

Майкл Эдлесон

# УСРЕДНЕНИЕ ЦЕННОСТИ

ПРОСТАЯ И НАДЕЖНАЯ  
СТРАТЕГИЯ ПОВЫШЕНИЯ  
ДОХОДНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ  
НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

Майкл Эдлесон

**Усреднение ценности.  
Простая и надежная стратегия  
повышения доходности  
инвестиций на фондовом рынке**

«Альпина Диджитал»

1993

## **Эдлесон М.**

Усреднение ценности. Простая и надежная стратегия повышения доходности инвестиций на фондовом рынке / М. Эдлесон — «Альпина Диджитал», 1993

Метод усреднения ценности, авторство которого принадлежит Майклу Эдлесону, успешно используется на Западе уже более 30 лет, но практически неизвестен в России. Между тем эта стратегия, объединяющая в себе два метода, которые ранее применялись отдельно друг от друга: усреднение затрат и ребалансировку портфеля, позволяет существенно повысить доходность инвестиций. И книга, которую вы держите в руках, – исчерпывающее руководство по применению этой мощной стратегии на практике. Книга Эдлесона также будет полезна как введение в инвестиционную деятельность, поскольку в доступной форме излагает базовые идеи правильных инвестиций, а также предоставляет и объясняет математический аппарат для расчета (и оценки) доходностей, рисков и методов управления ими.

## Содержание

Предисловие для российских читателей	6
Предисловие Уильяма Бернштейна	7
Предисловие к изданию 2006 г.	10
Предисловие к изданию 1993 г.	14
Введение	16
1	18
Риск и рыночная доходность	19
Конец ознакомительного фрагмента.	27

# Майкл Эдлесон

## Усреднение ценности. Простая и надежная стратегия повышения доходности инвестиций на фондовом рынке

Переводчик *Сергей Спирин*  
Редактор *Михаил Белоголовский*  
Главный редактор *С. Турко*  
Руководитель проекта *А. Василенко*  
Дизайн обложки *Ю. Буга, Д. Изотов*  
Корректоры *Е. Аксёнова, О. Улантшикова*  
Компьютерная верстка *М. Поташкин*

© Michael E. Edleson, 1993

Предисловие © John Wiley & Sons, Inc., 2007

Предисловие к изданию 2006 года © Michael E. Edleson, 2007

This translation published under the license with the original publisher John Wiley & Sons, Inc.

Предисловие для российских читателей © Сергей Спирин, 2022

© Издание на русском языке, перевод, оформление. ООО «Альпина Паблишер», 2022

*Все права защищены. Данная электронная книга предназначена исключительно для частного использования в личных (некоммерческих) целях. Электронная книга, ее части, фрагменты и элементы, включая текст, изображения и иное, не подлежат копированию и любому другому использованию без разрешения правообладателя. В частности, запрещено такое использование, в результате которого электронная книга, ее часть, фрагмент или элемент станут доступными ограниченному или неопределенному кругу лиц, в том числе посредством сети интернет, независимо от того, будет предоставляться доступ за плату или безвозмездно.*

*Копирование, воспроизведение и иное использование электронной книги, ее частей, фрагментов и элементов, выходящее за пределы частного использования в личных (некоммерческих) целях, без согласия правообладателя является незаконным и влечет уголовную, административную и гражданскую ответственность.*

\* \* \*

## Предисловие для российских читателей

Книга, которую вы держите в руках, возможно, является первой переведенной на русский язык серьезной работой на тему планирования инвестиций. Несмотря на то, что российские консультанты часто говорят о финансовом и инвестиционном планировании, а услуги по разработке планов предлагаются клиентам на коммерческой основе, на деле под этим редко понимается что-либо выходящее за рамки умения пользоваться электронными таблицами для расчета сложного процента. Метод усреднения ценности (Value Averaging, VA), авторство которого принадлежит бывшему профессору Гарвардского университета Майклу Эдлесону, успешно используется на Западе уже свыше 30 лет, но практически неизвестен в России.

Это тем более удивительно, если принять во внимание цель данного метода. Подавляющее большинство инвестиционных планов обычно направлено на то, чтобы объяснить инвестору, на что он может рассчитывать в будущем, и напоминать, какие действия и в какой момент ему надлежит выполнить. В отличие от этого цель метода усреднения ценности выходит далеко за рамки создания формального документа, которому должен следовать дисциплинированный клиент. Она куда интереснее: путем планирования постараться повысить доходность инвестиций.

Книга Майкла Эдлесона не самая простая для понимания. Она потребует вдумчивого прочтения с карандашом в руках, а возможно, и работы с электронными таблицами. Но я уверен, что книга обязательно найдет своих читателей в России и вооружит их предлагаемыми методиками. Это касается как инвесторов, так и консультантов. Ведь лучшим обоснованием гонораров последних служит достижение инвестиционных целей клиентов и увеличение доходности их инвестиций.

Книга также будет полезна как введение в инвестиционную деятельность, поскольку в доступной форме излагает базовые идеи правильных инвестиций, а также предоставляет и объясняет математический аппарат для расчета (и оценки) доходностей, рисков и методов управления ими.

Как переводчик хочу отметить, что на протяжении всей книги автор сравнивает и противопоставляет друг другу два метода планирования инвестиций, которые в английском языке называются Dollar Cost Averaging (DCA) и Value Averaging (VA). В качестве базового варианта перевода с английского на русский обоих терминов – и cost, и value – чаще всего используется слово «стоимость». Однако в этом случае смысл противопоставления двух принципиально разных подходов оказался бы полностью утерян. Если и там и там усредняется стоимость, тогда в чем разница?

А разница терминов cost и value применительно к обсуждаемой теме состоит в том, что cost – это стоимость на входе (то, что мы платим), тогда как value – это стоимость на выходе (то, что мы получаем).

Во избежание путаницы при переводе обоих терминов я отказался от слова «стоимость». В итоге термин cost, как правило, переводится как «затраты», а термин value – «ценность». Отсюда и перевод названия книги: «Усреднение ценности».

За более чем 30 лет математические подходы не изменились, однако изменились технические инструменты для проведения расчетов. Финансовые калькуляторы, похоже, ушли в прошлое, практически не используются уже и электронные таблицы Lotus 1–2–3. В связи с этим я привел в комментариях ссылки на функции Excel, позволяющие провести описанные в книге расчеты.

*Сергей Спирин*

## Предисловие Уильяма Бернстайна

С момента первого издания в 1991 г. авторитет «Усреднения ценности» неуклонно рос, пока книга не достигла статуса классической и даже культовой. Ее читатели настолько неохотно расставались с оригинальными изданиями, что эти непритязательные экземпляры сами по себе оказались высокодоходными инвестициями. После закрытия издательства International Publishing Company, выпустившего книгу в свет, остатки последнего тиража разошлись очень быстро. В результате цена на подержанные экземпляры оказалась сравнима со стоимостью первых изданий Фрэнсиса Скотта Фицджеральда.

Так почему же инвесторы были готовы отдать сотни долларов за тонкую книжицу в мягкой обложке? Безусловно, важным качеством инвестиционной классики является литературная составляющая: достаточно вспомнить безупречную логику повествования «Разумного инвестора»<sup>1</sup> Бенджамина Грэма, тонкий юмор и великолепный язык «Случайной прогулки по Уолл-стрит»<sup>2</sup> Бертона Мэлкила, очевидную мораль «Взаимных фондов с точки зрения здравого смысла» (Common Sense on Mutual Funds) Джона Богла или элегантный сюжет «Горя неудачникам» (Devil Take the Hindmost) Эдварда Ченселлора. В отличие от этих шедевров «Усреднение ценности» Майкла Эдлесона вряд ли получится читать взахлеб – свое место в пантеоне лучших книг по инвестициям она заняла по другой причине. Дело в том, что книга Майкла Эдлесона была и остается лучшим руководством для создания устойчивого денежного потока в инвестиционном портфеле. Скажу больше: это *единственная* книга, которая настолько подробно объясняет любому инвестору, от самого скромного участника пенсионного плана 401(k)<sup>3</sup> до управляющего крупным пенсионным фондом, каким образом он может в полной мере использовать эту мощную стратегию.

