

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 непо-
траченными, тогда как *инвестирование* подразумевает принятие рисков
вложения денег в различные виды инвестиционных инструментов в це-
лях 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; сбере-
гательным 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 до-
статочно 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 возникно-
вения 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 спекуля-
тивные 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 мо-
жете 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, од-
нако следует помнить поговорку «На Уолл-стрит бесплатных обедов
не бывает». Так, если бы в период 2000—2002 гг. вы следовали со-
ветам некоторых аналитиков о том, какие акции следует покупать,
а какие — продавать, то могли бы потерять бо́льшую часть своего ин-
вестиционного капитала. Многие аналитики рекомендовали покупать
акции со слабыми фундаментальными показателями, которые затем
упали в цене. Например, рекомендации покупать акции таких ком-
паний, как Enron, WorldCom и Global Crossing, сменились советами
продавать эти бумаги, но это произошло, только когда компании ока-
зались на грани банкротства.

Усвоив правила формирования инвестиционного портфеля, можно
обезопасить себя от возможных потерь, связанных с вложениями в ак-
ции 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 настоящем 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. Сובлазн 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 выбираете, 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 МВА, 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.

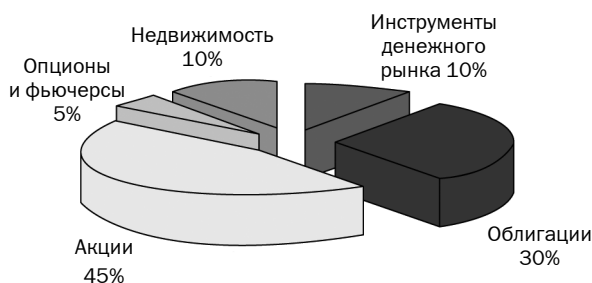
Таким образом, ключ к накоплению капитала имеет две стороны: экономия денег и их разумное вложение. Это особенно верно на первой стадии, поскольку, как следует из табл. 1-3, накопительный эффект сложных процентов в наибольшей степени проявляется на длительных промежутках времени. Сложная ставка процентов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

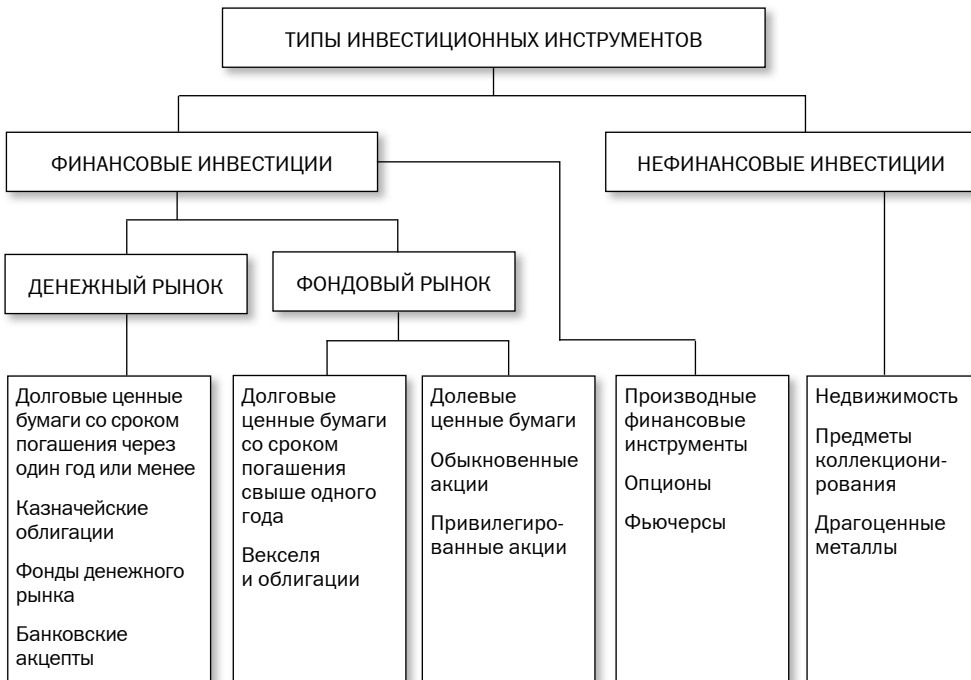
скольку такие изменения могут оказывать прямое влияние на рыночную стоимость ценных бумаг.

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 рискованными 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.

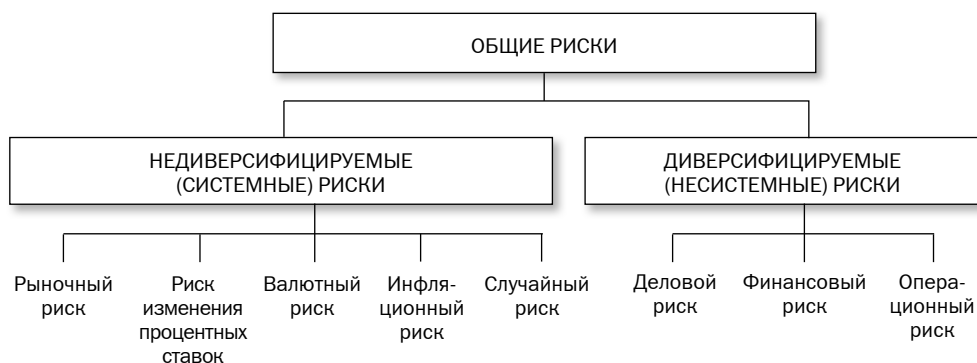
6. В меню Financials (Финансовые показатели) выберите пункт Balance Sheet (Бухгалтерский баланс). Прокрутите вниз до раздела Liabilities (Обязательства) и найдите сумму текущих и долгосрочных обязательств. Обратите внимание на графу Total assets (Совокупные активы) и рассчитайте коэффициент задолженности 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	<u>100 000</u>	<u>15,90 / 75 000</u>	<u>(25 000)</u>
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-