

СОДЕРЖАНИЕ

<i>Предисловие</i>	13
<i>Слова благодарности из прежних изданий</i>	19

Часть первая

АКЦИИ И ИХ СТОИМОСТЬ

1. ПРОЧНЫЙ ФУНДАМЕНТ ИЛИ ВОЗДУШНЫЕ ЗАМКИ? .. 25	
Что такое «случайное блуждание»?	26
Инвестирование как образ сегодняшней жизни	29
Инвестиционные теории	33
Теория прочного фундамента	34
Теория воздушных замков	36
Как предпринимать случайные блуждания	40
2. БЕЗУМИЕ ТОЛПЫ	41
Тюльпанное сумасшествие	42
Афера компании South Sea	46
Уолл-стрит садится в лужу	55
Краткое заключение	64
3. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ АКЦИЙ В 1960–1990-е ГОДЫ	67
Здравомыслие финансовых учреждений	67
«Парящие» шестидесятые	68
<i>Очередная «новая эра». Ажиотаж вокруг акций новых и быстрорастущих компаний</i>	68
<i>Синергизм создает энергию. Бум конгломератов</i>	72
<i>«Результативные» инвестиции. «Пузырь» концептуальных акций</i>	81
«Голубые фишки»	85
Бурные восьмидесятые	87
<i>Триумфальное возвращение новых акций</i>	87
<i>Афера ZZZZ Best</i>	89
Что все это значит?	92
<i>Японские цены на землю и акции</i>	93

4. ЛОПНУВШИЕ «ПУЗЫРИ» НАЧАЛА 2000-х ГОДОВ	99
Пузырь интернет-компаний	100
<i>Широкомасштабный высокотехнологичный</i>	
<i>«мыльный пузырь»</i>	<i>102</i>
<i>И вновь новые акции</i>	<i>105</i>
<i>TheGlobe.com</i>	<i>106</i>
<i>Слово берут аналитики</i>	<i>109</i>
<i>Новые методы оценки</i>	<i>110</i>
<i>Роль СМИ</i>	<i>113</i>
<i>Мошенничество губит рынок</i>	<i>116</i>
<i>Должны ли мы были предвидеть опасность?</i>	<i>118</i>
Бум и обвал на американском рынке недвижимости	
в начале 2000-х годов	121
<i>Новая банковская система</i>	<i>122</i>
<i>Размывание стандартов кредитования</i>	<i>124</i>
<i>«Пузырь» жилой недвижимости</i>	<i>126</i>
«Пузыри» и экономическая активность	128
<i>Значит ли это, что рынки не эффективны?</i>	<i>129</i>
«Пузырь» криптовалют	131
<i>Биткойн и блокчейн</i>	<i>131</i>
<i>Являются ли биткойны настоящими деньгами?</i>	<i>134</i>
<i>Можно ли назвать феномен биткойна «пузырем»?</i>	<i>137</i>
<i>Что может способствовать сдуванию «пузыря»</i>	
<i>биткойна?</i>	<i>141</i>

Часть вторая

КАК ПРОФЕССИОНАЛЫ ИГРАЮТ В СВОИ ИГРЫ

5. ТЕХНИЧЕСКИЙ И ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ.	147
Технический анализ против фундаментального	148
О чем могут рассказать диаграммы?	150
Рациональное зерно в ценовых диаграммах.	155
Почему технический анализ порой терпит неудачу?	158
Развитие технического анализа	159
Методы фундаментального анализа	159
Три важные оговорки.	169
Почему порой фундаментальный анализ терпит неудачу?	172
Комплексное использование методов фундаментального	
и технического анализа.	175

6. ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ И ТЕОРИЯ СЛУЧАЙНЫХ БЛУЖДАНИЙ	181
Дырявые туфли и большие амбиции.	181
Существует ли инерция рынка?	184
Так что же такое случайное блуждание?	186
Некоторые усовершенствованные системы технического анализа	191
<i>Система фильтров</i>	191
<i>Теория Доу</i>	192
<i>Система относительной силы</i>	193
<i>Система накопления ценовой массы</i>	194
<i>Толкование ценовых диаграмм</i>	194
<i>Трудности в понимании фактора случайности</i>	195
Другие технические теории, которые помогут вам расстаться с деньгами	197
<i>«Юбочный» индикатор</i>	198
<i>Индикатор суперкубка</i>	200
<i>Теория мелкого вкладчика</i>	200
<i>«Собаки Dow»</i>	201
<i>«Январский эффект»</i>	202
<i>Некоторые другие системы</i>	203
<i>Пророки технического анализа</i>	204
Отражение контратаки	206
Выводы для инвесторов	208
7. НАСКОЛЬКО ПОЛЕЗЕН ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ?	211
Точки зрения Уолл-стрит и ученых	212
Действительно ли фундаментальные аналитики — ясновидящие?	213
Почему замутнился хрустальный шар?	215
1. <i>Влияние случайных событий</i>	217
2. <i>Искаженные данные о доходах компании, вызванные «творческим» подходом к отчетности</i>	218
3. <i>Некомпетентность аналитиков</i>	221
4. <i>Уход лучших аналитиков на биржу или в инвестиционные фонды</i>	225
5. <i>Конфликт интересов аналитиков и инвестиционных отделов банков</i>	226
Насколько эффективны аналитики? Результаты работы инвестиционных фондов	230

«Полусильная» и «сильная» формы теории эффективного рынка	240
--	-----

Часть третья

НОВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ТЕХНОЛОГИИ

8. НОВЫЕ ПРОГУЛОЧНЫЕ ТУФЛИ, ИЛИ СОВРЕМЕННАЯ ТЕОРИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ	247
Роль риска	249
Определение риска: дисперсия доходов	249
<i>Пример: ожидаемый доход и измерение степени риска</i>	<i>250</i>
Документирование риска	254
Снижение риска — современная теория инвестиционного портфеля.	257
Диверсификация на практике.	262
9. УВЕЛИЧЕНИЕ ДОХОДОВ ЗА СЧЕТ ПОВЫШЕНИЯ РИСКА	273
Бета и системный риск	274
Модель ценообразования капитальных активов	278
Посмотрим на результаты	286
Оценка доказательств	289
В поисках нового инструмента измерения риска: арбитражная теория ценообразования.	291
Трехфакторная модель Фамы — Френча	294
Краткое резюме	295
10. ПОВЕДЕНЧЕСКАЯ ЭКОНОМИКА	299
Иррациональное поведение индивидуальных инвесторов	303
<i>Самоуверенность.</i>	<i>303</i>
<i>Ложные умозаключения</i>	<i>307</i>
<i>Стадные инстинкты</i>	<i>312</i>
<i>Страх перед потерями</i>	<i>317</i>
<i>Гордость и сожаления.</i>	<i>320</i>
Поведенческая экономика и сбережения	322
Пределы арбитража	324
Какие уроки инвестор должен извлечь из поведенческой экономики?	329
1. <i>Не поддавайтесь стадному инстинкту</i>	<i>331</i>
2. <i>Не увлекайтесь трейдингом.</i>	<i>333</i>
3. <i>Если уж продавать, то бесполезные, а не выигрышные акции</i>	<i>335</i>

4. Другие примеры глупого поведения инвесторов.	336
Может ли поведенческая экономика обучить вас способам достижения победы над рынком?	339
11. НОВЫЕ МЕТОДЫ СОСТАВЛЕНИЯ ПОРТФЕЛЯ:	
«УМНАЯ БЕТА» И ПАРИТЕТ РИСКОВ	341
Что такое «умная бета»?	342
Четыре привлекательные окраски: сильные и слабые стороны	346
1. Ценность побеждает	346
2. Чем меньше, тем лучше	349
3. Инерция фондового рынка	351
4. Одинаковый доход от акций с низкой и высокой бетой	354
Что может пойти не так?	355
Стратегии сочетания факторов.	358
Фонды смешанного типа на практике	360
<i>Dimensional Fund Advisors (DFA)</i>	360
<i>Research Affiliates Fundamental Index (RAFI)</i>	361
ETF-фонд <i>Goldman Sachs Active Beta</i>	363
Равновзвешенные портфели	363
Применение на практике.	365
Паритет рисков.	366
Метод паритета рисков	368
Надежные облигации тоже можно использовать для паритета рисков	371
Паритет рисков против традиционного соотношения портфеля 60/40.	373
«Всепогодный» фонд Далио	375
Что может пойти не так?	376
Краткое резюме	380