Своей силой стратегия усреднения ценности обязана сочетанию двух методов, которые до этого применялись отдельно друг от друга: усреднению затрат и ребалансировке портфеля. Главная идея усреднения затрат (проверенного временем метода регулярной покупки равных объемов акций) состоит в том, чтобы покупать акции или паи по низким ценам в больших объемах, чем по высоким, что в среднем увеличивает общую доходность. В то же время ребалансировка обычно применяется к уже сформированным портфелям и требует периодической корректировки долей активов, заставляя инвестора принимать торговые решения в строгом соответствии с правилом «покупай дешево, продавай дорого».

Главная заслуга Майкла Эдлесона состоит в его проницательной догадке, что на этапе накопления портфеля эти две техники можно объединить: не только покупать больше *акций* по низким ценам и меньше – по высоким, как в случае усреднения затрат, но и направлять больше *денег* на покупку акций по низким ценам и меньше – по высоким, что заметно улучшает долгосрочный результат.

Каждый инвестор, которому посчастливилось прочитать «Усреднение ценности» в 1990-х и на практике применить этот метод, был щедро вознагражден. Цены в то сумасшедшее десятилетие бросали вызов и логике, и благоразумию, но стратегия усреднения ценности четко указывала своим последователям постепенно снижать объем инвестиций и вкладывать в дорогостоящие акции все меньше денег. Затем, когда в 2000–2002 гг. цены резко упали, накопленный за предыдущие несколько лет капитал был использован ими для покупки подешевевших акций.

---

<sup>1</sup> Грэм, Д. Разумный инвестор: Полное руководство по стоимостному инвестированию. – М.: Альпина Паблшер, 2014.

<sup>2</sup> Мэлкил Б. Случайная прогулка по Уолл-стрит. – Мн.: Попурри, 2006.

<sup>3</sup> 401(k) – наиболее популярный пенсионный план частной пенсионной системы США. Его название соответствует номеру статьи Налогового кодекса США. – *Прим. пер.*

Конечно, ни одна инвестиционная стратегия не является универсальным средством. Регулярная ребалансировка портфеля, к примеру, *обычно* увеличивает его доходность, но так происходит не всегда. Когда рынки сильно движутся вверх или вниз в течение длительного периода, как это происходило, например, в 1990-е гг. в США (вверх) и в Японии (вниз), ребалансировка может навредить доходности портфеля в результате постоянных покупок падающего или непрерывных продаж растущего актива. То же самое относится и к усреднению ценности по классу активов в течение относительно небольшого периода (несколько лет) на растущем в целом рынке – в этом случае инвестору было бы выгоднее совершить единовременную покупку на всю сумму.

Большинство инвесторов пополняют свои портфели в течение десятилетий. В этом случае риски «плохого расклада» существенно ниже, но все же не сведены к нулю и являются главным образом результатом неверной оценки долгосрочной доходности рынка – одного из главных факторов стратегии усреднения ценности. Сильное завышение этого показателя приведет к покупке слишком большого количества акций, возможно даже превышающего собственные ресурсы инвестора, а чрезмерное занижение этой переменной, напротив, будет препятствовать поступлению в портфель доходных активов.

В последние десятилетия в сфере пенсионных накоплений произошел тектонический сдвиг: на место традиционных пенсионных планов с фиксированными выплатами пришли разнообразные схемы, основанные на фиксированных взносах, главной из которых в США является план 401(k). Конечным результатом этого радикального изменения парадигмы стало то, что десятки миллионов сотрудников невольно превратились в управляющих своими портфелями. По сути, мы говорим о грандиозном и беспрецедентном эксперименте из области социальной инженерии. Для подавляющего большинства его участников, не обученных основам финансовой грамотности и не владеющих надежными методами инвестирования, он закончится плачевно. Те немногие, кто преуспеет, наверняка окажутся внимательными читателями книг, перечисленных в начале этого предисловия. Читать их лучше всего именно в том порядке, в каком они приведены. «Усреднение ценности» – книга, завершающая список, – это, если хотите, рецепт секретного соуса, вишенка на торте. В стандартных условиях стратегия обеспечит дополнительную доходность сверх того, что может дать относительно недорогой, строго структурированный и диверсифицированный портфель.

Инвестиционная стратегия напоминает чертеж небоскреба. Одно дело – понимать, как собираются стальные и бетонные элементы, и совсем другое – заниматься сваркой, болтаясь на балке, когда под тобой 60 этажей. Усреднение ценности является необходимым и существенным элементом создания надежного портфеля, но одного этого метода, конечно, недостаточно. Во-первых, вы должны создавать сбережения. Возможно, вы умеете выбирать ценные бумаги не хуже Уоррена Баффетта, но, если вы не в состоянии откладывать значительный процент своего дохода, этот талант пропадет даром.

Во-вторых, и это не менее важно, вы должны быть в состоянии *реализовать* стратегию. Путь усреднения ценности предполагает, что, когда все вокруг запаниковали, вам надлежит не просто сохранять выдержку и продолжать покупать акции, но и делать это в гораздо больших объемах, чем обычно. Особенно важным это становится, если вы продвинулись на этом пути уже достаточно далеко: чем больше активов в вашем портфеле, тем выше объем необходимых покупок на медвежьем рынке. Как гласит старая поговорка, «без смелости не взять крепости»: не у всех хватит мужества применить знания.

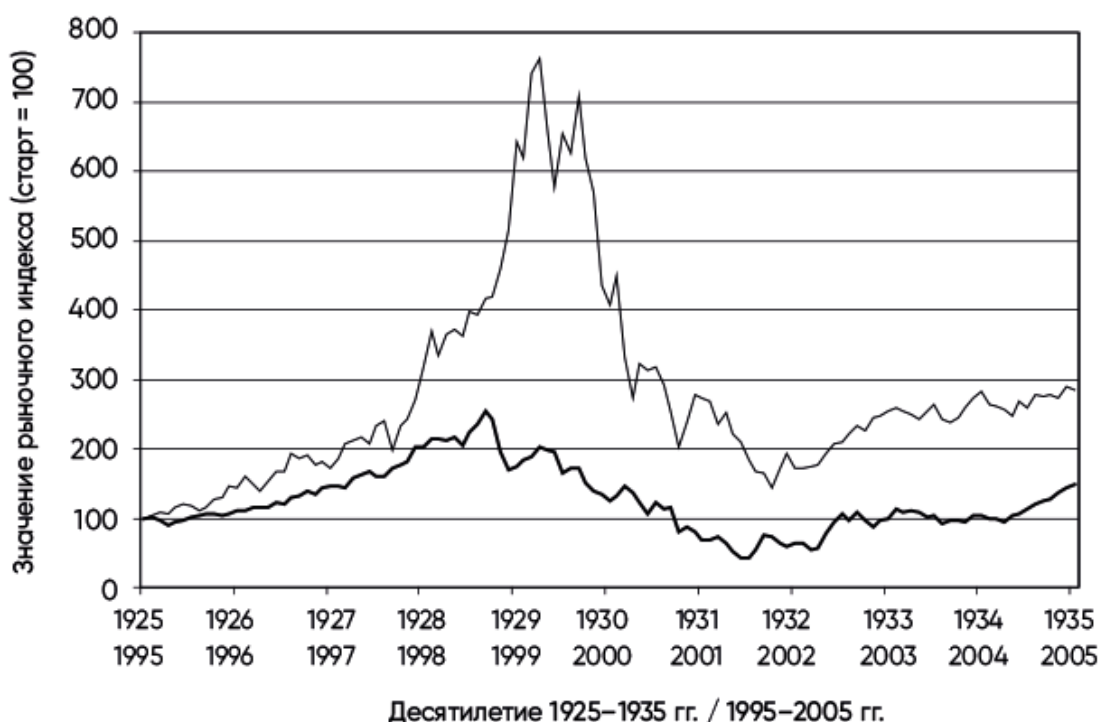
Рискуя перегрузить читателя обилием метафор, но инвестиционный процесс можно уподобить спорадической, бесконечной войне – войне против рынков, а также против собственных эмоций. Хотя книга доктора Эдлесона не одарит вас мужеством, чтобы противостоять этим серьезным противникам, но с ее помощью вы сможете пройти курс молодого бойца, получить оружие и бронжилет, которые позволят сражаться на рынках капитала.

