

О Г Л А В Л Е Н И Е

ПРЕДИСЛОВИЕ	VII
ОБ АВТОРАХ	XI
1. Введение	1
1.1. Инвестиционная среда	2
1.1.1. Ценные бумаги	2
1.1.2. Фондовые рынки	8
1.1.3. Финансовые посредники	9
1.2. Инвестиционный процесс	10
1.2.1. Инвестиционная политика	10
1.2.2. Анализ рынка ценных бумаг	10
Ключевые примеры и понятия. Институциональные инвесторы	11
1.2.3. Формирование портфеля ценных бумаг	13
1.2.4. Пересмотр портфеля	13
1.2.5. Оценка эффективности портфеля	14
1.3. Индивидуальные инвесторы как владельцы активов	14
1.4. Индустрия инвестиций	16
1.5. Краткие выводы	16
2. Покупка и продажа ценных бумаг	21
2.1. Размер заявки	22
2.2. Срок исполнения	22
2.3. Типы заявок	23
2.3.1. Рыночные заявки	23
2.3.2. Заявки с ограничением цены	23
2.3.3. «Стоп»-заявки	23
2.3.4. «Стоп»-заявки с ограничением цены	24
2.4. Счета с использованием маржи	25
2.4.1. Покупки с использованием маржи	25
2.4.2. Продажи ценных бумаг «без покрытия»	29
Ключевые примеры и понятия. Нейтральные рыночные стратегии	35
2.4.3. Агрегирование	37
2.5. Краткие выводы	39
3. Рынки ценных бумаг	45
3.1. Периодически созываемые и непрерывно действующие рынки	45
3.1.1. Периодически созываемые рынки	45

3.1.2. Непрерывно действующие рынки	45
3.2. Основные фондовые рынки США	46
3.2.1. Нью-Йоркская фондовая биржа	46
3.2.2. Другие фондовые биржи	53
3.2.3. Внебиржевой рынок	55
3.2.4. «Третий» и «четвертый» рынки	56
3.2.5. Иностранные рынки ценных бумаг	57
Ключевые примеры и понятия. Системы одновременной покупки и продажи: эволюция «четвертого рынка»	58
3.3. Инвесторы, ориентирующиеся на информацию и ликвидность	62
Ключевые примеры и понятия. Гонконгская фондовая биржа: еще одна биржа в Азии переходит на автоматизированный подбор встречных заявок	62
3.4. Цены как источники информации	65
3.5. Централизованный рынок	66
3.6. Клиринговые процедуры	67
3.6.1. Клиринговые палаты	68
3.7. Страхование	68
3.7.1. Корпорация защиты инвесторов в ценные бумаги	69
3.8. Комиссионные	69
3.8.1. Фиксированные комиссионные	69
3.8.2. Комиссионные, определяемые конкуренцией	69
Ключевые примеры и понятия. «Мягкие» доллары	71
3.9. Операционные издержки	73
3.9.1. Разница цен покупки и продажи	73
3.9.2. Эффект воздействия размера заявки на цену	75
3.10. Инвестиционная банковская деятельность	75
3.10.1. Частное размещение	77
3.10.2. Открытая продажа	77
3.10.3. Занижение цены первоначального предложения	79
3.10.4. Сезонные предложения	81
3.10.5. «Резервная» регистрация	81
3.10.6. Правило 144А	81
3.10.7. Вторичное размещение	81
3.11. Регулирование рынка ценных бумаг	83
3.12. Краткие выводы	84
4. Инвестиционная стоимость и рыночная цена	95
4.1. Графики спроса и предложения	95
4.1.1. График спроса	96

4.1.2. График предложения	97
4.1.3. Пересечение графиков	98
4.2. Спрос на владение ценными бумагами	100
4.2.1. График спроса на владение	100
4.2.2. Эластичность графика спроса на владение	102
Ключевые примеры и понятия. Фондовая биржа Аризоны	102
4.2.3. Смещение графиков	104
4.3. Оценка инвестиционной стоимости в случае продаж «без покрытия»	104
4.4. Цена как результат согласия	106
4.5. Эффективность рынка	108
4.6. Краткие выводы	110
5. Оценка безрисковых ценных бумаг	115
5.1. Номинальные процентные ставки против реальных	115
5.2. Доходность к погашению	117
5.3. Спот-ставки	119
5.4. Коэффициенты дисконтирования	120
Ключевые примеры и понятия. Почти безрисковые ценные бумаги	120
5.5. Форвардные ставки	123
5.6. Форвардные ставки и коэффициенты дисконтирования	125
5.7. Начисление сложных процентов	126
5.8. Метод банковского учета	127
5.9. Кривые доходности	127
5.10. Теории временной зависимости спот-ставки	129
5.10.1. Теория непредвзятых ожиданий	129
5.10.2. Теория наилучшей ликвидности	132
5.10.3. Теория сегментации рынка	134
5.10.4. Сопоставление теорий с эмпирическими данными	135
5.11. Краткие выводы	136
Приложение: Непрерывное начисление сложных процентов	140
6. Оценка рискованных ценных бумаг	145
6.1. Рыночная оценка против индивидуальной оценки	145
6.2. Подходы к оценке ценных бумаг	147
6.3. Точная оценка обусловленных платежей	147
6.3.1. Страхование	147
6.3.2. Оценка на полном рынке	149
6.3.3. Ограничения страхования	150

