, Баффет говорит: “Когда цена на акции некоторое время держится на необычайно высоком или низком уровне, ограниченное число акционеров – покупатели или продавцы – получают единовременные выгоды за счет тех, с кем они совершают сделку. Но со временем совокупный доход, полученный акционерами Berkshire, обязательно должен прийти в соответствие с доходами компании”.

“Со временем совокупный доход, полученный акционерами, обязательно должен прийти в соответствие с доходами компании”.

Как часто инвесторы упускают из виду этот принцип! И это несмотря на то что история, если только мы удосужимся изучить ее, совершенно явственно указывает на связь между доходами, полученными *бизнесом* в долгосрочном периоде (годовым дивидендным доходом и годовым ростом стоимости бизнеса) и совокупным доходом *фондового рынка США*. Вдумайтесь в это. Видите ли вы, что это все просто здравый смысл?

Вам нужны доказательства? Взгляните на рис. 2.1. Средняя совокупная годовая доходность акций в XX веке составила 9,6 %, что практически равно доходности инвестированного капитала в размере 9,5 % – 4,5 % дивидендного дохода и 5 % прироста доходов. Крошечную разницу в 0,1 % дает то, что я называю *спекулятивным доходом*. Его рассматривают и как просто статистическую погрешность, и как свидетельство общего роста стоимости акций, готовности инвесторов платить больше за каждый доллар инвестиции в конце периода по сравнению с его началом.



*Влияние изменения коэффициента цена/прибыль

Рис. 2.1. Инвестиционный и рыночный доход – рост стоимости доллара в период с 1900 по 2005 год

За счет накопления сложных процентов эти доходы на 106 лет увеличились поистине ошеломляющим образом. Каждый доллар, инвестированный в 1900 году, при доходности инвестированного капитала в размере 9,5 %, к концу 2005 году превратился до 15 062 долл.¹⁰ Конечно, мало кому удастся прожить 106 лет, но все равно, когда поколения сменяют друг друга, механизм действия сложных процентов творит настоящие чудеса.

Как показано на рис. 2.1, с течением времени доходность инвестированного капитала переживает взлеты и падения. Особенным сильным был спад во времена Великой депрессии в начале 1930-х годов. Но если посмотреть на график в целом, то видно, что доходность неуклонно растет, а кратковременные спады едва заметны невооруженным глазом.

Доходность фондового рынка иногда резко возрастает (как в конце 1920-х, начале 1970-х и конце 1990-х годов) или снижается (как в середине 1940-х, конце 1970-х и в 2003 годах), но это ненадолго – словно повинувшись силе магнита, она всегда возвращается к среднему значению.

Сосредотачиваясь на краткосрочных колебаниях рынка, мы упускаем из виду общую картину. Мы игнорируем тот факт, что отклонение доходности инвестиций от долгосрочной нормы крайне редко вызвано *экономикой* инвестирования – приростом прибыли и дивидендного дохода корпораций. Подлинная причина краткосрочных колебаний доходности инвестиций связана с *эмоциональным аспектом* инвестирования.

Измерить этот эмоциональный аспект можно при помощи коэффициента цена/прибыль¹¹, показывающего, сколько инвесторы готовы заплатить за каждый доллар прибыли. С укреплением или ослаблением доверия инвесторов соответственно растет и снижается значение коэффициента цена/прибыль¹². Когда балом правит жадность, это значение держится на высоком уровне, когда преобладает надежда, – на среднем. Когда на рынке воцаряется страх, значение коэффициент цена/прибыль приобретает очень низкое значение. Таким образом, краткосрочные колебания экономики инвестирования, которая в долгосрочном периоде движется стабильно вверх, обусловлены прежде всего эмоциональным настроением инвесторов.

“Опасно... применять к будущему индуктивные рассуждения, основанные на прошлом опыте”.

Как видно из рис. 2.1, в то время как цены на акции нередко не соответствуют подлинной стоимости той или иной корпорации, *в долгосрочном периоде побеждает реальность*. Таким образом, несмотря на то, что инвесторы нередко считают прошлое прологом будущего, любая доходность фондового рынка в прошлые годы, включающая спекулятивный доход, представляет собой крайне ненадежное указание на то, чего можно ожидать в будущем. Чтобы понять, почему доходность в прошлом не позволяет предсказывать будущее, достаточно привести слова великого британского экономиста Джона Мейнарда Кейнса, написанные свыше 70 лет назад: “Опасно... применять к будущему индуктивные рассуждения, основанные на прошлом опыте, если невозможно определить четкие причины, по которым прошлый опыт был именно таким”.

Если же мы можем определить причины, по которым прошлый опыт был именно таким, то можно сделать обоснованные предположения относительно будущего. Кейнс помог нам решить эту задачу, отметив, что долгосрочный прогноз курса акций представляет собой

¹⁰ Внесем необходимое уточнение. Если мы рассчитаем доход на 1 долл. (с учетом сложных процентов) не по номинальной доходности в размере 9,5 %, а по реальной (т. е. с учетом инфляции) – в размере 6,5 %, то накопление составит 793 долл. Но даже в этом случае ростом благосостояния почти в 800 раз не стоит пренебрегать.

¹¹ Этот коэффициент называется также P/E (читается “Пэ на Е”) или кратное прибыли. – *Примеч. ред.*

¹² На коэффициент цена/прибыль также оказывает некоторое влияние изменение процентной ставки.

сочетание *предпринимательства* (т. е. прогноз возможного дохода, который могут принести активы компании на протяжении всего периода их эксплуатации) и *догадки* (т. е. прогноза психологии рынка). Мне хорошо известны эти слова, потому что 55 лет назад я использовал их в своей дипломной работе в Принстонском университете, посвященной деятельности паевых фондов (выбор темы дипломной работы оказался пророческим, потому что потом всю жизнь я занимался именно паевыми фондами). Называлась моя работа “Экономическая роль инвестиционной компании”.

Двойственная природа доходности фондового рынка хорошо заметна, если посмотреть на изменения этого показателя в течение десятилетий. На основе идеи Кейнса я делю доходность фондового рынка на две категории: 1) *доходность инвестиций* (предпринимательство), состоящая из первоначального дивидендного дохода и его прироста с течением времени и составляющая, по сути, то, что мы называем внутренней, или реальной, стоимостью; и 2) *спекулятивный доход*, обусловленный влиянием меняющегося значения коэффициента цена/прибыль на курс акций.

Давайте начнем с доходности инвестиций. На рис. 2.2 показана средняя годовая доходность инвестиций в акции за десятилетия, начиная с 1900 года. В первую очередь обратите внимание на значительный вклад дивидендного дохода в общий доход за каждое десятилетие. В рассматриваемом периоде он всегда имел положительное значение, составляя в среднем 4,5 %, и только один раз выходил за пределы диапазона от 3 до 7 %. Затем обратите внимание на вклад прироста доходов в доходность инвестиций, который имел положительное значение во все десятилетия, кроме 1930-х годов – когда экономика США была подорвана Великой депрессией, – и обычно принимал значения в диапазоне от 4 % до 7 %, в среднем составляя 5 % в год. Совокупная доходность инвестиций примечательно стабильна; отрицательное значение она принимала только в однажды (опять-таки в 1930-е годы), в большинстве же случаев находясь в диапазоне от 8 % до 13 % при среднем значении 9,5 %.