*Уильям Бернстайн*

## Предисловие к изданию 2006 г.

Прошло 16 лет с момента первой публикации «Усреднения ценности» (1991 г.) и 14 лет – с даты выхода переработанного издания книги (1993 г.). Вы держите в руках именно это, второе, ставшее классическим издание. Время, прошедшее с тех пор, скучным для инвесторов не назовешь. По мере того, как сказочный рост рынков сменялся падениями, люди делали состояния, теряли их и обретали вновь.

Перед тем как приступить к изучению текста 1993 г., давайте посмотрим, является ли усреднение ценности столь же действенной стратегией для современных рынков, как и для рынков того времени. Для этого обратимся к исторической перспективе, сравним десятилетие с 1996 по 2005 г. с тем, что происходило на рынках 70 лет назад (1926–1935 гг.). Вы вряд ли застали этот период нашей истории, но, вероятно, знаете о том, что происходило на рынках в 1920-е и 1930-е гг.: огромный спекулятивный пузырь, чудовищный крах 1929 г., беспрецедентный спад капитализации компаний, постигший их в последующие за этим несколько лет, и, конечно, Великая депрессия 1930-х гг. На рис. П. 1 график движения рыночного индекса в это кошмарное десятилетие сопоставлен с другим графиком, тоже десятилетним, но отстоящим от первого ровно на 70 лет (графики приведены к одному масштабу). Это сравнение дает нам пищу для размышлений: плавный подъем, взлет в небеса, крах, почти мгновенный отскок, более болезненное и продолжительное второе падение и, наконец, устойчивый подъем из глубин ада примерно через три года. Согласитесь, сходство с событиями 70-летней давности почти сверхъестественное.



**Рис. П. 1.** Сравнение десятилетних графиков: Великая депрессия (1925–1935 гг.) или пузырь доткомов на NASDAQ (1995–2005 гг.)?

Неужели я забыл подписать графики? Исправляюсь. Более жирная кривая описывает движение рынка в 1926–1935 гг., а та, что потоньше, которая почти упирается в верхнюю гра-

ницу, показывает путь индекса NASDAQ 100, проделанный им в недавнее десятилетие – 1996–2005 гг. Не пытаясь преуменьшить колоссальные трудности, с которыми столкнулись наши бабушки и дедушки, стоит признать, что американские горки, пережитые нами не так давно, выглядят впечатляюще.

Данные для анализа в классическом издании ограничивались 1991 г. Поэтому в нескольких критически важных местах настоящего издания 2006 г. я добавил современные данные и дал ряд актуальных советов на их основе. На рис. П. 2 сопоставлены графики трех индексов, информация о которых вошла в обновленное издание: индекса NASDAQ 100, индекса S&P 500 и индекса широкого рынка Russell 3000. Вложив в конце 1991 г. в каждый из этих индексов одинаковую сумму, к 2006 г. вы бы вчетверо увеличили свои инвестиции в S&P и Russell и более чем впятеро – инвестиции в NASDAQ (если, конечно, пережили бы эту «увеселительную поездку»).



**Рис. П. 2.** Динамика фондового рынка США (с момента выхода первого издания книги)

Насколько успешно показали бы себя описанные в книге формульные стратегии в течение этого 14-летнего периода? Приятная новость в том, что они продолжали работать и обеспечивать хорошую доходность, особенно стратегия усреднения ценности. Но есть и другая новость, еще лучше: стратегия усреднения ценности не просто хорошо, а великолепно работала для каждого из представленных индексов в этот период.

В табл. П. 1 представлена итоговая *внутренняя норма доходности* (internal rate of return, IRR), полученная в результате применения инвестиционных стратегий ежемесячно с декабря 1991 г., начиная с того момента, на котором заканчиваются данные классического издания. Для всех индексов усреднение ценности (VA) продолжало приносить более высокую доходность, чем усреднение затрат (DCA). Особенно хорошо стратегия VA показала себя на индексе NASDAQ, обеспечив за этот период свыше 5,5 % дополнительной доходности, что более чем на 50 % выше доходности от усреднения затрат (DCA).

**Таблица П. 1.** Результаты стратегий, 1991–2005 г. (регулярные инвестиции – \$100 в месяц, инвестиционная цель ~\$50 000)

Индекс	Норма доходности DCA, %	Норма доходности VA, %
S&P 500	8,3	9,0
Russell 3000	8,6	9,5
NASDAQ 100	9,6	15,2

Некоторые главы в этом издании дополнены материалами, подтверждающими, что стратегия по-прежнему работает, и показывающими, как она может быть реализована на сегодняшних рынках.

В конце главы 5 вы найдете краткие «Примечания 2006 г.», которые дополняют основной материал комментариями к инвестиционным стратегиям и советами по их реализации. Вот некоторые из них вкратце:

- Рынок (за исключением NASDAQ) вел себя примерно так, как мы и прогнозировали.
- *Ожидаемая* будущая доходность фондового рынка, вероятно, окажется значительно ниже, чем прогнозировалось в классическом издании. Используйте более низкие ставки, усредняя ценность сегодня.
- В то время как стратегия DCA по-прежнему работает неплохо, стратегия VA продолжает превосходить ее, генерируя еще более высокие доходности.
- Будьте внимательны с инструкциями к таблицам Lotus 1–2–3, приведенными в приложениях; поскольку Excel устроен иначе, у вас не получится применить их в точности. Подробнее об электронных таблицах см. ниже.
- В последние два десятилетия, предвалявшие выход классического издания 1991 г., рынки статистически вели себя более спокойно, чем в среднем исторически.
- Я по-прежнему рекомендую использовать усреднение ценности на квартальных инвестиционных периодах.
- Кардинальные изменения в инвестиционном ландшафте существенно улучшают ваши возможности по реализации стратегий накопления. Новые инструменты, лучше и дешевле прежних, обеспечивают гибкость, о которой можно было только мечтать, когда 16 лет назад я писал эту книгу.

В отличие от классического, в обновленном издании я не использовал данные CRSP NYSE / AMEX<sup>4</sup>; очевидная проблема заключалась в том, что в этом случае данные индекса NASDAQ оказались бы не включены в анализ. Поэтому я работал с историческими ежедневными данными основных фондовых индексов, два из которых (Russell 3000 и Wilshire 5000) базируются на широком рынке и примерно сопоставимы с исходными данными CRSP, но при этом включают и акции, торгующиеся на NASDAQ. Анализ предполагал реинвестирование дивидендов (анализ совокупной доходности), однако при проведении анализа доходности только на основе ценовых индексов я получил практически те же результаты.