6.4.	Вероятностное прогнозирование	151
6.4.1.	Определение вероятностей	151
6.4.2.	Распределение вероятностей	152
6.4.3.	«Дерево событий»	155
6.4.4.	Математическое ожидание	156
	Ключевые примеры и понятия. Когнитивная психология	157
6.4.5.	Ожидаемая доходность к погашению против обещанной	159
6.5.	Ожидаемая доходность за период владения	161
6.5.1.	Расчет ожидаемой доходности за период владения	161
6.5.2.	Оценка ожидаемой доходности за период владения	163
6.6.	Ожидаемая доходность и оценка ценных бумаг	164
6.7.	Краткие выводы	164
7.	Проблема выбора инвестиционного портфеля	169
7.1.	Начальное и конечное благосостояние	170
7.1.1.	Определение уровня доходности портфеля	170
7.1.2.	Пример	171
7.2.	Кривые безразличия	171
7.3.	Ненасыщаемость и избегание риска	174
7.3.1.	Ненасыщаемость	174
7.3.2.	Избегание риска	174
7.4.	Вычисление ожидаемых доходностей и стандартных отклонений портфелей	175
7.4.1.	Ожидаемая доходность	176
7.4.2.	Стандартное отклонение	179
	Ключевые примеры и понятия. Альтернативные меры риска	179
7.5.	Краткие выводы	185
	Приложение. Рискующие и безразличные к риску инвесторы	190
8.	Портфельный анализ	195
8.1.	Теорема об эффективном множестве	195
8.1.1.	Достижимое множество	196
8.1.2.	Теорема об эффективном множестве в применении к достижимому множеству	196
8.1.3.	Выбор оптимального портфеля	197
	Ключевые примеры и понятия. Проблемы, возникающие при использовании «оптимизаторов»	199
8.2.	Вогнутость эффективного множества	201
8.2.1.	Границы местоположения портфелей	202
8.2.2.	Фактическое местоположение портфелей	204

8.2.3. Невозможность существования «впадин» на эффективном множестве	205
8.3. Рыночная модель	207
Ключевые примеры и понятия. Проблема выбора портфеля активным инвестором	207
8.3.1. Случайная погрешность	209
8.3.2. Графическое представление рыночной модели	210
8.3.3. «Бета»-коэффициент	212
8.3.4. Действительные доходности	212
8.4. Диверсификация	213
8.4.1. Общий риск портфеля	213
8.4.2. Рыночный риск портфеля	215
8.4.3. Собственный риск портфеля	215
8.4.4. Пример	216
8.5. Краткие выводы	218
Приложение А. Модель Марковица	221
A.1. Определение структуры и местоположения эффективного множества	221
A.2. Определение состава оптимального портфеля	225
Приложение Б. Исходные данные, необходимые для определения местоположения эффективного множества	226
9. Безрисковые предоставления и получение займов	231
9.1. Определение безрискового актива	231
9.2. Учет возможности безрискового кредитования	232
9.2.1. Одновременное инвестирование в безрисковый и рискованный активы	233
9.2.2. Одновременное инвестирование в безрисковый актив и в рискованный портфель	235
9.2.3. Влияние безрискового кредитования на эффективное множество	236
9.2.4. Влияние безрискового кредитования на выбор портфеля	238
9.3. Учет возможности безрискового заимствования	238
9.3.1. Заимствование и инвестирование в рискованные ценные бумаги	240
9.3.2. Заимствование и инвестирование в рискованный портфель	242
9.4. Одновременный учет безрискового заимствования и кредитования	244
9.4.1. Влияние безрискового заимствования и кредитования на эффективное множество	244