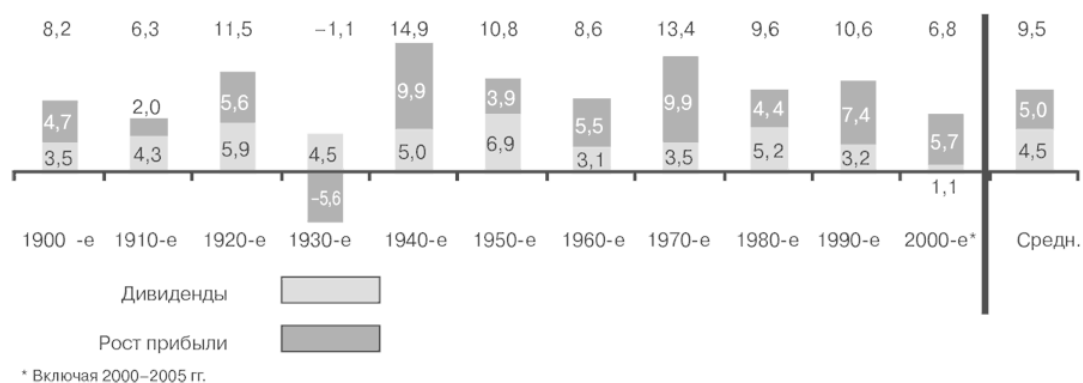
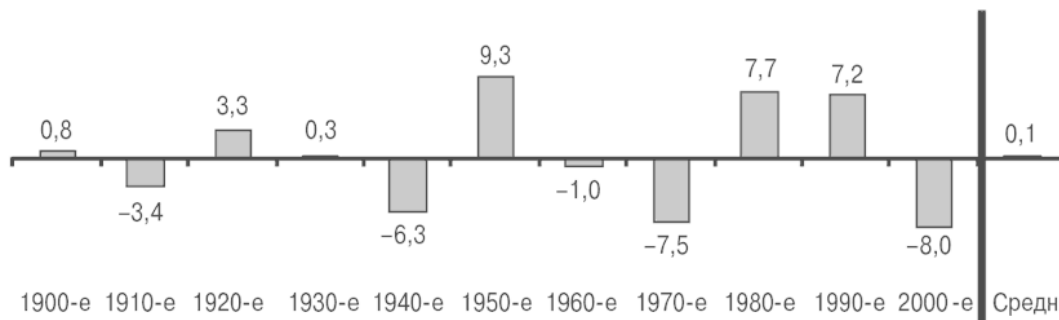


Рис. 2.2. Доходность инвестиций по десятилетиям (процент/год)

Рассмотрим спекулятивный доход. По сравнению с относительно стабильным ростом дивидендов и приростом прибыли в рассматриваемом периоде, спекулятивный доход испытывал огромные колебания по мере того, как менялось значение коэффициента цена/прибыль (рис. 2.3). Увеличение значения коэффициента цена/прибыль на 100 % (с 10 до 20) за десять лет соответствует годовой спекулятивной доходности в размере 7,2 %. Любопытно, что во всех без исключения случаях десятилетие, в котором спекулятивная доходность была отрицательной, сменялось десятилетием, когда она принимала положительное значение – тихие 1910-е и оживленные

1920-е, экономные 1940-е и процветающие 1950-е, унылые 1970-е и преисполненные надежды 1980-е – что свидетельствует о ярко выраженном принципе возвращения к среднему

показателю¹³. Затем в 1980-е и 1990-е годы наблюдается беспрецедентная картина – два десятилетия подряд спекулятивная доходность держится на чрезвычайно высоком уровне.



Пример: в 1980-е гг. коэффициент цена/прибыль вырос с 7,3 до 15,2, т.е. его рост составил 110%, в среднем 7,7% в год.

Рис. 2.3. Спекулятивный доход по десятилетиям (процент/год)

К концу 1999 года коэффициент цена/прибыль вырос невероятно – до 32, создав предпосылку для возвращения к здравому смыслу. Вскоре произошел обвал курса акций на фондовом рынке. В настоящее время значение коэффициента цена/прибыль составляет 18, тогда как в начале XX века оно равнялось 15, а прибыль продолжает расти. В результате средний вклад спекулятивной доходности в годовую доходность инвестиций составляет в долгосрочном периоде всего 0,1 %.

Объединив эти два источника доходности акций, мы получим совокупную доходность, полученную фондовым рынком (рис. 2.4). Несмотря на огромные колебания спекулятивной доходности – вверх и вниз – на протяжении большинства десятилетий, в долгосрочном периоде она практически *не оказывает* влияния на совокупную доходность. Таким образом, средняя годовая совокупная доходность акций в размере 9,6 % приходится на *предпринимательство*, а доля *спекуляций* составляет всего 0,1 % процентного пункта. Мораль очевидна: в долгосрочном периоде доходность акций почти целиком зависит от дохода, полученного всеми нашими корпорациями. Восприятие инвесторов, отражающееся в спекулятивной доходности, не играет значимой роли. Долгосрочная доходность акций определяется экономикой; эмоции, обуславливающие колебания в краткосрочном периоде, сходят на нет.

¹³ Англ. *reversion to the mean*; можно рассматривать как тенденцию доходности акций с течением времени возвращаться к своей долгосрочной норме – периоды примечательно высокой доходности сменяются периодами доходности ниже среднего значения, и наоборот. – Примеч. ред.

