

ГЛАВА 1

Введение в инвестирование

ОСНОВНЫЕ ТЕМЫ

- Сбережение, инвестирование или спекулирование?
- Мотивы инвестирования
- Процесс инвестирования
- Виды инвестиций

СБЕРЕЖЕНИЕ, ИНВЕСТИРОВАНИЕ ИЛИ СПЕКУЛИРОВАНИЕ?

Есть ли что-то общее между инвестированием и азартными играми? Ваш ответ может быть положительным, например, если вы на протяжении пяти лет ежемесячно вкладывали деньги в покупку акций Enron Corporation до того момента, когда в ноябре 2001 г. эта компания не заявила о своем банкротстве. Если бы вместо покупки этих акций вы откладывали деньги на сберегательный счет, то могли бы зарабатывать в среднем 1—2% в год в течение того же срока. Однако следует отметить, что за то же самое время промышленный индекс Доу Джонса (индекс Доу Джонса, Dow Jones Industrial Average, DJIA), характеризующий состояние фондового рынка, удвоился. Средняя стоимость жилой недвижимости в некоторых крупных городах Соединенных Штатов возросла за тот же период на 7—9%. На облигациях можно было зарабатывать около 5% годовых. Имели бы вы большие шансы на успех, играя в рулетку в Атлантик-Сити или Лас-Вегасе? Все, что нужно для того, чтобы удвоить капитал всего за несколько минут, — немного удачи за игровым столом. Правда, при этом есть вероятность потерять все свои деньги.

Инвестирование в акции, облигации и недвижимость — это вовсе не то же самое, что азартные игры, несмотря на существующую волатильность цен акций, облигаций и недвижимости. Инвестирование непохоже

и на хранение денег под матрасом. Основные различия заключаются в следующем: *сохранение* направлено на то, чтобы оставить деньги непотраченными, тогда как *инвестирование* подразумевает принятие рисков вложения денег в различные виды инвестиционных инструментов в целях получения дохода. Инвестирование представляет собой вложение денег в финансовые активы или недвижимость в надежде на увеличение их стоимости. К инвестиционным активам относятся, например, акции, облигации, недвижимость, опционные и фьючерсные контракты; сберегательным активом считается банковский вклад. Под *спекулированием* понимается инвестирование в активы, получение доходов по которым в определенный период времени имеет низкую вероятность. Не следует путать инвестирование и спекулирование. При инвестировании на достаточно длительный период вероятность получения дохода высока, в то время как спекулирование похоже на участие в азартных играх, где шансы потерять выше, чем шансы на победу.

Спекулятивные инвестиции связаны с высоким риском возникновения ситуации, когда шансы на успех играют против инвестора. Риск убытков от вложений во фьючерсные контракты высок. На этом рынке на каждый заработанный доллар приходится доллар, потерянный кем-то другим. Так почему же инвесторы вкладывают деньги в спекулятивные ценные бумаги? Ответ прост. Если спекулятивная инвестиция оказывается удачной, инвестор получает высокий доход.

Для успешных инвестиций необходимо знание и инвестиционных активов, и связанных с ними рисков. Вариантов инвестиций много, и в интернете имеется огромный объем полезной информации на эту тему. Недостатком же интернет-технологий является то, что простота и быстрота инвестиций сопряжена с легкостью совершения ошибок. Отказавшись от помощи профессиональных консультантов, вы можете вложить деньги в неликвидные акции или облигации с такими уровнями рисков, которые превышают допустимый для вас предел. В интернете легко найти множество советов по инвестированию, однако следует помнить поговорку «На Уолл-стрит бесплатных обедов не бывает». Так, если бы в период 2000—2002 гг. вы следовали советам некоторых аналитиков о том, какие акции следует покупать, а какие — продавать, то могли бы потерять большую часть своего инвестиционного капитала. Многие аналитики рекомендовали покупать акции со слабыми фундаментальными показателями, которые затем упали в цене. Например, рекомендации покупать акции таких компаний, как Enron, WorldCom и Global Crossing, сменились советами продавать эти бумаги, но это произошло, только когда компании оказались на грани банкротства.

Усвоив правила формирования инвестиционного портфеля, можно обезопасить себя от возможных потерь, связанных с вложениями в акции подобных компаний.

МОТИВЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Из многих веских причин, заставляющих людей инвестировать, пожалуй, самой важной является необходимость большего количества денег для обеспечения старости, потому что мы стали жить дольше. Наши сегодняшние инвестиции составляют основу нашей будущей покупательной способности. Неудачные инвестиции могут привести к отрицательной доходности и снижению будущей покупательной способности.

Существует два способа распоряжения своими деньгами: их можно потратить либо сохранить и инвестировать. Согласно результатам исследования, проведенного Бюро экономического анализа, американцы по сравнению с жителями других развитых странах имеют наиболее низкий уровень личных сбережений. Это означает, что американцы наименее склонны откладывать деньги на «черный день» и поддерживать нормальный уровень жизни после выхода на пенсию. В табл. 1-1 перечислены некоторые причины, объясняющие, почему сберегать и инвестировать важнее, чем тратить.

В отличие от выигрыша в лотерею, имеется *реальная возможность* накопить достаточную сумму на будущую старость, не имея в настоящее время большого количества денег. Это проще, чем вы думаете. Все, что нужно, — это время, деньги, позволяющие совершать регулярные инвестиции, и прибыль от инвестиций. В табл. 1-2 показано, как при взаимодействии этих трех элементов можно накопить 1 млн долл. Из этой таблицы можно сделать следующие основные выводы:

- чем больше период инвестирования, тем сильнее влияние сложной ставки процентов, позволяющей снизить размер первоначального депозита или регулярных взносов на депозит;
- чем выше доходность инвестиций, тем сильнее влияние сложной ставки процентов, позволяющей снизить размер первоначального депозита или регулярных взносов на депозит;
- увеличение срока вложений и доходности приведет к снижению суммы единовременного первоначального взноса или регулярных взносов во вклад.

ТАБЛИЦА 1-1

Почему более важно сберегать и инвестировать, чем тратить

- Продолжительность жизни увеличивается, и требуется все больше денег, чтобы обеспечить свою старость.
- Стоимость медицинских, образовательных и страховых услуг постоянно растет.
- Чем больше сэкономлено сейчас, тем выше будущая платежеспособность.
- Инвестируя с умом, можно повысить свой уровень жизни и улучшить будущее благосостояние.

ТАБЛИЦА 1-2**Как накопить миллион долларов**

Следующие инвестиционные сценарии показывают, как три элемента — время, инвестируемая сумма и доходность — в совокупности позволяют накопить 1 млн долл.

Например:

депозит в размере 231 377 долл., размещенный на 30 лет под 5% годовых, принесет в итоге 1 млн долл.

Если увеличить доходность депозита с 5 до 8%, то размер первоначальной суммы вклада снизится до 99 377 долл.:

депозит в размере 99 377 долл., размещенный на 30 лет под 8% годовых, принесет 1 млн долл.

Если делать регулярные взносы во вклад вместо первоначального крупного взноса, суммы инвестиций существенно снизятся:

ежегодные взносы на депозит в течение 30 лет в размере 15 051 долл. с доходностью 5% годовых дадут в итоге 1 млн долл.

Более высокая доходность позволяет еще сократить сумму ежегодных взносов:

ежегодные взносы во вклад в течение 30 лет в размере 8827 долл. под 8% годовых принесут 1 млн долл.

Если вносить дополнительные вклады не ежегодно, а ежемесячно, то размер каждого вклада станет еще меньше:

ежемесячные взносы во вклад в размере 1202 долл. в течение 30 лет под 5% годовых принесут 1 млн долл.

Если пополнять вклад еженедельно, а не ежемесячно, то для получения целевой суммы — 1 млн долл. потребуются регулярные взносы во вклад еще меньшего размера:

еженедельные взносы во вклад в размере 276 долл., если доходность вклада составляет 5% годовых, через 30 лет принесут 1 млн долл.

Если доходность вклада увеличивается с 5 до 8%, то размер депозита изменяется следующим образом:

еженедельные взносы во вклад в сумме 154 долл. при доходности вклада 8% годовых через 30 лет позволят получить 1 млн долл.

Если увеличить срок вклада с 30 до 40 лет и сохранить доходность 8% годовых, то размер еженедельного депозита уменьшится до 66 долл.:

еженедельно вкладывая 66 долл. под 8% годовых, через 40 лет можно получить 1 млн долл.

Ключ к успешному финансовому планированию — сбережение больших сумм и их разумное инвестирование на длительный срок. Доходность вложений должна превышать уровень инфляции с учетом налоговых платежей, а также покрывать существующие инвестиционные риски. Сберегательные счета и низкодоходные инструменты денежного рынка незначительно способствуют приросту капитала. Большую доходность можно получить на рынках акций, облигаций и других видов активов, таких как недвижимость. Однако подобные инвестиции уже не являются безрисковыми. Поэтому, прежде чем начать инвестировать на этих рынках, нужно понять, какие риски сопряжены с каждым из данных активов. Риски и доходность обсуждаются в гл. 2.

История знает много примеров того, как инвестирование без учета сопряженных с ним рисков и понимания их параметров приводит к убыткам. Рекордный рост цен на фондовом рынке, наблюдавшийся с 1998 по 2000 г., привлек многих инвесторов, никогда ранее не инвестировавших в акции. На волне энтузиазма новоявленные инвесторы стали вкладывать деньги в акции интернет-компаний, в первичные публичные размещения акций (ИПО) и инвестировать в другие рискованные активы, которые бросили вызов гравитации, когда их цены взмыли до опасных заоблачных уровней. Невероятно высокий доход, который можно было получить по этим акциям за относительно короткий период времени, заставил многих инвесторов закрыть глаза на риски инвестирования в эти переоцененные активы. Случившееся в марте 2000 г. быстрое и резкое падение фондового рынка, сопровождавшееся высокой волатильностью цен на акции, вынудило многих инвесторов вернуться к безопасным низкодоходным банковским депозитам и инструментам денежного рынка. Этот пример отсутствия понимания правил функционирования рынка акций продемонстрировал опасность вложений в рискованные активы (инвесторы покупали акции по высокой цене и продавали по низкой). Знание особенностей инвестирования в различные виды активов поможет уяснить, инвестиции в какие активы лучше всего ответят вашим потребностям.

ПРОЦЕСС ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Многие виды инвестиций являются доступными, но некоторые из них, возможно, не подходят лично вам. Покупка и продажа ценных бумаг несложны; намного труднее определить, что покупать и когда продавать. В сущности, определяя подходящий вид инвестиций, вы тем самым формулируете свои цели и устанавливаете свои личные характеристики.

Процесс инвестирования начинается с составления *инвестиционного плана*, в котором перечисляются ваши цели и описывается стратегии их достижения. Прежде чем направить свободные средства на выполнение своего инвестиционного плана, следует убедиться в том, что у вас

имеется *резервный фонд*, предназначенный для покрытия непредвиденных расходов, возникающих, например, при получении срочной медицинской помощи, потере работы, порче или утрате личного имущества. Инвестирование средств резервного фонда в акции не лучшая идея, поскольку фондовые рынки изменчивы, а деньги в чрезвычайной ситуации могут потребоваться в любой момент. Если фондовый рынок падает, невозможно продать свои акции по выгодному курсу и получить сумму, на которую вы рассчитывали. Таким образом, надо инвестировать средства резервного фонда в *ликвидные активы*, которые могут быть конвертированы в денежные средства по первому требованию без существенных потерь. К ликвидным активам относятся все инструменты денежного рынка и банковские депозиты.

Создав резервный фонд, можно начать формировать инвестиционный план на ближайшую и долгосрочную перспективы. Даже если у вас скромная заработная плата, регулярно инвестируя небольшие суммы денег, вы можете изменить свое финансовое положение. Таблица 1-3 иллюстрирует возможности инвестирования и обретения финансового благополучия.

Результатом увеличения срока ваших инвестиций является ускоренное получение дохода за счет использования сложной ставки процентов. Вы должны направлять деньги на инвестиции в начале каждого месяца, а не ждать его конца, чтобы посмотреть, сколько непотраченных средств осталось. Склонны потратить деньги гораздо сильнее желания их сэкономить, и часто случается так, что к концу месяца остается не слишком много средств, которые можно направить на инвестиции.

ТАБЛИЦА 1-3

Результаты регулярного инвестирования небольших сумм денежных средств

Предположим, в начале каждого месяца вам удастся сэкономить 50 долл., которые вы вкладываете под 6% годовых. К тому времени, как вам исполнится 65 лет, ваш доход составит:	
при начале инвестирования в возрасте 25 лет	—————> 100 072 долл.;
при начале инвестирования в возрасте 35 лет	—————> 50 476 долл.;
при начале инвестирования в возрасте 45 лет	—————> 23 217 долл.
при начале инвестирования в возрасте 55 лет	—————> 8234 долл.

Как понять, во что следует инвестировать свои сбережения? Обсуждение следующих пяти шагов может помочь вам сформировать свой портфель инвестиций и управлять им.

1. Определите финансовые цели.
2. Распределите свои активы.
3. Разработайте свою инвестиционную стратегию.
4. Выберите инструменты инвестирования.
5. Оцените свой инвестиционный портфель.

1. Определение финансовых целей

Финансовые цели представляют собой финансовый уровень, которого вы бы хотели достичь за счет инвестирования. Формулирование ваших целей является первым этапом построения инвестиционного плана. Возможные цели могут включать в себя следующее:

- создание резервного фонда в течение шести месяцев;
- покупку автомобиля в течение ближайших двух лет;
- накопление первого взноса на покупку дома в течение ближайших пяти лет;
- накопление средств для оплаты обучения в колледже в течение ближайших 10 лет;
- формирование пенсионных накоплений в течение ближайших 25 лет.