Часть четвертая

ПРАКТИЧЕСКИЙ ПУТЕВОДИТЕЛЬ ДЛЯ ЛЮБИТЕЛЕЙ СЛУЧАЙНЫХ БЛУЖДАНИЙ И ДРУГИХ ИНВЕСТОРОВ

12. ИНСТРУКЦИЯ ПО ФИТНЕСУ ДЛЯ ЛЮБИТЕЛЕЙ СЛУЧАЙНЫХ БЛУЖДАНИЙ.	383
Упражнение № 1. Создайте необходимые условия	384
Упражнение № 2. Не дайте застать себя врасплох: обеспечьте денежные резервы и страховую защиту	387

<i>Денежные резервы</i>	387
<i>Страхование</i>	388
<i>Отсроченные переменные аннуитеты</i>	390
Упражнение № 3. Будьте конкурентоспособны:	
берегите свои наличные сбережения от инфляции	391
<i>Взаимные фонды денежного рынка</i>	392
<i>Банковские депозитные сертификаты</i>	392
<i>Интернет-банки</i>	393
<i>Казначейские векселя</i>	394
<i>Безналоговые фонды денежного рынка</i>	394
Упражнение № 4. Научитесь уворачиваться	
от налоговых инспекторов	395
<i>Индивидуальные пенсионные счета</i>	396
<i>Roth IRA</i>	398
<i>Пенсионные программы</i>	399
<i>Накопления для учебы в колледже:</i>	
<i>программа 529</i>	401
Упражнение № 5. Убедитесь, что обувь вам впору:	
определитесь с целями инвестирования	402
Упражнение № 6. Прогулка начинается от собственного	
дома: от ренты дряхлеют инвестиционные мышцы	414
Упражнение № 7. Проложите прогулочный маршрут	
по стране облигаций	417
<i>Облигации с нулевым купоном как средство</i>	
<i>получения высоких доходов в будущем</i>	418
<i>Взаимные фонды облигаций — хороший выбор</i>	
<i>для индивидуальных инвесторов</i>	419
<i>Безналоговые облигации для тех,</i>	
<i>кто платит высокие налоги</i>	420
<i>Защищенные от инфляции казначейские</i>	
<i>обязательства</i>	423
<i>Может, стоит рискнуть?</i>	424
<i>Иностранные облигации</i>	426
Упражнение № 7А. Использование «заменителей»	
облигаций в эру финансовой репрессии	426
Упражнение № 8. Золото, предметы искусства и т. п.	427
Упражнение № 9. Не забывайте	
о комиссионных расходах	431
Упражнение № 10. Избегайте выбоин и ухабов:	
диверсифицируйте свои инвестиции	433
Подведем итоги	434

13. БЕГ С ПРЕПЯТСТВИЯМИ: УЧЕБНИК ДЛЯ НАЧИНАЮЩИХ ИНВЕТОРОВ. УЧИМСЯ ПРЕДСКАЗЫВАТЬ ДОХОДЫ ОТ АКЦИЙ И ОБЛИГАЦИЙ	435
Чем определяются доходы от акций и облигаций?	436
Четыре эры финансовых рынков	441
<i>Период комфорта</i>	443
<i>Период тревоги</i>	445
<i>Период изобилия</i>	451
<i>Период разочарования</i>	454
Рынки в период с 2009 по 2018 год	455
Препятствия на пути к будущим доходам	455
14. ИНВЕСТИЦИИ ДЛЯ РАЗНЫХ ВОЗРАСТОВ	461
Пять принципов выбора инвестиционных инструментов	462
1. <i>Риск и доходы взаимосвязаны</i>	463
2. <i>Риск вложений в акции и облигации зависит от продолжительности удержания инвестиций</i>	464
3. <i>Усреднение долларовой стоимости может снизить риск инвестирования в акции и облигации</i>	469
4. <i>Ребалансировка может уменьшить риск и даже повысить отдачу от инвестиций</i>	474
5. <i>Различайте свое отношение к риску и готовность рискнуть</i>	477
Три правила инвестирования на любом этапе жизни	479
1. <i>Специфические нужды требуют специфических средств</i>	480
2. <i>Определите свой порог риска</i>	480
3. <i>Регулярная экономия даже самых незначительных сумм окупает себя</i>	481
Пособие по инвестированию в любом возрасте	483
Фонды на всю жизнь	488
Управление инвестициями после выхода на пенсию	489
<i>Недостаточная подготовка к пенсии</i>	490
Во что вложить пенсионные накопления?	491
<i>Аннуитеты</i>	491
Метод «сделай сам»	495
15. ТРИ ГИГАНТСКИХ ШАГА ПО УОЛЛ-СТРИТ	501
Для тех, кому лень думать: инвестирование в индекс-фонды	504