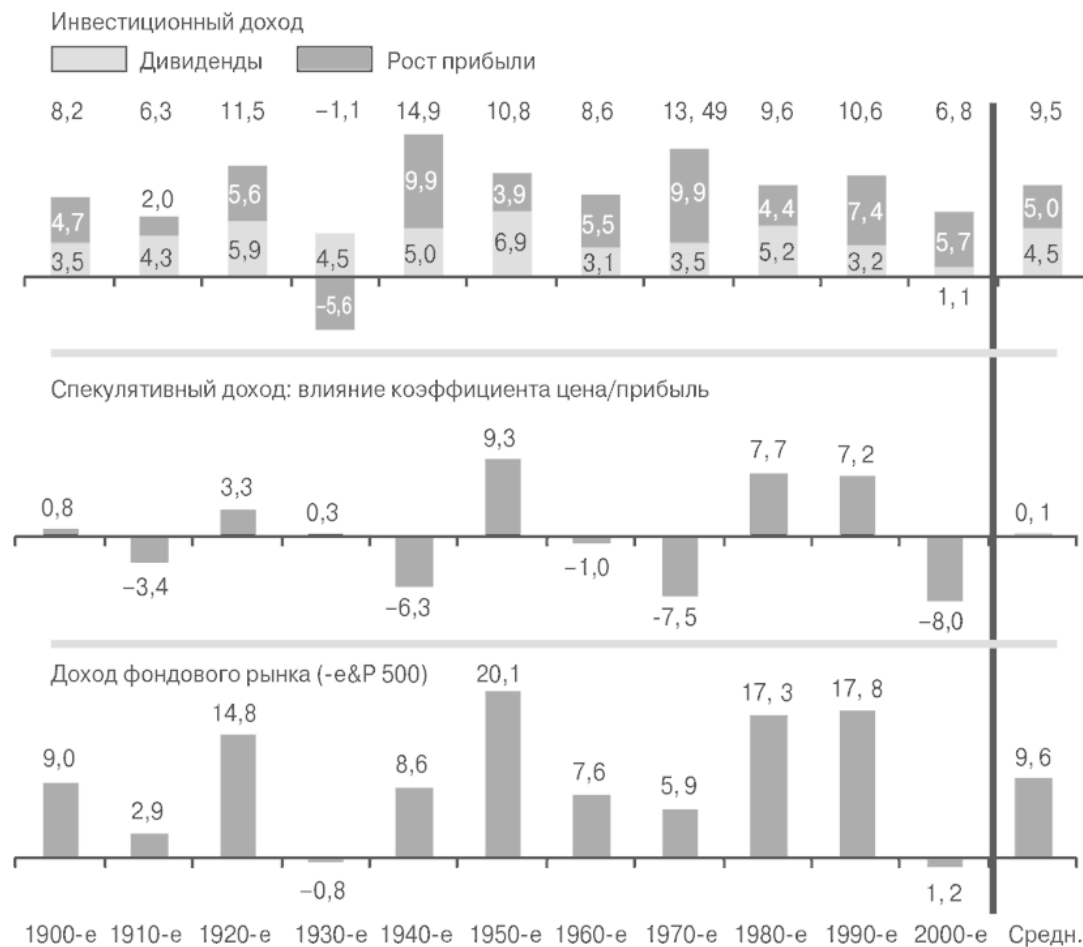


Рис. 2.4. Совокупная доходность акций по десятилетиям (процент/год)

Предсказывать изменения эмоционального настроения инвесторов нельзя, зато можно довольно точно предсказать долгосрочное поведение экономики инвестирования.

Спустя свыше 55 лет в этом бизнесе я не имею никакого представления о том, как предсказывать изменения эмоционального настроения инвесторов¹⁴. С другой стороны, благодаря тому, что арифметика инвестирования предельно проста, я могу достаточно точно предсказать долгосрочное поведение экономики инвестирования. Почему? Просто потому, что это означает спрогнозировать доходность инвестиций – объем дивидендов и рост стоимости американских компаний. Другими словами, в то время как текущий курс акций нередко не соответствует действительности (т. е. подлинной стоимости корпораций), в долгосрочном периоде реальность одерживает верх.

Представьте себе инвестирование как две игры – именно так поступает Роджер Мартин, декан Ротмановской школы менеджмента при Университете Торонто. Вот как он их описывает. Первая игра – это «реальный рынок, где между собой конкурируют гигантские акционерные компании, где реальные компании тратят реальные деньги на производство и продажу реальных товаров и предоставление реальных услуг, и где эти компании, если они ведут грамотную игру, получают реальную прибыль и выплачивают реальные дивиденды. Эта игра также тре-

¹⁴ И я не одинок. Я не знаю никого, кому бы это удалось. Финансовые же исследования, проводившиеся на протяжении 70 лет, свидетельствуют о том, что это не удавалось никому.

бует реальной стратегии, целеустремленности и компетентности, реальной инновационности и дальновидности”.

Вторая игра представляет собой рынок *ожиданий*. Здесь, по словам Роджера Мартина, “цены устанавливаются отнюдь не на основе объективных показателей, таких как рентабельность продаж или прибыль. Иногда в краткосрочном периоде курс акций может резко возрасти, но это связано с ростом ожиданий инвесторов, а вовсе не с продажами или прибылью”.

На фондовом рынке царит хаос.

Я хочу добавить, что рынок ожиданий – это продукт ожиданий не только активных инвесторов, но и активных спекулянтов, которые пытаются предугадать, чего будут ожидать инвесторы и как они отреагируют на новую информацию на фондовом рынке. *Рынок ожиданий – это спекуляции. Реальный рынок – это инвестирование*. Единственный логичный вывод заключается в том, что на фондовом рынке царит хаос, побуждающий инвесторов сосредотачиваться на переменчивых инвестиционных ожиданиях, а не на том, что действительно важно – на постепенном накоплении прибыли американских корпораций.

Мой совет инвесторам: не обращайте внимания на краткосрочные помехи в виде эмоций на финансовом рынке и сосредотачивайтесь на эффективной долгосрочной экономике нашего корпоративного мира. Колебания фондового рынка, длящиеся от нескольких часов до нескольких лет, хорошо описывают слова Шекспира: “это – повесть, рассказанная дураком, где много и шума и страстей, но смысла нет”¹⁵. Залог успешного инвестирования заключается в том, чтобы покинуть рынок ожиданий, где все определяет курс акций, и связать свою судьбу с реальным рынком.

Можете не верить мне на слово...

Давайте вспомним слова **Бенджамин Грэхема**, легендарного инвестора, автора книги *Разумный инвестор*, учителя Уоррена Баффета: “В краткосрочном периоде фондовый рынок – это машина для подсчета голосов... (но) в долгосрочном периоде это весы”. Далее Грэхем использует потрясающую метафору “Г-на Рынка”. “Инвестор, владеющий портфелем акций, должен быть готов к колебаниям их курса и, с одной стороны, не беспокоиться, если он снижается, а с другой – не радоваться, если он повышается.

Представьте, что вы владеете долей некой частной компании, которая обходится вам в тысячу долларов. Один из ваших партнеров, г-н Рынок, чрезвычайно услужлив. Каждый день он сообщает вам, сколько по его мнению стоит ваша доля и предлагает вам либо продать ее, либо купить дополнительную долю. Иногда его слова кажутся разумными с точки зрения перспектив развития бизнеса. С другой стороны, временами г-н Рынок идет на поводу собственного энтузиазма или страха, и тогда предлагаемая им цена просто нелепа.

Если вы разумный инвестор, то позволите ли вы г-ну Рынку с его меняющимся ежедневно мнением решать, как вам оценивать свою долю в компании? Только в том случае, если вы соглашаетесь с ними или хотите заключить с ним сделку. В большинстве случаев вы постараетесь составить собственное мнение о реальной стоимости вашей доли. Настоящий инвестор...

¹⁵ Уильям Шекспир. *Макбет*. Пер. М. Лозинского. – Примеч. ред.

забывает о фондовом рынке и обращает внимание на дивидендную доходность и операционные результаты его компаний”.

Глава третья. Свяжите свою судьбу с бизнесом

Простота залог легкой победы с помощью «бритвы Оккама»

Итак, как связать свою судьбу с бизнесом? Очень просто: купить портфель, содержащий акции всех компаний США, и владеть им. Эта простая концепция гарантирует победу в инвестиционной игре, большинство участников которой обречены на провал.

Пожалуйста, не приравнивайте простоту к глупости. Еще в 1320 году Вильям Оккам сказал, что, когда есть несколько решений проблемы, выбирать нужно самое простое¹⁶. Так бритва Оккама стала главным принципом научного исследования. Самый же простой способ владеть всем корпоративным миром США заключается в том, чтобы владеть портфелем, содержащим все акции фондового рынка.

