

# Формирование инвестиционного портфеля

Управление финансовыми рисками

[Купить книгу на сайте kniga.biz.ua >>>](http://kniga.biz.ua)

ROGER C. GIBSON

# Assert Allocation

Balancing Financial Risk

Third Edition

**McGraw-Hill**

New York San Francisco Washington, D.C. Auckland Bogotá Caracas  
Lisbon London Madrid Mexico Citi Milan Montreal New Delhi  
San Juan Singapore Sydney Tokyo Toronto

[Купить книгу на сайте kniga.biz.ua >>>](http://kniga.biz.ua)

РОДЖЕР К. ГИБСОН

# Формирование инвестиционного портфеля

Управление финансовыми рисками

Перевод с английского



Москва  
2005

[Купить книгу на сайте kniga.biz.ua >>>](http://kniga.biz.ua)

УДК 330.322  
ББК 65.9(2Рос)-56  
Г46

Издано при содействии ИФК «Солид»

Перевод бюро профессиональных переводов «Пароль»

Редактор В. Григорьева

Г46 **Гибсон Р.**

Формирование инвестиционного портфеля: управление финансовыми рисками / Роджер Гибсон ; Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 276 с.

ISBN 5-9614-0169-3

Книга Роджера Гибсона, признанного эксперта по распределению активов и формированию инвестиционного портфеля, является неоценимым подспорьем для любого инвестора, ищущего приемлемую процедуру принятия решений. Акцент в книге сделан на анализ взаимодействия различных видов инвестиций внутри портфеля. В книге объясняется, как можно сформировать портфель, который при минимальном риске способен превзойти составляющие его элементы.

Книга ориентирована на профессиональных и частных инвесторов, портфельных менеджеров, финансовых аналитиков, а также студентов и преподавателей финансовых вузов.

УДК 330.322  
ББК 65.9(2Рос)-56

*Все права защищены. Любая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами без письменного разрешения владельца авторских прав.*

ISBN 5-9614-0169-3 (рус.)  
ISBN 0-07-135724-6 (англ.)

© McGraw-Hill, 2000, 1996, 1990. All rights reserved.  
© Перевод, оформление,  
ООО «Альпина Бизнес Букс», 2005

[Купить книгу на сайте kniga.biz.ua >>>](http://kniga.biz.ua)

# Содержание

Предисловие к российскому изданию .....	8
Признательность .....	10
Предисловие к первому изданию .....	12
Введение .....	16
<b>ГЛАВА 1</b>	
Значение распределения активов .....	20
<b>ГЛАВА 2</b>	
Исторический обзор эффективности инвестиций в рынок капитала .....	31
Инфляция .....	33
Казначейские векселя .....	34
Облигации .....	38
Долгосрочные правительственные облигации .....	41
Среднесрочные правительственные облигации .....	46
Долгосрочные корпоративные облигации .....	48
Акции крупных компаний .....	50
Акции мелких компаний .....	54
ПРИЛОЖЕНИЕ. Дюрация облигаций .....	55
<b>ГЛАВА 3</b>	
Сравнительные взаимосвязи инвестиционных инструментов рынка капитала .....	58
Модели долгосрочной доходности в сложных процентах различных инвестиционных инструментов рынка капитала .....	58
Выводы и пояснения .....	62
ПРИЛОЖЕНИЕ. Статистические понятия .....	68

[Купить книгу на сайте kniga.biz.ua >>>](http://kniga.biz.ua)

## **ГЛАВА 4**

Корректировка соотношения активов в портфеле .....	74
--	----

## **ГЛАВА 5**

Временной горизонт .....	82
--------------------------	----

## **ГЛАВА 6**

Модель определения общего баланса портфеля.....	95
Конкретные цели .....	96
Инвестиционные задачи .....	97
Знания об инвестировании .....	97
Риски .....	98
Устойчивость к волатильности .....	99
Модель баланса портфеля .....	103

## **ГЛАВА 7**

Диверсификация: третье измерение .....	116
ПРИЛОЖЕНИЕ. Более подробное обсуждение концепций диверсификации .....	131

## **ГЛАВА 8**

Преимущества инвестирования в различные классы активов .....	140
Международные облигации .....	141
Международные акции .....	143
Недвижимость .....	145
Инвестирование в различные классы активов .....	147
Почему не все следуют стратегии различных классов активов? .....	156
Вывод .....	160

## **ГЛАВА 9**

Оптимизация портфеля .....	162
Компьютерные программы оптимизации .....	166
Некоторые наблюдения относительно оптимизации .....	176

## **ГЛАВА 10**

Знакомство с клиентом .....	180
Этап 1. Собрать сведения о клиенте .....	182
Этап 2. Определить потребности клиента, сдерживающие факторы и существующие обстоятельства .....	184

[Купить книгу на сайте kniga.biz.ua >>>](http://kniga.biz.ua)

## **ГЛАВА 11**

Управление ожиданиями клиента.....190

Этап 3. Изложить свою философию инвестирования  
и подход к управлению активами ..... 192

Этап 4. Разработать систему взглядов  
на эффективность инвестирования ..... 200

Этап 5. Сформулировать цель инвестирования ..... 201

Этап 6. Определить широту и степень  
диверсификации портфеля ..... 203

## **ГЛАВА 12**

Управление активами.....220

Этап 7. Распределить активы  
и спланировать портфель ..... 221

Этап 8. Изложить инвестиционную политику ..... 235

Этап 9. Осуществить инвестиционную политику..... 236

Этап 10. Представить отчет об эффективности  
и пересмотреть портфель ..... 245

ПРИЛОЖЕНИЕ..... 251

## **ГЛАВА 13**

Решение некоторых проблем,  
возникающих при инвестировании .....263

Инвестирование больших сумм ..... 266

Неприятие конкретных инвестиционных рекомендаций ..... 267

Изъятие наличных из портфеля  
для необходимых расходов ..... 267

Устойчивый уровень изъятий из портфеля..... 269

ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....271

ОБ АВТОРЕ .....275

# Предисловие

## к российскому изданию

Инвестиционно-финансовая компания «Солид» представляет впервые изданный на русском языке бестселлер известного американского специалиста по инвестициям Роджера Гибсона «*Формирование инвестиционного портфеля: управление финансовыми рисками*». Это фундаментальное исследование, посвященное искусству размещения денег на финансовых рынках с минимальным риском и максимальной доходностью.

Работа Р. Гибсона актуальна как для профессионалов, так и для начинающих инвесторов. Профессионал сможет найти в этой книге новые и интересные идеи, связанные с определением временных горизонтов инвестирования и соотношением активов в портфеле. А для начинающего инвестора автор предлагает увлекательную экскурсию в мир инвестиций, снабженную убедительными примерами и многочисленными рисунками, которые помогают быстрее воспринять материи фондового рынка.

Тем, кто только начинает увлекательное путешествие по океану финансового мира, мы советуем обратить особое внимание на вторую главу, в которой приведен краткий исторический обзор эффективности инвестиций на рынке капитала. Показано, что наиболее доходным, но в то же время наиболее рискованным объектом вложений на зарубежных рынках являются акции мелких компаний. За ними, в порядке убывания и риска, и дохода, идут акции крупных компаний, долгосрочные правительственные облигации и казначейские векселя.

Более искушенные трейдеры не пропустят третью главу, в которой речь идет о сравнительной взаимосвязи инструментов финансового рынка. Этот аспект мало исследован в отечественной литературе, и, к сожалению, многие портфельные менеджеры им пренебрегают. Важный вопрос затронут в четвертой главе — корректировка соотношения активов в портфеле. В условиях стремительно меняющейся конъюнктуры отечественного фондового рынка вопрос о корректировке активов является самым острым. Примитивная стратегия «купи и держи» уже не является такой эффективной, как еще пару лет назад. Чтобы получить высокий доход, портфельный менеджер должен активно маневрировать силами и средствами.

Автор убедительно доказывает, что минимальные (а зачастую и самые выгодные) цены возникают на рынке в те моменты, когда большинство участников склонны к продажам. С другой стороны, максимальные цены, наиболее выгодные для продажи, возникают, когда большинство участников склонны к покупкам. Поймать момент и пойти против толпы — вот настоящее искусство! Однако за этим искусством должны стоять математические и статистические расчеты, которые порой кажутся такими



сложными. Здесь следует отметить, что книга Р. Гибсона является превосходным стимулятором к внутреннему самосовершенствованию для тех читателей, которые искренне стремятся к получению стабильных доходов от операций на финансовых рынках в долгосрочной перспективе.

Книга Р. Гибсона претендует на звание классического труда и базируется на постулатах современной портфельной теории, знание которой является ключом к правильному поведению при совершении фондовых операций. Новым в предлагаемом на суд широкой публики материале является положение о том, что, помимо эффекта снижения риска и оптимизации доходности, грамотно сформированный инвестиционный портфель дает собственно эффект диверсификации. Это эффект «сглаживания» кривых доходностей, при котором ожидается устойчивая положительная доходность. Для наглядности рассмотрим простой пример.

Инвестор вложил деньги в два финансовых инструмента – А и Б в равных пропорциях. Инструмент А дал ему доходность 20% годовых, а инструмент Б убыточность в 20% годовых. Совокупный эффект от портфеля равен нулю. Нужна ли такая ситуация инвестору? Стоило ли ему вообще вкладывать деньги в эти инструменты? Ответ на эти вопросы один: нет. Опираясь на собственный опыт и сложившуюся систему, Р. Гибсон дает рекомендации, как подбирать объекты инвестирования, чтобы достигать желаемого результата.

В настоящее время инвестиционно-финансовая компания «Солид» предоставляет своим клиентам возможность работы не только на российском, но и на международном рынке. Тем из потенциальных читателей, которые хотят успешно торговать и на зарубежных биржах, эта книга будет особенно полезной, так как в ней обобщен опыт инвестирования на мировых рынках за много десятилетий. Автор знакомит читателя с основными типами и видами американских финансовых инструментов, подробно рассматривая при этом риск и доходность каждого из них.

Интересным для практиков, на наш взгляд, представляется то обстоятельство, что три главы в конце книги посвящены работе с клиентами инвестиционных компаний. Автор исследует такие аспекты клиентского обслуживания, как знакомство с клиентом, управление ожиданиями клиента и решение некоторых проблем, возникающих при инвестировании.

Перед вами книга, написанная профессионалом для профессионалов. И, разумеется, для тех, кто собирается пополнить когорту «профи». Известно, что рынок не терпит дилетантов. Так что у вас появился шанс стать одним из тех, кто не теряет, а зарабатывает деньги на фондовом рынке. Возможно, значительным шагом к профессионализму станет прочтение данной книги.