Наконец, пара замечаний для тех из вас, кто хочет глубже проникнуть за кулисы инвестиционного мира. Несколько лет назад было опубликовано академическое исследование профессора Пола Маршалла по усреднению ценности (Paul S. Marshall. Journal of Financial and

<sup>4</sup> Индексы Центра изучения котировок ценных бумаг, данные Нью-Йоркской фондовой биржи и Американской фондовой биржи. – Прим. пер.

Strategic Decisions, Vol. 13, № 1, 2000). Если интересно, можете набрать в поисковике «Marshall value averaging» и ознакомиться с его статьей и некоторыми связанными с ней работами.

На сайте компании John Wiley & Sons в качестве дополнения к этой книге размещены несколько моих электронных таблиц Excel. С их помощью вы сможете выполнить несложный анализ на основе бэк-тестов исторических данных, запустить симуляции и настроить электронные таблицы, чтобы начать инвестирование по предложенным стратегиям.

Эти инструменты предоставляются без каких-либо гарантий, они не лицензированы и для них не предусмотрена техническая поддержка, однако я надеюсь, что многие из вас убедятся в том, насколько они полезны. Просто зайдите по адресу <http://www.wiley.com/go/valueaveraging> и введите пароль для доступа к файлам: «1991–2006».

Есть много людей, которым я хотел бы выразить признательность, но особо хочу поблагодарить доктора Уильяма Бернстайна, превосходного литератора, за его поддержку и настойчивые призывы переиздать эту книгу, а также Билла Фаллуна, который увидел возможность для этого. Кроме того, я благодарен своей замечательной и заботливой жене Джен, а также Тому, Дэвиду, Кену, Дэвиду, Шейну и Дэну (наряду с другими моими замечательными коллегами), каждый из которых делает новый день интереснее предыдущего.

*Майкл Эдлесон,  
май 2006 г.*

## Предисловие к изданию 1993 г.

В основу этой книги легла моя статья «Усреднение ценности: новый подход к накоплению капитала» (Value Averaging: A New Approach to Accumulation), опубликованная в августе 1988 г. в *AAII Journal* X, № 7. В этой статье была представлена эффективная формульная инвестиционная стратегия, которая выглядела немного сложнее, чем усреднение затрат с его регулярным инвестированием равных сумм, но обеспечивала более высокую доходность и ряд других потенциальных преимуществ. Со временем более 1000 инвесторов дали мне обратную связь, позвонив или написав относительно возможных улучшений стратегии и поделившись соображениями на ее счет. Именно так и была написана эта книга, предназначенная непосредственно для инвесторов – для тех, кому нужна простая и понятная система накопления средств и планирования этого процесса для достижения финансовых целей. Стратегия VA не подойдет инвесторам, которые хотят разбогатеть быстро; разбогатеть *медленно* – вот по-настоящему интересная цель.

После тщетных попыток перехитрить и обыграть рынок, используя новейшие уловки и следуя советам современных гуру, многие инвесторы в итоге удовлетворяются справедливой доходностью за риск, под который они ставят свой инвестиционный доллар. И, как вы увидите в главе 1, с течением времени фондовый рынок действительно обеспечивает хорошую доходность; похоже, что существует не так уж и много руководств о том, как разумному частному инвестору достичь своих адекватных целей. В этой книге я анализирую некоторые из таких эффективных методов накопления капитала с течением времени. В отличие от бессистемного метания от одной идеи к другой, я предлагаю строго систематизированный подход, который позволяет последовательно наращивать инвестиционный капитал и получать хорошую доходность без чрезмерного риска. Использование системного подхода, который должен быть доведен до автоматизма, освобождает инвестора от необходимости искать момент для осуществления торговых операций, избавляет от выбора ценных бумаг, а также устраняет эмоциональную вовлеченность в рынок, которая так часто превращает потенциальных инвесторов в спекулянтов.

Все это кажется вам скучноватым? Но так оно и есть. Возможно, вам будет не хватать волнения и опасности, которые сопровождают принятие решений о точке входа в рынок. А может быть, вам надоест ломать голову над тем, на что потратить освободившееся время и сотни долларов, сэкономленных на новостных рассылках и биржевых справочниках.

В начале книги дан обзор рынка и нескольких основных формульных стратегий для инвестирования. Глава 1 посвящена риску и доходности рынка акций, знакомит с инвестиционной средой. В главах 2 и 3 (соответственно) кратко описываются формульные стратегии усреднения затрат и усреднения ценности. Оставшаяся часть книги помогает выбрать и адаптировать инвестиционную стратегию, соответствующую вашим задачам, чтобы вы могли легко наметить и начать реализовывать свой инвестиционный план. В главах 4 и 5 приводятся методы и примеры того, как установить и корректировать сумму регулярных инвестиций для достижения ваших целей. В этих главах дается несколько новых формул и процедур, позволяющих правильно реагировать на инфляцию, рост рынка и другие неопределенности, которые будут влиять на результаты инвестиций с течением времени. В главе 6 анализируются некоторые важные усовершенствования этих формульных стратегий и обсуждаются способы борьбы с налогами и операционными издержками.

До главы 6 включительно весь анализ проводится на 60-летнем массиве исторических рыночных данных. Глава 7 знакомит с методами *моделирования рынка*, используемого для того, чтобы посмотреть, как стратегия будет работать на широком спектре потенциальных будущих рынков. В главе 8 используются как моделирование рынка, так и исторические дан-

ные для сравнения эффективности двух формульных стратегий и их многочисленных вариаций. Глава 9 основное внимание уделяет склонности рыночных цен к чрезмерной реакции на события. Эта тенденция служит дополнительным обоснованием для формульного инвестирования, подчеркивает преимущества формульных стратегий для использования чрезмерных ценовых движений, которые в противном случае будут использовать вас. В главе 10 представлены полезные рекомендации для инвесторов и специалистов по финансовому планированию, как наилучшим образом использовать стратегии для решения индивидуальных задач. Глава 11 покажет на примере 10-летнего инвестирования, как можно использовать стратегии. Здесь же подробно рассмотрены такие реальные проблемы, как борьба с инфляцией, налогами, рыночными сюрпризами и изменением ставок доходности. Глава 12 подводит итог.

Книга «Усреднение ценности» может показаться сложной тем читателям, которые захотят поглубже вникнуть в материал; однако большинство сложных фрагментов могут быть бегло просмотрены читателями, и это никак не повлияет на их способность выстроить разумную, работоспособную инвестиционную стратегию. При работе с некоторыми материалами пригодится калькулятор (лучше, если это будет финансовый калькулятор). И хотя компьютер необязателен, читатели, имеющие возможность работать с электронными таблицами (например, с Lotus 1–2–3, Quattro Pro, Excel и т. д.), вероятно, захотят самостоятельно поэкспериментировать с некоторыми идеями и, возможно, даже создать свой собственный план на компьютере. В приложениях, следующих за главами 4, 5 и 7, приводятся конкретные примеры и инструкции по использованию электронных таблиц для облегчения ваших расчетов.

Исторические данные фондового рынка, использованные мной для анализа, являются данными рыночных индексов Центра изучения котировок ценных бумаг (Center for Research in Securities Prices, CRSP) Чикагского университета. Сюда входят данные о ежедневной или ежемесячной доходности (получаемой как от дивидендов, так и от изменения цен) по объединенным листингам рынка акций NYSE и AMEX, взвешенным по их общей рыночной капитализации. Ежемесячные данные представляют собой данные на конец каждого месяца с декабря 1925 г. по декабрь 1991 г., ежедневные – со 2 июля 1962 г. по 31 декабря 1991 г.