Бритва Оккама: когда есть несколько решений одной проблемы, выбрать нужно самое простое.

В течение последних 80 лет повсеместно принятый портфель фондового рынка представлен индексом Standard & Poor 500 (S&P 500), созданным в 1926 году и в настоящее время включающим акции пятисот компаний США, имеющих самую большую рыночную капитализацию.¹⁷ На сегодняшний день индекс S&P 500 охватывает свыше 80 % ценных бумаг на Нью-Йоркской фондовой бирже. Преимущества такого индекса, основанного на рыночной капитализации, состоит в том, что он автоматически учитывает изменения курса акций и в результате у инвестора не возникает необходимости покупать или продавать акции из-за колебаний курса.

Учитывая невероятный рост корпоративных пенсионных фондов в период с 1950 по 1990 год, индекс S&P 500 был идеальным критерием для оценки того, насколько успешно руководители корпорации справлялись со своими обязанностями. И сегодня S&P 500 позволяет довольно точно сравнить доходы, которых удалось добиться профессиональным менеджерам пенсионных и паевых инвестиционных фондов.

В 1970 году был разработан еще более полный критерий оценки фондового рынка США, рассчитываемый для примерно пяти тысяч предприятий, т. е. всех компаний, акции которых ежедневно продаются на Нью-Йоркской и других американских фондовых биржах, а также тех предприятий, акции которых торгуются на внебиржевом рынке. Первоначально он назывался Wilshire 5000 (Уилшир-5000), а сейчас известен как Dow Jones Wilshire Total Stock Market Index. Он включает акции 4971 компании, в том числе акции 500 компаний из списка S&P 500. Однако поскольку представленные в нем акции также оцениваются по рыночной капитализации, на акции оставшихся 4471 компании приходится всего 20 %. Тем не менее, этот самый всеобъемлющий из фондовых индексов США представляет собой самый лучший критерий оценки совокупной стоимости акций и соответственно прибыли, полученной всеми инвесторами в американскими акциями.

Эти два индекса схожи по составу. В табл. 3.1 показаны 12 крупнейших компаний и их удельный вес в каждом индексе.

Учитывая сходство двух индексов, неудивительно, что их значения весьма близки. Сотрудники *Center for Research in Security Prices* (Центр исследований цен на ценные бумаги) в Университете Чикаго проанализировали доходность американских акций с 1926 года. Как видно из рис. 3.1, начиная с 1928 года значения двух индексов практически неразличимы.

¹⁶ На самом деле Вильям Оккам выразил эту мысль более элегантно: «Не следует умножать сущности без надобности». Но сути это не меняет.

¹⁷ Изначально индекс S&P включал всего 90 компаний, и их число увеличилось до 500 в 1957 году.

Таблица 3.1. Индексы S&P 500 и Dow Jones Wilshire Total Stock Market Index: сравнение портфелей, июль 2006

<i>S&P 500</i>		<i>Total Stock Market Index</i>	
<i>Рейтинг</i>	<i>Вес, %</i>	<i>Рейтинг</i>	<i>Вес, %</i>
1. Exxon Mobil	3,2	1. Exxon Mobil	2,6
2. General Electric	3,0	2. General Electric	2,4
3. Citigroup	2,1	3. Citigroup	1,7
4. Bank of America	1,9	4. Bank of America	1,5
5. Microsoft	1,8	5. Microsoft	1,5
6. Procter & Gamble	1,6	6. Procter & Gamble	1,3
7. Johnson & Johnson	1,5	7. Johnson & Johnson	1,2
8. Pfizer	1,5	8. Pfizer	1,2
9. American International Group	1,3	9. Altria Group	1,1
10. Altria Group	1,3	10. J.P. Morgan	1,0
11. J.P. Morgan	1,3	11. Chevron	1,0
12. Chevron	1,2	12. American International Group	0,9
Лучшие 12	21,7	Лучшие 12	7,1
Лучшие 25	33,5	Лучшие 25	26,3
Лучшие 100	64,3	Лучшие 100	50,5
Лучшие 500	100,0	Лучшие 500	81,0
Совокупная рыночная капитализация	11,9 трлн. долл.	Совокупная рыночная капитализация	15 трлн. долл.

За весь период средняя годовая доходность по индексу S&P 500 составляла 10,4 %, а по индексу Dow Jones Wilshire Total Stock Market Index – 10,2 %. Такой результат называется зависимым от периода – он определяется тем, когда начинается и заканчивается рассматриваемый срок. Если бы мы начали сравнение в начале 1930 года, а не в 1926 году, доходность по обоим индексам была бы идентична – 9,9 % в год.

При этом в промежуточных периодах наблюдаются отклонения. Индекс S&P 500 был значительно сильнее в 1982–1990 годах, когда годовая доходность по нему превышала доходность по Total Stock Market Index – соответственно 15,6 % и 14,0 %. Но в последние годы (1998–2000) акции с небольшой и средней рыночной капитализацией показали хорошие результаты, и годовая доходность по Total Stock Market Index (3,4 %) превысила доходность S&P 500 (2,4 %). Но поскольку в долгосрочном периоде корреляция доходности по двум индексам составляет 0,98 (где 1 – это полная корреляция), то можно говорить о том, что они практически идентичны.