ФИНАНСИРОВАНИЕ ВАШИХ ЦЕЛЕЙ

Каждая из этих целей имеет свой временной предел, поэтому можно определить, сколько денег нужно на каждую инвестицию. Сформулировав свои цели, вы можете определить необходимую сумму инвестиций. Предположим, что в течение двух лет вы хотите купить автомобиль стоимостью 25 000 долл. Таблица 1-4 представляет варианты накопления нужной суммы при условии, что доходность ваших инвестиций составляет 5% годовых. Согласно варианту 1 вы инвестируете 22 675 долл., которые через два года увеличатся до 25 000 долл. По варианту 2 вы инвестируете 12 195 долл. в конце каждого года, что в итоге также принесет вам искомые 25 000 долл. Наконец, по варианту 3 вы инвестируете 11 614 долл. в начале каждого года, что в итоге также обеспечит вас необходимой суммой — 25 000 долл.

Заметьте, что известные сроки и суммы, необходимые для финансирования ваших целей, дают вам лучшее представление о том, какую сумму необходимо инвестировать, используя каждый из вариантов. Предложенные ниже вопросы помогут сформулировать, что вы хотите профинансировать в первую очередь:

- как я планирую использовать свои деньги или сбережения;
- готов ли я к экономии ради финансирования своих целей;
- каковы последствия того, что я не смогу профинансировать свои цели;

- что следует сделать, чтобы получить прирост своих сбережений и направить их на финансирование своих целей?

ТАБЛИЦА 1-4

Как профинансировать ваши цели

Сумма первоначальных инвестиций	Доходность инвестиций	Собрать за два года сумму, необходимую для покупки автомобиля стоимостью 25 000 долл.
Как накопить 25 000 долл. за два года, если доходность вложений составляет 5% годовых?		
Вариант 1:		
Инвестировать сейчас 22 675,73 долл. под 5% годовых на два года		
		→ 25 000 долл.
Вариант 2:		
Инвестировать под 5% годовых:	12 195,12 долл. в конце первого года	12 195,12 долл. в конце второго года
		→ 25 000 долл.
Вариант 3:		
Инвестировать:		
11 614 долл. в начале первого года	11 614,40 долл. в начале второго года	
		→ 25 000 долл.

Чтобы ответить на эти вопросы, необходимо определить количество денег, которые вы должны будете направлять каждый год на финансирование ваших целей. При рассмотрении целей, перечисленных в табл. 1-5, становится понятно, что некоторые из них придется финансировать одновременно. Согласно условиям данного примера необходимо сэкономить 58 321 долл. в течение первого года, чтобы начать финансирование всех ваших целей.

Срок инвестирования и риск. Виды инвестиций, которые вы выберете, должны учитывать временные пределы ваших целей и допустимые уровни риска. Для достижения первых двух из перечисленных в табл. 1-5 целей отводится довольно мало времени, и соответствующие инвестиции должны быть направлены прежде всего на сохранение капитала. Например, неразумно вкладывать деньги, предназначенные для покупки автомобиля, в акции, поскольку риск потерять деньги на фондовом рынке в течение двухлетнего периода довольно высок.

ТАБЛИЦА 1-5**Список целей и необходимая сумма**

Цель	Срок, лет	Необходимая сумма, долл.	Доходность, %	Размер ежегодных инвестиций для достижения цели, долл.
Краткосрочные (два года или менее)				
Создание резервного фонда	1	10 000	>1	10 000
Покупка автомобиля	2	25 000	5	12 195
Среднесрочные (от двух до семи лет)				
Внесение первого взноса за дом	5	40 000	5,5	6793
Долгосрочные (семь лет и более)				
Накопление средств для оплаты обучения в колледже	10	120 000	8	7670
Формирование пенсионных накоплений	25	2 000 000	9	21 663
Общая сумма, необходимая для финансирования целей				58 321

ОПРЕДЕЛЕНИЕ ВАШИХ АКТИВОВ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

Инвестиционный план должен быть адаптирован под ваши уникальные финансовые условия (активы и обязательства). Чтобы определить свои активы и обязательства, необходимо сформировать персональный баланс, перечислив в нем ваши активы (все ценное, что у вас есть) и ваши обязательства (все ваши долги). Разница между активами и обязательствами образует ваш *собственный капитал*. В результате сравнения балансов, созданных вами в разные периоды времени, можно определить, что происходит в вашем случае:

- накопление или сокращение активов;
- снижение или увеличение обязательств;
- увеличение или снижение вашего собственного капитала.

Если у вас нет доходов или чистого капитала для финансирования поставленных целей, можно расставить приоритеты и определить только самые важные цели. Для определения допустимого для вас уровня риска следует оценить свои условия жизни, включая семейное положение, наличие постоянного дохода и работы (табл. 1-6).

ТАБЛИЦА 1-6**Оцените ваше финансовое состояние**

Обведите ответ	
Семейное положение:	не женат, женат, разведен, вдовец
Наличие детей:	нет детей, маленькие дети, дети-подростки, дети проживают отдельно
Возраст:	до 25 лет, 25—39 лет, 40—60 лет, старше 60 лет
Образование:	среднее, высшее, ученая степень
Доход:	стабильный, хорошие перспективы роста
Доход супруги:	стабильный, хорошие перспективы роста, не учитывается
Работа/профессия:	наличие опыта и квалификации, возможность роста заработка
Чистый доход:	уровень дохода: _____, активы и собственный капитал _____
Размер портфеля	_____

ФИНАНСОВЫЙ ЖИЗНЕННЫЙ ЦИКЛ

Проработав вопросы анкеты, приведенные в табл. 1-6, вы очертили особенности приемлемого для вас уровня риска, этап финансового цикла жизни, на котором вы находитесь в данный момент, и размер вашего инвестиционного портфеля. Например, если вам до 30 лет, у вас нет семьи, вы имеете степень MBA, не имеете иждивенцев и обладаете растущим доходом, то вы можете взять на себя более высокие риски, чем в том случае, когда, находясь в том же возрасте и являясь единственным кормильцем семьи с тремя маленькими детьми. Или, например, вдова, живущая на доходы от инвестиционных активов, при выборе инвестиционной стратегии не может принять столь же большой риск, что и обеспеченная 65-летняя женщина, имеющая иные источники доходов помимо инвестирования.

Ваш возраст, доход и размер капитала обычно являются определяющими факторами для выбора инвестиционной стратегии. Ваш возраст обычно определяет, на каком из трех этапов финансового жизненного цикла вы находитесь.

1. *Этап накопления.* В первые годы своей карьеры, когда ваш доход постепенно растет, вы будете инвестировать в основном в пенсионные накопления. Как правило, ваша долговая нагрузка увеличивается за счет получения ипотечного кредита, ссуды на покупку автомобиля или других заемных средств. Тем не менее принимаемые на этом этапе обязательства со временем окупаются обретением ак-

тивов. Акцент при инвестировании в данном случае делается на прирост капитала.

2. *Этап сохранения.* На этом этапе ваши инвестиционные активы увеличиваются и, как правило, доходы превышают расходы. Здесь акцент делается как на прирост капитала, так и на увеличение доходов.

3. *Этап истощения капитала.* Этот этап начинается с выходом на пенсию, когда доход от пенсии, социальных выплат и инвестиций заменяет заработную плату. Ваши приоритеты на этой стадии заключаются в наличии инвестиций в размере, достаточном для поддержания комфортного образа жизни после выхода на пенсию. На этом этапе акцент ставится прежде всего на сохранение капитала и доходов от инвестиций. Но для обеспечения более продолжительной жизни некоторые ваши инвестиции должны быть направлены на прирост капитала.

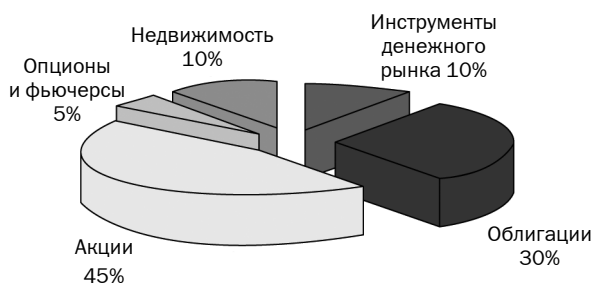
Таким образом, ключ к накоплению капитала имеет две стороны: экономия денег и их разумное вложение. Это особенно верно на первой стадии, поскольку, как следует из табл. 1-3, накопительный эффект сложных процентов в наибольшей степени проявляется на длительных промежутках времени. Сложная ставка процентов обеспечивает дополнительный прирост капитала в текущем и предшествующем периодах и позволяет рассчитать доходы будущих периодов.

Ваши личные обстоятельства часто определяют уровень риска, который можно себе позволить при выборе инвестиционной стратегии. Как правило, молодые инвесторы могут взять на себя большие риски, так как у них достаточен запас времени, — по крайней мере, 20 лет или более до выхода на пенсию.

2. Распределение ваших активов

Следующим шагом процесса инвестирования после определения целей является установление того, как распределить имеющиеся денежные средства между различными видами инвестиций (инструментами денежного рынка, облигациями, акциями, опционами, фьючерсами, недвижимостью и предметами коллекционирования). Деньги, которые могут потребоваться вам в любой момент, должны быть инвестированы в инструменты денежного рынка. Деньги, которые не потребуются вам в течение более длительного периода времени, могут быть инвестированы в облигации, акции, недвижимость, опционы, фьючерсы или предметы коллекционирования. На рис. 1-1 представлен пример распределения активов.

Распределение активов представляет собой вложение средств в различные виды активов, такие как инструменты денежного рынка, облигации, акции, опционы, фьючерсы, недвижимость и предметы коллекционирования. При этом следует учитывать, что инструменты денежного рынка, как правило, приносят меньший доход, но в случае необходимости их можно очень быстро обменять на деньги. Облигации представ-

РИСУНОК 1-1**План распределения активов**

ляют собой инвестиционный инструмент, обеспечивающий регулярное получение дохода и приносящий большую доходность, чем инструменты денежного рынка. Облигации имеют срок погашения, поэтому существует риск потери части вложенной суммы, если вам потребуется продать их до наступления срока погашения. Акции обеспечивают еще большую доходность на длинных промежутках времени (10 лет и более). Однако поскольку цены акций отличаются высокой волатильностью, риск потери вложенных средств может быть весьма существенным, если вам требуется продать свои акции на падающем рынке. Именно поэтому инвестиции в акции должны быть долгосрочными, чтобы можно было выбрать наиболее подходящий момент для их продажи с прибылью.

Инвесторы, обладающие значительным запасом времени (30 лет и более до выхода на пенсию), в общем случае должны инвестировать в акции и другие растущие в цене активы, чтобы финансировать свои долгосрочные цели. Инвесторам предпенсионного возраста следует направлять наибольшую часть инвестиций на денежный рынок и в облигации, чтобы обеспечить поддержание привычного уровня жизни, и меньшую часть — в более рискованные активы, такие как акции, чтобы обеспечить рост инвестиционного портфеля. Структура распределения активов со временем может пересматриваться в зависимости от изменения ваших финансовых обстоятельств.

3. Разработка инвестиционной стратегии

Разработка стратегии, соответствующей вашим целям и плану распределения активов, является третьим шагом инвестиционного процесса. Если вы намереваетесь приобрести активы, которые будут оставаться в вашем портфеле в течение длительного времени, следуете *пассивной инвестиционной стратегии*. В свою очередь, *активная инвестиционная стратегия* предполагает осуществление частых сделок с активами для получения более высокой доходности по сравнению со среднерыночными показателями.

На выборе инвестиционной стратегии (активной или пассивной) сказывается ваше представление о том, насколько эффективно рын-

ки акций и облигаций обрабатывают информацию, влияющую на цены соответствующих активов. Если вы считаете, что рынки акций и облигаций являются *эффективными*, а это означает, что вся текущая и вновь поступающая информация немедленно и точно отражается в ценах акций и облигаций, вы будете склоняться к пассивной инвестиционной стратегии. Это объясняется тем, что на эффективных рынках появление неоправданно низко оцененных акций (или облигаций) сопровождается их немедленной покупкой участниками рынка, что приводит к увеличению цены до справедливого уровня. Следовательно, обнаружить на таких рынках недооцененные или переоцененные активы весьма сложная задача. На эффективном рынке лишь немногим инвесторам удастся стабильно получать доходность, превышающую среднерыночный уровень, с поправкой на степень принимаемых рисков (т.е. получать доходность выше средней по рынку, инвестируя в активы, характеризующиеся среднерыночной степенью риска). Инвесторы, считающие, что рынки являются эффективными, не надеются обыграть рынок, а стремятся получить среднерыночную доходность. Они будут придерживаться пассивной инвестиционной стратегии, отличительный признак которой — следование принципу «покупай и держи».

Инвесторы, которые считают, что рынки являются *неэффективными* (текущая и поступающая информация отражается в ценах с заметным опозданием), полагают, что на рынке присутствует много недооцененных активов. Следовательно, такой инвестор будет использовать различные финансовые инструменты и методы для поиска недооцененных акций и облигаций, чтобы получить более высокую доходность по сравнению со среднерыночными показателями. Это предполагает использование активной инвестиционной стратегии, главный принцип которой — покупка недооцененных и продажа переоцененных активов.