9.4.2. Влияние безрискового заимствования и кредитования на выбор портфеля	245
Ключевые примеры и понятия. Стоимость получения краткосрочных займов	245
9.5. Краткие выводы	247
Приложение А. Учет различия ставок заимствования и кредитования	250
Приложение Б. Определение структуры «касательного» портфеля T	252
Б.1. «Угловые» портфели и портфель T	252
Б.2. Рыночная модель и портфель T	253
Приложение В. Определение структуры оптимального портфеля инвестора	255
10. Модель оценки финансовых активов	258
10.1. Предположения	258
10.2. Рыночная линия	259
10.2.1. Теорема разделения	259
10.2.2. Рыночный портфель	261
Ключевые примеры и понятия. Неопределенность рыночного портфеля	262
10.2.3. Эффективное множество	263
10.3. Рыночная линия ценной бумаги	265
10.3.1. Применение отдельных рискованных активов	265
10.3.2. Пример	268
10.4. Рыночная модель	271
10.4.1. Рыночные индексы	271
10.4.2. Рыночный и собственный риск	272
10.4.3. Пример	273
10.4.4. Причины разделения риска	273
10.5. Краткие выводы	273
Приложение А. Некоторые обобщения <i>SAPM</i>	277
А.1. Включение в модель ограничений на безрисковые займы	277
А.1.1. Рыночная линия	277
А.1.2. Рыночная линия ценной бумаги	278
А.2. Допущение о неоднородных ожиданиях	279
А.3. Ликвидность	280
Приложение Б. Вывод уравнения <i>SML</i>	282
11. Факторные модели	289
11.1. Факторные модели и процессы формирования дохода	289
11.1.1. Факторные модели	289

11.1.2.	Применение	290
11.2.	Однофакторные модели	290
11.2.1.	Пример	291
11.2.2.	Обобщение примера	292
11.2.3.	Рыночная модель	293
11.2.4.	Два важных свойства однофакторных моделей	293
11.3.	Многофакторные модели	295
11.3.1.	Двухфакторные модели	295
11.3.2.	Отраслевые факторные модели	298
11.3.3.	Обобщение моделей	299
11.4.	Оценки факторных моделей	300
11.4.1.	Методы временных рядов	300
	Ключевые примеры и понятия. Многофакторная модель <i>BARRA</i> для ценных бумаг США	300
11.4.2.	Метод пространственной выборки	304
11.4.3.	Факторный анализ	308
11.4.4.	Ограничения	309
11.4.5.	Факторные модели и равновесие	309
11.6.	Краткие выводы	310
12.	Теория арбитражного ценообразования	316
12.1.	Факторные модели	316
12.1.1.	Принцип арбитража	317
12.1.2.	Арбитражные портфели	317
12.1.3.	Позиция инвестора	319
12.2.	Эффекты ценообразования	320
12.2.1.	Графическая иллюстрация	320
12.2.2.	Интерпретация уравнения ценообразования <i>APT</i>	321
12.3.	Двухфакторные модели	322
12.3.1.	Арбитражные портфели	323
12.3.2.	Эффекты ценообразования	324
12.4.	Многофакторные модели	325
12.5.	Синтез <i>APT</i> и <i>SAPM</i>	325
12.5.1.	Однофакторные модели	325
	Ключевые примеры и понятия. Применение <i>APT</i>	326
12.5.2.	Многофакторные модели	329
12.6.	Выявление факторов	330
12.7.	Краткие выводы	330

13. Налоги и инфляция	338
13.1. Налоги в Соединенных Штатах	338
13.1.1. Налоги на доходы корпораций	338
13.1.2. Подоходные налоги для частных лиц	342
13.1.3. Инвестирование до вычета налогов	351
13.2. Инфляция в Соединенных Штатах	352
13.2.1. Измерение инфляции	353
Ключевые примеры и понятия. Налогообложение пенсионных фондов	353
13.2.2. Индексы цен	355
13.3. Номинальные и реальные доходы	357
13.3.1. Номинальные доходы	357
13.3.2. Модель Фишера для реальных доходов	357
13.3.3. Эффект ожиданий инвесторов	358
13.4. Процентные ставки и инфляция	359
13.5. Влияние инфляции на заемщиков и кредиторов	359
Ключевые примеры и понятия. Корректирование налогов на прибыль с учетом инфляции	360
13.6. Индексация	361
13.7. Доходы от акций и инфляция	363
13.7.1. Исторический анализ долгосрочных обязательств	363
13.7.2. Исторический анализ краткосрочных обязательств	364
13.7.3. Соотношения, включающие ожидаемую инфляцию	365
13.8. Краткие выводы	366
14. Ценные бумаги с фиксированным доходом	374
14.1. Сберегательные счета	374
14.1.1. Коммерческие банки	374
14.1.2. Ссудо-сберегательные компании и взаимно-сберегательные банки	376
14.1.3. Кредитные союзы	376
14.1.4. Другие виды сберегательных счетов частных лиц	376
14.2. Инструменты денежного рынка	378
14.2.1. Коммерческий вексель	378
14.2.2. Депозитные сертификаты	380
14.2.3. Банковские акцепты	380
14.2.4. Евродоллары	380
14.2.5. Выкупные соглашения	381
14.3. Ценные бумаги правительства США	381
14.3.1. Векселя Казначейства США	384