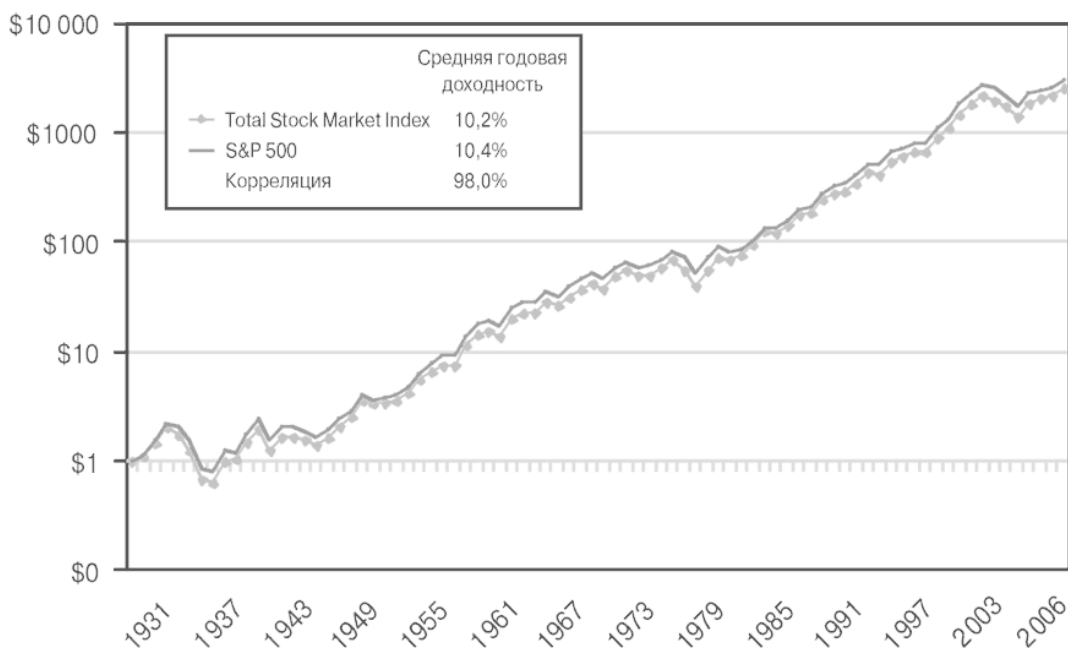


Рис. 3.1. Индексы S&P 500 и Dow Jones Wilshire Total Stock Market Index

Каким бы показателем мы ни пользовались, очевидно, что доходность, которой добиваются акционерные компании, составляющие собственно фондовый рынок, должна быть равна совокупной валовой доходности, которую получили инвесторы все вместе. Так же очевидно и то, что чистая доходность, полученная инвесторами, всегда меньше этой совокупной валовой доходности на сумму расходов на услуги посредников (подробнее об этом мы поговорим в главе 4). Здравый смысл подсказывает очевидное: если *владение* фондовым рынком в долгосрочном периоде гарантирует выигрыш, то *игра* на фондовом рынке обречена на неудачу.

Доходность индексного фонда, охватывающего весь рынок, в долгосрочном периоде всегда превышает доходность, которой добиваются инвесторы в акции тех или иных компаний. Осознав этот факт, то увидите, что индексный фонд выигрывает не только в долгосрочном периоде, но и каждый год, каждый месяц, каждую неделю и даже каждую минуту – потому что независимо от продолжительности рассматриваемого периода разница между валовой доходностью фондового рынка и расходами на услуги посредников равняется чистой доходности, полученной всеми инвесторами как группой. Если данные не подтверждают победу индексного фонда, они ложны.

Если данные не подтверждают победу индексного фонда, они ложны.

В краткосрочном периоде, однако, не всегда кажется, что побеждает S&P 500 (по-прежнему самый распространенный показатель для сравнения паевых инвестиционных фондов и пенсионных планов) или Total Stock Market Index. Объясняется это тем, что подсчитать доходность миллионов участников фондового рынка США – любителей и профессионалов, американских и зарубежных инвесторов – невозможно.

Вместе этого мы рассчитываем доходность каждого паевого инвестиционного фонда в целом, а не его активов. Поскольку есть много фондов с малой или средней капитализацией и обычно весьма скромной базой активов, они оказывают непропорциональное влияние на статистику. Когда же акции с малой и средней капитализацией тормозят рынок, значение Total Stock Market Index, индексные фонды кажутся по-настоящему внушительными.

Тем не менее упражнение на сравнение доходности фондового рынка и доходности обычного акционерного фонда очень показательны и убедительно (рис. 3.2). Если сравнить результаты фондов с высокой капитализацией с доходностью по S&P 500 (индексу с большой капитализацией), преимущество S&P 500 действительно впечатляет.

За 39-летний период, с 1968 по 2006 год, значение S&P 500 находилось в нижнем квартиле только два года (последний раз – в 1979 году). На протяжении 26 из оставшихся 35 лет (в том числе на протяжении 11 из последних 15 лет) индексный фонд превосходил обычный. Его среднее значение за весь период находится на уровне 58-го перцентиля (этот результат на 58 % лучше показателя активно управляемых фондов), что с течением времени приводит, как будет показано в главе 4, к невероятному преимуществу. Трудно представить, чтобы хотя бы один акционерный фонд с большой капитализацией мог похвастаться подобными стабильными результатами.

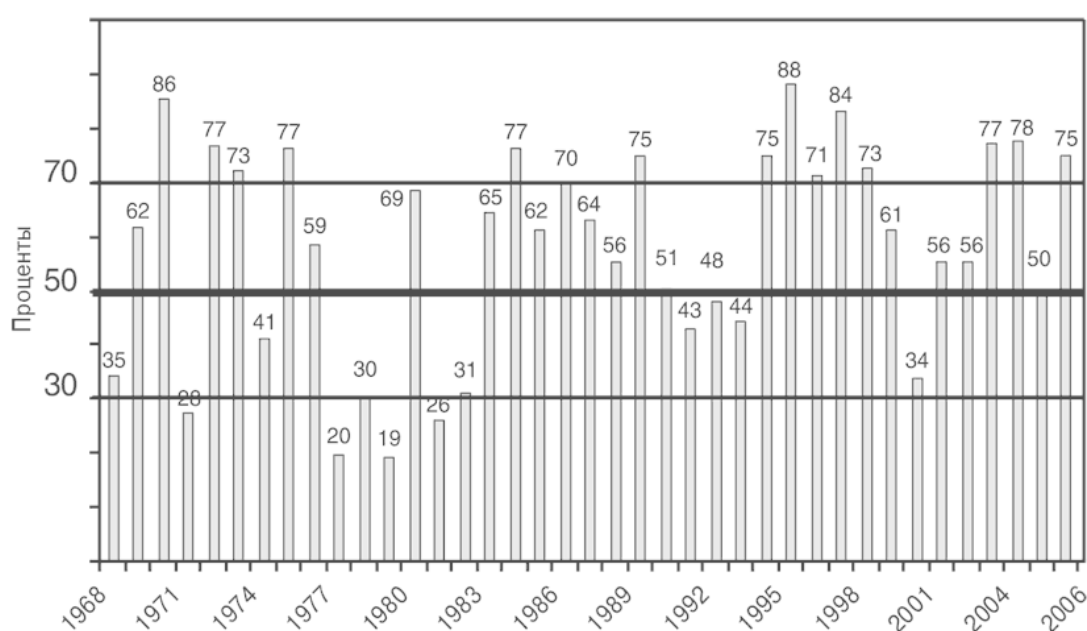


Рис. 3.2. Преимущество S&P 500 по сравнению с фондами с высокой капитализацией

Стабильность результатов крайне важна. Фонд, демонстрирующий хорошие или очень хорошие результаты большую часть времени, в долгосрочном периоде добивается значительно более высокой доходности, нежели фонд, показывающий отличные результаты в одной половине случаев и катастрофические – в другой. Понятно, что рейтинги, составляющиеся по итогам одного года, игнорируют простое арифметическое преимущество этой стабильности. В следующей главе мы рассмотрим влияние этой долгосрочной стабильности в течение последних двадцати пяти лет.

Ежегодные отчеты содержат только данные, которые можно назвать *созданными победителями*, поскольку из них исключены данные по фондам с гораздо более худшими показателями, которые регулярно уходят с рынка. В результате такой неточности данных аналитики склонны недооценивать успешность стратегии привязки к индексам и владения рынком.

Индекс S&P 500 нередко критикуют за то, что в него регулярно включаются акции компаний “новой экономики” наподобие *JDS Uniphase* и *Yahoo!* именно в те моменты, когда их курс достигает пика и вот-вот обвалится. Это-де искажает подлинную картину роста. Несмотря на то что эти упреки справедливы, безупречные результаты этого индекса в долгосрочном периоде не свидетельствуют о наличии серьезной проблемы. Более того, поскольку подъем рынка

наблюдался в начале 2000 года (как показано на рис. 3.2), значение S&P 500 в течение одного года (2000-ного) находилось выше среднего, три года держалось примерно на среднем уровне и три года (в 2003-м, 2004-м и 2006-м) – в высшем квартиле. Мне кажется, подавляющее большинство инвестиционных менеджеров были бы на седьмом небе от счастья, если бы им удалось добиться аналогичных результатов.