*С наилучшими пожеланиями,  
Генеральный директор  
ЗАО ИФК «Солид»  
Семернин В.В.*



Купить книгу на сайте [kniga.biz.ua](http://kniga.biz.ua) >>>

## Признательность

Прежде всего, я хочу выразить признательность своим редакторам, Кэтрин Швент и Джейн Палмири, а также всему коллективу издательства McGraw-Hill. Несмотря на то что подготовка третьего издания заняла больше времени, чем предполагалось, их терпение и поддержка помогли довести проект до успешного завершения.

Книга, подобная этой, немыслима без помощи множества компаний, которые любезно предоставили исследовательскую поддержку и данные об эффективности рынка капитала. В связи с этим мне хочется поблагодарить компании Brinson Partners, Inc.; Goldman, Sachs & Co., Ibbotson Associates; Morgan Stanley & Co., Inc.; National Association of Real Estate Investment Trusts, Inc.; Salomon Smith Barney; Standard & Poor's; Trinity Investment Management Corporation и Vestek Systems, Inc.

Моя особая благодарность Дарвину М. Бейстону, в прошлом президенту и генеральному директору Ассоциации исследований в области инвестиционного менеджмента, рецензировавшему первое издание и предложившему множество идей, которые улучшили книгу. Именно благодаря ему стал возможным перевод книги на японский язык. Мне также хочется поблагодарить лауреата Нобелевской премии Генри М. Марковица, «отца современной портфельной теории», за одобрение третьего издания. Его новаторские работы и идеи стали предметом обсуждения данной книги.

Мне хотелось бы поблагодарить сотрудников Gibson Capital Management и Центра фидуциарных исследований — Бренду Бержик, Кейт Р. Голднер, Мону Хиггинс, Дебору Риджик и Майкла Рейнерта. Кейт и Майк оказали неоценимую помощь, выполняя компьютерные и статистические расчеты, на основе которых были составлены приведенные в книге таблицы и графики, показывающие взаимосвязь эффективности инвестиций. Мона

решала логистические вопросы с McGraw-Hill и поставщиками данных, а также помогала с обработкой электронного текста и его оформлением. Бренда, моя невеста и партнер, сделала много полезных редакторских правок, отчего текст рукописи очень выиграл, а также помогла с форматом большинства приложений. Моя дочь Сара, руководитель пресс-службы Университета Джона Хопкинса, составила заключение о достоверности изложенной информации. Спасибо, Сара. Также мне хочется поблагодарить моего партнера, Дональда Б. Трона, содиректора Центра фидуциарных исследований, за разработку образца заявления об инвестиционной политике, приведенного в книге.

Я хочу поблагодарить еще некоторых людей, которые помогли мне с первым и вторым изданием этой книги, — Дона Филиппса, которого все зовут «Гвоздь», Гари П. Бринсона, Роберта Э. Леви, Рональда У. Кайзера, Эми Ост, Эми Гейбер, Ларейн Шмит, Кони Макки, Филиппа М. Галлахера, Дебору Дж. Шталь, Майкла Д. Хирша, А. Грегори Линтнера и Мэри К. Эллисон.

В основе книги лежит несколько концепций. Среди них есть новые, но большинство все же заимствовано. Если какая-то идея покажется особо интересной, читатель, возможно, захочет узнать ее автора. По возможности я старался указывать авторов, но, к сожалению, источники многих моих материалов проследить теперь практически невозможно. Поэтому прошу прощения у читателей, которые согласились с моими мыслями, но хотели бы получить подтверждение. А также у тех, чьи идеи я позаимствовал и изменил в соответствии с собственными исследованиями и опытом.

Мне хочется особо поблагодарить сэра Джона М. Темплтона, председателя Templeton Foundations, который прилагает усилия к созданию духовного богатства всего мира. Г-н Темплтон стал для меня духовным и профессиональным вдохновителем. Для меня честь, что человек, который сумел получить один из самых лучших в мире результатов долгосрочного инвестирования, написал предисловие к этой книге. Такие инвестиционные гении встречаются редко.

Благодарю специалистов по инвестициям и финансированию из разных уголков страны, посетивших курсы в Центре фидуциарных исследований и презентации, посвященные распределению активов и современной портфельной теории, которые я имел честь проводить на многочисленных конференциях. Содержательность бесед на таких лекциях немало способствовала совершенствованию этой книги.

И наконец, мне хотелось бы выразить признательность и поблагодарить всех моих клиентов, настоящих и будущих, которые сделали мою профессию инвестиционного консультанта захватывающей и полезной.

**Роджер С. Гибсон,**  
*дипломированный финансовый аналитик,  
дипломированный специалист по финансовому планированию*

## Предисловие к первому изданию

После 49 лет работы в качестве инвестиционного консультанта в разных странах мира я понял, что успех инвестиционной деятельности большей частью определяется здравым смыслом. Именно здравый смысл толкает на поиски таких активов, где каждый вложенный доллар принесет наибольшую прибыль. Это — погоня за выгодой. Разумно, к примеру, сравнить множество похожих инвестиционных инструментов с тем, чтобы выбрать из них один, цена которого по сравнению с подобными будет ниже. Покупая акции той или иной компании лишь за часть их реальной стоимости, вы меньше рискуете пострадать от обвала цен и увеличиваете шанс дождаться их значительного роста.

Диверсифицировать инвестиции действительно разумно: инструменты, которые приносят прибыль сверх ожидаемой, компенсируют те, что приносят меньше. Даже самый лучший специалист по инвестициям должен рассчитывать на то, что не более двух третей принятых решений действительно принесут прибыль выше средней. Поэтому именно распределение активов и диверсификация закладывают фундамент успешного долгосрочного инвестирования.

Диверсифицировать — значит, не вкладывать все свои активы в один вид инвестиционных инструментов. Поэтому не слишком разумно вкладывать средства в какую-то одну компанию, отрасль промышленности или страну. Внимательно изучив все страны, я уверен, можно обнаружить великое множество хороших и выгодных сделок. Кроме того, вы снизите риск, поскольку медвежьи рынки и спады деловой активности наблюдаются в разных странах в разное время. Изменения экономической

[Купить книгу на сайте kniga.biz.ua >>>](http://kniga.biz.ua)

конъюнктуры влияют на различные типы активов тоже по-разному. Распределение средств между различными типами активов снижает колебания стоимости портфеля.

Чтобы построить состояние на скромных активах, нужно, прежде всего, быть экономным. Инвестор, который хочет разбогатеть, должен твердо придерживаться годового бюджета расходов семьи, предполагающего достаточное количество сбережений. К примеру, в течение 15 лет сразу после окончания колледжа я пользовался собственным способом не выходить за рамки бюджета: откладывал 50 центов с каждого заработанного доллара. Бережливые разбогатеют, а расточители пойдут по миру.

Существует еще и волшебная формула под названием план постоянных вложений: фиксированные суммы вкладываются через равные промежутки времени в инвестиционные инструменты, цена которых нестабильна. В конце инвестиционного периода ваши средние затраты окажутся ниже средней цены инструмента. Другими словами, за одни и те же деньги приобретается больше акций, когда цены низкие, и меньше — когда высокие, а в целом затраты оказываются ниже средних для рынка.

Джон Д. Рокфеллер утверждал: «Чтобы разбогатеть, нужно заставить деньги работать на вас. Другими словами, быть кредитором, а не заемщиком». К примеру, вы получили крупный ипотечный кредит на покупку дома — в этом случае выплаченные проценты более чем в два раза превысят стоимость дома. С другой стороны, если ссуду на покупку жилья выдаете вы, ежегодные процентные отчисления, сложенные вместе, сделают вам состояние. Если вы никогда не берете деньги взаймы, проценты работают на вас. Вы обретете душевный покой и сможете пережить медвежий рынок и спад деловой активности, которые в большинстве стран возникают дважды в десятилетие.

Только здравый смысл поможет подготовиться к медвежьему рынку. Эксперты не могут предсказать, когда начнется этот период, но, будьте уверены, за вашу жизнь вы переживете это не один раз. Инвестировать на основе «здравого смысла» — значит, подготовиться финансово и психологически. Финансово нужно быть готовым пережить любой медвежий рынок так, чтобы не потребовалось продавать в невыгодное для продажи время. На самом деле, финансовое планирование должно предусматривать дополнительные инвестиционные фонды, которые нужны, чтобы покупать, когда цены неоправданно низкие. Подготовиться психологически — знать, что понижение и повышение конъюнктуры рынка не редкость, а потому не следует продавать или покупать в невыгодное для сделки время. Покупать по низким ценам и продавать по высоким достаточно трудно для тех, кто оказался не готов психологически или действует, руководствуясь эмоциями, а не фактами.

Когда моя компания, занимающаяся консультированием по вопросам инвестиций, начала в 1940 г. свою деятельность, на первой странице ее описательного буклета были напечатаны такие слова: «Покупать, когда другие отчаянно продают, и продавать, когда другие жадно покупают,

можно лишь обладая огромной силой духа, но все ваши усилия окупятся сторицей».

В инвестициях, пожалуй, самое сложное — осознать тот факт, что цены на акции не бывают низкими, если только их не продает большинство участников рынка, и высокими — если только большинство их не покупает. Вот почему инвестирование так отличается от всех остальных профессий. Скажем, если 10 врачей назначили одно и то же лекарство, значит, именно это лекарство и нужно принимать. Но если 10 специалистов по ценным бумагам посоветуют купить определенные акции или вид активов, нужно действовать с точностью до наоборот. Причина в следующем: если 100 человек покупают, а затем всего один меняет решение и начинает продавать, значит, ценовой пик остался позади. Здравый смысл у каждого свой, но в совокупности с четкой логикой он показывает невозможность осуществлять выгодные инвестиции, покупая те же активы и в то же время, что и все остальные.

Выбирая акции для покупки, нужно учесть десятки критериев, помогающих оценить ценные бумаги с разных сторон. Самый надежный критерий — соотношение цены и доходности акции. Еще важнее — поинтересоваться, насколько высока цена по отношению к возможной доходности в следующие 5 или 10 лет. Акция просто дает вам право получить процент от будущей прибыли компании. Рост прибыли — результат грамотного руководства. Даже лучшие специалисты испытывают большие трудности с его оценкой. Инвестор-любитель может оценить руководство с помощью трех вопросов. Развивается ли компания быстрее, чем ее конкуренты? Получает ли она больше прибыли, чем конкуренты? Превышает ли ежегодный доход по распределенным активам возможности конкурентов? Эти три показателя очень многое говорят о способностях руководства.