14.3.2. Билеты Казначейства США	386
14.3.3. Облигации Казначейства США	387
14.3.4. Сберегательные облигации	387
14.3.5. Бескупонные расписки Казначейства США	388
14.4. Ценные бумаги федеральных агентств	390
14.4.1. Облигации федеральных агентств	390
14.4.2. Облигации учреждений, финансируемых из федерального бюджета	390
14.4.3. Сертификаты на долю портфеля	393
14.5. Ценные бумаги, выпускаемые правительствами штатов и местными органами управления	394
Ключевые примеры и понятия. Облигации, обеспеченные пулом ипотек	395
14.5.1. Учреждения — эмитенты муниципальных облигаций	397
14.5.2. Виды муниципальных облигаций	398
14.5.3. Налоговый режим	399
14.5.4. Рынок муниципальных облигаций	400
14.5.5. Страхование муниципальных облигаций	402
14.6. Облигации корпораций	402
14.6.1. Налоговый режим	402
14.6.2. Облигационное соглашение	403
14.6.3. Виды облигаций	403
14.6.4. Оговорка об отзыве	405
14.6.5. Фонды погашения	405
14.6.6. Частные размещения	406
14.6.7. Банкротство	406
14.6.8. Торговля облигациями корпораций	407
14.7. Иностранные облигации	408
14.8. Еврооблигации	410
14.9. Привилегированные акции	410
14.10. Краткие выводы	412
15. Анализ облигаций	420
15.1. Применение метода капитализации дохода к облигациям	420
15.1.1. Обещанная доходность к погашению	421
15.1.2. Внутренняя стоимость	421
15.2. Характеристики облигации	422
15.2.1. Купонная ставка и срок до погашения облигации	423
15.2.2. Оговорки об отзыве	424

15.2.3. Налоговый статус	425
15.2.4. Ликвидность	426
15.2.5. Вероятность неплатежа	426
Ключевые примеры и понятия. Преимущества облигаций, имеющих рейтинг	430
15.3. Структура риска процентных ставок	437
Ключевые примеры и понятия. Матричная оценка облигаций	439
15.4. Определение спредов доходностей	442
15.5. Финансовые коэффициенты как показатели вероятности неплатежа	443
15.5.1. Одновариантные методы	443
15.5.2. Многовариантные методы	443
15.5.3. Применение моделей для принятия инвестиционных решений	444
15.6. Краткие выводы	445
16. Управление пакетом облигаций	453
16.1. Эффективность рынка облигаций	453
16.1.1. Динамика курсов казначейских векселей	453
16.1.2. Экспертные прогнозы процентных ставок	454
16.1.3. Влияние изменения рейтинга облигаций на динамику курсов	455
16.1.4. Объявления о количестве денег в обращении	455
16.1.5. Заключительные положения	455
16.2. Теоремы, связанные с оценкой облигаций	456
16.3. Выпуклость	458
16.4. Дюрация	459
16.4.1. Формула	459
16.4.2. Связь с изменением курса облигации	461
16.4.3. Взаимосвязь выпуклости и дюрации	461
16.4.4. Изменения временной структуры	462
16.5. Иммунизация	463
16.5.1. Как достигается иммунизация	463
16.5.2. Проблемы, связанные с иммунизацией	465
Ключевые примеры и понятия. Управление пенсионной надбавкой	467
16.6. Активный менеджмент	469
16.6.1. Горизонтальный анализ	469
16.6.2. Обмен (своп) облигаций	472
16.6.3. Условная иммунизация	473
16.6.4. Игра на кривой доходности	473