Я хотел бы отметить ценный вклад, который внесли в создание этой книги Брюс Коэн, Барбара Крейг, Джерри Эджергон, Кэрол Гоулд, Фил Гамильтон, Рональд Лишковски, Алисия Лоу, Вита Нельсон и Мария Скотт. Приношу свои извинения всем, кого мне следовало бы еще включить в этот список. Также хочу упомянуть Криса Эдлесона, поскольку ему очень хотелось увидеть свое имя на страницах книги. Особая благодарность Ларри Дилларду и Мэнни Контрерасу, которые оказали ценную помощь в проведении исследований. И наконец, я посвящаю эту книгу Джен, которая всегда поддерживала меня, но так до сих пор и не прочитала ее.

## Введение

«Покупай дешево, продавай дорого!» Нам все время твердят что-нибудь в этом роде. Однако, вопреки увещаниям, большинство инвесторов обладают фантастической способностью (которую сами они неизменно отрицают) покупать дорого и продавать дешево. При том информационном шуме, который порождают СМИ и сами инвесторы, легко угодить в ловушку, следуя за настроениями рынка. Требуется немало мужества, чтобы совершать покупки на фондовом рынке, когда он летит вниз. Во-первых, никогда нельзя быть уверенным, что цены достигли дна, а во-вторых, вся аналитика, которая публикуется в завершающей фазе медвежьего рынка, полна отчаяния и обреченности. Но в то же время многие инвесторы на своем горьком опыте успели убедиться, что самый очевидный момент для покупки акций одновременно является и самым худшим: эйфория накрывает толпу, заставляя провозглашать бессмертие бычьего рынка, именно тогда, когда ему скоро придет конец.

У маркет-таймеров<sup>5</sup> и фундаментальных аналитиков есть свои методы, посредством которых они пытаются воплотить в жизнь главную инвестиционную премудрость. Те же из нас, кто не входит в число экспертов, кто слишком занят или просто не видит смысла в попытках угадывать развороты рынка, должны как-то действовать, чтобы не остаться за бортом. Как вариант, мы можем присоединиться к их попыткам обыграть рынок, но следует помнить, что мы куда менее опытные и информированные, чем они, и далеко не всегда обладаем достаточным для экспериментов состоянием. Мы также можем нанять этих экспертов в качестве консультантов, но, как правило, цены на подобные услуги превышают выгоду, получаемую от них, если таковая вообще имеется. Третий вариант – двигаться самостоятельно, несмотря на сложный ландшафт, изрезанный эмоциональными взлетами и падениями. И в этом случае нашими рабочими лошадками будут формульные стратегии.

*Формульной стратегией* называется любой заранее определенный план, который будет автоматически направлять ваши инвестиции. В качестве примера простейшей формулы можно привести покупку одной акции каждую неделю. (Не подумайте, что это моя рекомендация!) Самая известная формульная стратегия, обсуждаемая в главе 2, – *усреднение затрат (Dollar Cost Averaging, DCA)*, при котором вы *инвестируете в актив одну и ту же сумму в каждом инвестиционном периоде*, независимо от рыночной цены этого актива.

Более гибким вариантом этого метода является стратегия *усреднения ценности (Value Averaging, VA)*, разработанная мной в 1988 г. Базовая формула усреднения ценности, более подробно на которой мы остановимся в главе 3, заключается в том, чтобы *инвестировать столько, сколько необходимо для увеличения ценности ваших активов на некоторую заранее заданную величину в каждом инвестиционном периоде*.

Другие формульные стратегии основаны на ребалансировке ваших активов по их принадлежности к определенному классу. Например, стратегии с постоянным соотношением долей требуют, чтобы фиксированный процент вашего инвестиционного капитала хранился в акциях. Некоторые наиболее активные формульные стратегии содержат элементы маркет-тайминга; к примеру, стратегии с переменным соотношением долей изменяют пропорцию каждого класса активов в портфеле в соответствии с некоторым фундаментальным или техническим показателем (размером дивидендов, коэффициентом P/E, процентом коротких позиций на рынке и т. п.). Стратегии *распределения активов (Asset Allocation)* также обычно относят к этой категории. Мы же сосредоточимся на более пассивных, простых и менее рискованных для инвестора формульных стратегиях – усреднении затрат и усреднении ценности.

---

<sup>5</sup> Маркет-таймеры – последователи стратегий, нацеленных на поиск оптимального момента для входа в рынок и выхода из него. – *Прим. пер.*

Первые три главы дают базовое представление об этих формульных стратегиях. Основная мысль, которую инвестор должен взять на вооружение: формульные стратегии помогают избежать стадного инстинкта и хаотических, как правило, несвоевременных метаний в процессе инвестирования; также они задают общий принцип покупки по более дешевым и, возможно, продажи по более дорогим ценам. Усреднение затрат ориентировано на удешевление покупок активов, но оно не дает никаких рекомендаций в отношении их продаж. Усреднение ценности точно так же обладает эффектом увеличения объема покупок при падении рынка, но при этом обязывает снижать этот объем, а иногда даже продавать часть акций, когда рынок идет вверх. Это несколько усложняет стратегию, но дает ей дополнительную гибкость и, как правило, повышает доходность. В главе 1 этот вопрос будет рассмотрен более подробно на примере исторических данных.

# 1

## **Рыночный риск, тайминг и формульные стратегии**

Независимо от того, как называть покупку и продажу акций – *инвестированием* или *игрой на рынке*, эта деятельность весьма рискованная. Рискованная, но потенциально прибыльная. Если вы читаете эту книгу, то, вероятно, решили сформировать инвестиционный портфель, который включал бы в себя риск в виде акций взамен на получение желанной доходности. Однако, прежде чем принимать инвестиционные решения, следует составить адекватное представление о типичных рисках, с которыми вам предстоит столкнуться на фондовом рынке, и о тех возможностях, которые он дает. Настоящая глава поможет вам в этом, а также познакомит с некоторыми историческими данными о динамике рынка.

## **Риск и рыночная доходность**

Для начала мы рассмотрим исторические данные по доходности инвестиций на фондовом рынке. Далее обсудим риск, связанный с этими доходностями. Это поможет разобраться в том, какие реальные возможности дает инвестору рынок акций.

### **Рыночная доходность с течением времени**

На извечный вопрос «Куда пойдет рынок в ближайшее время, вверх или вниз?», существует всего один, пусть и неудовлетворительный, но зато адекватный ответ: «Куда-нибудь да пойдет». Все, что нам остается в отношении краткосрочных движений рынка, – это строить предположения. Однако на большем масштабе мы знаем наверняка: с течением времени рынок существенно вырос. На рис. 1.1 показана динамика фондовых индексов за последние 66 лет<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Все используемые исторические данные рассчитаны на основе ежедневных и ежемесячных рядов доходности взвешенных по капитализации рыночных индексов CRSP. Этот сводный индекс учитывает все акции, котирующиеся на NYSE и AMEX, и строит средневзвешенное значение, исходя из рыночной капитализации каждой акции, что дает точное представление о совокупной стоимости акций, присутствующих на обоих рынках.