4. Выбор инструментов инвестирования

После того как вы сформулировали свои цели, составили план распределения активов, а также определили для себя инвестиционную стратегию, настало время выбрать подходящие инструменты инвестирования. Пассивные инвесторы выбирают диверсифицированные активы в каждом виде инвестиций. Например, *диверсифицированный портфель акций* состоит из бумаг не связанных друг с другом компаний. Иными словами, диверсифицированный портфель включает в себя акции, относящиеся к разным отраслям экономики, таким как технологии, энергетика, здравоохранение, потребительский сектор, промышленность, автомобилестроение, сырьевой, производственный и финансовый сектора. Активный инвестор формирует портфель, оценивая фундаментальные показатели компаний, представляющих различные сектора экономики, чтобы найти и купить недооцененные ценные бумаги, а затем продать

их после того, как цена достигнет справедливого уровня или станет завышенной. Диверсифицированный портфель облигаций включает в себя облигации различных эмитентов с различными сроками погашения. Для инструментов денежного рынка диверсификация не так важна, поскольку эти активы являются краткосрочными (менее одного года до погашения) и относительно надежными.

Ликвидные активы могут быть быстро обращены в деньги без значительных потерь на конвертации. К таким активам относятся американские казначейские векселя, коммерческие векселя, банковские акцепты, взаимные фонды денежного рынка, краткосрочные депозитные сертификаты, банковские депозиты и текущие счета. Они идеально подходят для инвестиций, направленных на создание резервного фонда.

Инвестиции в краткосрочные и среднесрочные активы должны приносить большую доходность, чем инструменты денежного рынка. Инвестиции в двух- и пятилетние американские казначейские ноты обеспечивают получение дохода практически без риска дефолта или потерь для основной суммы инвестиций. Другими вариантами краткосрочных инвестиций являются обязательства американских правительственных агентств, казначейские облигации США (со сроком погашения пять лет и менее), а также паевые фонды краткосрочных облигаций.

Если вы хотите финансировать свое образование в течение 10 лет, у вас есть большой выбор инвестиционных возможностей, таких как формирование портфеля, состоящего из обыкновенных акций и долгосрочных облигаций. Имея временной горизонт в 25 лет, вы можете увеличить долю акций за счет облигаций, поскольку доходность акций, как правило, превосходит доходность облигаций и большинства других инструментов на длинных отрезках времени. Опираясь на исторические данные, можно ожидать, что среднегодовая доходность по акциям составит 7%, по сравнению с 4–5% доходности по облигациям. Инвесторы, которых очень беспокоят периодически случающиеся на фондовом рынке коррекции и обвалы, могут рассмотреть вариант вложения части средств в недвижимость и в 30-летние облигации. Однако облигации и недвижимость также являются рисковыми активами, поскольку они чутко реагируют на изменения процентных ставок и экономической политики.

5. Оценка инвестиционного портфеля

Следует периодически оценивать свой инвестиционный портфель, поскольку происходящие в жизни изменения могут потребовать корректировки структуры распределения активов. Помимо этого на распределение активов могут влиять экономические и рыночные колебания. Следует также учитывать изменения, происходящие в компаниях, ценные бумаги которых имеются в вашем инвестиционном портфеле, по-

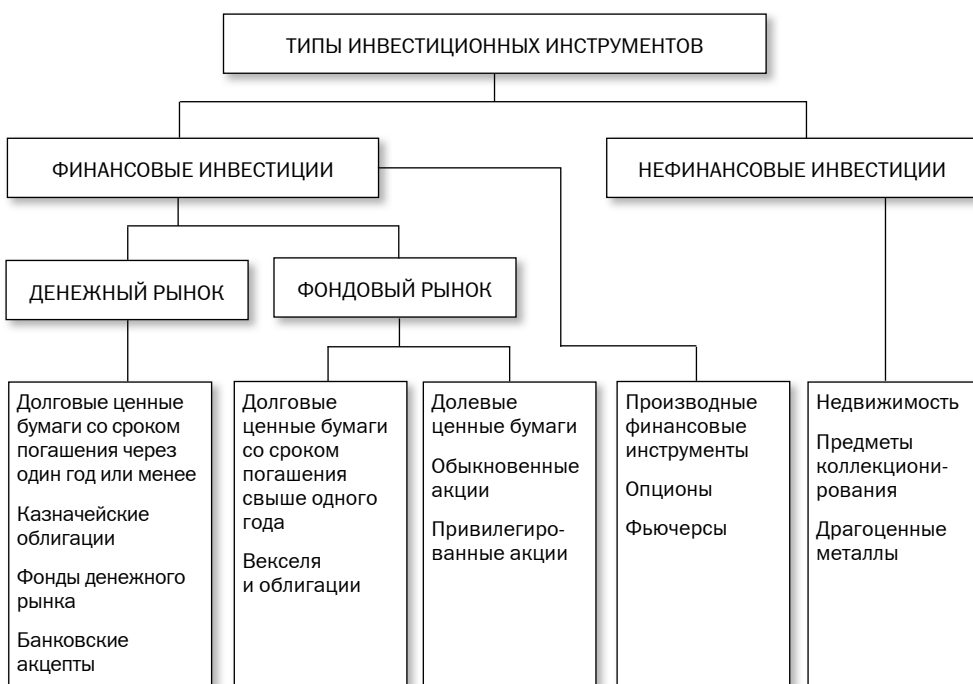
скольку такие изменения могут оказывать прямое влияние на рыночную стоимость ценных бумаг.

ВИДЫ ИНВЕСТИЦИЙ

Наиболее распространенными инвестиционными инструментами являются различные ценные бумаги и активы денежного рынка, хотя во многих инвестиционных портфелях присутствуют и реальные (нефинансовые) активы, такие как недвижимость и предметы коллекционирования. Классификация инвестиционных инструментов приведена на рис. 1-2.

РИСУНОК 1-2

Классификация инвестиций



Финансовые инвестиционные инструменты сгруппированы в следующие четыре категории.

1. Инструменты *денежного рынка*, в которые входят краткосрочные ценные бумаги со сроком погашения один год или менее.
2. *Долговые ценные бумаги* с фиксированным доходом, со сроком погашения свыше одного года.
3. *Долевые ценные бумаги* — долгосрочные ценные бумаги, не имеющие срока погашения.

4. *Производные финансовые инструменты* — финансовые инструменты, стоимость которых зависит от цены других инструментов и учитывает операции, которые будут завершены в будущем.

Нефинансовые инвестиционные инструменты включают в себя недвижимость, предметы коллекционирования (произведения искусства, антиквариат, бейсбольные карточки, марки и другие объекты, имеющие коллекционную ценность), драгоценные металлы и природные ресурсы. Стоит отметить, что, несмотря на наличие общих с финансовыми инвестиционными активами черт, инвестирование в нефинансовые инструменты требует специальных знаний.

Инструменты денежного рынка

К инструментам денежного рынка относятся долговые ценные бумаги или бумаги с фиксированным доходом со сроком погашения не более одного года. Они, как правило, представляют собой ликвидные и безрисковые инвестиции, которые используются инвесторами для формирования резервных фондов или для краткосрочных финансовых вложений.

Эти ценные бумаги используются для временного размещения инвестиционного капитала. Свободные денежные средства для получения доходов могут вкладываться в инструменты денежного рынка. Эти инструменты являются значительно менее рисковыми по сравнению с акциями и облигациями. Однако в долгосрочной перспективе доходность инструментов денежного рынка оказывается значительно меньшей, чем доходность акций и облигаций. Примерами инструментов денежного рынка служат казначейские векселя, коммерческие векселя, банковские акцепты, депозитные сертификаты, сделки РЕПО и взаимные фонды денежного рынка.

Долговые ценные бумаги

Долговые ценные бумаги подобны векселям и долговым распискам. Эти бумаги эмитируются при заимствовании денежных средств и должны быть погашены в определенный момент в будущем наряду с выплатой процентов через регулярные промежутки времени. Долговые ценные бумаги могут иметь различные сроки погашения. Бумаги со сроком погашения более одного года обращаются на фондовом рынке, в то время как долговые ценные бумаги со сроком погашения менее одного года обращаются на денежном рынке.

Облигации представляют собой долговые ценные бумаги, выпускаемые правительствами и корпорациями. Они также имеют различные сроки погашения. Среднесрочные облигации имеют сроки погашения 1—10 лет, а долгосрочные облигации подлежат погашению через 10—50 лет после выпуска. Оба типа облигаций торгуются *на фондовом рынке*. К долгосрочным ценным бумагам, по которым производятся регуляр-

ные выплаты, относятся казначейские ноты и облигации США, долговые обязательства правительственных агентств, муниципальные и корпоративные облигации. Бескупонные облигации (облигации с нулевым купоном) и конвертируемые облигации представляют собой гибридные долговые ценные бумаги, имеющие различия, но также обращающиеся на фондовом рынке. Гибридными их называют потому, что по облигациям с нулевым купоном не выплачивается фиксированный процентный доход, как по обычным облигациям. Конвертируемые облигации по усмотрению владельца могут быть обменены на обыкновенные акции компании-эмитента, причем такие облигации имеют срок погашения.

Долевые ценные бумаги

Долевые ценные бумаги выпускаются в виде обыкновенных и привилегированных акций. Оба эти вида акций обращаются на фондовом рынке. *Обыкновенные акции* дают владельцу право собственности на долю в капитале компании-эмитента. Например, купив 1000 акций корпорации Microsoft, вы стали владельцем определенной доли этой компании. Если компания выпустила 100 000 акций, а вы купили 1000 из них, значит, вы стали владельцем 1/100 доли компании (1% ее акций). Доходы по обыкновенным акциям складываются из дивидендов прироста курсовой стоимости. Некоторые компании выплачивают дивиденды на обыкновенные акции, хотя и не обязаны этого делать. Такие компании стараются производить дивидендные выплаты на регулярной основе и постепенно увеличивать их размер.

Дивиденды выплачиваются акционерам из чистой прибыли компании, как правило, деньгами, но возможны выплаты акциями или имуществом. Например, в 2005 г. компания Exxon Mobil выплачивала дивиденды суммарно в размере 1,16 долл. на акцию — по 0,29 долл. на акцию ежеквартально. Компания Cisco Systems, Inc. не выплачивает дивиденды. Инвесторы, покупающие акции Cisco, делают это в ожидании прироста их стоимости. Если вы купили акции Cisco по 14 долл., а затем продали их по 20 долл., то вы получили прирост капитала в размере 6 долл. на акцию. Под *приростом капитала* в данном случае понимается превышение цены продажи акций над ценой их покупки.

Привилегированные акции также дают акционерам право на долю в компании, но при распределении прибыли или при ликвидации компании владельцы таких акций находятся в более выигрышном положении, чем владельцы обыкновенных акций. В отличие от обыкновенных акций размер дивидендов на привилегированные акции, как правило, фиксированный. Возможность получения регулярных выплат делает привилегированные акции похожими на облигации. Однако разница между привилегированными акциями и облигациями заключается в том, что компании выплачивают дивиденды на привилегированные акции только

на основании решения совета директоров компании и при наличии прибыли. Другие особенности привилегированных акций будут подробно рассмотрены в гл. 6.

Производные финансовые инструменты (деривативы)

Стоимость производных инструментов зависит от стоимости других ценных бумаг (базового актива). Деривативы определяют операции, которые будут завершены в будущем, что отличает эти бумаги от акций и облигаций, цены на которые формируются на основе текущих операций. К производным инструментам относятся опционные и фьючерсные контракты. В случае с опционом инвестор имеет возможность купить или продать определенные акции по заданной цене в течение определенного периода времени. Соответственно *опционные контракты* дают их владельцу право, но не обязательство купить (*опцион колл*) или продать (*опцион пут*) определенный объем базового актива по заданной цене в течение определенного периода времени. При этом в качестве базового актива могут выступать акции, фондовые индексы, валюта.

Фьючерсы представляют собой контракты между двумя сторонами, которые договариваются о покупке или продаже ценных бумаг или товара по определенной цене в определенную дату в будущем. Помимо фьючерсов на финансовые инструменты, такие как фондовые индексы, процентные ставки и валюта, на рынках активно торгуются товарные контракты на драгоценные металлы, нефть, кофе, апельсиновый сок, свинину, кукурузу и соевые бобы. Основное различие между инвестициями непосредственно в финансовые активы и инвестициями во фьючерсные контракты на эти же активы состоит в том, что во втором случае активно используются заемные средства. Торгуя фьючерсными контрактами, инвесторы оплачивают за счет собственных средств лишь часть стоимости приобретаемых контрактов, покрывая остаток стоимости за счет заемных средств, что увеличивает потенциальные доходы, но одновременно повышает вероятность убытков. Соотношение рисков и доходности, а также поиск компромиссных инвестиционных решений обсуждается в гл. 2.

ПОЛЕЗНЫЕ ИНТЕРНЕТ-РЕСУРСЫ

На веб-сайтах www.smartmoney.com и www.troweprice.com можно найти финансовые калькуляторы, которые помогут определить, сколько денег нужно накопить для оплаты обучения в вузе или на индивидуальное пенсионное обеспечение. Посетите один из указанных сайтов и воспользуйтесь предлагаемым финансовым калькулятором, чтобы установить, сколько денег потребуется инвестировать в получение образования или обеспечение безбедной старости.

ГЛАВА 2

Инвестиционные риски и доход

ОСНОВНЫЕ ТЕМЫ

- Виды инвестиционных рисков
- Связь между рисками и доходностью
- Определение доходности
- Оценка доходности на основе биржевых индексов
- Целесообразность оценки рисков и доходности инвестиций в акции
- Распределение активов и выбор инвестиционных инструментов

В гл. 1 обсуждались мотивы инвестирования. Суть состоит в том, что доход от инвестиций компенсирует потери от инфляции и налогов, позволяет избежать неопределенности и обеспечивает большую платежеспособность в будущем. Поэтому мы ищем такие инвестиционные возможности, которые обеспечат ожидаемую доходность для достижения поставленных целей. Прежде чем принять решение о выборе конкретных инвестиционных инструментов, следует провести субъективную оценку вероятности достижения ожидаемого уровня доходности. Соотношение риска и доходности помогут выбрать инвестиционные инструменты, которые позволят достичь поставленные цели в определенные сроки.