16.7.	Облигации в сравнении с акциями	474
16.8.	Краткие выводы	476
	Приложение. Эмпирические закономерности на рынке облигаций	
	А.1. «Эффект января»	480
	А.2. «Эффект дня недели»	480
17.	Обыкновенные акции	488
17.1.	Корпоративная (акционерная) форма деятельности	488
	17.1.1. Сертификат на акции	488
	17.1.2. Голосование	489
	17.1.3. Столкновение полномочий	489
	17.1.4. Поглощения	491
	17.1.5. Владение и управление	491
	17.1.6. Акционерный капитал	492
	Ключевые примеры и понятия. Корпоративное управление	493
17.2.	Дивиденды в денежной форме	497
17.3.	Дивиденды в форме акций и дробление акций	498
	17.3.1. Дата обретения права на получение дополнительных акций	498
	17.3.2. Причины выплат дивидендов в форме акций и дроблений	499
17.4.	Преимущественные права	500
17.5.	Котировки акций	502
	17.5.1. <i>NASDAQ</i>	502
	17.5.2. Фондовые биржи США	502
	17.5.3. Иностранные фондовые биржи	505
17.6.	Операции инсайдер	507
17.7.	Априорные и апостериорные оценки доходности	509
17.8.	Коэффициент «бета»	509
	17.8.1. Корректировка коэффициента «бета»	514
	17.8.2. Величина заемного капитала и «бета»-коэффициент	517
	17.8.3. «Бета»-коэффициенты промышленных компаний	518
	17.8.4. Службы по оценке «бета»-коэффициентов	521
17.9.	Рост и стоимость	522
	17.9.1. Соотношение «балансовая стоимость — рыночная стоимость»	522
	17.9.2. Соотношение «доход — цена»	523
	17.9.3. Размер	524
	17.9.4. Перекрестная зависимость	524

17.10.	Краткие выводы	526
	Приложение. Эмпирические закономерности на рынке акций	531
A.1.	Сезонность доходности по акциям	531
A.1.1.	«Эффект января»	531
A.1.2.	«Эффект дня недели»	532
A.2.	Внутренняя взаимосвязь	534
A.2.1.	Размер и «эффект января»	534
A.3.	Международный опыт	535
A.3.1.	«Эффект размера»	536
A.3.2.	«Эффект января»	536
A.3.3.	«Эффект дня недели»	537
A.3.4.	Размер и «эффект января»	538
A.4.	Краткие выводы по эмпирическим закономерностям	538
18.	Оценка обыкновенных акций	548
18.1.	Метод капитализации дохода	548
18.1.1.	Чистая приведенная стоимость	549
18.1.2.	Внутренняя ставка доходности	549
18.1.3.	Случай обыкновенных акций	550
18.2.	Модель нулевого роста	551
18.2.1.	Чистая приведенная стоимость	551
18.2.2.	Внутренняя ставка доходности	552
18.2.3.	Применение	552
18.3.	Модель постоянного роста	552
18.3.1.	Чистая приведенная стоимость	553
18.3.2.	Внутренняя ставка доходности	553
18.3.3.	Связь с моделью нулевого роста	554
18.4.	Модель переменного роста	554
18.4.1.	Чистая приведенная стоимость	555
18.4.2.	Внутренняя ставка доходности	556
18.4.3.	Связь с моделью постоянного роста	557
18.4.4.	Двухэтапные и трехэтапные модели	557
18.5.	Оценка с учетом конечного срока владения	558
18.6.	Модели, основанные на соотношении «цена — доход»	559
18.6.1.	Модель нулевого роста	561
18.6.2.	Модель постоянного роста	562
18.6.3.	Модель переменного роста	563
18.7.	Источники роста доходов	564

18.8.	Трехэтапная <i>DDM</i>	566
18.8.1.	Прогнозирование	566
	Ключевые примеры и понятия. Применение моделей дисконтирования дивидендов	567
18.8.2.	Оценка внутренней стоимости	569
18.8.3.	Внутренняя ставка доходности	570
18.8.4.	Прямая линия рынка ценных бумаг	570
18.8.5.	Требуемые ставки доходности и «альфа»-коэффициент	571
18.8.6.	Внутренняя ставка доходности фондового рынка	571
18.9.	Модель дисконтирования дивидендов и ожидаемая доходность	571
18.9.1.	Скорость сходимости прогнозов инвесторов	572
18.9.2.	Прогнозируемая и реальная доходность	574
18.10.	Краткие выводы	575
	Приложение. Модель Грэхэма—Ри	579
19.	Прибыль	585
19.1.	Оценка стоимости акции на основе прибыли	585
19.1.1.	Прибыль, дивиденды и инвестиции	586
19.1.2.	Определение рыночной стоимости через прибыль	589
19.2.	Факторы, определяющие размер дивидендов	590
19.2.1.	Изменения размеров прибыли фирмы и выплачиваемых ею дивидендов	590
19.2.2.	Модель Линтнера	591
19.2.3.	Результаты тестирования	592
19.3.	Информационная составляющая дивидендов	593
19.3.1.	Сигнальный эффект	593
19.3.2.	Начало и прекращение выплаты дивидендов	595
19.3.3.	Дивиденды и убытки	595
19.4.	Бухгалтерская и экономическая прибыль	596
19.4.1.	Бухгалтерская прибыль	596
19.4.2.	Экономическая прибыль	597
19.5.	Коэффициент «цена — прибыль»	600
19.5.1.	Статистические данные	600
19.5.2.	Постоянный и временный компоненты прибыли	600
19.6.	Относительные темпы роста прибыли фирм	603
19.6.1.	Темпы роста прибыли	603
19.6.2.	Ежегодная прибыль	605