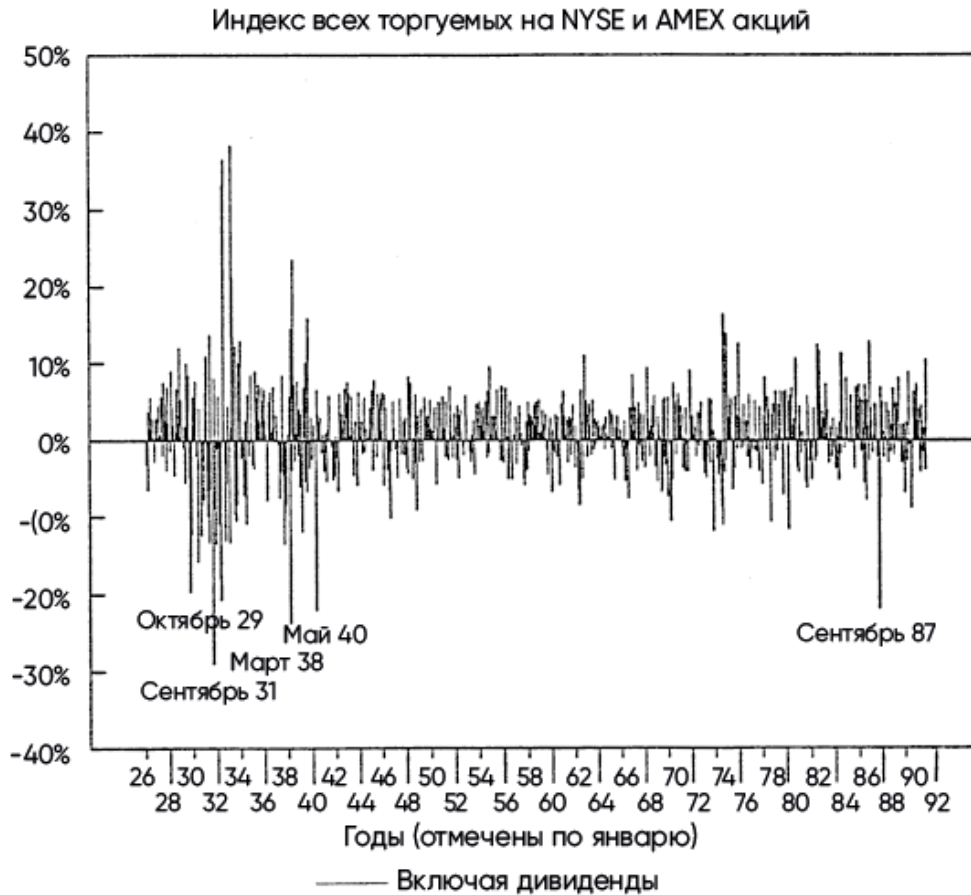


**Рис. 1.1.** Динамика цен на акции, 1926–1991 гг.

Приведена средняя стоимость всех котируемых на NYSE и AMEX акций со всеми реинвестированными дивидендами. Переход от 0 к 1 или от 6 к 7 означает удвоение значения. Переход от 0 к -1 означает, что значение уменьшилось вдвое.

Обратите внимание, что инвестиции в размере \$1,00, сделанные в последний день 1925 г., к концу 1991 г. составили бы \$533,64. Это равняется доходности 9,98 % годовых с учетом сложного процента и инфляции, составившей в среднем за этот период 3,2 %. Конечно, вам пришлось бы пережить отчаяние, когда после биржевого краха ваши инвестиции потеряли бы свыше 80 % своей стоимости, опустившись с \$2,54 в октябре 1929 г. до \$0,41 в середине 1932 г. Даже несмотря на то, что в прошлом столетии был всего один такой период, этот сценарий красноречиво говорит о величине потенциальных рисков при инвестировании в рынок акций.

Если бы вы (или, что более вероятно, ваш предок) ежемесячно инвестировали по \$100 в широкий рынок в течение 1926–1991 гг., то инвестированный капитал вырос бы до \$11 386 000, что более чем в 140 раз превышает сумму, потраченную на покупку акций. Надо признать, что \$100 в 1930-е имели заметно бóльшую покупательную способность, чем сейчас (примерно как нынешние \$800), однако \$11 млн сегодня – тоже, прямо скажем, деньги немалые. Но давайте более подробно рассмотрим, с каким типом риска связано получение такой инвестиционной выгоды.



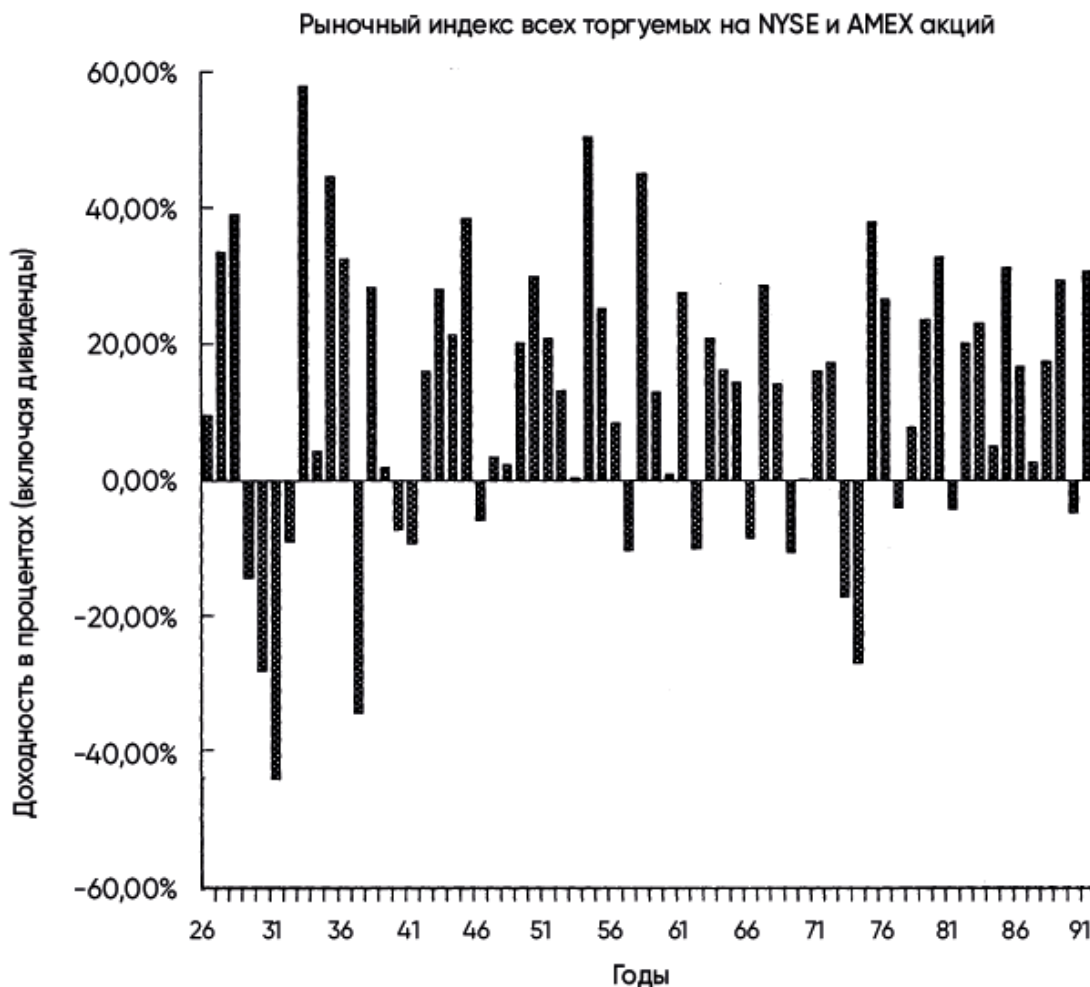
**Рис. 1.2.** Ежемесячные доходности акций, 1926–1991 г. (включая дивиденды)

Каждый столбец на графике показывает ежемесячную общую доходность рынка акций за период с января 1926 г. по декабрь 1991 г. Доходности не приведены к годовому исчислению.