ВИДЫ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РИСКОВ

Под *инвестиционными рисками* понимаются причины изменчивости доходов от инвестиций. Все инвестиции подвержены различным рискам. Чем больше изменчивость (волатильность) цен, тем выше уровень риска. Понимание рисков, сопряженных с владением различными ценными бумагами, имеет решающее значение для формирования правильного инвестиционного портфеля. Вероятно, именно высокий риск отпугивает многих инвесторов от инвестиций в акции и заставляет их держать деньги в так называемых безрисковых сберегательных вкладах, депозитных сертификатах и облигациях. Доходы от таких пассивных инвестиций часто

отстают от темпов инфляции. Оставляя же на руках только наличность или ее эквиваленты, инвесторы хотя и сохраняют капитал, рискуют потерей средств за счет инфляции и налоговых платежей.

Деловые риски

Деловые риски являют собой неопределенность будущих объемов продаж и прибыли компании, а именно являются рисками ухудшения этих показателей в определенные периоды времени. По сути, одни компании являются более рисковыми, чем другие, а рисковые компании демонстрируют сильные колебания объемов продаж и прибыли. Если продажи и прибыль компании значительно сократятся, то ее акции и облигации упадут в цене, и компания не сможет выплачивать проценты, капитал и дивиденды. В худшем случае сокращение продаж и прибыли может привести компанию к банкротству, что превратит ее акции и облигации в ничего не стоящие бумаги. Компания, имеющая стабильные продажи, не испытывает трудностей с покрытием текущих расходов.

Ожидания инвесторов в отношении прибыли компании влияют на цену ее акций и облигаций. Акционеры, ожидающие снижения прибыли компании, будут продавать акции, что может привести к уменьшению их рыночной цены. Аналогично, если инвесторы ожидают увеличения прибыли компании, они готовы платить более высокую цену за ее акции. Если прибыль компании значительно сократится, рейтинговые агентства (такие, как Moody's и Standard and Poor's) могут понизить ее кредитный рейтинг, в результате чего ее облигации снизятся в цене.

Обыкновенные акции автомобилестроительных, строительных, конструкторских компаний, а также компаний, производящих товары длительного пользования, называют *циклическими*. Прибыль компаний, осуществляющих деятельность в перечисленных отраслях, напрямую зависят от состояния экономики. Деловые риски таких компаний возрастают, когда изменения в экономике приводят к снижению потребительских или корпоративных расходов на их продукцию. Такая ситуация наблюдалась в 2001 и 2002 гг., когда сектор производителей телекоммуникационного оборудования (к которому относятся такие компании, как Lucent, Nortel Networks и Ciena) переживал нелегкие времена из-за экономического спада, приведшего к тому, что телекоммуникационные компании (AT&T, Sprint и WorldCom) снизили расходы на приобретение нового оборудования.

Вкладывая средства в обыкновенные акции компаний, имеющих стабильную прибыль, вместо покупки ценных бумаг циклических компаний, можно снизить свои деловые риски. *Устойчивые акции* выпускаются компаниями, прибыль которых не зависит от изменения экономической активности. Таковыми можно считать компании, работающие в сфере электроэнергетики, а также производящие товары массового потребления.

Финансовые риски

Финансовые риски подразумевают неспособность компании выполнять свои финансовые обязательства. Уровень финансового риска такой компании измеряется величиной ее обязательств в расчете на каждую акцию. Компания с высокой долговой нагрузкой с большой вероятностью может оказаться в ситуации, когда она не сможет ответить по своим долгосрочным и краткосрочным финансовым обязательствам. Чем больше размер долга по отношению к собственному капиталу, тем выше финансовый риск, поскольку компании необходимо получать прибыль, достаточную для обслуживания и погашения своих обязательств. Высокий показатель задолженности к собственному капиталу говорит о *риске дефолта (кредитном риске)*. В дополнение к финансовым рискам деловые риски также могут способствовать росту риска наступления дефолта, поскольку снижение прибыли компании вынуждает рейтинговые агентства понижать кредитный рейтинг ее облигаций. Рейтинговые агентства оценивают ценные бумаги компаний на основе способности эмитента обслуживать и погашать свои долговые обязательства перед держателями облигаций. При снижении кредитного рейтинга облигаций кредиторы могут наложить ограничения на компанию-эмитента, сокращая предоставление новых кредитов и требуя снижения размера выплачиваемых дивидендов. Эти ограничения могут и не создать проблем, однако в периоды снижения прибыли могут оказаться весьма критичными для бизнеса компании.

Компании, имеющие небольшие долги или не имеющие обязательств, не несут или практически не несут финансовые риски. Изучение баланса компании позволяет установить размер обязательств по отношению к общей стоимости ее активов и размеру собственного капитала. В худшем случае финансовые риски, как и деловые риски, могут привести компанию к банкротству, что превращает выпущенные ею ценные бумаги в ничего не стоящий мусор. Для снижения индивидуальных финансовых рисков инвестор должен вкладывать деньги в ценные бумаги компаний с низким уровнем долговой нагрузки на капитал или на общую стоимость активов. В табл. 2-1 представлен порядок действий, позволяющих оценить финансовый риск компании на основе информации, имеющейся в интернете. Рисунок 2-1 иллюстрирует категории рисков, которые можно разделить на системные и несистемные.

Несистемные риски — это риски, присущие определенной компании или отрасли. Данный вид рисков относится к бизнесу компании, ее операционной и финансовой деятельности. К *операционным рискам* можно отнести такие события, как смерть генерального директора, забастовка или судебное разбирательство. Несистемные риски иногда называют диверсифицируемыми.

ТАБЛИЦА 2-1**Как оценить финансовые риски компании на основе информации, представленной в интернете**

Можно оценить финансовые риски интересующей вас компании, анализируя ее финансовую отчетность, представленную в интернете.

1. Войдите на сайт www.yahoo.com и откройте меню Finance (Финансы).
2. В поле поиска на сайте введите тикер интересующей вас компании. Если вы хотите оценить финансовые риски таких компаний, как General Electric Company, Intel Corporation или Applied Materials, Inc., введите тикеры их акций (соответственно GE, INTC, AMAT). Если вы вводите тикеры сразу трех компаний, убедитесь, что разделили их запятыми. Если вы не знаете символа интересующей вас компании, нажмите Symbol Lookup (Поиск по тикеру).
3. Выберите в меню пункт Summary (Обзор).
4. В меню Profile (Профиль) приводится информация о компании.
5. В меню Financials (Финансовые показатели) выберите пункт Income Statement (Отчет о прибылях и убытках). Отобразится соответствующий отчет. Обратите внимание на строки Earnings before interest and taxes (Прибыль до уплаты процентов и налогов) (операционная прибыль) и Interest expense (Расходы на выплату процентов) за год (или квартал). Оцените способность компании покрывать свои расходы по обслуживанию долга следующим образом:

$$\text{Коэффициент покрытия} = \frac{\text{Прибыль до уплаты процентов и налогов}}{\text{Расходы на выплату процентов}} .$$

Низкий коэффициент покрытия означает, что уменьшение объема продаж или увеличение операционных расходов может лишить компанию способности отвечать по своим обязательствам.

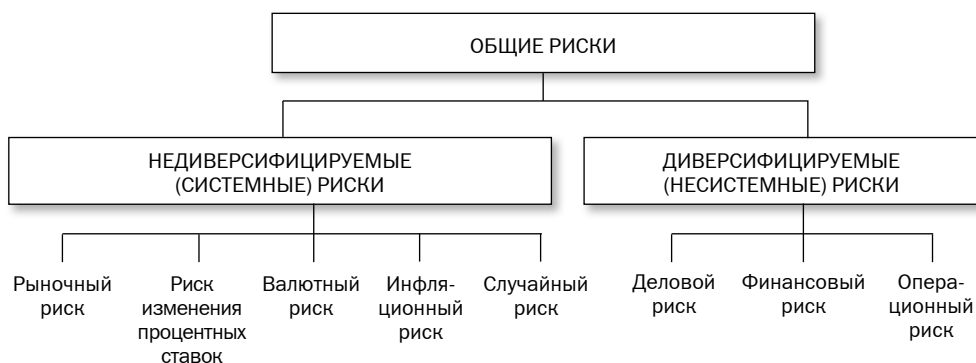
6. В меню Financials (Финансовые показатели) выберите пункт Balance Sheet (Бухгалтерский баланс). Прокрутите вниз до раздела Liabilities (Обязательства) и найдите сумму текущих и долгосрочных обязательств. Обратите внимание на графу Total assets (Совокупные активы) и рассчитайте коэффициент задолженности за год или за квартал следующим образом:

$$\text{Коэффициент задолженности} = \frac{\text{Совокупные текущие и долгосрочные обязательства}}{\text{Совокупные активы}} .$$

Высокое значение данного показателя свидетельствует о высоком финансовом риске.

7. Проведите оценку финансовых рисков для каждой из интересующих вас компаний.

Системные риски обусловлены факторами, которые оказывают влияние на все ценные бумаги. Такие риски включают в себя внешние по отношению к компании риски (рыночный риск, случайный риск, процентный риск, валютный риск, риск ликвидности, инфляционный риск) и не могут быть нивелированы путем диверсификации.

РИСУНОК 2-1**Классификация общих рисков****Снижение деловых и финансовых рисков**

Можно снизить влияние деловых и финансовых рисков на ваш инвестиционный портфель за счет диверсификации, достигаемой путем приобретения инвестиционных активов, доходность которых не взаимосвязана. Формирование диверсифицированного портфеля позволяет получать более стабильную доходность.

Например, если бы вы инвестировали свои сбережения в размере 1 млн долл. в обыкновенные акции корпорации Intel, купив их по цене 28 долл. за акцию по состоянию на 31 августа 2003 г., то годом позже ваши потери составили бы 25% вложенного капитала, поскольку цена акций Intel упала до 21 долл. Акции компании Intel торговались «хуже рынка» в период с 31 августа 2003 г. по 31 августа 2004 г. За тот же период индекс Доу Джонса прибавил 7%, индекс Standard and Poor's (S&P 500) вырос на 8%, а композитный индекс NASDAQ (NASDAQ Composite, NASDAQ) снизился на 1%. Потери по портфелю инвестиций, состоящему из акций Intel Corporation, представлены в табл. 2-2.

ТАБЛИЦА 2-2**Портфель акций**

Дата	Ценная бумага	Цена акции, долл.	Количество акций	Тикер	Стоимость пакета, долл.	Рыночная стоимость пакета на 31 августа 2004 г., долл.	Убытки, долл.
31.08.2003	Покупка акций Intel	28	35 714	INTC	1 000 000	749 994	250 006

Предположим, что вместо того, чтобы инвестировать на тот же срок 1 млн долл. в акции Intel, вы решили разделить деньги на 10 равных частей, как показано в табл. 2-3. По прошествии года ваш диверсифицированный портфель увеличился бы на 6% по сравнению с потерей 25% от инвестирования всей суммы в акции Intel. Прибыль вам принесли бы акции производителей напитков, компаний аэрокосмической, фармацевтической и нефтяной промышленности, многопрофильных корпораций (Boeing, Johnson&Johnson, Pepsi Cola, ExxonMobil, Tyco), а убытки — акции компаний Mattel, работающей в сфере развлечений, Washington Mutual — в финансовом секторе, Intel и Applied Materials — в технологическом секторе, Wal-Mart — в секторе розничной торговли.

Важность диверсификации можно рассматривать и с другой стороны. Для инвестиционного портфеля, состоящего из акций одной компании, 50-процентное снижение цены акций приведет к потере 50% стоимости всего портфеля. В портфеле, состоящем из 10 равных пакетов акций различных компаний, снижение на 50% стоимости акций одной компании приведет лишь к 5-процентному снижению общей стоимости портфеля. Таким образом, очень небольшое количество акций в портфеле означает повышение степени риска вложений в каждый инструмент. Слишком большое разнообразие акций в портфеле снижает потенциал роста его стоимости.

Инвестируя в акции компаний, представляющих различные секторы экономики, мы, напротив, снижаем риски убытков. Доходность вложений в различные компании слабо взаимосвязана, что снижает степень волатильности возможного дохода. Если инвестиционный портфель состоит из акций разных компаний, работающих в одном секторе экономики, например Intel и Applied Materials, то доходность инвестиций в бумаги этих представителей рынка высоких технологий в целом будет схожей, т.е. будет иметь высокую корреляцию. Акции не связанных друг с другом компаний, представляющих различные секторы экономики, имеют низкую или отрицательную корреляцию. При увеличении количества имеющихся в инвестиционном портфеле пакетов акций различных компаний с низкими или отрицательными показателями корреляции до 30 или 40 можно эффективно устранить все риски отраслевой взаимозависимости. Таким образом, несистемные риски (операционные, деловые и финансовые) могут быть значительно снижены за счет диверсификации.