<i>Индекс-фонды: краткий обзор</i>	505
<i>Более широкое толкование индекса</i>	510
<i>Специфические портфели индекс-фондов</i>	513
<i>ETF-фонды и налоги</i>	515
Сделай сам: полезные советы по выбору акций	519
Использование подставного игрока: прибегните к услугам профессионала	525
Инвестиционные консультанты: традиционные и автоматизированные	527
Некоторые впечатления от нашей прогулки	533
Заключительный пример	535
ЭПИЛОГ	539
<i>Справочные материалы по инвестиционным фондам</i>	545

ПРЕДИСЛОВИЕ

Прошло уже более 45 лет с тех пор, как я начал работу над первым изданием своей книги «Случайное блуждание на Уолл-стрит».

Первоначальная идея была очень простой: инвесторы могут добиться гораздо больших успехов, покупая пакеты акций индексированных компаний, чем пытаясь самостоятельно скупать отдельные акции или обращаясь к специализированным инвестиционным фондам. Я просто констатировал, что, покупая широкий спектр акций, как это делают фонды, строящие свою работу на индексах, вы, скорее всего, сможете обойти по результатам профессиональных менеджеров специализированных фондов, чьи высокие накладные и комиссионные расходы существенно снижают доход от инвестиций.

Сегодня, спустя более чем 45 лет, я еще больше убедился в справедливости этого тезиса, и доказательством тому служат не только шестизначные цифры доходов. Продемонстрировать это очень легко. Инвестор, который в 1969 году вложил 10 тысяч долларов в инвестиционный фонд, ориентированный на фондовый индекс Standard & Poor's 500 (S&P 500), по состоянию на апрель 2018 года имел 1 092 489 долларов при условии, что все получаемые дивиденды также вкладывались

в дело. Другой же вкладчик, который предпочел фонд с активным менеджментом, получил за это время доход в размере 817 741 доллар. Разница впечатляющая.

По состоянию на 1 апреля 2018 года первый инвестор опережал второго на 274 748 долларов, то есть более чем на 25 процентов.

Зачем же тогда нужно новое издание этой книги, если ее основная идея осталась без изменений? Дело в том, что произошли весьма существенные изменения в финансовых инструментах, доступных индивидуальным вкладчикам. Книга задумана как подробный путеводитель для индивидуальных инвесторов, который должен охватывать все имеющиеся современные возможности. Кроме того, вкладчикам предлагается критический анализ разнообразной информации, поступающей от теоретиков и практиков инвестиционного рынка, изложенный достаточно подробно, но в то же время доступно для каждого человека, интересующегося вложением своих денег. В последнее время по поводу фондового рынка гуляет так много самых невероятных слухов, что очень важно иметь под руками книгу, которая поможет расставить все точки над «i».

За прошедшие 45 лет мы уже привыкли к стремительному совершенствованию технологий. Такие новинки, как электронная почта, интернет, смартфоны, персональные электронные помощники, «умные» домашние устройства, планшеты, электронные книги, видеоконференции, социальные сети, оказали сильное влияние на всю нашу жизнь, не говоря уже о таких медицинских достижениях, как трансплантация человеческих органов, лазерная хирургия, нехирургические методы удаления камней из почек и чистки закупоренных артерий. Так же быстро происходили изменения

и в финансовой сфере. В 1973 году, когда в свет вышло первое издание этой книги, у нас еще не было денежных фондовых рынков, банкоматов, взаимных индекс-фондов, фондов ETF, безналоговых фондов, фондов развивающихся рынков, фондов заданной даты, облигаций с плавающей процентной ставкой, деривативов, учитывающих волатильность активов, ценных бумаг, защищенных от инфляции, долевых инвестиционных трастов недвижимости REIT, ценных бумаг, обеспеченных активами, «умных» бета-стратегий, индивидуальных пенсионных программ Roth IRA, сберегательных программ 529 для финансирования обучения в колледжах и университетах, фондов казначейских обязательств с нулевым купоном, финансовых и товарно-сырьевых фьючерсов и опционов, а также комплексного страхования инвестиционного портфеля и высокочастотного трейдинга. И это лишь немногие изменения, происшедшие в мире финансов. В книгу добавлено много новых материалов, которые призваны разъяснить суть этих финансовых инноваций и продемонстрировать их выгоды для потребителя.