Истории известны частые и значительные колебания цен на многие виды активов. Надлежащее распределение активов поможет ослабить влияние ценовых скачков на ваш портфель. Колебания цен на активы в будущем могут быть еще больше и случаться чаще, поскольку люди становятся более активными. Вот почему не стоит выбирать специалиста-консультанта, опираясь лишь на результаты его работы за короткий период. Деятельность консультанта, который рискует больше других, скорее всего, даст превосходные результаты на бычьем рынке и совсем плачевные — на медвежьем. Индивидуальным инвесторам, как, впрочем, и управляющим пенсионными и университетскими фондами, следует судить о квалификации инвестиционного консультанта, опираясь на данные, по крайней мере, одного, а лучше нескольких, полных рыночных циклов. Только так можно уравновесить элемент удачи и выделить консультанта, обладающего здравым смыслом.

Я надеюсь, что практически каждый взрослый человек когда-нибудь станет инвестором. Когда я начинал работать инвестиционным консультантом, в Америке было всего 4 миллиона акционеров. Теперь их 48 миллионов.

В настоящее время в американские взаимные фонды вложено в 1000 раз больше средств, чем 55 лет назад. Бережливость, здравый смысл и разумное распределение активов принесут, в конце концов, прекрасные плоды. Приведу пример: если с 25 лет ежегодно перечислять 2000 долларов на индивидуальный пенсионный счет, где вложения не облагаются налогом, к 65 годам можно накопить почти миллион.

Управление активами требует широкого анализа всех сколько-нибудь значимых вариантов распределения инвестиций. В этой книге Роджер Гибсон раскрывает принципы распределения активов, позволяющие инвестировать разумно в быстро меняющемся мире. Простыми, понятными словами, шаг за шагом он ведет консультантов и их клиентов к логическому принятию важных решений по распределению средств. Роджер Гибсон пропагандирует широкую диверсификацию инвестиций, поскольку именно такой подход принесет хорошие результаты и душевное спокойствие.

*Джон М. Темплтон,  
Председатель Templeton Foundations  
11 апреля, 1989 г.*

# Введение

Пусть каждый разделит свои средства на три части и вложит одну из них в землю, вторую — в дело, а третью пусть оставит про запас.

*Талмуд*

*ок. 1200 г. до н.э. — 500 г. н.э.*



Идея распределения активов известна давно. Приведенному выше изречению из Талмуда почти 2000 лет. Кем бы ни был человек, произнесший его, он знал кое-что о риске и, конечно, о прибыли. Он был, возможно, первым в

[Купить книгу на сайте kniga.biz.ua >>>](http://kniga.biz.ua)



мире сторонником распределения активов. Сегодня мы говорим больше о распределении, чем о многообразии активов, используя, по сути, лишь новое название старой, проверенной временем стратегии вложения средств. В более современном переводе совет мог бы звучать так: «Инвестиционный портфель должен быть диверсифицированным: одна треть должна приходиться на недвижимость, другая — на обыкновенные акции, а оставшаяся — распределена между эквивалентами наличности и облигациями».

По-прежнему ли актуален этот совет сегодня? Давайте рассмотрим рекомендацию более детально. В общем балансе портфеля одна треть приходится на инвестиции с фиксированной доходностью и две трети — на долевыми инструментами. Треть, приходящаяся на инвестиции с фиксированной доходностью, смягчает риск волатильности, заложенный в оставшейся части, — долевыми инвестициями. Диверсификация между двумя основными долевыми инструментами с различными профилями доходности также снижает инвестиционный риск. В результате мы получаем сбалансированный портфель с перевесом в пользу ценных бумаг, который подходит инвестору, чей инвестиционный горизонт достаточно широк, а внимание сосредоточено одновременно и на риске, и на доходности. Это прекрасная действенная стратегия распределения активов. Попробуйте выразить в одном предложении стратегию инвестирования, зная, что огромное число инвесторов, многие из которых еще даже не родились, будут следовать вашему совету все последующие 2000 лет! Вряд ли вы придумаете что-то лучше.

Неизвестный автор изречения из Талмуда наверняка не мог и представить себе современный мир инвестиций. Только за последние десять лет во многих странах мира на смену диктаторам и централизованной экономике пришли демократия и система свободного предпринимательства. Формируются новые рынки капитала и расширяются альтернативы инвестирования. Находясь в разных странах, люди могут обмениваться большим количеством информации через Интернет — практически мгновенно и почти бесплатно. Мир, на самом деле, стал меньше и теснее: теперь экономические события, произошедшие в одной части света, оказывают влияние на рынки, находящиеся в другом полушарии.

Несмотря на все перемены, сегодняшние инвесторы не слишком отличаются от тех, кто жил лет сто назад. Они хотят получить большой доход, но не желают подвергать себя связанному с этим риску. К несчастью, в вопросах инвестирования каждый имеет свое мнение и свои заблуждения. Последние могут быть наиболее опасны при принятии решений о распределении активов. Инвестор может, например, неосмотрительно отклонить важные классы инвестиционных активов, скажем, облигации или акции, даже если именно этот класс активов играет важную роль в разработке

наилучшей стратегии достижения его целей. Неудивительно поэтому, что структура портфелей многих инвесторов точно отражает их уровень комфорта и инвестиционные предпочтения, но далека от той, которая необходима для достижения поставленных финансовых задач. В данной ситуации от инвестиционного консультанта требуется больше, чем точная оценка положения дел клиента и разработка соответствующей стратегии, ведь зачастую клиент не обладает концептуальными знаниями или достаточной компетенцией, чтобы понять, что следовать полученным рекомендациям в его же интересах.

Часто консультант и инвестор решают обойти проблему путем передачи всех аспектов управления инвестиционному консультанту. Тем самым клиент подразумевает следующее: «Управление инвестициями — это твоя работа, а не моя. Именно поэтому я тебя и нанял. Я тебе доверяю. А через год ты просто доложишь мне, как идут дела». Хотя доверие в отношениях «клиент–консультант» играет важную роль, в большинстве случаев одного доверия недостаточно, чтобы успешно работать с клиентом в экстремальных рыночных условиях, где эмоции могут взять верх над рассудком.

Но у проблемы есть решение — повышение уровня знаний инвестора о поведении рынка капитала и принципах управления инвестиционным портфелем. Будучи достаточно компетентным, инвестор сможет уверенно разработать достойную стратегию распределения активов под руководством своего консультанта по инвестициям. В длительной перспективе решения о распределении активов станут первичным определяющим фактором показателей волатильности/доходности портфеля.

Эта книга представляет упорядоченную систему взглядов, основываясь на которой профессионалы мира инвестиций и инвесторы могут принимать наиболее важные решения, затрагивающие эффективность портфеля. Основная мысль книги заключается в том, что успешное управление денежными средствами требует успешного управления ожиданиями инвестора. Давно доказано, чтобы быть действительно успешным в данной системе принятия решений, управление должно:

- Быть концептуально надежным.
- Быть понятным инвестору, не требуя от него неоправданно больших временных затрат.
- Способствовать разработке целесообразных, взвешенных решений, в зависимости от конкретных потребностей и ситуации инвестора.
- Быть стандартизированным, пошаговым.
- Сохранить уместность и эффективность в будущем, несмотря на все изменения на рынке капитала.

Позже мы вернемся к этой теме и изучим положения современной портфельной теории, с тем чтобы углубить концептуальное понимание темы, но в центре внимания всегда будет практическое применение теоретических

знаний. Чем меньше разрыв между практикой и теорией, тем эффективнее управление инвестициями. Я очень надеюсь, что эта книга окажет свое положительное влияние на формирование инвестиционных портфелей и что инвесторы обретут уверенность в правильности своего пути и не свернут с дороги, ведущей к достижению их финансовых целей.

# Глава 1

## Значение распределения активов

Нет какого-то единственно правильного образа действий, единственно правильным бывает только взгляд на вещи, и это такой взгляд, который позволяет видеть их суть.

*Джон Раскин (1819–1900), Два пути, 1885*

В последние десятилетия рынки капитала претерпели значительные изменения. Соответствующим образом изменилось и управление финансами. В начале 1960-х годов термин «распределение активов» еще не существовал. Традиционный подход к диверсификации заключался в том, чтобы «не складывать все яйца в одну корзину». Идея заключалась в следующем: вложение всех денег в один вид активов дает слишком большой разброс возможных последствий — можно многое выиграть, но можно многое и потерять. Инвестирование средств в различные активы повышает вероятность того, что вы не выиграете и не проиграете на всех одновременно. Тем самым преимущество диверсификации состоит в меньшем количестве вариантов возможных последствий.

Для частного инвестора это были дни, когда широкая диверсификация означала владение акциями и облигациями нескольких десятков компаний, а также определенными инструментами денежного рынка. Что касается пенсионных планов и других инвестиционных портфелей, зачастую в сбалансированном фонде с единственным управляющим использовались те же самые классы активов. Поскольку рынок акций и облигаций США составлял большую часть мирового рынка капитала, то большинство инвесторов даже не рассматривали возможность инвестирования в международном масштабе.

[Купить книгу на сайте kniga.biz.ua >>>](http://kniga.biz.ua)

Диапазон цен на облигации был весьма узок. При анализе ценных бумаг главное внимание уделялось обыкновенным акциям, которые, как казалось, могли принести удачливому инвестору максимальный доход. Большинство сделок на рынке ценных бумаг осуществлялось не институциональными инвесторами, а частными, и все были уверены, что опытный профессионал, работающий полный рабочий день, может постоянно выигрывать на рынке. Работа инвестиционного менеджера заключалась в повышении дохода путем выбора удачного момента инвестирования и/или ценных бумаг. В центре внимания находились скорее отдельные виды ценных бумаг, а не весь портфель. «Правила разумного поведения» с акцентом на отдельные активы лишь укрепили этот образ мышления в среде фидуциаров.

Но шли годы, и облигации вышли из узкого ценового диапазона, поскольку волатильность резко возросла из-за значительных колебаний процентных ставок. Единый сбалансированный портфель с централизованным управлением заменили институциональные портфели облигаций и акций, которые управлялись разными управляющими. Доля биржевых сделок, приходящихся на институциональных инвесторов, превысила 80%. Профессионалы, работающие полный рабочий день, перестали конкурировать с любителями. Теперь они сражаются друг с другом.