Рыночные риски

Рыночные риски возникают вследствие наличия у котировок ценных бумаг тенденции к движению в одном направлении, возникающей в качестве реакции на какие-либо внешние события, не связанные напрямую с фундаментальными показателями компаний. Опасения в этом случае связаны с тем, что под давлением рынка стоимость инвестици-

ТАБЛИЦА 2-3

Портфель акций

Сделки 31 августа 2003 г.	Цена акции, долл.	Тикер	Стоимость пакета, долл.	Рыночная цена / Стоимость пакета на 31 августа 2004 г., долл.	Прибыль (убытки), долл.
Покупка 2702 акций Boeing	37,01	BA	100 000	52 / 140 504	40 504
Покупка 2000 акций Johnson & Johnson	50	JNJ	100 000	58 / 116 000	16 000
Покупка 2222 акций Pepsi	45	PEP	100 000	50 / 111 100	11 100
Покупка 5025 акций Mattel	19,90	MAT	100 000	16 / 80 400	(19 600)
Покупка 2531 акций Washington Mutual	35	WM	100 000	38,80 / 98 202	(1 798)
Покупка 3571 акций Intel	28	INTC	100 000	21 / 74 991	(25 009)
Покупка 2631 акций ExxonMobil	38	XOM	100 000	46 / 121 026	21 026
Покупка 1669 акций Wal-Mart	59,90	WMT	100 000	52,60 / 87 789	(12 211)
Покупка 5000 акций Tyco	20	TYC	100 000	31 / 155 000	55 000
Покупка 4717 акций Applied Materials	21,20	AMAT	100 000	15,90 / 75 000	(25 000)
Итого			1 000 000	1 060 012	60 012

онного портфеля будет подвержена колебаниям. И хотя вы сможете диверсифицировать свои инвестиции практически до полного устранения деловых финансовых и операционных рисков, но так и не сумеете полностью защититься от рыночных рисков. Диверсификация не обеспечивает безопасности ваших инвестиций, когда внешние события вызывают «оползни» на фондовых рынках. Например, когда фондовый рынок идет вверх, в цене растет большинство акций, в том числе и бумаги компаний, не отличающихся ростом объемов продаж и прибыли. Аналогично, при понижательном тренде на рынке даже цены акций компаний с лучшими, чем в среднем по рынку, объемами продаж и прибылью не смогут избежать падения.

Внешние события, оказывающие влияние на котировки ценных бумаг (акций, облигаций, других активов, например, недвижимости), могут быть непредсказуемыми. Это может быть террористический акт или военные действия, смерть видного лидера иностранного государства, резкое изменение уровня инфляции, забастовка или наводнение на Среднем Западе. Инвесторы мало что могут предпринять, чтобы избежать резких колебаний котировок вследствие таких событий.

Однако в долгосрочной перспективе цены акций, как правило, отражают их фундаментальную стоимость (котировки зависят от роста прибыли компании-эмитента). Другими словами, долгосрочная доходность акций определяется фундаментальными показателями эмитента. Рыночные риски в наибольшей степени опасны для тех инвесторов, которые вкладывают деньги в инструменты фондового рынка на короткий срок. Если требуются наличные в тот момент, когда рынок падает, возможно, вам придется нести убытки при продаже акций. Для инвестирования в акции следует иметь запас времени, достаточный для того, чтобы не продавать активы себе в убыток. То же относится к инвестициям на рынке недвижимости.

Снижение рыночных рисков

Инвесторы мало что могут сделать для снижения рисков, связанных с волатильностью цен в краткосрочном периоде и соответственно высокой вероятностью получить убытки при вложении в акции или другие реальные активы. При этом цены акций являются более изменчивыми, чем цены облигаций. Таблица 2-4 показывает историческую доходность различных ценных бумаг за 74-летний период — с 1926 по 2000 г. За указанный период среднегодовая доходность акций компаний с малой капитализацией составила 12,4%, акций компаний с высокой капитализацией — 11%, среднесрочных правительственных облигаций — 5,5%, казначейских векселей — 3,9%. По этим показателям акции явно выигрывают у облигаций и казначейских векселей. Однако акции компаний с высокой и малой капитализацией имеют наибольший риск, определя-

емый стандартным отклонением их цен. Например, доходность акций компаний малой капитализации колебалась вокруг среднего значения от +45,8 (12,4 + 33,4) до -21 (12,4 - 33,4)%. При этом степень изменчивости доходности для среднесрочных правительственных облигаций была значительно ниже (в диапазоне от +11,3 до -0,3%).

ТАБЛИЦА 2-4

Исторические доходности в период 1926–2000 гг.

	Доходность, %	Риск (стандартное отклонение), %*
Акции компаний малой капитализации	12,4	33,4
Акции компаний высокой капитализации	11,0	20,2
Среднесрочные правительственные облигации	5,5	5,8
Казначейские векселя	3,9	3,2
Инфляция	3,3	4,4

* Источник: Ibbotson Associates.

На коротких отрезках времени потенциальный риск убытков от инвестиций в акции увеличивается. Таблица 2-5 содержит исторические данные о доходности ценных бумаг в период с января 2000 г. по февраль 2002 г. На этом временном отрезке акции показали отрицательную доходность, тогда как правительственные облигации и казначейские векселя имели положительную доходность. С учетом инфляции на длинных отрезках времени реальная доходность акций выглядит гораздо более привлекательно по сравнению с доходностью по облигациям и казначейским векселям (см. табл. 2-4).

ТАБЛИЦА 2-5

**Исторические доходности в период с января 2000 г.
по февраль 2002 г.**

	Доходность, %
Акции компаний малой капитализации	-1,3
Акции компаний высокой капитализации	-9,4
Среднесрочные правительственные облигации	9,9
Казначейские векселя	4,0
Инфляция	2,5

Эти статистические данные показывают, что терпеливые долгосрочные инвесторы могут существенно снизить рыночные риски инвестирования в акции. Однако инвесторы не могут полностью защитить себя от рыночных рисков, поскольку волатильность на фондовом рынке присутствует всегда. Однако с учетом реинвестирования дивидендов и прироста капитала доходность в долгосрочном периоде оказывается более стабильной.

Распределение активов при формировании сбалансированного портфеля инвестиций также уменьшает влияние рыночных рисков, что видно из табл. 2-6. Сочетание в инвестиционном портфеле акций компаний высокой капитализации и правительственных облигаций дает меньшую доходность, чем формирование портфеля только из акций, однако риск убытков при этом снижается. На рассматриваемом 74-летнем временном отрезке самый низкий показатель пятилетней доходности для смешанного портфеля составил $-3,2\%$ против $-12,5\%$ для портфеля, состоящего только из акций компаний высокой капитализации. Рынки облигаций, акций и недвижимости не всегда растут и падают синхронно. Во время снижения рынка акций рынки облигаций и недвижимости могут расти, и это дает некоторые шансы на поддержание баланса при преследовании краткосрочных инвестиционных целей.

ТАБЛИЦА 2-6

Историческая доходность при различном распределении активов в период с 1926 по 2000 г.

Состав инвестиционного портфеля	Доходность, %	Максимальная пятилетняя доходность, %	Минимальная пятилетняя доходность, %
100% акций компаний высокой капитализации	11	28,6	-12,5
50% облигаций и 50% акций компаний высокой капитализации	8,7	18,5	-3,2

Процентный риск

Процентный риск обусловлен возможностью роста или падения процентных ставок, что влияет на рыночную стоимость инвестиций. Этому риску подвержены все рыночные процентные ставки, которые, в свою очередь, оказывают влияние на доходность всех инвестиций. На ценные бумаги с фиксированной доходностью (облигации и привилегированные акции) и на недвижимость это влияние распространяется самым непосредственным образом. В периоды повышения процентных ставок цены инструментов с фиксированной доходностью снижаются, чтобы сохранить конкурентоспособность с вновь размещаемыми на рынке выпусками ценных бумаг. Это снижение цен приводит к потерям капитала

у держателей ценных бумаг с фиксированной доходностью. И наоборот, в периоды снижения процентных ставок цены уже находящихся в обращении бумаг с фиксированной доходностью растут, обеспечивая своим владельцам прирост капитала. Аналогичное влияние рост и снижение процентных ставок оказывают на рынке недвижимости.

Изменение процентных ставок оказывает меньшее влияние на цены обыкновенных акций, чем на цены инструментов с фиксированной доходностью. Высокие процентные ставки, как правило, оказывают давление на цены рынка акций, а низкие обычно идут рука об руку с «бычьим» рынком. Высокие процентные ставки многими инвесторами воспринимаются как сигнал к продаже акций и переходу на рынок облигаций ради получения более высокой купонной ставки. Когда процентные ставки снижаются, инвесторы переходят с рынка облигаций и денежного рынка на рынок акций.

Инфляционный риск (риск снижения покупательной способности)

Инфляционный риск, или риск снижения покупательной способности, — это риск того, что изменение потребительских цен приведет к снижению реальных доходов от инвестиций. Если цены растут в результате инфляции, то на 1 долл. в будущем можно будет приобрести меньше товаров и услуг, чем сегодня. Этот риск оказывает наибольшее влияние на инвестиции в инструменты с фиксированной доходностью (облигации, депозитные счета и сертификаты) и на активы, не приносящие дохода (беспроцентные текущие счета и наличные «под матрасом»).

Активы, стоимость которых изменяется вместе с общим уровнем цен (обыкновенные акции, недвижимость и сырье), лучше работают в периоды низкой и умеренной инфляции. Для защиты от инфляционного риска следует выбирать те инвестиционные инструменты, ожидаемая доходность по которым выше, чем ожидаемый уровень инфляции.

Среди всех финансовых активов в периоды низкой и умеренной инфляции лучшие результаты показывают обыкновенные акции. В периоды высокой инфляции все финансовые активы, включая обыкновенные акции, работают плохо. Однако обыкновенные акции и в такие периоды показывают более высокую доходность, чем облигации и инструменты денежного рынка.

Случайные риски

Случайные риски в широком смысле подразумевают возможность наступления таких событий, которые могут повлиять на стоимость облигаций и акций. В отношении отдельно взятой компании таким событием может стать привлечение слишком большого кредита, что может приве-

сти к снижению цен на ее обращающиеся облигации. К случайным рискам относятся и результаты таких событий, как политические потрясения, вмешательство государства в частный сектор или стихийные бедствия. Например, акции Taiwan Semiconductor упали в цене после землетрясения на Тайване, поскольку инвесторы опасались, что производственные мощности компании были повреждены. Поскольку такие события трудно предсказать, инвесторы мало что могут сделать для защиты от данного вида рисков. Однако они могут оценить и учесть возможные последствия наступления таких событий.

Валютные риски

Валютные риски заключаются в опасности того, что изменение курса валюты может привести к потере инвестиционной стоимости активов. Увеличение стоимости доллара по отношению к иностранной валюте может свести к нулю доходность и привести к потере капитала при продаже иностранных ценных бумаг, номинированных в обесценившейся валюте. Например, 10-процентный рост курса доллара по отношению к британскому фунту «съедает» 10-процентный прирост стоимости акций британских компаний. Падение курса доллара отражается не только на стоимости акций и облигаций американских компаний, но и на экономике США, поскольку импортные товары становятся более дорогими, что способствует ускоренному росту инфляции. Чтобы смягчить потенциальный рост инфляции, Федеральный резервный банк начинает повышать процентные ставки. Это оказывает негативное влияние на фондовый рынок. Цены на обращающиеся облигации в этом случае снижаются, а инвесторы продают акции ради получения более высокого дохода за счет вложений в новые выпуски облигаций.

Риск потери ликвидности

Риск потери ликвидности обусловлен наличием вероятности того, что инвестор при необходимости не сможет конвертировать свои инвестиции в денежные средства быстро и без значительных потерь. Ценные бумаги различаются по степени ликвидности, и чем выше ликвидность инструмента, тем легче его продать или купить без дополнительных затрат. При инвестировании в определенный актив надо учитывать следующие факторы:

- время, необходимое для реализации данного актива;
- относительную определенность цены, по которой можно будет продать актив.

Если планируется инвестировать на короткий срок, то следует вкладывать деньги в инструменты, обладающие высокой ликвидностью (сберегательные счета, казначейские векселя, взаимные фонды денежно-

го рынка). Казначейские векселя можно быстро продать с небольшой уступкой в цене, в то время как для продажи 20-летних «мусорных» облигаций потребуется не только затратить определенное время, но и пойти на значительные уступки в цене продажи.

Чаще всего это происходит при продаже низколиквидных облигаций, сделки с которыми происходят довольно редко и торговля которыми ведется с широким спредом (разницей между рыночной ценой покупки и продажи). Такие облигации являются «неходовыми»; это означает, что они не могут быть проданы достаточно быстро.

Активно торгуемые на фондовом рынке обыкновенные акции являются рыночными, ликвидными, поэтому их можно быстро реализовать. Кроме того, ликвидность таких акций может поддерживаться незначительным спредом. Однако это относится далеко не ко всем акциям, торговля которыми ведется на биржевых, а тем более на внебиржевых площадках. У низколиквидных акций спреда могут быть очень широкими, и цена продажи может оказаться значительно ниже цены покупки. Это может стать проблемой, если понадобится срочно продать свои низколиквидные акции, а покупателей на них в нужный момент не окажется. В этом случае вам придется выставлять свои акции на продажу по более низкой цене, чтобы вызвать к ним интерес покупателей. Наличие риска потери ликвидности низколиквидных обыкновенных акций и средне- и долгосрочных облигаций вполне предсказуемо. Другие инвестиционные активы (недвижимость и предметы коллекционирования) могут иметь еще более низкую ликвидность.

СВЯЗЬ МЕЖДУ РИСКАМИ И ДОХОДНОСТЬЮ

К этому моменту вы уже должны понимать, что даже самые консервативные инвестиции сопряжены с определенным риском. Однако не инвестировать вовсе также рискованно. Например, хранение денег «под матрасом» таит в себе риск потерь в результате их кражи, снижения покупательной способности, если цены на товары и услуги растут. Если вы знаете степень риска для каждого инвестиционного актива, то можете лучше управлять общим риском своего инвестиционного портфеля.

Существует прямая зависимость между риском и доходностью: чем выше риск, тем выше потенциальная доходность. Однако инвестирование в ценные бумаги с наибольшей доходностью, а следовательно, с наибольшим риском может привести к финансовому краху, если что-то пойдет не по плану.