Результаты первого индексного паевого инвестиционного фонда: в 1976 году в него было инвестировано 15 тыс. долл.; в 2006 году его стоимость составила 461 771 долл.

Таким образом, в последние годы результаты первого индексного фонда в мире – *Vanguard 500* – только улучшились. Позвольте привести точные данные: 20 сентября 2006 года на ужине в честь 30-й годовщины первичного размещения акций фонда на фондовом рынке советник страховщиков фонда сообщил, что тридцать лет назад он приобрел тысячу акций по 15 долл. за штуку – т. е. совершил инвестицию в размере 15 тыс. долл. На тот вечер стоимость его вложения (включая акции, приобретенные посредством реинвестирования дивидендов фонда) составляла 461 771 долл. Комментарий, как говорится, излишни¹⁸.

Этот результат в долгосрочном периоде подтверждает, что владение американским бизнесом посредством широко диверсифицированного индексного фонда не только логично, но и чрезвычайно продуктивно. Не менее важно и то, что оно согласуется со старым принципом Вильяма Оккама: вместо того, чтобы присоединиться к толпе инвесторов, которые проводят сложные махинации в попытке перехитрить фондовый рынок, выберите самое простое решение – приобретите привязанный к индексному фонду портфель и владейте им.

Можете не верить мне на слово...

Послушайте Дэвида Свенвена, весьма уважаемого чиновника, отвечающего за привлечение инвестиций в Благотворительный фонд Йельского университета: «Ничтожные 4 % нашего фонда производят вполне конкурентную на фондовом рынке чистую, после выплаты налогов, прибыль в 0,6 % (годовых). А 96 % фонда, которые не удовлетворяют требованиям индексного фонда *Vanguard 500* и не могут с ним конкурировать, несут чудовищные, разрушающие прибыль убытки в 4,8 % в год».

Простое решение – индексный фонд – стало основой инвестиционных стратегий многих общенациональных пенсионных фондов, основанных гигантскими корпорациями и государственными учреждениями, как на федеральном, так и на местном уровне. Индексирование – это также доминирующая стратегия для самых крупных из них, в частности, для пенсионного плана чиновников федерального правительства – **Federal Thrift Savings Plan (TSP)**.¹⁹ План оказался чрезвычайно успешным и в настоящее время аккумулировал активов на сумму 173 млрд. долл., обеспечивая пенсиями государственных чиновников и служащих вооруженных сил. Все вклады и доходы имеют отсроченные налоговые платежи, как и корпоративный пенсионный план 401(k).²⁰ (И это условие вряд ли будет когда-нибудь

¹⁸ Ну, разве что один: из 360 акционерных фондов, существовавших тридцать лет назад, осталось на сегодня только 211.

¹⁹ Сберегательный план – пенсионный план для федеральных государственных служащих, позволяющий часть заработной платы до выплаты налогов переводить на специальный сберегательный счет. – *Примеч. ред.*

²⁰ Разновидность сберегательного плана, позволяющий работнику часть зарплаты до уплаты подоходного налога вносить в инвестиционный фонд под управлением работодателя; сумма и доля заработной платы, которая может вноситься в фонд, ограничивается; уплата налогов откладывается до выхода на пенсию или увольнения из данной фирмы; при досрочном изъятии

отменено, ведь даже Администрация президента Дж. Буша решила взять за образец модель TSP в своей Personal Savings Accounts – программе личных сбережений, одной из разновидностей программы социального страхования.)

Индексирование пользуется популярностью и по ту сторону Атлантики. Вот что пишет, например, **Джонатан Дэвис**, ведущий колонки лондонского *Spectator*: “Ничто так не высвечивает пропасть между словами и делами британских финансовых служб, как неспособность отечественных финансистов воспроизвести успех американского индексного фонда Джона Богла. Любой профессионал в Сити знает, что основу любого долгосрочного инвестиционного портфеля должен составлять индексный фонд. С 1976 года индексный фонд *Vanguard* обеспечивает годовой доход с учетом сложных процентов в 12 %, превосходя результаты трех четвертей аналогичных фондов. Но вот уже почти тридцать лет невежество или профессиональный заговор молчания британских финансистов мешают рядовым инвесторам пожинать те плоды, которые в изобилии приносит индексный фонд – этот невоспетый герой инвестиционного мира”.

средств начисляются специальные штрафы; название дано по соответствующему разделу Налогового кодекса США. – *Примеч. ред.*

Глава четвертая. Почему большинство инвесторов теряют деньги вместо того, чтобы их зарабатывать

“Непоколебимые правила простейшей арифметики”

Прежде чем рассматривать индексирование как успешный инвестиционный инструмент, давайте выясним, почему же инвесторам в целом не удается получить ту прибыль, которую создают корпорации за счет роста своих прибылей и доходов и которая в конечном счете находит свое отражение в стоимости их акций. Чтобы понять причины этого, обратимся к простейшей арифметике инвестирования: инвесторы как совокупность всегда получают сформированную рынком прибыль полностью, *но необходимо еще вычесть из нее затраты на инвестирование.*

После вычета стоимости услуг финансовых посредников – всех комиссий за управление средствами и проведение брокерских операций, всех премий инвестиционных компаний, затрат на публикацию объявлений и прочих издержек – прибыль инвесторов в целом, естественно, уменьшается по сравнению с общей выручкой на совокупную сумму этих затрат. Если рынок дает 10 % прибыли, то мы, инвесторы, все вместе получаем валовой доход в размере этих 10 %. (Ага, как же!) Но мы должны оплатить услуги наших финансовых посредников, а в свой карман положим только то, что осталось. (И ведь нам придется заплатить им независимо от того, получили мы прибыль или остались в убытке!)

Итак, существуют два неоспоримых факта: 1) *попытка переиграть рынок до вычета затрат – игра с нулевым исходом*; 2) *попытка переиграть рынок после вычета затрат – определено проигрышный вариант*. Прибыль инвесторов в совокупности неизбежно будет сокращена за счет доходов операторов финансового рынка. Каких же размеров могут достигать подобные затраты? Для частных инвесторов – непосредственных держателей акций – они составляют около 1,5 % в год. Этот показатель меньше (около 1 %) для тех, кто редко совершает операции с ценными бумагами, и намного больше для инвесторов, которые делают это часто (например, 3 % для инвесторов, коэффициент оборачиваемости инвестиционного портфеля которых превышает 200 % в год).

В паевых инвестиционных фондах комиссии за управление средствами и операционные затраты – объединенные под названием “доля затрат” – обычно составляют приблизительно 1,5 % стоимости фондовых активов в год. Прибавьте к этой сумме, скажем, еще 0,5 % комиссий за продажу при условии, что 5 % комиссии за первоначальную продажу распределены на десятилетний период владения ценными бумагами. Если вы планируете владеть акциями пять лет, то комиссия, соответственно, будет вдвое больше – 1 % в год.