Представьте на мгновение зал Нью-Йоркской фондовой биржи. Продавцы и покупатели заключают миллионы сделок. И при совершении каждой отдельной сделки покупатель считает, что он приобретает ценную бумагу по заниженной цене, а продавец уверен, что он продает ее по завышенной. Контрагенты при этом чаще всего — институциональные инвесторы, имеющие почти мгновенный доступ к публичной информации по стоимости ценной бумаги. В распоряжении каждого из них имеются талантливые, образованные инвестиционные аналитики, которые тщательно взвесили эту информацию и, что самое интересное, пришли к противоположным выводам. В момент совершения сделки обе стороны убеждены, что именно их информация верна, даже если со временем выяснится, что одна из них была права, а другая ошибалась. В силу динамики свободного рынка цена их сделки отражает соотношение предложения и спроса на ценную бумагу и приводит рынок в равновесие. Цена на свободном рынке является, таким образом, единодушным мнением о реальной стоимости ценной бумаги.

В сфере управления финансами ставки высоки, как, впрочем, и вознаграждения успешных менеджеров, которые способны обеспечить постоянные высокие доходы. Неудивительно, что эта профессия привлекает так много умных и талантливых людей. Однако на таком рынке трудно представить, что рыночная цена пользующихся спросом ценных бумаг может значительно отклоняться от ее реальной стоимости. Такова природа эффективного рынка.

Среди финансовых менеджеров и в научных кругах уже долгое время идут споры о степени эффективности рынка капитала. Эти дискуссии небеспредметны. Ведь чем неэффективнее рынок, тем больше у его участников возможностей проявить свои таланты и получить прибыль выше среднего уровня. Существование всякого рода «рыночных аномалий» вроде бы указывает на то, что рынки капитала недостаточно эффективны. Однако большинство исследований свидетельствует об их эффективности. Прогресс в сфере информационных технологий, несомненно, должен повысить эффективность рынка. Поэтому вероятность, что кому-нибудь удастся постоянно выигрывать на рынке, будет неуклонно снижаться.

Впечатляющий рост использования индексных фондов служит явным доказательством того, что эта проблема представляет не только научный интерес. На эффективном рынке капитала можно ожидать, что активное управление, которое стоит денег, снизит со временем эффективность ниже среднего уровня. Если это соответствует истине, то единственный способ выиграть в этой игре — отказаться от нее. Те, кто вложил деньги в индексные фонды, предпочтут не участвовать в игре под названием «выбор ценных бумаг». Парадоксально (однако логично), но талант управления финансами, создающий эффективность рынка, значительно усложняет получение прибыли выше среднего уровня. Даже те редкие управляющие компании, которые владеют секретами получения превосходных результатов, теряют свое преимущество, стоит другим компаниям разгадать секреты и начать использовать их.

В 1952 г. Гарри М. Марковиц опубликовал статью под названием «Выбор портфеля»\*. В ней он представил на всеобщее обозрение первую математическую модель, которая описывала снижение волатильности портфеля в результате сочетания инвестиций с разной динамикой доходности. Самое удивительное, что статья увидела свет почти полвека назад, задолго до появления современных компьютеров. Влияние Марковица на современное управление финансами и инвестициями настолько велико, что он стал известен как «отец современной портфельной теории» и получил Нобелевскую премию по экономике в 1990 г.

До появления современной портфельной теории управление инвестициями было двумерным процессом, где главное внимание уделялось волатильности и доходности отдельных ценных бумаг. После появления работы Марковица стали придавать большее значение взаимосвязи ценных бумаг в одном портфеле. Современная портфельная теория добавила управлению портфелями третье измерение, которое заключается в оценке эффекта диверсификации на портфель, т.е. влияния включения определенного класса активов или ценных бумаг на волатильность и доходность всего портфеля.

---

\* Harry M. Markowitz, «Portfolio Selection», *Journal of Finance*, vol. 7, no. 1, March 1952.

Таким образом, современная портфельная теория сместила акцент с отдельных ценных бумаг на рассмотрение портфеля в целом. Понятие диверсификации сегодня также должно быть пересмотрено. Оптимальная диверсификация намного шире, чем «хранение яиц в нескольких корзинах». Основное внимание следует уделять поиску «корзин», которые значительно отличаются друг от друга. Это важно, потому что уникальный профиль доходности каждой «корзины» частично компенсирует доходность других и сглаживает общую волатильность портфеля.

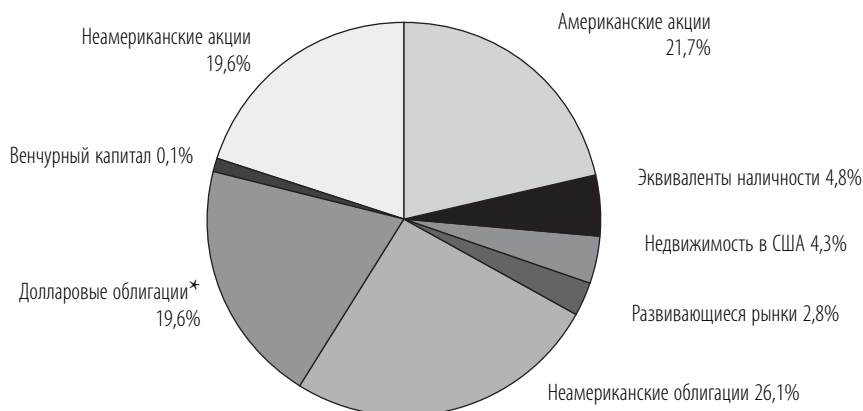
На эффективном рынке капитала цены на ценные бумаги всегда справедливы. Поэтому современная портфельная теория подчеркивает, что разумнее всего инвестировать капитал в различные инструменты. Эти идеи получили затем законное подтверждение в «Законе о защите пенсионных доходов трудящихся» 1974 г., в котором подчеркивается важность диверсификации портфеля. Основное правило, по которому совершаются инвестиции в траст-активы (активы, находящиеся в доверительном управлении), так называемое «Правило разумного инвестирования», было недавно переосмыслено и стало звучать следующим образом: «Концентрируйте внимание на трастовом портфеле и инвестиционной стратегии, на которой он основан, в целом, а не рассматривайте отдельные инвестиции изолированно друг от друга»\*.

Современный мир инвестиций действительно значительно отличается от прежнего. Количество и разнообразие вариантов инвестирования резко возросло, а некогда четко определенные границы между классами активов часто размываются. Теперь мы имеем дело с глобальным рынком. Из рис. 1.1 видно, что рынки капитала за пределами США столь же велики, а следовательно, столь же важны, как и рынки капитала на территории США. Компьютерные технологии почти мгновенно предоставляют рынку, на котором теперь доминируют институциональные инвесторы, важную новую информацию о множестве вариантов инвестиций. Портфель отечественных акций и облигаций с традиционной диверсификацией все меньше отвечает требованиям мира инвестиций будущего.

Планирование инвестиционного портфеля предполагает несколько этапов.

1. Определение того, какие классы активов должны быть представлены в портфеле.
2. Определение долгосрочных целевых показателей по долям различных классов активов в портфеле.
3. Определение границ изменения долей активов с целью получения наилучшего результата.
4. Выбор ценных бумаг в каждом из классов.

\* *Restatement of the Law /Trusts/Prudent Investor Rule* (St. Paul, MN: American Law Institute Publishers, 1992), p. ix.



**Рис. 1.1. Распределение инвестированного капитала по состоянию на 31 декабря 1998 г.**

\* Включая высокодоходные облигации.

Источник: Brinson Partners, Inc.

Решения по первым двум пунктам определяют показатели волатильности/доходности портфеля, а потому их нередко называют «*инвестиционная политика*». Традиционно, диверсифицированный портфель формируется из трех классов активов: акций, облигаций и эквивалентов наличности. Однако не следует упускать из виду и другие классы активов. Среди них, например, международные облигации, международные акции, недвижимость и сырьевые товары. Поскольку экономические события оказывают неодинаковое влияние на разные классы активов, каждый из них имеет собственный профиль доходности. Именно способность профилей доходности различных классов активов в определенной мере компенсировать друг друга является главной в диверсификации и приводит к снижению волатильности портфеля. Выбирая активы для включения в портфель, нужно исходить из того, что в нем должны быть представлены все основные классы активов, если нет конкретных оснований для исключения того или иного класса.

Существует множество методов определения целевого значения веса каждого класса активов. В соответствии с современной портфельной теорией на эффективном рынке инвестор со средней степенью устойчивости к волатильности должен иметь портфель, который зеркально отражает распределение мирового богатства по разным классам активов. Это даст распределение активов, подобное тому, что приведено на рис. 1.1.

Однако на практике потребности инвесторов и их возможности значительно различаются. Таким образом, использовать единую модель распределения для всех инвесторов — все равно что «стричь всех под одну



гребенку». Инвестиционные цели, необходимый временной горизонт, устойчивость к волатильности — вот что в совокупности определяет, будет ли портфель структурирован для обеспечения стабильности основной суммы вложений при меньшей доходности или же, напротив, большего роста при более высокой волатильности. В любом случае цель состоит в достижении наивысшей доходности при заданной волатильности.

Третий пункт предполагает задание для каждого класса активов верхней и нижней границ изменения доли. Если, например, акции оказываются необычно привлекательными по сравнению с другими классами активов, то их доля в портфеле достигает максимума. Если же акции кажутся явно переоцененными, их доля снижается до установленного минимума. Этот процесс называется корректировкой соотношения активов в портфеле. Успех корректировки зависит от наличия определенной неэффективности в механизме ценообразования для разных классов активов, а также от умения выявить ее и использовать. В своей крайней форме она может привести к 100-процентному переводу средств портфеля в эквиваленты наличности или в акции. В первом случае речь идет о попытке обезопасить свою позицию в условиях медвежьего рынка, а во втором — о попытке извлечь максимальную выгоду из ситуации в условиях бычьего. Очевидный риск такого подхода в том, что легко можно вложить весь свой капитал «не в то место и не в то время». Верхняя и нижняя границы изменения доли каждого класса активов снижают этот риск, поскольку исключают крайности при распределении активов в портфеле.

Для идентификации и использования аномального ценообразования на разные классы активов применяются различные стратегии. Например, технический анализ, смысл которого — в предсказании будущих изменений цены на основе фигур движения цен и объемов сделок в прошлом. Вместе с тем масса исследований показывают, что такой подход ничем не лучше наивной стратегии «купи и держи». Другие подходы основываются на хитроумных методах прогнозирования, которые помогают определить относительную привлекательность одного класса активов перед другим. Проблема состоит и в сложности распознавания того, что упускают все остальные, и в способности правильно использовать свою проницательность. Анализ фактических данных и научных исследований по этому вопросу говорит о том, что попытки повысить эффективность инвестиций с помощью удачной корректировки, скорее всего, будут обречены на неудачу.