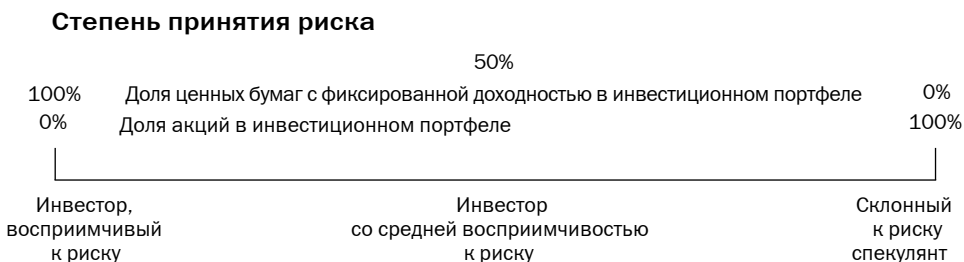
Понимания рисков, связанных с различными инвестициями, недостаточно без учета вашего личного восприятия этих рисков. Уровень риска, который вы способны принять, зависит от многих факторов: особенностей вашего характера, ваших инвестиционных целей, общего размера

капитала, размера инвестиционного портфеля, наличия хорошего запаса времени для осуществления долгосрочных инвестиций и др.

Какова степень вашего беспокойства по поводу совершенных инвестиций? Будете ли вы ежедневно следить за изменением цен ваших акций и облигаций? Сможете ли вы спокойно спать по ночам, если цены приобретенных активов опустятся ниже цен их покупки? Будете ли вы звонить своему брокеру каждый раз, когда цена актива упадет на один-два пункта? Если это так, то вы не готовы к принятию высоких рисков, и ваш инвестиционный портфель должен в большей степени состоять из консервативных инструментов, которые создают доход за счет сохранения капитала. Доля акций в таком портфеле должна стремиться к нулю при возрастании степени вашей обеспокоенности инвестициями.

Рисунок 2-2 иллюстрирует степень принятия риска. Если вы относитесь к инвесторам, склонным принимать на себя высокие риски, то можете инвестировать большую часть своего капитала в акции и, возможно, другие рискованные активы, например недвижимость.

РИСУНОК 2-2



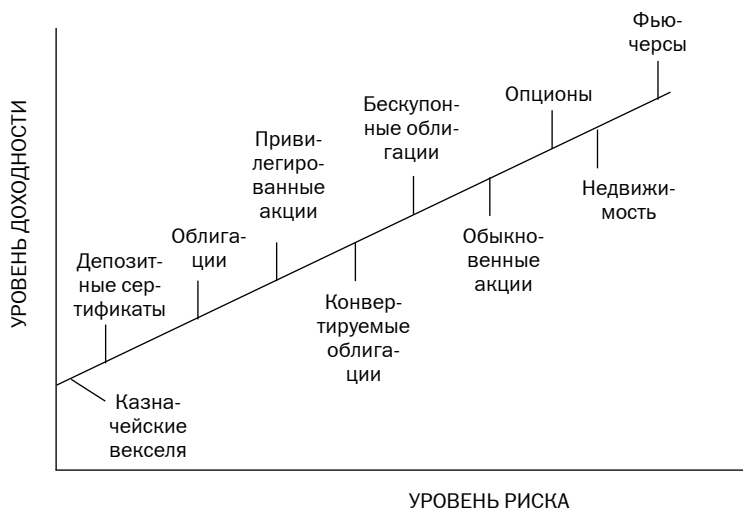
Каждый вид инвестиционных активов ассоциируется с широким диапазоном доходности. Например, разные виды обыкновенных акций, среди которых можно выделить «голубые фишки», акции роста, дохода и спекулятивные акции, ведут себя по-разному. Акции дохода в целом характеризуются меньшим риском, и доходность по ним формируется в основном за счет дивидендов, в то время как акции роста являются более рискованными и, как правило, предлагают более высокую доходность за счет прироста стоимости. Широкий спектр рисков и доходности присущ и различным видам облигаций.

Вы должны быть осведомлены о наличии диапазона рисков и доходности для различных видов ценных бумаг, чтобы выбрать инвестиционные инструменты с наиболее приемлемым именно для вас уровнем риска. Рисунок 2-3 иллюстрирует общее соотношение рисков и доходности для разных типов ценных бумаг. Чем выше риск, тем выше ожидаемый доход. Однако это не означает, что инвестиции в самые рискованные ценные бумаги всегда приносят наибольшую отдачу. Это означает лишь то, что ожидаемая доходность этих ценных бумаг является

более высокой. Существующая определенность в отношении доходов, получаемых инвесторами от казначейских векселей, является причиной того, что ставку дохода по этому инструменту принимают в качестве *безрисковой ставки*. Безрисковой является такая ставка доходности, которая может быть получена за счет инвестиций в инструменты с уровнем риска, близким к нулю. Именно таким инструментом являются, например, казначейские векселя США.

РИСУНОК 2-3

Соотношение риска и доходности для различных видов инвестиций



Следует иметь в виду, что при наличии широкого диапазона рисков и доходности по каждому виду ценных бумаг шансы получить доходность, близкую к нижней границе диапазона, будут выше, если деньги инвестируются в «мусорные» облигации, нежели в «голубые фишки». Например, из табл. 2-4 видно, что за 74-летний период — с 1926 по 2000 г. реальная доходность инвестиционного портфеля, состоявшего из обыкновенных акций компаний высокой капитализации, составила в среднем 7,7% годовых (11% минус 3,3% инфляции). В то же время средний уровень реальной доходности акций компаний малой капитализации составил 8,1% (12,4% минус 3,3% инфляции). Реальная среднегодовая доходность среднесрочных правительственных облигаций за тот же период составила 2,2% (5,5% минус 3,3% инфляции), а средняя реальная доходность казначейских векселей оказалась на уровне 0,6% (3,9% минус 3,3% инфляции). Реальная доходность определяется как разница между номинальной средней доходностью и средним уровнем инфляции. Риск убытка в любой год из рассматриваемого периода был выше по обыкновенным акциям, чем по облигациям.

РАСЧЕТ УРОВНЯ ДОХОДНОСТИ

Доходность (норма, уровень доходности) — степень увеличения (или уменьшения) инвестированной суммы за определенный период времени. Целью инвестирования является получение процентных доходов (процентов и дивидендов) и/или прирост стоимости приобретенных активов (когда цена продажи инвестиционного инструмента выше цены, по которой он куплен). Некоторые инструменты (сберегательные счета и депозитные сертификаты) предлагают только процентный доход с вложенного капитала, тогда как другие, например обыкновенные акции, имеют потенциал как получения дохода в виде дивидендов, так и прироста вложенного капитала за счет повышения стоимости актива. Если цена ваших акций падает ниже цены их покупки, и вы продаете эти акции, то получаете убыток. Простой расчет совокупного дохода включает в себя процентный доход, доход от прироста капитала и полученные убытки.

Расчет доходности важен для оценки роста или падения стоимости инвестиций и является критерием оценки эффективности инвестиционного портфеля.

Расчитать общую доходность инвестиций можно по следующей формуле:

$$\text{Доходность за период} = \frac{(\text{Конечная стоимость} - \text{Начальная стоимость}) + \text{Выплаты по ценным бумагам}}{\text{Стоимость покупки актива}}$$

В расчетах следует учитывать размер спреда, а также величину комиссий. Например, если в начале года вы купили акцию за 1500 долл. (включая все комиссии), а в конце года продали ее за 1800 долл. (за вычетом всех комиссий) и получили на эту акцию дивиденды в размере 50 долл., то доходность инвестиций составит 23%:

$$\text{Доходность} = (1800 - 1500) + 50 / 1500 = 23\%$$

Такой расчет прост и удобен для использования, но не слишком точен, когда речь идет о долгосрочных инвестициях, поскольку он не учитывает будущую стоимость денег. Концепция *будущей стоимости денег* основывается на том, что доллар сегодня стоит больше в будущем за счет потенциальных доходов в будущем. Например, если вы вкладываете 1 долл. под 5% годовых, то через год он обернется в 1,05 долл. Аналогично доллар, получаемый в конце года, стоит меньше, чем доллар, полученный в начале года.

Расчитанная простая средняя ставка доходности (23%) не учитывает дохода, который можно получить за счет реинвестирования дивидендов. Другими словами, если бы вы инвестировали 50 долл., полученные в виде дивидендов, то общая доходность ваших инвестиций составила бы более 23%.

Учет в расчетах будущей стоимости денег дает более точную оценку уровня доходности инвестиций. Однако расчеты при этом усложняются, поскольку доходность акций будет равна дисконтированным потокам и отношению ожидаемой цены акций к текущей цене их покупки. Эта формула лучше работает в отношении облигаций, чем обыкновенных акций, поскольку купонные ставки по облигациям, как правило, фиксированы, а размер дивидендов по обыкновенным акциям колеблется (и поэтому можно лишь делать догадки в отношении их величины). Если компания терпит убытки, то она может сократить дивиденды, как это сделала Ford Motor Company, чтобы сохранить свои оборотные средства. Если прибыль компании растет, то она может увеличить дивидендные выплаты. Будущая цена акций еще менее определена. Если облигации погашаются по их номинальной стоимости, то в отношении будущей цены акций остается только делать предположения.

КАК РАССЧИТАТЬ ДОХОДНОСТЬ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ

Умение рассчитывать доходность инвестиционного портфеля весьма полезно. Следующий пример иллюстрирует такой расчет для портфеля, состоящего из пяти пакетов акций различных компаний со следующими доходностями:

Акции	Доходность, %
A	7,5
B	6,2
C и D	2,0
E	-3,1

Доходности пакетов акций взвешиваются согласно их доле в портфеле и затем суммируются для получения средневзвешенной доходности портфеля.

Акции	Вес (доля)		Доходность		Средневзвешенная доходность, %
A	1/5	×	0,075	=	1,5
B	1/5	×	0,062	=	1,24
C и D	2/5	×	0,02	=	0,8
E	1/5	×	-0,031	=	<u>-0,62</u>
					2,92

Средневзвешенная доходность инвестиционного портфеля равна 2,92%.

Чтобы сравнивать доходность своего инвестиционного портфеля со среднерыночной доходностью, следует научиться рассчитывать этот показатель достаточно точно. Это не так легко сделать, если на протяжении расчетного периода вы вносили и снимали денежные средства со своего

инвестиционного счета. Можно вспомнить, что несколько лет назад у членов инвестиционного клуба Beardstown Ladies Investment Club были проблемы с точным расчетом полученной ими доходности. Они утверждали, что их среднегодовая доходность за длительный период времени измеряется двузначными величинами, что превышало среднерыночный показатель. Однако затем оказалось, что их подсчеты были неправильными. По результатам аудиторской проверки, проведенной известной бухгалтерской фирмой, выяснилось, что на самом деле среднегодовая доходность инвестиционного клуба составляла менее 10%.

Формула для расчета доходности инвестиционного портфеля, в течение расчетного периода в который не вносились и из которого не изымались денежные средства и активы, уже приводилась выше и выглядит достаточно просто:

$$\text{Доходность за период владения} = \frac{(\text{Баланс на конец периода} - \text{Начальный баланс})}{\text{Начальный баланс}}$$

Таблица 2-7 показывает, как рассчитать доходность инвестиционного портфеля, если в расчетном периоде в него вносились и из него изымались средства.

ТАБЛИЦА 2-7

Расчет доходности инвестиционного портфеля, если в расчетном периоде в него вносились и из него изымались средства

Например, на начало года общая стоимость активов в вашем портфеле составляла 100 000 долл., а в конце года она увеличилась до 109 000 долл., значит, вы получили доход в размере 9% годовых: $(109\,000 - 100\,000) / 100\,000$.

Если в течение года в данный портфель вводились и/или из него выводились средства, то доходность портфеля рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{Доходность за период владения} = \frac{\{\text{Купонный доход} + \text{Дивиденды} + \text{Реализованный доход от прироста стоимости} + \text{Нереализованный доход}\}}{\text{HPR, Holding-period return} = \frac{\{\text{Первоначальная сумма инвестиций} + [\text{Вновь внесенные средства} \times (\text{Количество месяцев в портфеле} / 12)] - [\text{Изъятые средства} \times (\text{Количество месяцев после изъятия} / 12)]\}}{}}$$

Например, предположим, что стоимость инвестиционного портфеля на начало года составляла 110 500 долл. В течение года были получены дивиденды в размере 8600 долл., реализованные доходы в размере 12 000 долл. и нереализованный убыток в размере 6000 долл. Дополнительные средства в размере 10 000 долл. были внесены в начале апреля, а 4000 долл. были выведены в конце октября. Годовая доходность такого портфеля составила 12,44%:

$$\text{HPR} = [8600 + 12\,000 - 6000] / [110\,500 + 10\,000 \times (9 / 12) - 4000 \times (2 / 12)] = 12,44\%$$

Доходность в размере 12,44% до уплаты налогов можно сравнить с аналогичным показателем базового индекса за тот же период времени.

ОЦЕНКА ДОХОДНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ НА ОСНОВЕ БИРЖЕВЫХ ИНДЕКСОВ

Большое количество различных индексов фондового рынка предоставляет широкие возможности для оценки доходности, полученной по вашему инвестиционному портфелю. Вы можете использовать эти показатели в следующих целях:

- 1) для определения текущего состояния фондового рынка;
- 2) для сравнения доходности вашего портфеля с доходностью взаимных фондов;
- 3) для прогнозирования будущих рыночных трендов.