Данное издание содержит ясное и доступное для понимания описание последних научных достижений в области теории и практики инвестирования. В главе 10 описывается новая отрасль экономической науки, получившая название поведенческой экономики, и подчеркивается важность уроков, которые должны извлечь из нее инвесторы. В главе 11 задается вопрос, действительно ли инвестиционные «умные бета-стратегии» так хороши и не слишком ли рискованны стратегии паритета рисков. Добавлен новый раздел, в котором представлены практические стратегии инвестирования для пенсионеров. В целом появилось так много нового

материала, что читателям, которые познакомились с прежними изданиями книги еще в колледже или бизнес-школе, есть смысл перечитать ее заново.

Данная книга подвергает серьезному анализу базовый тезис предыдущих ее изданий о том, что рынок настолько эффективно устанавливает цену на акции, что даже шимпанзе с завязанными глазами, наугад мечущий дротики в биржевые ведомости, может сформировать инвестиционный портфель, который будет ничем не хуже, чем составленный профессиональными менеджерами. На протяжении последних сорока пяти лет этот тезис демонстрировал свою полную состоятельность. Более двух третей инвестиционных портфелей, сформированных профессионалами, уступили по доходности пакетам акций, составленным на базе широкого спектра индекс-фондов. Тем не менее есть ряд ученых и практиков, которые сомневаются в обоснованности данной теории. Крах биржевого рынка в октябре 1987 года, «пузырь» интернет-компаний и финансовый кризис 2008–2009 годов поставили ряд новых вопросов относительно эффективности механизмов рыночного саморегулирования.

В данном издании делается попытка разъяснить это противоречие и еще раз подвергнуть анализу утверждение, будто возможно «победить рынок». Я делаю вывод о том, что слухи о смерти теории эффективного рыночного саморегулирования сильно преувеличены, тем не менее привожу ряд методик, которые, по-видимому, могут повернуть фортуна лицом к индивидуальному вкладчику.

Книга по-прежнему остается путеводителем для индивидуального инвестора. В ходе консультирования отдельных лиц и целых семей по вопросам финансовой

стратегии я пришел к ясному пониманию того, что способность к риску того или иного человека зависит главным образом от его возраста и наличия у него источника доходов помимо инвестиций. Очевидно также и то, что риск, связанный с вложением денег, по мере продолжительности инвестирования уменьшается. По этой причине говорить об оптимальных стратегиях инвестирования можно только применительно к конкретному возрасту. Одна только глава 14, озаглавленная «Инвестиции для разных возрастов», может заменить вам дорогостоящую консультацию специалиста.

Я благодарен всем, кто помогал мне в работе над предыдущими изданиями книги. Кроме того, я должен упомянуть и тех, кто внес особый вклад в подготовку данного издания. Особенно я признателен Майклу Ноллану из Исследовательского центра финансовых рынков Богла, а также моим помощникам Бенджамину Цзо и Анне Данецки. Я также благодарен Крису Макайзеку, Александре Бертон и Эндрю Шуману из инвестиционной компании Vanguard Group за существенную помощь в предоставлении данных.

Я хочу поблагодарить за поддержку Дэниела Кемпбелла, Якуба Юрека, Стивена Лойтхолда, Джойс Нисман, Кристен Перлеберг, Джеймса Сарвиса, Стейси Сарвис, Джереми Шварца, Джереми Сайгела и Ларри Сведроу. Мы продолжили прекрасное сотрудничество с издательством W. W. Norton, и я чрезвычайно признателен Дрейку Макфили и Натаниэлю Деннету за их неоценимую помощь в подготовке издания к публикации.

Моя жена Нэнси Вайс Мэлкил больше всех способствовала успешному выходу в свет восьми последних изданий. Помимо трогательной заботы и поддержки,

она критически вычитывала различные варианты рукописи, в результате множество ее замечаний и предложений сделали книгу понятнее и значительно улучшили ее. Она даже исправила несколько ошибок, которые я не заметил и которые ускользнули от корректоров и редакторов первых четырех изданий. Но самое главное, что Нэнси приносит радость в мою жизнь. Неслучайно эта книга посвящается ей и ее лучшему другу Пайперу.

*Бертон Мэлкил,
Принстонский университет,
июнь 2018*