19.6.3.	Квартальная прибыль	605
19.7.	Ковариация прибыли	606
19.8.	Объявления о прибыли и изменения цены	607
19.8.1.	Отклонения от моделей временных рядов прибыли	608
19.8.2.	Неожиданная прибыль и отличная от нормальной доходность	612
	Ключевые примеры и понятия. Общие ожидания прибыли	612
19.8.3.	Прогнозные оценки прибыли финансовых аналитиков	614
19.8.4.	Прогнозные оценки прибыли менеджерами	618
19.8.5.	Источники ошибок в прогнозах	619
19.9.	Краткие выводы	620
	Приложение. Рейтинг агентства <i>Value Line</i>	624
20.	Опционы	635
20.1.	Виды опционов	635
20.1.1.	Опционы «колл»	635
20.1.2.	Опционы «пут»	638
20.2.	Торговля опционами	638
20.2.1.	Торговля	639
20.2.2.	Наиболее активно продаваемые опционы	640
20.2.3.	Торговля на биржах	641
20.2.4.	Комиссионные	642
20.3.	Маржа	642
	Ключевые примеры и понятия. Аукцион по системе свободного биржевого торга	643
20.3.1.	Опционы «колл»	644
20.3.2.	Опционы «пут»	645
20.4.	Налогообложение выигрышей и потерь по опционам	646
20.5.	Оценка стоимости опционов	646
20.5.1.	Оценка стоимости перед истечением опционов	646
20.5.2.	Выигрыши и потери по опционам «колл» и «пут»	648
20.5.3.	Выигрыши и потери при использовании отдельных опционных стратегий	650
20.6.	Биноминальная модель оценки стоимости опциона	651
20.6.1.	Опционы «колл»	651
20.6.2.	Опционы «пут»	656
20.6.3.	Паритет опционов «пут» и «колл»	657
20.7.	Модель Блэка—Шоулза для опционов «колл»	658
20.7.1.	Ограничения применения модели Блэка—Шоулза	658

20.7.2.	Формула	659
20.7.3.	Сравнение с моделью <i>ВОРМ</i>	661
20.7.4.	Статический анализ	662
20.7.5.	Оценка риска акции на основе динамики предыдущих цен	662
20.7.6.	Единое мнение рынка относительно риска акции	664
20.7.7.	Добавление относительно коэффициентов хеджирования	664
20.7.8.	Корректировка на дивиденды	666
20.8.	Оценка стоимости опционов «пут»	667
20.8.1.	Паритет опционов «пут» и «колл»	668
20.8.2.	Статический анализ	669
20.8.3.	Раннее исполнение опциона «пут» и дивиденды по базисной акции	669
20.9.	Опционы на индексы	670
20.9.1.	Взаиморасчеты в денежной форме	670
20.9.2.	Контракт	671
20.9.3.	Гибкие опционы	671
20.10.	Страхование портфеля	673
20.10.1.	Покупка страхового полиса	673
20.10.2.	Покупка защитного опциона «пут»	673
20.10.3.	Формирование синтетического опциона «пут»	674
20.11.	Краткие выводы	677
	Приложение. Инструменты с чертами опционов	681
A.1.	Варранты	681
A.2.	Права	682
A.3.	Облигации с условием отзыва	683
A.4.	Конвертируемые бумаги	683
21.	Фьючерсные контракты	691
21.1.	Хеджеры и спекулянты	691
21.1.1.	Пример хеджирования	691
21.1.2.	Пример спекуляции	692
21.2.	Фьючерсный контракт	692
21.3.	Фьючерсные рынки	693
21.3.1.	Расчетная палата	695
21.3.2.	Первоначальная маржа	696
21.3.3.	Клиринг	697
21.3.4.	Поддерживающая маржа	697