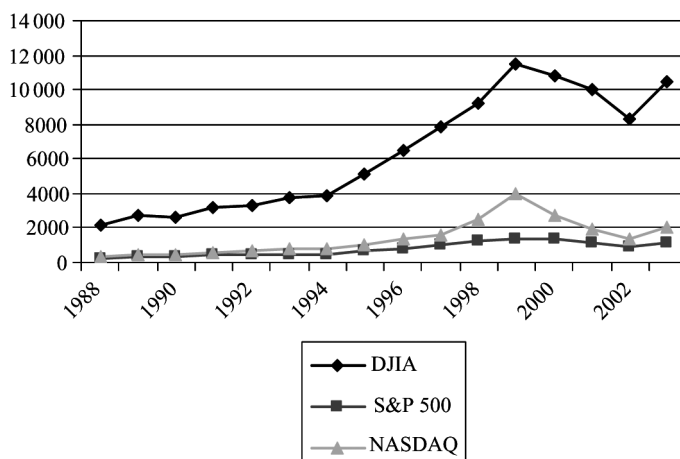
Эти биржевые индексы дают поверхностное представление о движении цен отдельных акций. Однако, прежде чем проводить какие-либо сравнения, следует разобраться во взаимосвязях и отличиях между индексами и отдельными акциями. Например, инвестору нет необходимости паниковать, если индекс Доу Джонса снизился в один из дней на 150 пунктов, равно как рост индекса NASDAQ на 40 пунктов не повод для пира на весь мир.

В целом значения различных фондовых индексов изменяются в разной степени, но в одном направлении, хотя иногда все же наблюдаются расхождения. На рис. 2-4 представлено сравнение динамики трех основных фондовых индексов. Различия обусловлены составом акций, цены которых учитываются при расчете каждого индекса, методом расчета индекса, а также тем, какой вес имеют те или иные акции в каждом индексе.

Эти различия объясняют расхождения в динамике значений индексов. Ниже приведено описание наиболее популярных фондовых индексов.

РИСУНОК 2-4

Сравнение динамики изменения ведущих фондовых индексов, 1988–2003 гг.



Индекс Доу Джонса

Индекс Доу Джонса является старейшей и наиболее популярной мерой оценки доходности на фондовом рынке. DJIA рассчитывается на основе цен акций 30 крупнейших американских компаний. Ежедневно цены закрытия каждой из 30 акций суммируются, затем полученный результат делится на фиксированный коэффициент. Этот коэффициент имеет очень небольшую величину (например, по состоянию на 3 мая 2005 г. он составил 0,13532775), из-за чего значение DJIA получается большим, чем средняя цена заданных акций. При введении индекс Доу Джонса определялся как среднее арифметическое цен всех входящих в него акций. Однако из-за происходившего дробления акций и изменения состава учитываемых в расчете акций было принято решение о введении специального коэффициента (постоянного делителя), который позволял учитывать как дробления акций, так и изменения в составе индекса. Наличие этого корректирующего коэффициента объясняет, почему DJIA может принимать значения, превосходящие уровень в 10 000 пунктов.

Так как при расчете индекса Доу Джонса учитываются цены акций лишь небольшого количества компаний, на протяжении многих лет ведется постоянная работа, цель которой — гарантировать, что входящие в состав индекса компании широко представлены на рынке. В результате в 1997 г. четыре компании [Bethlehem Steel, Texaco, Westinghouse (ныне Viacom) и Woolworths (сейчас Venator Group)] были исключены из расчета индекса и заменены на компании Hewlett-Packard, Johnson&Johnson, Citigroup и Wal-Mart. Последующие изменения заключались во включении в состав индекса акций Microsoft и Intel Corporation.

Индекс Доу Джонса постоянно критикуется. Во-первых, в расчете этого индекса не применяется весовой подход, а это приводит к тому, что изменение цены более дорогих акций оказывает большее влияние на величину индекса, чем изменение цены более дешевых акций. Во-вторых, учитывая цены только 30 «голубых фишек», DJIA вряд ли имеет широкую рыночную репрезентативность.

И тем не менее этот индекс может быть полезен инвесторам. Во-первых, анализируя график DJIA за определенный период времени, инвесторы могут наблюдать периоды роста и падения рынка, что помогает им решить, когда следует покупать и продавать акции. Во-вторых, индекс DJIA может быть использован в качестве критерия для сравнительного анализа, позволяющего установить, какую доходность принесли акции ваших «голубых фишек» и взаимные фонды «голубых фишек» в сравнении с изменением значения индекса за тот же период времени. Однако, поскольку индекс включает в себя только акции 30 компаний, вы также можете использовать в анализе более репрезентативные рыночные индикаторы. В табл. 2-8 сравниваются индексы DJIA, Standard and Poor's 500 и Dogs of the Dow («Собаки Доу») за последние 10 лет.

Индекс «Собаки Доу» является вариацией индекса Доу Джонса. Он рассчитывается на основе цен 10 входящих в состав индекса Доу Джонса акций, по которым в течение года выплачивались самые высокие дивиденды. Список учитываемых в данном индексе акций пересматривается ежегодно.

Другими разновидностями средневзвешенного индекса DJIA являются *транспортный индекс Доу Джонса (Dow Jones Transportation Average, DJTA)*, в состав которого входят акции 20 крупнейших транспортных компаний; *коммунальный индекс Доу Джонса (Dow Jones Utility Average, DJUA)*, который включает в себя акции 15 крупных компаний сферы коммунального обслуживания; *композиционный индекс Доу Джонса (Dow Jones Composite Average, DJCA)*, который объединяет три перечисленных индекса и входящие в них акции.

ТАБЛИЦА 2-8**Доходность индексов**

Год	DJIA, %	S&P 500, %	Dogs of the Dow, %
1989	31,7	31,5	26,5
1990	-0,4	-3,2	-7,6
1991	23,9	30,0	34,3
1992	7,4	7,6	7,9
1993	16,8	10,1	27,3
1994	4,9	1,3	4,1
1995	36,4	37,6	36,5
1996	28,6	23,0	27,9
1997	24,9	33,4	21,9
1998	18,1	28,6	10,7
1999	27,2	21,1	4
2000	-4,7	-9,2	6,4
2001	-5,4	-11,9	-4,9
2002	-14,9	-22,1	-8,9
2003	28,3	28,7	28,7
10-летняя доходность	14,4	13	12,9*

* За 10-летний период, завершившийся 31 декабря 2003 г.

Индекс Standard & Poor's 500

Индекс Standard & Poor's 500 Index (S&P 500) состоит из акций 500 компаний, которые торгуются на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) и в системе NASDAQ. Существует отраслевое деление акций, входящих в состав индекса S&P 500, в соответствии с которым рассчитываются следующие отраслевые индексы:

- промышленный индекс S&P (S&P Industrial Index), включающий акции 400 производственных компаний;
- транспортный индекс S&P (S&P Transportation Index), включающий акции 20 транспортных компаний;
- коммунальный индекс S&P (S&P Utilities Index), включающий акции 40 компаний сектора коммунального обслуживания;
- финансовый индекс S&P (S&P Financial Index), рассчитываемый на основе цен акций 40 финансовых компаний.

Чаще всего используется основной индекс S&P 500. Данный индикатор является взвешенным по рыночной капитализации и рассчитывается на основе суммарной рыночной капитализации (стоимости всех акций) 500 компаний, которая делится на суммарную рыночную капитализацию 500 крупнейших компаний в базовом году, а затем умножается на 10. Ежедневное процентное увеличение или снижение суммарной рыночной капитализации отображается в изменении величины индекса.

Учитывая цены акций 500 компаний, индекс S&P 500 является более представительным, чем DJIA, рассчитываемый на основе цен акций только 30 компаний. Состав индекса S&P 500 время от времени пересматривается в целях наиболее широкого отражения экономики.

Индекс S&P 500 является важной мерой эффективности акций крупнейших компаний, что подтверждается растущей популярностью взаимных фондов, сформированных на его основе (инвестиционные портфели данных фондов сформированы так, чтобы их доходность соответствовала динамике изменения значения индекса S&P 500). В 1998 г. эти фонды по уровню доходности превосходили большинство активно управляемых фондов. И прежде всего, это случилось потому, что многие активно управляемые взаимные фонды вкладывали деньги в акции компаний малой капитализации, цены которых росли хуже, чем цены акций 50 крупнейших компаний, входящих в индекс S&P 500. С 1995 по 1999 г. и DJIA, и S&P 500 выросли более чем в 2 раза, однако затем потеряли половину своей стоимости на «медвежьем» рынке 2000—2002 гг. Акции компаний малой капитализации отставали в росте и не принимали участия в четырехлетнем биржевом ралли 1995—1999 гг.

Индекс New York Stock Exchange Composite

Композитный индекс Нью-Йоркской фондовой бирже (New York Stock Exchange Composite, NYSE Composite) является еще более репрезентативным, чем индекс S&P 500, поскольку включает в себя абсолютно все акции, торгуемые на Нью-Йоркской фондовой бирже. Как и S&P 500, индекс NYSE Composite является взвешенным по рыночной цене и рассчитывается по отношению к базовому значению, которое впервые было определено 31 декабря 1965 г. В этот день индекс NYSE Composite стартовал с отметки 50 пунктов. В дополнение к основному индексу

NYSE Composite рассчитываются также отраслевые индексы для акций промышленных, коммунальных, транспортных и финансовых компаний.

Индекс NASDAQ Composite

Композитный индекс *NASDAQ* рассчитывается на основе стоимости всех акций, торгуемых в системе *NASDAQ*. Индекс *NASDAQ* традиционно является более волатильным, чем *DJIA* и *S&P 500*, поскольку в нем учитываются цены торгуемых на внебиржевом рынке акций менее крупных компаний, чем те, которые присутствуют на Нью-Йоркской фондовой бирже. Соответственно, эти акции являются более спекулятивными. Таким образом, рост индекса *NASDAQ Composite* можно интерпретировать как рост интереса инвесторов к акциям мелких компаний.

Другие индексы

Индекс *American Stock Exchange* (*AMEX*) представляет собой взвешенный по капитализации индекс всех акций, торгуемых на этой бирже.

Индекс *Wilshire 5000* является самым широким индексом и включает в себя все акции всех компаний, зарегистрированных на *NYSE* и *AMEX*, а также многих крупных компаний, акции которых торгуются на внебиржевом рынке.

Индекс *Value Line Composite* отличается от других биржевых индикаторов тем, что рассчитывается с помощью геометрического усреднения на основе цен 1700 акций, которые котируются на *NYSE*, *AMEX* и внебиржевых площадках.

Индекс *Russell 3000* еще один индикатор широкого рынка, охватывающий 98% акций компаний США. Акции 1000 крупнейших компаний входят в индекс *Russell 1000*; остальные акции входят в структуру индекса компаний малой капитализации — *Russell 2000*.

Индекс *EAFE* является эталоном для сравнения доходности акций и взаимных фондов акций иностранных компаний. Данный индекс включает в себя акции 1026 компаний из 20 стран мира, представляющих Европу, Австралию и Дальний Восток.

На какой индекс ориентироваться

Исследования показали, что все биржевые индикаторы коррелируют между собой, т.е. все они движутся в одном направлении. Однако существуют и некоторые различия. Так, индексы *NASDAQ* и *AMEX* не сильно коррелируют с *S&P 500* и *DJIA*. Это объясняется тем, что компании, акции которых представлены в индексах *NASDAQ* и *AMEX*, являются более молодыми, более рискованными и менее крупными, чем компании, акции которых входят в расчет индексов *DJIA* и *S&P 500*. Оптимально в качестве ориентира для сравнения доходности выбирать

индекс, который по составу входящих в него акций наиболее близок к вашему инвестиционному портфелю.

Биржевые индексы являются удобными инструментами оценки фондового рынка, а также индикаторами направления рынка в тот или иной период времени. С помощью этих индикаторов можно понять, насколько хорошую доходность по сравнению со среднерыночной показали отдельные акции и взаимные фонды на одном и том же временном отрезке.

ЦЕЛЕСООБРАЗНОСТЬ ОЦЕНКИ РИСКОВ И ДОХОДНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ В АКЦИИ

Как отмечалось выше, диверсифицированный портфель, состоящий из пакетов акций 20—40 различных компаний, позволяет снизить несистемные риски инвестиционного портфеля. Сокращение некоторых рисков должно привести к уменьшению степени волатильности доходности инвестиционного портфеля. Диверсификация не позволяет избавиться от системных рисков, но части рисков удастся избежать за счет использования долгосрочных инвестиций. Если у вас нет достаточного запаса времени, чтобы переждать падение котировок, то вам придется продавать свои акции по более низким ценам, в то время как, обладая длинным временным горизонтом, вы сможете продать свои акции тогда, когда цена на них будет достаточно высокой.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ И ВЫБОР ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Как отмечалось выше, диверсификация позволяет снизить некоторые риски, связанные с инвестированием. Например, когда цена одних акций из инвестиционного портфеля падает, другие акции растут в цене, и таким образом компенсируются ваши убытки. Однако диверсификация не снижает рыночных рисков. Если цены на фондовом рынке в целом снижаются, снижается и стоимость диверсифицированного портфеля. Когда цены на рынках облигаций и акций движутся вниз, даже диверсифицированный портфель не может защитить от потери капитала. Фактором, действительно способным помочь в борьбе с рыночными рисками, является время. Совершая долгосрочные инвестиции, вы можете дожидаться восстановления цен на акции по окончании периода их снижения.