Но затем прибавьте к этому еще и дополнительные затраты, которые не сразу бросаются в глаза и поэтому еще более неприятны. Я имею в виду скрытую стоимость оборачиваемости инвестиционного портфеля, достигающую примерно 1 % в год. Средний инвестиционный фонд имеет коэффициент оборачиваемости портфеля примерно 100 % в год. Это означает, что фонд с активами в 5 млрд. долл. ежегодно покупает одни ценные бумаги на сумму 5 млрд. долл., и продает другие на такую же сумму. При таком коэффициенте оборачиваемости брокерские комиссии, разница между ценой покупки и ценой продажи и издержки рыночного влияния составляют значительную часть дополнительных расходов.

Вывод: совокупная стоимость участия в паевом инвестиционном фонде может достигать 3-3,5 % в год²¹. Так что *затраты действительно играют важную роль*. Черный юмор инве-

²¹ Я умолчал об альтернативных издержках, или издержках неиспользованных возможностей, которые несут фондовые

стирования заключается в том, что инвесторы не только не получают того, за что заплатили. Наоборот, мы получаем то, за что *не платим*. Поэтому всё мы получим, только если не заплатим ничего. И это соответствует здравому смыслу.

Все инвесторы в совокупности получают ровным счетом то, за что не платят. Поэтому всё мы получим, только если не заплатим ничего.

Несколько лет назад я перечитывал книгу Луи Д. Брандейса “Чужие деньги” (Louis D. Brandeis, *Other People’s Money*), впервые опубликованную в 1914 году. Мне запомнился отрывок, который замечательно иллюстрирует этот простой урок. Брандейс, позже ставший одним из наиболее влиятельных судей в истории Верховного Суда США, выступал против олигархов, которые в прошлом столетии контролировали инвестиционную и корпоративную Америку.

Брандейс описывал их взаимосвязанные интересы и своекорыстное финансовое управление как “безнаказанное пренебрежение законами человеческими и Божьими, одержимость иллюзией, будто два плюс два равно пяти”. Он предсказал (как оказалось, безошибочно), что повсеместная спекуляция того времени потерпит крах, “*нав жертвой непоколебимых правил простой арифметики*”. Брандейс цитировал, как мне кажется, Софокла: “Помни, о незнакомце, арифметика – первейшая из наук и мать безопасности”.

Его слова поразили меня, точно молния. Почему? Потому что непоколебимые правила арифметики инвестирования настолько очевидны! (Мои критики однажды сказали, что единственное мое достижение – “поразительный дар распознавать очевидное”). Забавно, но большинству инвесторов, кажется, сложно разглядеть простейшие вещи, то, что лежит прямо у них перед глазами. Или, что даже вероятнее, они отказываются осознать реальность, если она противоречит их укоренившимся мнениям, предрассудкам, самонадеянности и абсолютной вере в неизменность привычных им механизмов функционирования финансовых рынков.

Более того, вряд ли наши финансовые посредники заинтересованы в донесении очевидных истин до своих клиентов-инвесторов. Действительно, личные интересы воротил финансового рынка почти заставляют их игнорировать эти непоколебимые правила. Как сказал Эптон Синклер: “Поразительно, как человек сопротивляется пониманию, если прежде дорого заплатил за непонимание”.

Поразительно, как человек сопротивляется пониманию, если прежде дорого заплатил за непонимание.

Наша система финансового посредничества создала огромные состояния для людей, управляющих чужими средствами. И их личная заинтересованность вряд ли скоро исчезнет или изменится. Но как инвестор вы должны заботиться о своих собственных интересах. Разумный инвестор может преуспеть, только если осознает очевидные факты инвестирования.

Итак, затраты на услуги финансовых посредников довольно значительны. Высокая стоимость участия в паевых инвестиционных фондах сыграла решающую роль в объяснении того, почему менеджеры, управляющие фондами, так долго и упорно занижали выручку от операций с ценными бумагами. Задумайтесь, разве могло быть иначе? В общем и целом, все они умные, образованные, опытные, высококвалифицированные и честные люди. *Но между ними существует конкуренция*. Когда один покупает акции, другой продает их. Для участников взаимных фондов не существует чистой прибыли как таковой. В действительности они несут убытки в размере затрат на заключение сделок, выплачиваемых тем Помощникам, от которых нас предостерегал Уоррен Баффет в главе 1.

инвесторы. Большинство паевых инвестиционных фондов держат около 5 % средств в наличном резерве. Если доходность акций составит 10 %, а этих резервов – 4 %, то для инвестора это будет означать дополнительные 0,3 % ежегодных затрат (5 %, умноженные на 6 % разницы в доходности).

Инвесторы уделяют неоправданно мало внимания затратам на инвестирование. Особенно легко недооценить их значение из-за трех факторов: 1) множество затрат скрыты (расходы на операции с инвестиционным портфелем, ускользающие от внимания авансовые выплаты, налоги на полученную прибыль); 2) высокая прибыльность участия в инвестиционных фондах во время подъемов на фондовом рынке (в 1980-х и 1990-х годах, когда доходность фондового рынка достигала 17,5 % годовых, средний фонд предлагал вкладчикам непомерную – и при этом совершенно неадекватную – прибыль в размере 15 %); и особенно 3) сосредоточение инвесторов на быстром доходе и упущение из виду разорительного влияния операционных затрат в долгосрочном периоде.

Приведем пример. Предположим, что общая доходность фондового рынка составляет 8 % годовых в течение пятидесяти лет. Да, это долго, но инвестиционный период сейчас еще больше – 65 и даже 70 лет для человека, который начал работать в возрасте 22 лет, сразу же занялся инвестированием и работает, скажем, до 65-летнего возраста. Затем он продолжает инвестировать еще в течение приблизительно двадцати или более лет. Допустим, что стоимость участия в среднестатистическом инвестиционном фонде составляет минимум 2,5 % в год. В результате *чистая* годовая прибыль составит всего лишь 5,5 %.

Исходя из данных условий, подсчитаем доход от инвестирования 10 тыс. долл. за 50-летний период (рис. 4.1). Прибыль от вложений на фондовом рынке составит 469 тыс. долл. – замечательная иллюстрация действия системы сложных процентов в длительном инвестиционном периоде. В начале периода график показывает прибыль в размере 5,5 % годовых, что не особенно отличается от ситуации на фондовом рынке в целом. Но постепенно эти две кривые начинают расходиться, и в итоге разница между ними огромна. В конце продолжительного периода прибыль, накопленная фондом, составит лишь 145 400 долл., что отличается от прибыльности самого рынка на впечатляющую сумму в 323 600 долл.

10 тыс. долл. вложений дают прибыль в размере 469 тыс.... или 145 400 долл. Куда же подевались еще 323 600 долл.?

В инвестиционной сфере время не лечит раны. Оно только ухудшает положение дел. *Когда речь идет о прибыли, время на вашей стороне. Но если дело касается затрат, оно – ваш враг.* Представьте, насколько доходность инвестирования 10 тыс. долл. снижается с каждым годом (рис. 4.2). К концу первого года ценность вашего капиталовложения снизится примерно на 2 % (сравните 10 550 и 10 800 долл.). Через десять лет исчезнет 21 % (17 100 вместо 21 600 долл.). Через тридцать лет – уже 50 % (49 800 вместо 100 600 долл.). А к концу инвестиционного периода затраты поглотят примерно 70 % потенциального накопленного дохода от простого владения портфелем ценных бумаг.