21.3.5. Обратная сделка	698
21.3.6. Фьючерсные позиции	699
21.3.7. Налогообложение	699
21.3.8. Открытые позиции	700
21.3.9. Ограничения цены	701
21.4. Базис	701
21.4.1. Спекуляция на базисе	702
21.4.2. Спреды	703
21.5. Доходность фьючерсных контрактов	703
21.6. Фьючерсные цены и ожидаемые спотовые цены	704
21.6.1. Определенность	704
21.6.2. Неопределенность	704
21.7. Фьючерсные цены и текущие спотовые цены	706
Ключевые примеры и понятия. Товарные фьючерсы: продажа инвестиционного характера	706
21.7.1. Постановка проблемы	709
21.7.2. Отсутствие затрат или выгод от владения	709
21.7.3. Выгоды от владения	709
21.7.4. Затраты на владение	710
21.8. Финансовые фьючерсы	710
21.8.1. Фьючерсные контракты на иностранную валюту	711
21.8.2. Процентные фьючерсы	714
21.8.3. Фьючерсный контракт на рыночный индекс	716
21.9. Фьючерсы и опционы	722
Ключевые примеры и понятия. Перемещаемая «альфа»	723
21.10. Синтетические фьючерсы	725
21.11. Краткие выводы	727
Приложение. Фьючерсные опционы	731
A.1. Опционы «колл» на фьючерсные контракты	731
A.2. Опционы «пут» на фьючерсные контракты	733
A.3. Сравнение с фьючерсами	734
A.4. Сравнение с опционами	734
22. Инвестиционные компании	740
22.1. Стоимость чистых активов	741
22.2. Основные типы инвестиционных компаний	742
22.2.1. Объединенные инвестиционные трасты	742
22.2.2. Управляющие компании	743

22.3.	Инвестиционная политика	752
	Ключевые примеры и понятия. Инвестиционные трасты недвижимости	753
22.4.	Счета взаимных фондов	758
	22.4.1. Налогообложение	758
	22.4.2. Накопительные схемы	758
	22.4.3. Пенсионные планы	759
	22.4.4. Привилегии при обмене	759
	22.4.5. Схемы изъятия	760
22.5.	Результаты деятельности взаимных фондов	760
	22.5.1. Определение доходности	760
	22.5.2. Контроль за риском портфеля	761
	22.5.3. Диверсификация	762
	22.5.4. Средняя доходность	763
	22.5.5. Расходы взаимных фондов	766
	22.5.6. Фиксация рынка	768
	22.5.7. Взаимные фонды облигаций	769
	22.5.8. Постоянство результатов	769
22.6.	Оценка взаимных фондов	772
	22.6.1. Анализ соотношения результативности и риска	772
	22.6.2. Рейтинги	773
	22.6.3. Исторический профиль	774
	22.6.4. Статистика <i>MPT</i>	775
	22.6.5. Инвестиционный стиль	775
	22.6.6. Предостережения	777
22.7.	Премии и скидки закрытых фондов	778
	22.7.1. Цены акций закрытых фондов	778
	22.7.2. Инвестирование в акции фондов	778
	22.7.3. Преобразование закрытых фондов в открытые	779
22.8.	Краткие выводы	780
23.	Финансовый анализ	790
	23.1. Профессиональные организации	791
	23.2. Необходимость финансового анализа	791
	23.2.1. Определение характеристик ценных бумаг	791
	Ключевые примеры и понятия. Программа подготовки финансового аналитика	791
	23.2.2. Выявление неверно оцененных бумаг	793

23.2.3.	Получение доходов выше среднего уровня	795
23.2.4.	Финансовый анализ и эффективность рынка	799
23.2.5.	Необходимая квалификация	800
23.3.	Оценка инвестиционных систем	800
23.3.1.	Неверная оценка риска	801
23.3.2.	Недооценка транзакционных издержек	801
23.3.3.	Неверная оценка дивидендов	802
23.3.4.	Неработающие системы	802
23.3.5.	Некорректная подгонка	803
23.3.6.	Сравнение с неэффективными системами	803
23.3.7.	Ошибочные визуальные сравнения	804
23.3.8.	Предвзятость последующего выбора	805
23.3.9.	Неудачные попытки использования «данных не из образца»	806
23.4.	Технический анализ	807
23.4.1.	Инерционные и противоположно направленные стратегии	808
23.4.2.	Стратегии скользящей средней и разрыва линии рынка	811
23.4.3.	Нижний предел	813
23.5.	Фундаментальный анализ	813
23.5.1.	Прогнозирование в направлениях сверху-вниз и снизу-вверх	813
23.5.2.	Вероятностное прогнозирование	814
23.5.3.	Эконометрические модели	814
23.5.4.	Анализ финансового отчета	815
23.6.	Рекомендации аналитиков и курсы акций	818
23.7.	Внимание аналитика и доходность акций	820
23.8.	Источники информации для инвестирования	921
23.8.1.	Периодические издания	821
23.8.2.	Информация на компьютерных дисках	825
23.9.	Краткие выводы	826
	Приложение. Технический анализ	831
A.1.	Графики	832
A.2.	Скользящие средние	834
A.3.	Показатели относительной силы	835
A.4.	Противоположное мнение	836