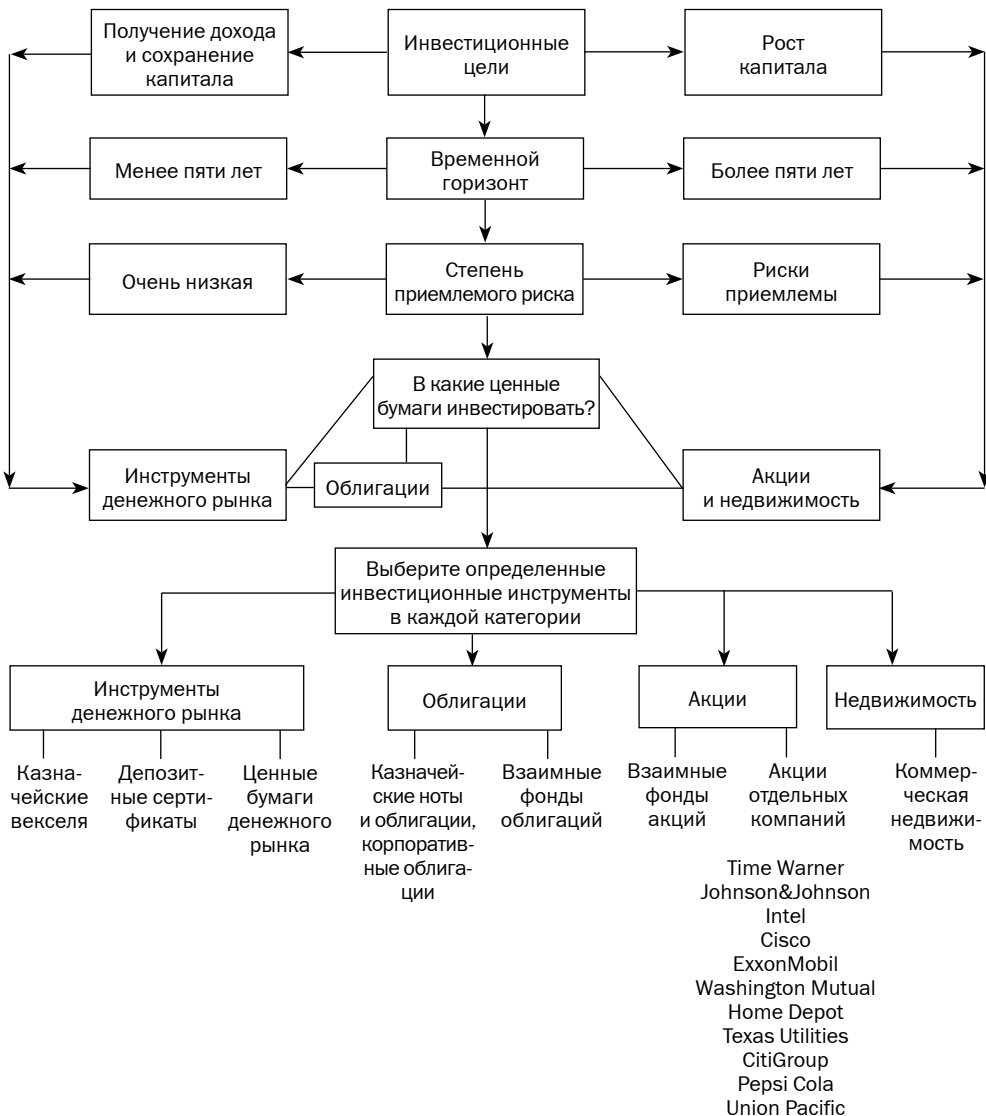
Выбор конкретных ценных бумаг для инвестиций зависит от ваших целей и финансовых условий (семейного положения, возраста, наличия иждивенцев, уровня образования, дохода, размера капитала, размера инвестиционного портфеля), отношения к риску, уровня ожидаемой доходности и экономической ситуации. *Распределение активов* происходит по широкому спектру инвестиционных инструментов, включая

акции, облигации, инструменты денежного рынка, опционы, фьючерсы, золото и недвижимость. Представленная на рис. 2-5 модель иллюстрирует, как подход к распределению активов определяет выбор конкретных инвестиционных инструментов.

Например, если вашей целью является прирост капитала и вы молоды, не имеете семьи и являетесь профессионалом с отличной заработной платой, то вы можете принять на себя бóльшие риски ради получения более высокой доходности от инвестиций. Поскольку вы имеете

РИСУНОК 2-5

Распределение активов и выбор инвестиционных инструментов



солидный запас времени и не нуждаетесь в получении сиюминутного дохода, бóльшая часть вашего портфеля может состоять из обыкновенных акций. В этом случае распределение активов может выглядеть следующим образом:

акции —	75%;
недвижимость —	10%;
облигации —	5%;
инструменты денежного рынка —	10%.

Однако если вы не приемлете риска, то вам больше подходит консервативная модель распределения активов, которая будет иметь такой вид:

акции —	60%;
облигации —	30%;
инструменты денежного рынка —	10%.

Неработающий инвестор пенсионного возраста, располагающий ограниченным доходом, стремящийся получить дополнительные средства и сохранить накопленный капитал, будет распределять активы иначе. Он не может позволить себе высокие риски, и его сроки инвестирования будут существенно ниже. Для создания источника регулярных поступлений денежных средств бóльшую часть своего инвестиционного портфеля он отведет под ценные бумаги с фиксированным доходом, имеющие различные сроки погашения. Как правило, чем больше срок до погашения, тем выше доходность, хотя отдаленный срок погашения увеличивает инвестиционные риски. В зависимости от обстоятельств для обеспечения роста капитала небольшую долю инвестиционного портфеля могут составлять обыкновенные акции. Предлагаемая для данного случая модель распределения активов может выглядеть так:

акции —	15%;
облигации —	65%;
инструменты денежного рынка —	20%.

Как видно, доли акций, облигаций и инструментов денежного рынка в инвестиционном портфеле варьируются в зависимости от обстоятельств и размера вашего портфеля. Модель, идеально подходящая для одного инвестора, может быть абсолютно неприемлема для другого. Например, финансовые условия у двух разных инвесторов могут совпадать, но одному из них, возможно, придется держать бóльшую долю капитала в инструментах денежного рынка, чтобы оплачивать медицинские счета или нести другие текущие расходы.

План распределения активов должен быть достаточно гибким, чтобы приспосабливаться к изменениям личных обстоятельств и экономической конъюнктуры. Например, в период снижения процентных ставок бóльшая часть портфеля может быть занята обыкновенными акциями. Если же процентные ставки растут, можно увеличить долю инструментов денежного рынка, а когда условия станут более благоприятными, можно вновь инвестировать в акции (табл. 2-9).

ТАБЛИЦА 2-9**Основные принципы распределения активов**

1. Проанализируйте свои цели и личные финансовые обстоятельства. Чтобы получать регулярные доходы и сохранять капитал при распределении активов, предпочтение следует отдать облигациям и инструментам денежного рынка. Если получение регулярного дохода не обязательное требование и инвестор более заинтересован в будущем приросте капитала, акцент надо сделать на акции и недвижимость.
2. Определите, какие риски вы готовы нести. Если вы имеете большой запас времени и способны принять на себя более высокие риски, вам следует сосредоточить свое внимание на фондовом рынке и рынке недвижимости. Если вы не готовы принять высокие риски, то ваша модель распределения активов должна ориентироваться в сторону облигаций и инструментов денежного рынка.
3. Оцените имеющийся у вас запас времени. Если вы достаточно молоды (вам около 25 лет), отведите большую часть своего инвестиционного портфеля под акции. Если вы не можете ждать достаточно долго, то надо инвестировать большую часть своего капитала в облигации, а не в акции.
4. Вы должны реально оценивать возможную доходность своих инвестиций. За последние два десятилетия доходность инвестиций была весьма впечатляющей. Долгосрочные облигации в 1980-х гг. приносили в среднем около 13% в год. Доходность акций была аномально высокой в конце 1990-х гг. в связи с бумом высоких технологий и раздуванием «пузыря» акций интернет-компаний, но уже в начале 2000-х гг. она резко сократилась до более реалистичных уровней. Например, индекс S&P 500 вырос примерно на 37% в 1995 г., на 22% в 1996 г., и на 33% в 1997 г. Последние два десятилетия были аномально успешными для инвестиций в акции и облигации в связи со снижением процентных ставок с 17% в 1980 г. до 3—5% в начале 2000-х гг. При составлении своих планов следует учитывать возможность снижения инвестиционной доходности в будущем до более реалистичных уровней.
5. Модель распределения активов должна строиться на основе компромисса между рисками и доходностью. То, как вы распределяете свои активы, напрямую влияет на ваши риски и доходность. Например, согласно результатам исследований, проведенных Ibbotson and Sinquefeld (в 1994 г.), диверсификация инвестиционного портфеля позволяет значительно снизить уровень рисков и увеличить доходность. Исследователи сформировали три портфеля, которые тестировались на исторических данных за 1926—1993 г. Первый портфель состоял исключительно из долгосрочных правительственных облигаций и имел среднегодовой доход в размере 5,5% с риском (характеризующимся величиной стандартного отклонения) составляющим 11,3%. Второй, более диверсифицированный портфель на 63% состоял из казначейских векселей, 12% занимали долгосрочные правительственные облигации и 25% капитала было вложено в обыкновенные акции крупных компаний. Этот портфель показал такую же среднегодовую доходность, как и первый (5,5%), но при этом уровень риска снизился до 6,1%. Третий портфель на 52% состоял из акций крупных компаний, на 14% из долгосрочных правительственных облигаций и на 34% из казначейских векселей. Среднегодовая доходность этого портфеля составила 8% с уровнем риска 11,3%. Так, при том же уровне риска, что и у первого портфеля, удалось получить значительно более высокую доходность.
6. Определив для себя подходящую модель распределения активов, можно перейти к выбору конкретных инвестиционных инструментов. В своем выступлении на общенациональном совещании Американской ассоциации индивидуальных инвесторов, состоявшемся 10 июля 1998 г., Джон Дж. Бреннан привел в качестве примера инвестиционный портфель, на 100% состоящий из акций иностранных компаний. Этот основанный на индексе EAFE портфель за пятилетний период, завершившийся в 1990 г., показал более высокую доходность, чем портфель акций, сформированный на основе индекса S&P 500. Однако в период с 1992 по 1997 г. портфель, созданный на основе индекса S&P 500, продемонстрировал более высокую эффективность по сравнению с портфелем акций иностранных компаний. Для снижения общего уровня риска надо включать в свой портфель акции компаний, представляющих различные сектора экономики. То же следует сделать и при формировании портфеля облигаций.

После того как вы определились с видами инвестиционных инструментов, т.е. распределили доли своего портфеля между акциями, облигациями, фондами денежного рынка и другими активами, необходимо выбрать конкретные инструменты и определить суммы инвестирования в них. В случае с акциями полезно рассмотреть возможность инвестирования в различные их виды. Например, можно выделить равное количество средств на покупку акций дохода, акций роста, акций иностранных компаний, «голубых фишек» и акций компаний малой капитализации. Это позволит снизить общую степень риска вашего портфеля акций. То же касается и распределения средств на приобретение облигаций. Портфель отдельных акций, указанных на рис. 2-5, можно классифицировать по отраслевой принадлежности и видам, как показано в табл. 2-10.

ТАБЛИЦА 2-10

Портфель акций

Акции	Сектор или отрасль экономики	Вид акций
Time Warner	Средства массовой информации	Акции роста
Johnson & Johnson	Фармацевтика	Защитные акции
Intel SemiConductor	Полупроводники	Акции роста
Cisco Systems	Сетевые технологии	Акции роста
ExxonMobil	Нефтяная промышленность	«Голубые фишки»
Washington Mutual	Сбережения и займы	Акции стоимости
Home Depot	Розничная торговля	Акции роста
Texas Utilities	Коммунальные услуги	Акции дохода
CitiGroup	Финансовые услуги	«Голубые фишки»
Pepsi Cola	Пищевая промышленность (напитки)	Защитные акции
Union Pacific	Грузоперевозки	Циклические акции

Примечание. Данный список не является рекомендацией приобретать акции перечисленных компаний. Некоторые акции вследствие длительного роста цен могут торговаться при высоком значении мультипликатора P/E (отношения цены акции к прибыли компании, приходящейся на одну акцию), в то время как другие могут находиться под продолжительным давлением «медвежьего» рынка.

В табл. 2-10 представлены различные отрасли экономики, и большинство из перечисленных компаний — лидеры в своих отраслях. Можно заметить, что в этом портфеле отсутствуют акции компаний малой капитализации, а также акции иностранных компаний, которые представляют собой более рискованные инвестиции. Данный портфель был сформирован с учетом следующих предпочтений:

- выбирались компаний с большой, а не со средней или с малой капитализацией;
- акцент был смещен в сторону акций роста, а не акций дохода;
- предпочтение отдавалось акциям американских, а не иностранных компаний.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

Бреннан Д. Дж. (Brennan J. G.) Стратегическое распределение активов на современном рынке (Strategic Asset Allocation in Today's Market) // Выступление на общенациональном совещании Американской ассоциации индивидуальных инвесторов. Вашингтон. 1998. 10 июля.

Фаербер Э. (Faerber E.) Всё об акциях (All About Stocks), 2-е изд. New York: McGraw-Hill, 2000.

Хиггинс М. (Higgins M.) Сберегательные счета приносят столь малый доход, что они уступают инфляции (Savings Accounts Earn So Little, They Lose Ground to Inflation) // Wall Street Journal. 2002, 8 мая. С. D2.

Ибботсон Р. Дж., Рекс А. (Ibbotson R. G., Rex A. S.) Акции, облигации, векселя и инфляция: историческая доходность (1926—1993) (Stocks, Bonds, Bills and Inflation: Historical Return (1926-1993)). Chicago: Dow Jones-Irwin, 1994.

Малкиел Б. Г. (Malkiel B. G.) Случайное блуждание по Уолл-стрит (A Random Walk Down Wall Street). New York: W. W. Norton, 1990.