Выбор ценных бумаг (четвертый пункт) может осуществляться либо активно, либо пассивно. Во втором случае необходимой диверсификации при минимизации операционных издержек и комиссии за управление позволяют добиться индексные фонды для различных классов активов. Активный выбор ценных бумаг основывается на убеждении, что на уровне отдельных ценных бумаг существует определенная неэффективность, которая может быть определена в ходе квалифицированного анализа. Чтобы

оправдать свое существование, активный менеджер должен получать доход, превышающий операционные издержки и комиссию. Это — сложная, но вполне достижимая цель.

Традиционное управление финансами ограничивалось корректировкой соотношения активов в портфеле и выбором ценных бумаг. Парадоксально, но именно из-за потрясающей прозорливости и знаний, которыми обладают профессионалы в области инвестиций, вероятность успеха здесь столь низка. И все же выбор классов активов и их относительного веса в портфеле имел и впредь будет иметь огромное влияние на будущие результаты. Многие даже не подозревают, что в длительной перспективе политика выбора классов активов и их относительного долгосрочного веса в портфеле обычно оказывает большее влияние на эффективность инвестиций, чем перераспределение средств между активами и выбор ценных бумаг внутри каждого класса активов.

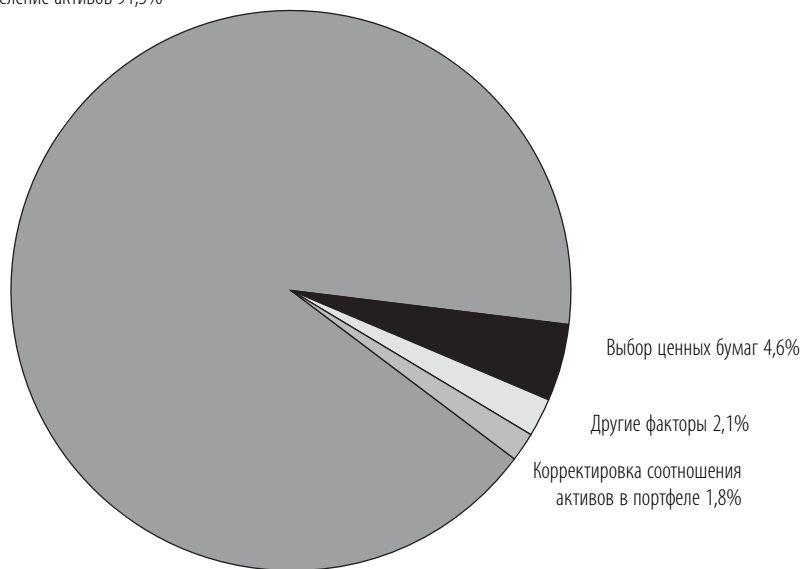
Акцент при «создании стоимости» решительно смещается в сторону более активного участия консультантов по инвестициям и самих инвесторов в процессе распределения активов. Вникая в эту проблему и закрепляя решения в заявлении об инвестиционной политике, консультанты по инвестициям и инвесторы получают единую систему оценки эффективности инвестиций и мониторинга реализации финансовых целей. Управление инвестициями становится более прозрачным, а вероятность соблюдения продуманной разумной инвестиционной стратегии в тех фазах рыночного цикла, когда искушение отклониться от выбранной политики становится непреодолимым, существенно возрастает.

Необходимость распределения активов подтверждается исследованием результатов деятельности 91 крупного пенсионного плана за период с 1974 по 1983 гг.\* Авторы этого исследования изучали вклад трех факторов в изменение суммарной квартальной доходности разных планов: политики распределения активов, корректировки соотношения активов в портфеле и выбора ценных бумаг. Результаты наглядно показывают, что политика распределения активов является главным фактором эффективности портфеля, а корректировка и выбор ценных бумаг играют меньшую роль. Позже исследование провели еще раз, используя новые данные, но результат остался неизменным\*\*. Из рис. 1.2 видно, что изменение суммарной квартальной доходности разных пенсионных планов на 91,5% зависит от политики распределения активов и лишь на 4,6 и 1,8% — от выбора ценных бумаг и корректировки их соотношения в портфеле соответственно!

\* Gary P. Brinson, L. Randolph Hood, and Gilbert L. Beebower, «Determinants of Portfolio Performance», *Financial Analysts Journal*, July–August 1986, pp. 39–44.

\*\* Gary P. Brinson, Brian D. Singer, and Gilbert L. Beebower, «Determinants of Portfolio Performance II: An Update», *Financial Analysts Journal*, May–June 1991, pp. 40–48.

Распределение активов 91,5%

**Рис. 1.2. Факторы эффективности портфеля**

Источник: «Determinates of Portfolio Performance II: An Update» by Gary P. Brinson, Brian D. Singer, and Gilbert L. Beebower, *Financial Analysts Journal*, May–June 1991.

Если распределение активов является главным фактором эффективности портфеля, то почему так много внимания уделяется выбору ценных бумаг и корректировке? Причина частично объясняется исторически. Считается, что основа профессии финансового менеджера — талант, благодаря которому можно выигрывать на рынке. Традиционно управление инвестициями подразумевало корректировку соотношения активов в портфеле и выбор ценных бумаг. Многие профессионалы в области инвестиций пришли к ложному выводу: не будь ожидания высоких результатов от решения этих задач, профессия не существовала бы.

Однако реалии рынка упрямо говорят об ином. Исследования вновь и вновь показывают, что большинство финансовых менеджеров в среднем в долгосрочной перспективе добиваются доходности ниже рыночной, а у тех, кто переиграл рынок в одном периоде, не так уж много шансов повторить успех. И это не удивительно. Рынок наполнен профессионалами, и, по определению, большинство не может превзойти средние показатели. С учетом операционных издержек и комиссий за управление можно ожидать, что и в будущем большинство финансовых менеджеров продолжат в целом проигрывать на рынке.

Вместе с тем перспективы, которые сулят корректировка соотношения активов в портфеле и выбор ценных бумаг, выглядят соблазнительно. Все инвесторы хотят сполна использовать благоприятные рыночные условия

и защитить себя от неблагоприятных. В результате многие просто не ставят под сомнение гипотезу, что большинство финансовых менеджеров способны увеличить доход, благодаря корректировке и выбору ценных бумаг. Поскольку факты опровергают эту гипотезу, нередко предпринимаются попытки подогнать их. Ошибочные представления инвесторов и склонность принимать желаемое за действительное зачастую укрепляют эту тенденцию: желание найти финансовых менеджеров, которые готовы гарантировать превосходные результаты, вполне понятно и объяснимо.

Примером подгонки данных под гипотезу служит анализ эффективности финансовых менеджеров в попытке найти самых лучших. В одной статье, опубликованной в популярном финансовом журнале, рассматривалось несколько сотен взаимных фондов. Автор предупреждал, что нельзя принимать решение, основываясь на превосходных результатах только за один год. Он советовал найти менеджеров, результаты деятельности которых были выше среднего постоянно в течение последних 5 лет, из их числа можно выбрать действительно «хороших». Однако такой подход не позволяет определить, что это — результат везения или профессионализма.

Возьмем 1000 финансовых менеджеров, каждый из которых принимает решения на основе вероятностного подхода, как при игре в кости. В конце первого года мы сможем проранжировать их достижения на основе полученной прибыли. По определению, половина достигнет показателей выше средних и половина — ниже средних. Если убрать тех, эффективность работы которых в первый год оказалась ниже среднего, то оставшиеся менеджеры с результатами выше среднего будут продолжать «бросать кости» и выбирать ценные бумаги в течение второго года. Половина из оставшихся получит результаты выше средних, а половина — ниже средних. Те, кто проиграл, отбрасываются. Если продолжать в том же духе, к концу пятого года останется немногим более 30 человек, которые демонстрируют результаты выше средних непрерывно на протяжении 5 лет. Конечно, наш разум говорит, что на такой выбор полагаться нельзя. Однако в реальном мире финансового менеджмента, где соблазн сорвать куш зачастую преодолеть невозможно, вполне может закрасться подозрение, что причиной такой эффективности является высокий профессионализм, а не простое везение.

В силу сложности управления инвестициями всегда имеет место широкий разброс доходности у разных финансовых менеджеров в любой отдельно взятый промежуток времени. Именно разброс создает иллюзию, что квалификация менеджеров различается так же, как полученные ими результаты. В действительности, на краткосрочные колебания эффективности в значительной мере влияет случай. Не понимая этого, многие инвесторы продолжают сравнивать эффективность своей работы с результатами инвестиционных «гуру». Все заканчивается тем, что инвесторы начинают стремиться к их показателям, передавая свои средства то одному менеджеру,

то другому в надежде найти эфемерного профессионала, который завтра получит такие же выдающиеся результаты, как вчера.

Это говорит не о том, что высокопрофессиональных менеджеров вообще нет, а лишь о том, что их очень мало и их необычайно трудно найти. Профессор Барр Розенберг разработал статистический метод определения периода, на протяжении которого менеджер должен демонстрировать результаты выше средних для получения уверенности в том, что это следствие мастерства, а не простого везения. Расчет с использованием этого метода показывает, что такой период, как правило, очень продолжителен — до нескольких десятилетий. В свете сказанного впечатляющие долгосрочные результаты небольшого числа инвестиционных менеджеров, таких как Джон М. Темплтон, наглядно демонстрируют влияние высокого профессионализма на результаты инвестиций.

Эффект использования выдающихся способностей значительно варьирует в зависимости от сферы их приложения. Не все секторы рынка капитала одинаково эффективны. К примеру, анализ акций небольших компаний не требует таких усилий, как анализ акций крупных компаний. Точно так же различные международные рынки капитала необязательно эффективны в той же степени, что и рынок капитала США. Ну а там, где существует неэффективность, есть и возможности для повышения дохода за счет глубокого инвестиционного анализа. Такие возможности не надо упускать, однако нужно понимать, что со временем, по мере того как все больше инвесторов будут использовать эти возможности, растущая эффективность рынка приведет к снижению выигрыша, обусловленного высоким профессионализмом.