24. Инвестиционный менеджмент	843
24.1. Традиционные организации инвестиционного менеджмента	843
24.2. Функции инвестиционного менеджмента	845
24.3. Выработка инвестиционной политики	845
24.3.1. Оценка толерантности риска	846
24.3.2. Постоянная толерантность риска	848
24.3.3. Гарантированная эквивалентная доходность	850
24.4. Финансовый анализ и формирование портфеля	851
24.4.1. Пассивное и активное управление	851
24.4.2. Выбор ценной бумаги, размещение активов и фиксация рынка	853
Ключевые примеры и понятия. Активное и пассивное управление портфелем ценных бумаг	854
24.4.3. Международное инвестирование	859
24.5. Пересмотр портфеля	859
24.5.1. Анализ затрат и выгод	859
24.5.2. Свопы	860
24.6. Отношения между менеджером и клиентом	865
Ключевые примеры и понятия. Проблема выбора менеджеров	866
24.7. Краткие выводы	868
Приложение. Определение толерантности риска инвестора	872
25. Оценка эффективности управления портфелем	879
25.1. Измерение доходности	879
25.1.1. Внутренняя ставка доходности	881
25.1.2. Доходности, взвешенные во времени	881
25.1.3. Сравнение внутренних и взвешенных во времени доходностей	881
25.1.4. Годовые доходности	882
25.2. Проведение правомерных сравнений	883
Ключевые примеры и понятия. Традиционные эталонные портфели	884
25.3. Измерение эффективности управления портфелем, учитывающее риск	886
25.3.1. Апостериорные характеристические линии	889
25.3.2. Коэффициент «доходность — изменчивость»	896
25.3.3. Коэффициент «доходность — разброс»	897
25.3.4. Сравнение различных мер эффективности управления, учитывающих риск	899
25.4. Выбор оптимального времени операций	900
25.4.1. Квадратичная регрессия	902

25.4.2.	Регрессия с модельными переменными	903
25.5.	Критические замечания относительно оценок эффективности управления, учитывающих риск	905
25.5.1.	Неточность описания рыночного портфеля	905
25.5.2.	Мастерство и везение	905
25.5.3.	Измерение безрисковой ставки	905
25.5.4.	Обоснованность <i>SARF</i>	906
25.5.5.	Факторный анализ эффективности управления портфелем	906
25.6.	Оценка эффективности управления портфелем облигаций	907
25.6.1.	Индексы облигаций	907
25.6.2.	Сопоставления, использующие временные ряды и пространственные выборки	908
25.6.3.	Линия рынка облигаций	909
25.7.	Краткие выводы	911
	Приложение. Факторный анализ эффективности управления портфелем	917
26.	Дополнительная диверсификация	926
26.1.	Международное инвестирование	926
26.1.1.	Общий портфель финансового рынка, доступный для инвестирования	926
26.1.2.	Международные индексы обыкновенных акций	928
26.1.3.	Риск и доходность иностранных инвестиций	930
26.1.4.	Транснациональные компании	936
	Ключевые примеры и понятия. Валютный риск: хеджировать или не хеджировать	937
26.1.5.	Международные листинги	939
26.1.6.	Корреляции между рынками	940
	Ключевые примеры и понятия. Инвестирование в КНР	941
26.2.	Материальные активы	944
26.2.1.	Предметы коллекционирования	944
26.2.2.	Золото	945
26.3.	Ставки на результаты спортивных состязаний	946
	Ключевые примеры и понятия. Альтернативные инвестиции	947
26.3.1.	Ставка на спред	949
26.3.2.	Неравные ставки	950
26.3.3.	Эффективность рынка ставок на бегах	952
26.4.	Краткие выводы	952
	Словарь понятий и терминов	963
	Основные уравнения	999
	Ответы на отдельные вопросы и задачи в конце глав	1004