На рис. 1.2 показана общая доходность (рост капитала плюс дивиденды) за каждый месяц на протяжении 66 лет. Хотя для рынка крайне необычны изменения более чем на 20 % в месяц, вы можете заметить, что такое происходило в течение этого периода около десятка раз. Среднерыночная месячная доходность составляла чуть ниже 1,0 % (0,95 % ежемесячно), или 12 % в годовом исчислении<sup>7</sup>. (См. врезку «Доходности и сложный процент».)

Каждый столбец на графике показывает ежемесячную общую доходность рынка акций за период с января 1926 г. по декабрь 1991 г. Доходности не приведены к годовому исчислению.

<sup>7</sup> Этот средний показатель 12 % не противоречит ранее приведенной ставке роста с учетом сложного процента 9,98 %. Более высокое значение (12 %) получается путем простого усреднения всех годовых доходностей периода; значение же 9,98 % демонстрирует условно-постоянный прирост, который соответствует росту начального значения до значения конечного. В этом и состоит разница между *средним арифметическим* и *средним геометрическим* значениями. Простой пример: акции стоимостью \$100, которые падают до \$50 (-50 %) в первый год, а затем отскакивают (+100 %) обратно до \$100 во второй год. Среднее арифметическое, или просто среднее, этих двух показателей годовых значений составляет +25 %, однако годовой темп роста с учетом сложного процента от начала (\$100) до конца (\$100) периода явно был нулевым. Средние арифметические значения всегда выше средних геометрических. Это означает, что средняя доходность нескольких периодов всегда будет выше, чем фактическая компаундированная доходность совокупного периода.



**Рис. 1.3.** Годовые доходности акций, 1926–1991 гг.

Среднегодовая общая доходность рынка акций 1926–1991 гг. = +12,0%.

На рис. 1.3 представлены аналогичные данные, но уже не по месяцам, а по годам. Здесь легче увидеть, что рынок в целом растет, но на нем все еще присутствует волатильность, нарушающая тенденцию. Диапазон доходностей колеблется от  $-44$  до  $+58$  %, хотя со времен Второй мировой войны эти значения находятся в более узком диапазоне: от  $-28$  до  $+51$  %. Конечно, отдельные акции демонстрируют куда большую волатильность, чем рынок в целом, поэтому не стоит путать *типичную* рыночную доходность с данными *отдельно взятой* бумаги.

### Доходности и сложный процент

Доходность инвестиций (возьмем, например, значение 8 %) должна быть привязана к определенному временному периоду. Обычно, но не всегда, используется годовая доходность. Когда мы переключаем наше внимание с одного периода на другой, нужно сделать перерасчет и для доходности.

Предположим, что общая доходность двухлетних инвестиций составила 21 %. Казалось бы, можно просто привести двухлетнюю доходность к годовой. Однако взять и разделить 21 % на 2, получив значение годовой доходности 10,50 %, будет ошибкой. Простое «усреднение» доходности игнорирует *компаундирование*, или *сложный процент*. Допустим, вы инвестировали \$100 на два года и в первый год получили доход в размере 10,50 %. Это дает вам \$110,50. При доходности 10,50 % во втором году вы получите \$122,10 (10,50 %

от \$110,50 составляет \$11,60). Это двухлетняя доходность 22,10 %, а вовсе не 21 %. На самом деле двухлетняя доходность 21 % эквивалентна годовой доходности 10 % (\$100 + 10 % = \$110; \$110 + 10 % = \$121; общая доходность 21 %).

Если  $a$  – это годовая доходность, то следующая формула поможет вам рассчитать доходность с учетом сложного процента за  $n$  лет:

$$(1 + a)^n = 1 + \text{доходность за } n \text{ лет.}$$

В приведенном выше примере  $a = 10\%$  и  $n = 2$ , поэтому:

$$(1 + 0,10)^2 = 1,21 = 1 + \text{доходность за } n \text{ лет,}$$

где  $0,21 = 21\% = \text{двухлетняя доходность.}$

Этот процесс работает и в обратном направлении, если вам нужно найти годовую доходность, имея значения доходности за более долгий период. Если взять корень  $n$ -ной степени (на калькуляторе это соответствует возведению в

$\frac{1}{n}$  степень  $n$ ), формула приобретет следующий вид:

$$1 + a = \text{корень } n\text{-ной степени из } (1 + \text{доходность за } n \text{ лет})$$

$$\text{или } 1 + a = \left( \text{доходность за } n \text{ лет} \right)^{\frac{1}{n}} .$$

**Пример.** Какая годовая ставка даст вам 50 % доходности за пять лет?

$1 + a = \text{корень } n\text{-ной степени из } (1 + 0,50) = (1,50)^{0,2} = 1,0845; a = 8,45\%$  годовых.

Эта операция также может быть использована для расчета доходности с учетом сложного процента (компаундированной доходности) на периодах, длина которых составляет менее года. С помощью формулы, данной выше, рассчитайте, какова будет ежемесячная доходность с учетом сложного процента, если годовая доходность равна 12 %? Подсказка: один месяц – это 1/12 года.

$$\left( 1 + 0,12 \right)^{\frac{1}{12}} = 1,0095 = 1 + \text{месячная доходность;}$$

$0,0095 = 0,95\%$  = месячная доходность.

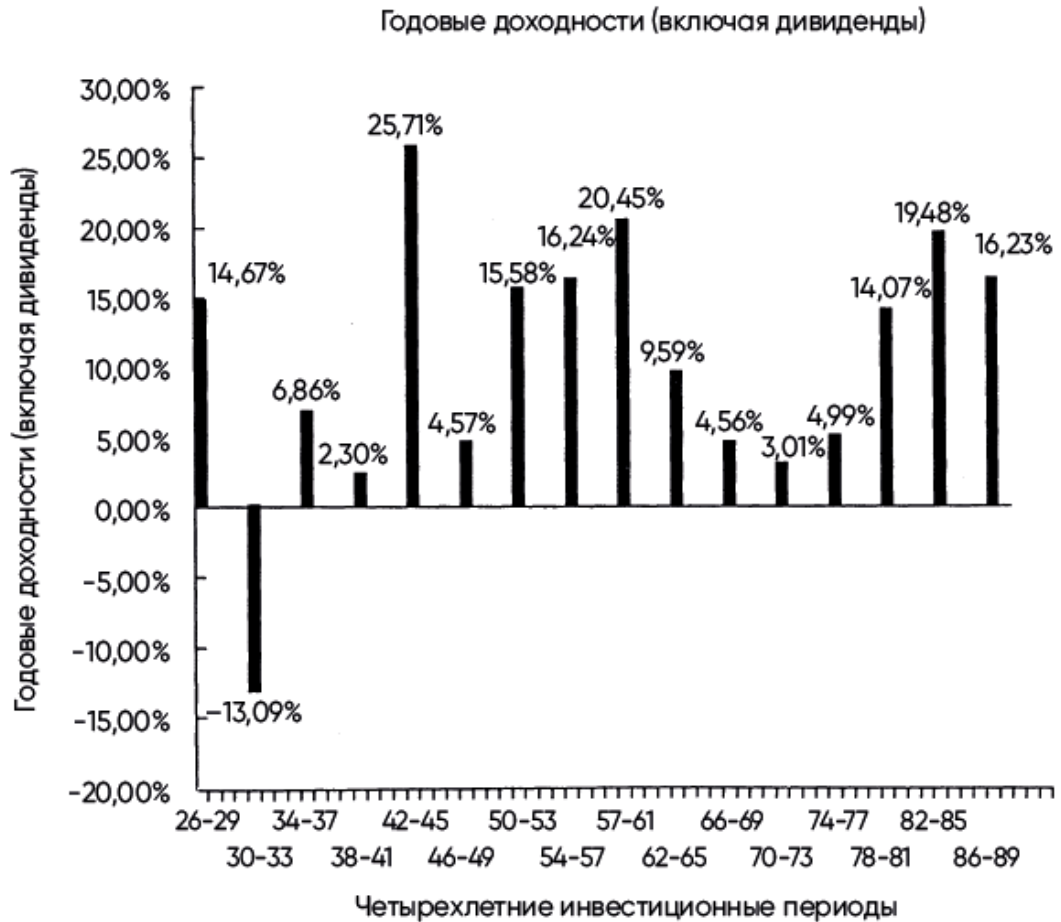
Более общий вид формулы полезен для перевода месячных ставок в годовые. Предположим, что ваш *длинный* расчетный период в  $n$  раз больше вашего *короткого* расчетного периода. Тогда компаундированные доходности этих периодов будут связаны следующим образом:

$$(1 + \text{доходность короткого периода})^n = 1 + \text{доходность длинного периода.}$$

Предположим, вы можете зарабатывать на инвестициях 1,0 % ежемесячно. Какова окажется годовая доходность?

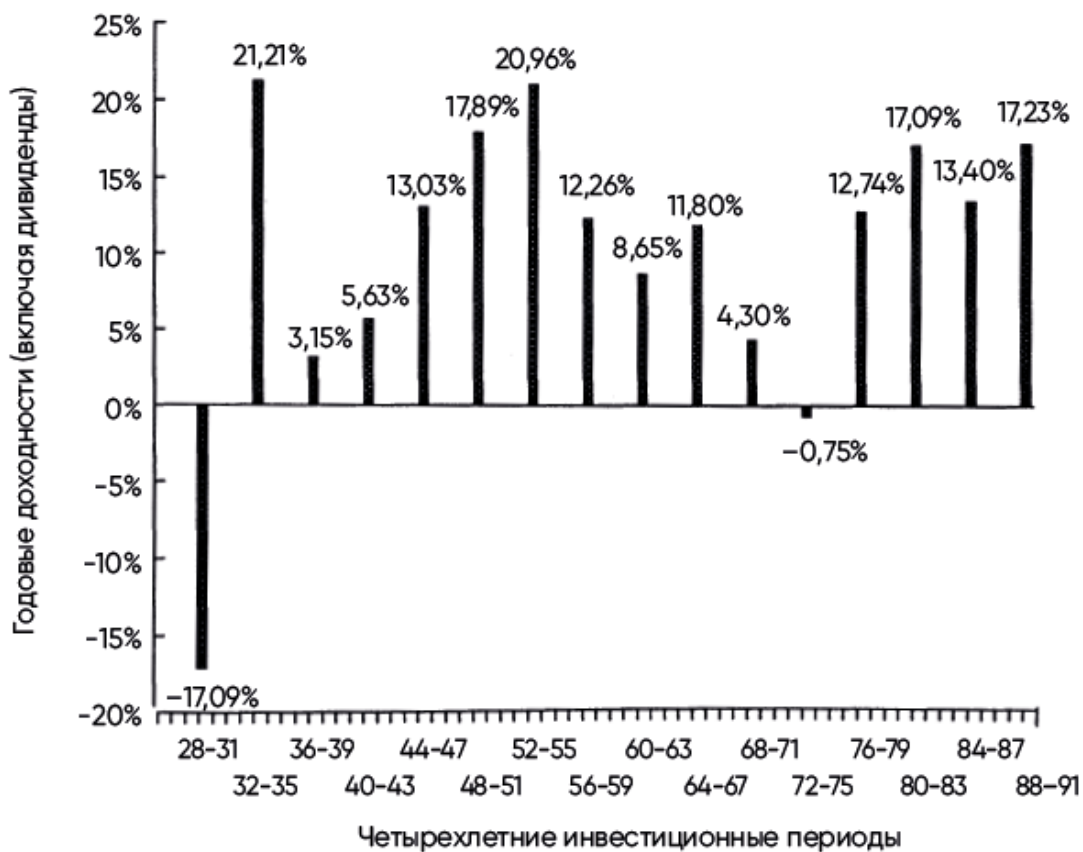
В этом случае доходность за короткий период составляет 0,01, а  $n = 12$ :  
 $(1,01)^{12} = 1,1268 = 1 +$  длинная (годовая) доходность;  $0,1268 = 12,68\%$   
= годовая доходность.

Этот метод преобразования месячной доходности в годовую и наоборот наиболее корректен и используется на протяжении всей книги.



**Рис. 1.4, а.** Доходности акций в годовом исчислении, 1926–1989 гг. (среднегодовые доходности акций на четырехлетних периодах)

Интервал 64 года разделен на 16 инвестиционных периодов по 4 года каждый; 1990 и 1991 г. опущены. Общая доходность рынка акций приведена за каждый четырехлетний период в годовом исчислении.



**Рис. 1.4, б.** Доходности акций в годовом исчислении, 1928–1991 гг. (среднегодовые доходности акций на четырехлетних периодах)

Несмотря на то, что рынок действительно является довольно рискованным местом, утверждение о том, что *«время врачует раны»*, применительно к нему можно назвать правдивым. Это заметно на рис. 1.4, а, где вместо однолетних мы рассматриваем четырехлетние периоды. На таком масштабе картина меняется: лишь самый тяжелый период в экономике, пришедшийся на Великую депрессию, показывает убыток. Годовая доходность в течение более длительных периодов менее изменчива, поскольку случайные движения рынка, а следовательно, и доходности, усредняются.

Мы можем также взглянуть на последние 64 года, начиная с 1928 г., поделенные на четырехлетние периоды. Результаты этого анализа приведены на рис. 1.4, б, и они немного отличаются. Хотя эти четырехлетние доходности все еще менее изменчивы, чем доходности за отдельные годы, но они показывают большее число убыточных периодов, чем предыдущий график.

### Распределение рыночных доходностей

Рискованный характер фондового рынка заставляет многих людей ошибочно рассматривать его как разновидность азартной игры. Да, исход заранее не ясен, и так же, как в казино, вы можете потерять свои деньги. Но на фондовом рынке *«хозяин казино»* не получает материальной выгоды от операций (хотя ваш брокер или управляющая компания, безусловно, ее получают). В казино вы всегда *в среднем* будете терять свои деньги; на фондовом рынке вы, напротив, *в среднем* будете получать некоторую положительную доходность (например, уже упомянутые 12 % годовых). В любом случае чем дольше вы *«играете»*, тем более вероятен этот

результат. Кроме того, в отличие от потенциально худеющего за игорным столом кошелька, стоимость вашего диверсифицированного портфеля акций или паев никогда не упадет до нуля (хотя в отношении *отдельно взятых* акций такое возможно).

Давайте посмотрим, о чем нам говорит история, – это всегда интересно и поучительно. В табл. 1.1 представлены данные о рыночной доходности за 792 месяца в период с 1926 по 1991 г.; кроме того, были проанализированы ежедневные данные за период с июля 1962 г. по декабрь 1991 г. Почти 55 % дневных доходностей были положительными – в типичном 22-дневном рабочем месяце рынок имел бы 12 дней роста и 10 дней спада. Обратите внимание на возрастающую вероятность роста рынка для более длительных периодов.

## **Конец ознакомительного фрагмента.**

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

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

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