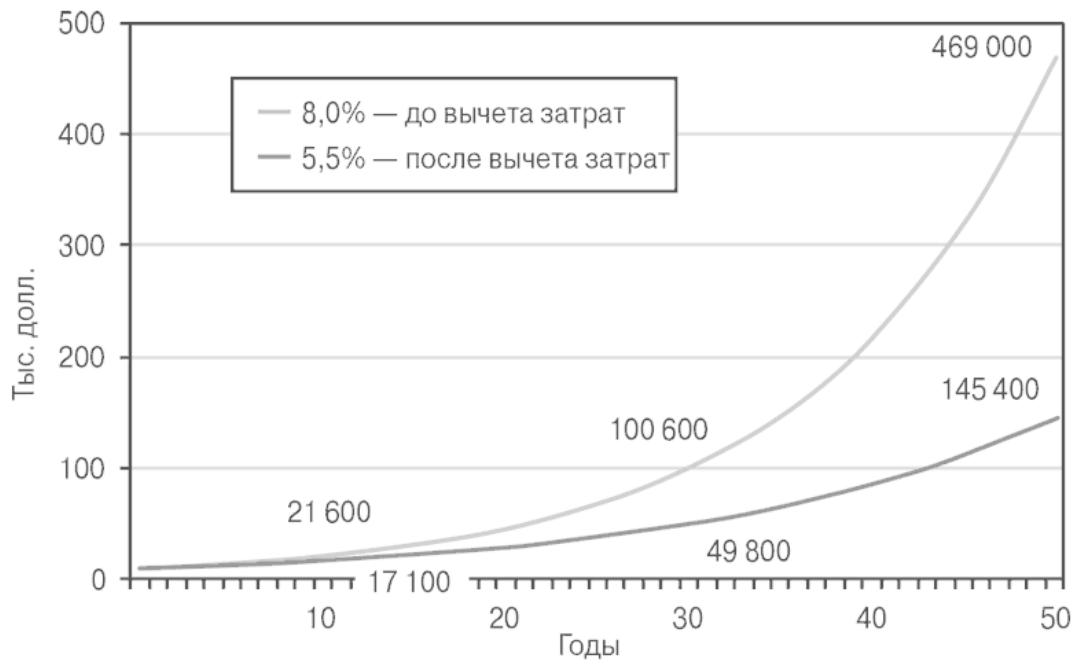


Рис. 4.1. Магия сложных процентов, тирания сложных затрат: прибыль на 10 тыс. долл. вложений за пятьдесят лет

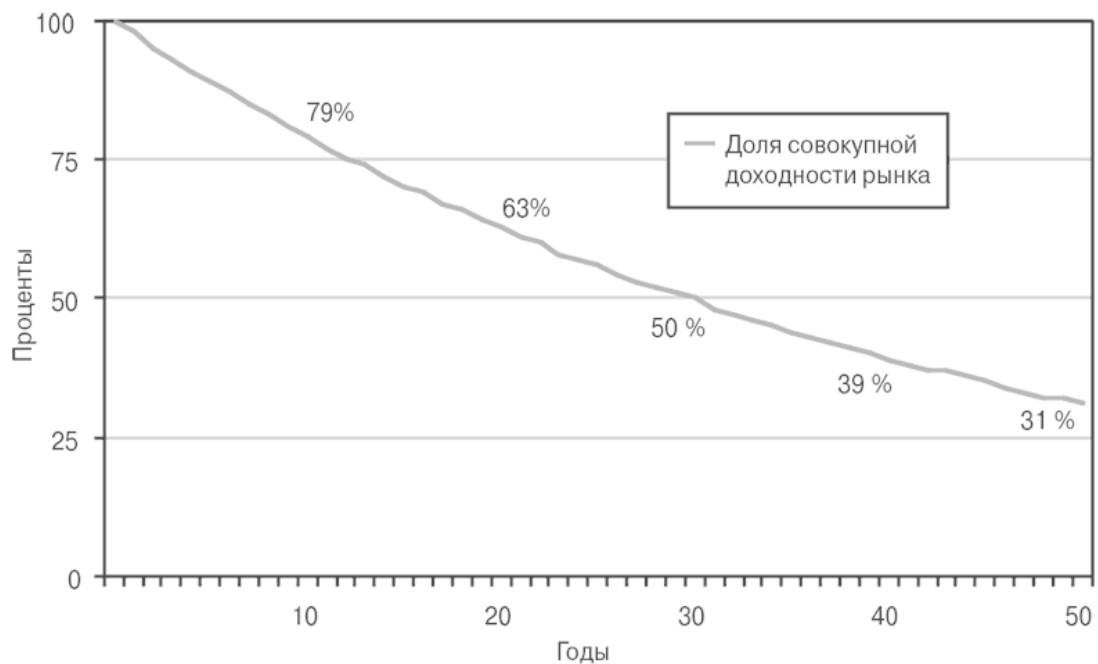


Рис. 4.2. Тирания сложных начислений: последствия отставания от рынка на 2,5 % в долгосрочном периоде

Итак, что мы имеем? Инвестор, вложивший 100 % своего капитала и принявший на себя 100 % риска, получил в результате лишь 31 % рыночной прибыли. Система же финансового посредничества, которая свои собственные средства не инвестировала и не рисковала ими, присвоила себе львиную долю этой прибыли – 70 %. Это демонстрирует то обстоятельство, – пожалуйста, никогда не забывайте о нем! – что в долгосрочном периоде тирания *слож-*

ных затрат сильнее магии *сложных процентов*. Включите этот математический факт в число непоколебимых правил простой арифметики, о которых мы упоминали раньше.

Тирания сложных затрат сильнее магии сложных процентов.

Но хватит теории и гипотетических примеров. Давайте рассмотрим действие этого принципа в реальном мире. В течение четверти века, с 1980 по 2005 год, доходность фондового рынка, в соответствии с индексом Standard & Poog's 500 (S&P 500), составляла 12,5 % годовых. Доход от участия в паевом инвестиционном фонде – лишь 10 %. Эта разница в 2,5 % была вполне предсказуема, учитывая нашу примерную оценку стоимости участия в фонде – 3 %. (Запомните: доход инвестора равен доходности рынка минус затраты.) Проще говоря, наши фондовые менеджеры, будучи во главе инвестиционной цепи питания, присвоили себе “излишек” доходности рынка. Фондовые же инвесторы, неизбежно будучи на нижней ступени пищевой цепи, остались при совсем небольшой доле прибыли.

Но не все инвесторы понесли подобные потери. Они могли запросто отдать предпочтение простому индексному фонду, привязанному к индексу S&P 500. Такой фонд действительно давал прибыль в размере 12,3 % годовых в данном периоде – т. е. инвестиционные затраты уменьшили доходность рынка лишь на 0,2 %. Как мы видим, разница в прибыльности индексных фондов и обычных инвестиционных фондов составила 2,3 % годовых.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

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

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