Многие столетия законы физики, открытые Исааком Ньютоном, не вызывали сомнений. Вселенная, казалось, подчиняется детерминистским причинно-следственным законам, идеальным, как бильярдный шар. Работы Альберта Эйнштейна положили конец такому взгляду на мир. Современная физика изменила представления о времени и пространстве. Теперь Вселенная рассматривается как нечто, где все относительно. Работы Эйнштейна не отвергают законов Ньютона, они просто определили границы, в которых те верны. Точно так же традиционное управление финансами с акцентом на выбор отдельных ценных бумаг отошло на второй план с появлением современной портфельной теории, которая, в духе Эйнштейна, рассматривает каждый класс активов не изолированно, а во взаимосвязи друг с другом. Современная портфельная теория не отвергает традиционных подходов финансового менеджмента, а определяет границы, в которых они действуют и способны приносить доход. (Действительно, без финансового анализа и операций купли-продажи, совершаемых разумными инвесторами, рынок не был бы столь эффективным!)

Управление финансами сегодня видоизменяется в более широком и более важном контексте распределения активов и инвестиционной политики. Целью становится уже не выигрыш на рынке, а разработка

долгосрочных стратегий, которые позволят инвесторам достигать целей с минимальным риском. Эти стратегии не борются с рынком капитала, а следуют его тенденциям. Управление финансами сегодня требует целостного подхода, который учитывает и ситуацию в мире инвестиций, и ситуацию конкретного инвестора. Помощь консультантов по инвестициям в разработке правильных стратегий распределения активов, позволяющих достичь поставленных целей, и в последовательной реализации выбранной стратегии может быть очень полезной. Инвесторы научились заглядывать через плечо своих консультантов и оценивать результаты. Если инвестор чувствует, что стратегия не работает, он ищет нового консультанта. В области управления инвестициями наши представления часто отличаются от того, что есть на самом деле. Вот почему так важно, чтобы инвестор и его консультант имели общую точку зрения на рынки капитала и управление инвестициями.

Очень легко попасть в ловушку, полагая, что все инвесторы владеют базовыми понятиями профессии, ведь в реальности их знания могут быть весьма ограниченными. Возможно, это элементарные вещи, но все же лучше с самого начала не пожалеть времени и объяснить основные понятия, чтобы не попасть в ловушку. В следующей главе мы рассмотрим результаты, полученные на рынках капитала в прошлом. И хотя кому-то все это хорошо знакомо, нередко для инвесторов они настоящая *terra incognita*. Мы посвящаем следующую главу основам, чтобы дать профессионалам в области инвестиций и их клиентам общую систему координат для взаимодействия. Вооруженные этими знаниями, инвесторы будут чувствовать себя более уверенно при выборе наиболее подходящей инвестиционной политики.

## Глава 2

# Исторический обзор эффективности инвестиций в рынок капитала

Задним умом мы все крепки.

*Билли Уайлдер (1906),  
Columbo's Hollywood*

При первой встрече потенциального клиента и инвестиционного менеджера часто заполняются подробные анкеты. Клиента просят описать его финансовую ситуацию, обозначить инвестиционные цели и устойчивость к риску. Опираясь на эту информацию, менеджер разрабатывает подходящую инвестиционную стратегию. Однако могут возникнуть проблемы. Где гарантия, что клиент имеет реалистичные ожидания относительно результатов инвестирования? Может ли менеджер быть уверен в том, что клиент четко представляет степень риска, неизбежно существующего в управлении денежными средствами, и связанной с ним опасности?

Часто такие проблемы легко распознать. Например, клиент заявляет: «Я хочу, чтобы доходность была на уровне 15–20% в год, но не хочу рисковать своим капиталом. Я довольно консервативный человек». Считается, что успешная инвестиционная стратегия должна согласовываться с устойчивостью клиента к волатильности. Однако менее очевидно, что заявляемая клиентом устойчивость к волатильности может зависеть от страхов, возникающих из-за отсутствия знаний в сфере инвестирования. В этом случае проблема скорее в самом клиенте, а не в рынке капитала.

[Купить книгу на сайте kniga.biz.ua >>>](http://kniga.biz.ua)

У инвестиционного консультанта неизбежно возникнут проблемы, если «инвестиционное мировоззрение» клиента отличается от его мировоззрения. Такая ситуация подобна бомбе замедленного действия, которая рано или поздно взорвется. В октябре 1987 г. фондовый рынок США пережил величайшее в истории падение за один день. За обвалом фондового рынка проблемы возникли бы в сфере инвестиционного консультирования, если бы инвестиционная стратегия менеджера основывалась на убеждении, что нельзя выбирать это время для операций на рынке и клиент считал бы, что работа менеджера заключается в том, чтобы защищать его средства от падения рынка.

Ожидания инвестора обычно более радужны, чем текущая ситуация. Обычно люди полагают, что более высокая прибыль возможна с меньшим риском, чем на самом деле. Поэтому в управлении денежными средствами прежде всего важно управление ожиданиями клиента, а лишь затем — управление его активами. Прежде чем подбирать инвестиционную стратегию, необходимо убедиться, что инвестор и менеджер придерживаются одинаковых взглядов на инвестиции. Для выработки реалистичных целей необходимо иметь реалистичные ожидания. Клиент должен понимать все риски и точно оценивать значимость каждого в конкретной ситуации. Нужно разрушить миф об «идеальных инвестициях». Не существует ликвидных инвестиций, гарантирующих стабильность основного капитала, которые дадут реальную прибыль, последовательно снижая влияние инфляции и подоходных налогов. Любые неверные представления, которые не были своевременно скорректированы, выявятся позднее, и зачастую в ущерб управлению инвестициями. Клиентам следует разъяснить важность временных горизонтов при выборе подходящей инвестиционной стратегии.

Эти образовательные задачи можно решить посредством подробного исторического обзора эффективности инвестиций на рынке капитала. Инвестиционное мировоззрение, которое формируется при этом, служит основой философии инвестирования и подхода к управлению денежными средствами, которые необходимы для достижения поставленных финансовых целей.

Одним из лучших источников современной информации об эффективности различных инвестиционных инструментов является ежегодник *Ibbotson Associates' Yearbook, Stocks, Bonds, Bills and Inflation*. Данные, описанные в книге, относятся к периоду с 1926 г. по настоящее время. За это время рынок капитала пережил периоды войны и мира, инфляции и падения, несколько циклов подъема экономической активности и ее снижения. На рис. 2.1 показан кумулятивный эффект при исчислении совокупного дохода в сложных процентах на 1 доллар, вложенный в конце 1925 г. в различные инвестиционные инструменты. В данном случае не учитываются подоходный налог и операционные издержки. Вертикальная ось графика представляет собой логарифмическую шкалу, отрезки которой показывают изменение процента, независимо от того, где оно измерено. С помощью



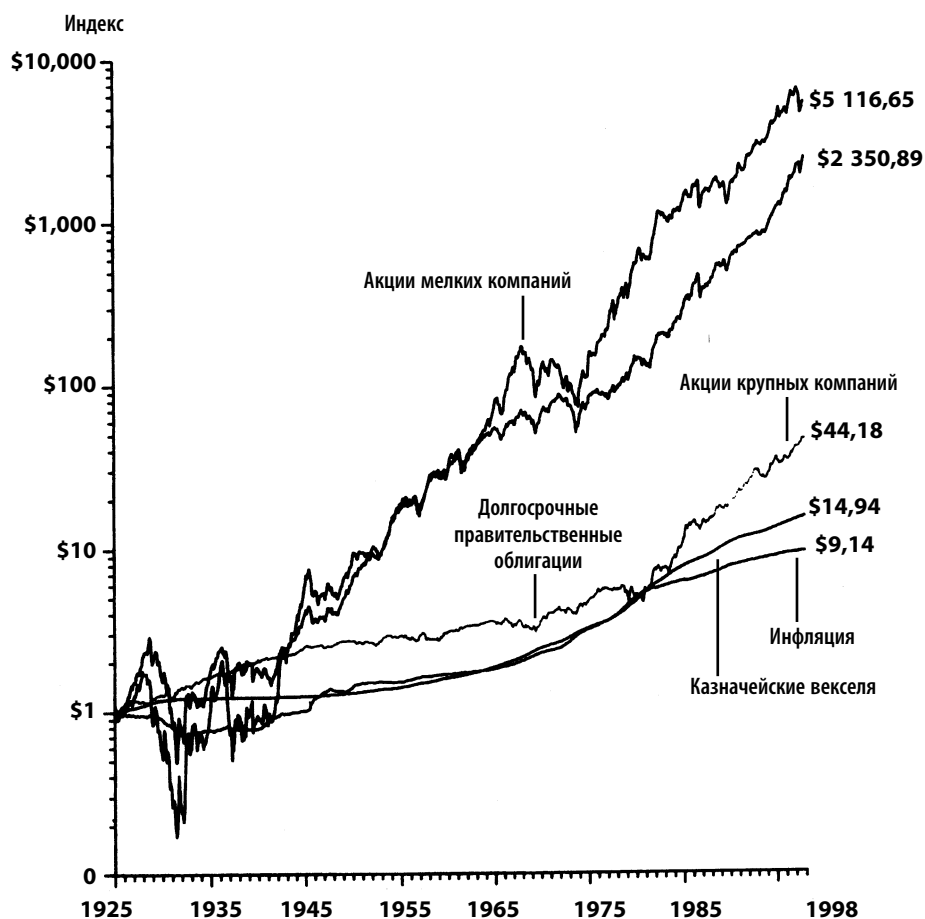


Рис. 2.1. Индексы инвестиций на рынке капитала США в период с 31 декабря 1925 г. по 31 декабря 1998 г. (цена на конец 1925 г. = 1 доллар США)

Источник: *Stocks, Bonds, Bills and Inflation* © 1999 Ibbotson Associates, Inc. На основе защищенных авторским правом работ Ибботсона и Синквефилда. Все права защищены. Используется с разрешения авторов.

логарифмической шкалы удобно сопоставлять графики различных инструментов со значительно разнящимися результатами.

## ИНФЛЯЦИЯ

На рис. 2.2 уровень инфляции измеряется индексом потребительских цен для всех городских потребителей (Consumer Price Index for All Urban Consumers — CPI-U), определенным Бюро статистики труда США

(Министерства труда США)\*. Некоторые эксперты для измерения уровня инфляции предпочитают использовать дефлятор валового национального продукта, но все же чаще используется показатель CPI-U. Чтобы определить стоимость жизни, предположим, что в 1925 г. завтрак, состоящий из яичницы с беконом, тостов и кофе, стоил 1 доллар. За последующие 73 года в результате инфляции стоимость жизни увеличилась более чем в девять раз, таким образом, стоимость того же завтрака в 1998 г. составила 9,14 долл.

Однако в первые семь лет этого периода происходила дефляция, стоимость жизни снижалась в среднем на 4,4% в год, уменьшив цену нашего гипотетического завтрака до 0,73 долл. к концу 1932 г. К концу 1945 г. вследствие инфляции стоимость завтрака снова поднялась до 1 долл. Поэтому увеличение стоимости жизни более чем в девять раз, как видно из рис. 2.2, произошло, главным образом, за счет инфляции в период после Второй мировой войны.

История свидетельствует, что после войн часто наступали периоды сильной инфляции, но обычно послевоенная дефляция снижала уровень цен. Однако этого не случилось после Второй мировой войны. Инфляция продолжилась, хотя и с меньшим кумулятивным годовым темпом — 2,8% — в течение последующих 20 лет. С середины 1960-х годов до 1981 г. инфляция стала гораздо больше и составила в среднем 7% в год. Такими темпами стоимость жизни удваивается приблизительно каждые десять лет. С 1982 г. до 1998 г. инфляция вернулась на более умеренный кумулятивный уровень — 3,3% в год.

Длительная инфляция после Второй мировой войны была характерна не только для Соединенных Штатов. Она наблюдалась в различной степени в различное время в разных странах мира. Основную прибыль от инфляции получает правительство. Отчасти это следует из структуры налогов: облагается обычно номинал, а не реальный доход с соответствующим перемещением состояния от частного сектора экономики к государству. Дефициты бюджета США в прошлом показывают, что расходы часто превышают доходы государства, разница покрывается преимущественно за счет выпуска правительственных облигаций. За 73 года кумулятивный годовой уровень инфляции составил в среднем 3,1%, изменяясь в пределах от -10,3% (1932 г.) до 18,2% (1946 г.).

## КАЗНАЧЕЙСКИЕ ВЕКСЕЛЯ

Казначейские векселя представляют собой краткосрочные ссуды Министерству финансов США. Они продаются с дисконтом от стоимости на дату погашения, не имеют купонов, срок их погашения до 1 года. Как прямые долговые обязательства федерального правительства они защищены от риска невыполнения обязательств. Кредиторам гарантирован возврат денег с процентами в установленный срок платежа по векселю. Ставка дохода по казначейским векселям варьируется, но, несмотря на это, в момент покупки

\* До 1978 г. использовался показатель CPI (в отличие от CPI-U).

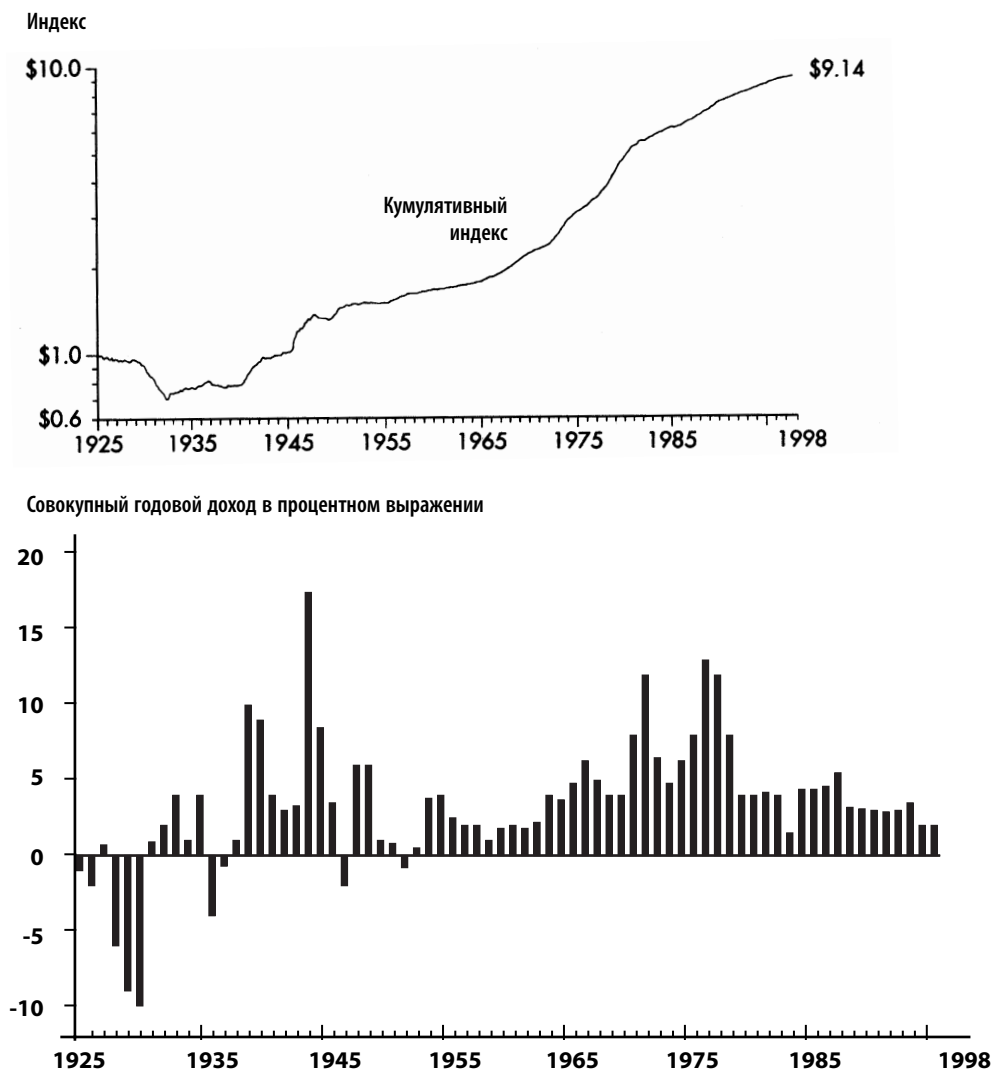


Рис. 2.2. Инфляция: кумулятивный индекс и темпы изменения

Источник: *Stocks, Bonds, Bills and Inflation* © 1999 Ibbotson Associates, Inc. На основе защищенных авторским правом работ Ибботсона и Синквефилда. Все права защищены. Используется с разрешения авторов.

кредитор точно знает, сколько он получит. Из рис. 2.3 видно, что 1 долл., вложенный в казначейские векселя в конце 1925 г., при условии реинвестирования процентов к концу 1998 г. превратился в 14,94 долл. Средняя ставка дохода в сложных процентах за 73 года составила 3,8% по сравнению со средним уровнем инфляции 3,1% за тот же период.

На рис. 2.3 также представлен профиль годовой доходности казначейских векселей. Несмотря на скромный номинальный доход в конце 1920-х–начале

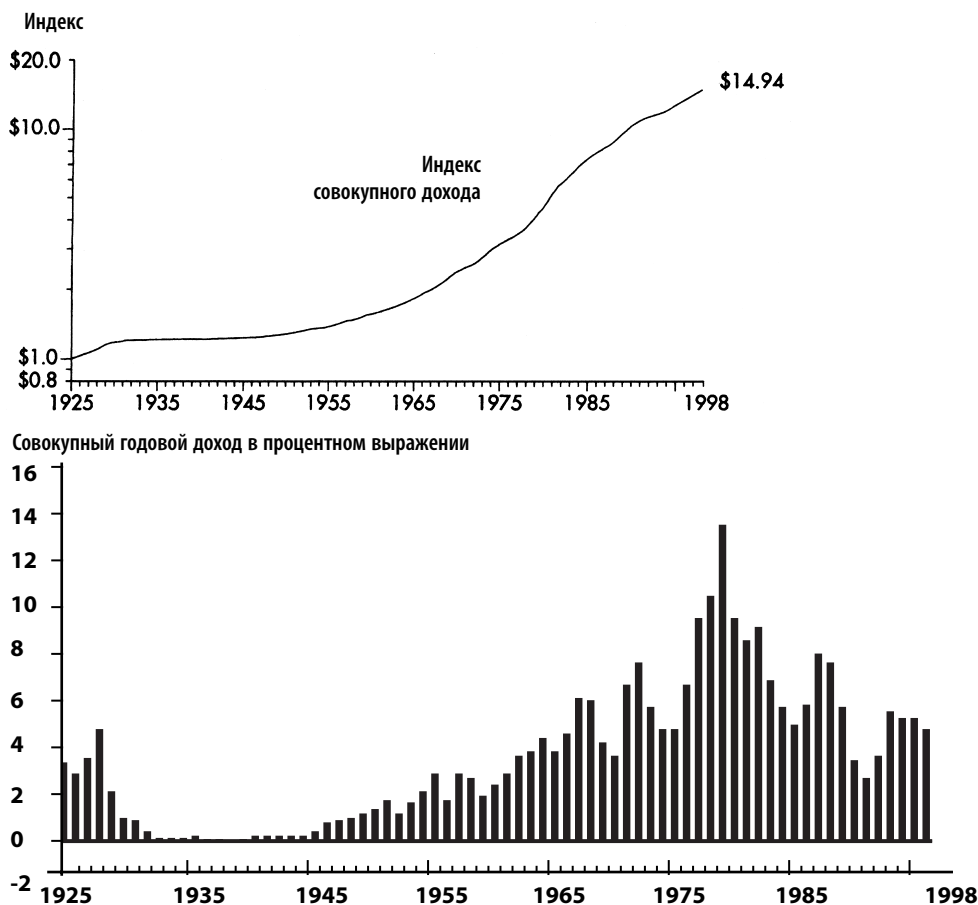


Рис. 2.3. Казначейские векселя США: индекс дохода и доходы

Источник: *Stocks, Bonds, Bills and Inflation* © 1999 Ibbotson Associates, Inc. На основе защищенных авторским правом работ Ибботсона и Синквевилда. Все права защищены. Используется с разрешения авторов.

1930-х, реальный доход был довольно высоким, учитывая дефляцию. В 1940-х в период большой инфляции федеральное правительство искусственно занижало доходность казначейских векселей, поэтому реальные процентные ставки были отрицательными. Законодательные ограничения были сняты в 1951 г., и с тех пор доходность более тесно связана с уровнем инфляции. За весь 73-летний период она изменялась от 0 до 14,7%.

Главное преимущество казначейских векселей — стабильность номинальной стоимости. Цена, которую приходится за это платить, — ставка дохода, едва превышающая уровень инфляции. И это без учета подлежащих уплате налогов! Если вычесть подоходный налог, уровень доходности окажется ниже уровня инфляции. Вывод напрашивается сам собой: если инвестировать в казначейские векселя, то, чтобы остаться при своих, нужно

жить в мире, где не существует налогов и не нужно использовать получаемые проценты на покрытие своих текущих расходов.

Если принимать во внимание совокупное влияние инфляции и налогов, то казначейские векселя и другие формы краткосрочных процентных ценных бумаг следует отнести к рисковым инвестициям. Возьмем случай с 50-летней вдовой, приведенный в табл. 2.1. Если у нее нет серьезных хронических заболеваний, можно ожидать, что она проживет еще 30 или более лет. Предположим, депозитный сертификат (ДС) принесет 5% в год, при среднем уровне инфляции 4%. Если инвестировать 1 000 000 долл., годовой доход по ДС может составить 50 000 долл.

Предположим, она не тратит основную сумму, а живет только на проценты по ДС. Через десять лет стоимость жизни увеличится приблизительно на 50%, уменьшив покупательную способность ее 1 000 000 долл. почти на треть, до 675 564 долл. США. Ее доход 50 000 долл. также потеряет приблизительно треть своей стоимости, на него можно будет купить столько же товаров и услуг, сколько можно было позволить себе раньше на 33 778 долл. Следовательно, за последующие 20 лет покупательная способность ее 1 000 000 долл. снизится до 308 319 долл., а на годовой доход можно будет купить столько же товаров и услуг, сколько можно было купить на 15 416 долл!

**Таблица 2.1. Влияние инфляции**

Вдова, возраст — 50 лет  
Ожидаемая продолжительность жизни — 30 лет  
Процентная ставка депозитного сертификата — 5%  
Средний уровень инфляции — 4%  
Сумма для инвестирования — 1 000 000 долл.

Год	А	В	С = А × В
	Покупательная способность капитала, долл.	Процентная ставка депозитного сертификата	Реальный доход, долл.
Настоящий момент	1 000 000	5%	50 000
10	675 564	5%	33 778
20	456 387	5%	22 819
30	308 319	5%	15 416

Многие инвесторы, боящиеся риска, сопряженного с инвестициями в акции, ищут «тихую гавань» в краткосрочных инвестициях, генерирующих процентный доход. Этот пример можно эффективно использовать, чтобы подчеркнуть риск покупательной способности, присущий данному инвестиционному инструменту. Часто инвесторы недостаточно чувствительны к влиянию инфляции, поскольку она может избирать довольно хитрые пути. Хотя им следует в первую очередь думать о реальных доходах (т.е. о доходах с поправкой на инфляцию), часто кажется, что их больше интересуют номинальные результаты.

Например, в период высокого уровня процентных ставок в 1979–1981 гг. средняя доходность казначейских векселей составила 12,1%, что давало 8,5%

чистого дохода при уплате 30%-ного налога по максимальной ставке. Инфляция за тот же период времени в среднем составила 11,5%, т.е. этот инвестиционный инструмент приносил убыток 3% в год. Через три года средняя доходность казначейских векселей снизилась до 9,7%, что дало 6,8% после взимания того же налога. Однако средний уровень инфляции составлял 3,9%, таким образом, реальный положительный доход составил около 3% в год. Иллюзия накопления состояния в то время, когда на самом деле оно тает, — очень опасна для инвесторов.

Конечно, существуют другие способы инвестировать деньги на короткий срок под процент. Коммерческие бумаги представляют собой необеспеченные краткосрочные простые векселя, выпускаемые корпорациями. Исторически доходность коммерческих бумаг на 0,5–1% выше доходности казначейских векселей США. В общем, эквиваленты наличности (любые краткосрочные процентные ценные бумаги) имеют много общих преимуществ и недостатков по сравнению с казначейскими векселями. Хотя реальная доходность эквивалентов наличности может изменяться от положительной до отрицательной, в среднем предполагается, что их доходность без вычета налога выше уровня инфляции приблизительно на 1%.

## ОБЛИГАЦИИ

Облигации представляют собой обращающиеся долговые обязательства корпораций или правительственных органов. Обычно по облигации выплачиваются проценты, а в срок погашения возвращается ее основная стоимость. Номинальная ( нарицательная ) стоимость указывается на лицевой стороне облигационного сертификата, обычно это сумма, которую компания, выпустившая облигации, изначально заняла и обязуется вернуть при наступлении срока погашения облигации. Купонная ставка представляет собой установленную процентную ставку, по которой в зависимости от номинальной стоимости определяется ежегодный процентный платеж по облигации. Рыночная стоимость облигации обычно отличается от ее номинальной стоимости и зависит от множества факторов — текущих процентных ставок, купонной ставки облигации, кредитоспособности заемщика, срока погашения, оговорки о досрочном выкупе облигаций эмитентом и налогового статуса.

Облигации часто называют *ценными бумагами с фиксированной доходностью*, что отчасти вводит в заблуждение. Фиксирован только максимальный размер платежа, а не выплачиваемый доход. Некоторые корпорации, например, не всегда выплачивают указанные проценты. Цена облигации зависит главным образом от существующих процентных ставок. Изменение цены облигации вследствие изменения процентных ставок называют *процентным риском*. Впервые столкнувшись с этим понятием, многие клиенты могут быть озадачены обратной зависимостью между движением процентных ставок и стоимостью облигации. Простой пример поможет прояснить ситуацию.

Предположим, инвестор приобретает только что выпущенную корпоративную облигацию со сроком погашения 20 лет по ее номинальной стоимости 10 000 долл. Купонная ставка по облигации составляет 7%, ежегодный процентный платеж — 700 долл. В следующем году процентные ставки увеличиваются, и такая же только что выпущенная корпоративная облигация со сроком погашения 20 лет должна обеспечивать доход по купону в размере 8%, чтобы инвестор захотел ее купить. Если держатель облигации с купонной ставкой 7% захочет избавиться от нее при повышении процентных ставок, он не сможет продать ее по первоначальной цене 10 000 долл. (Зачем в ситуации, когда процентные ставки увеличиваются, покупать облигации, приносящие 700 долл. в год, если те же 10 000 долл. могут принести 800 долл.) Облигация с купонной ставкой 7% не может обесцениться совсем. Рыночная цена будет падать до тех пор, пока поток наличности 700 долл. на более низкую стоимость в сочетании с возвратом основной суммы при погашении не станет столь же привлекательным, как поток 800 долл. на новую облигацию номинальной стоимостью 10 000 долл.

Ставку дисконта, которая позволяет привести будущие потоки наличности (процентные платежи и основную сумму) к текущей рыночной стоимости, называют *доходностью к погашению*. (Математически это внутренняя ставка дохода облигации.) Доходность к погашению часто называют просто доходностью, принимая во внимание годовые процентные платежи, количество лет до погашения и разницу между ценой облигации при покупке и ее выкупной стоимостью в момент погашения. Доходность к погашению следует отличать от *текущей доходности* облигации, которая определяется путем деления годовых процентных платежей на текущую рыночную стоимость облигации. Доходность к погашению будет выше текущей доходности, если рыночная стоимость облигации ниже ее номинала, так как доходность к погашению подразумевает среднее ежегодное повышение стоимости облигации и ее приближение к полной номинальной стоимости по мере приближения срока погашения. И наоборот, доходность к погашению будет ниже текущей доходности, если рыночная стоимость облигации выше ее номинальной стоимости.

Инвестируя в облигации, можно выбирать между различными вариантами. Облигация обычно оценивается по трем аспектам: чувствительность к процентному риску, кредитоспособность заемщика и налоговый статус. Чувствительность к процентному риску характеризует степень изменения цены при движении процентных ставок. При первом приближении срок погашения облигации является примерным показателем того, насколько чувствительной будет ее цена к изменениям процентных ставок. При прочих равных показателях, чем больше срок погашения облигации, тем больше колеблется цена облигации в зависимости от движения процентных ставок. Обычно облигации с большим сроком погашения и большей ценовой чувствительностью имеют большую доходность, чем краткосрочные облигации с более стабильной номинальной стоимостью. Таким образом,

обычно положительная кривая доходности — восходящая, как видно из рис. 2.4. Кривая доходности отражает зависимость доходности облигации от срока ее погашения\*.

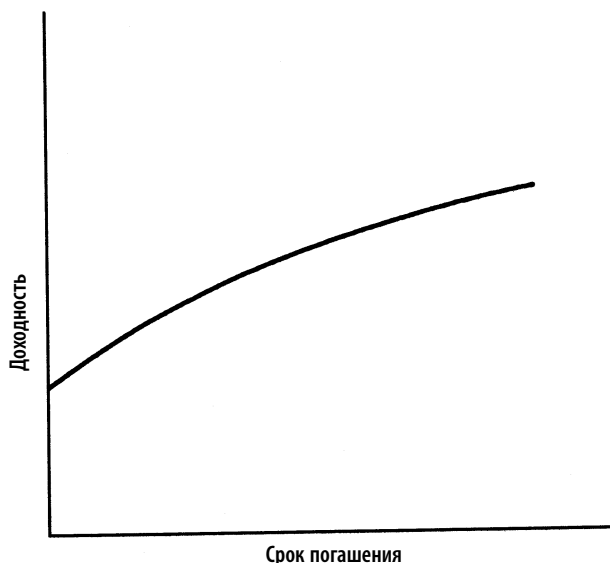


Рис. 2.4. Стандартная кривая доходности

Когда обсуждалась эффективность инвестирования в казначейские векселя, отмечалось, что доходность меняется в соответствии с краткосрочными изменениями уровня инфляции. Однако долгосрочная доходность не так чувствительна к изменениям ежегодного уровня инфляции, потому что она отражает общие ожидания относительно инфляции в течение жизни облигации. Это приводит к более низкой изменчивости на долгосрочном участке кривой доходности. Например, исторически изменение на 1% доходности к погашению облигаций со сроком погашения 1 год связывают с изменениями на 0,6% и 0,3% доходности к погашению облигаций со сроком погашения соответственно 3 года и 6 лет. Чрезвычайно важно, чтобы клиент понял, что подразумевается под чувствительностью к процентному риску. Она делает небезопасными даже облигации правительства США, поэтому важно учитывать данный аспект при определении кредитоспособности заемщика.

Кредитоспособность предполагает, что проценты будут выплачены и основная сумма возвращена, как обещано. Федеральное правительство

\* Дюрация лучше показывает чувствительность к процентному риску, чем срок погашения облигации. Более подробно о дюрации и способе ее вычисления см. приложение к данной главе.