Белоглазов Арсений Анатольевич. Управление портфелем акций на основе "полноценной" диверсификации рисков : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Белоглазов Арсений Анатольевич; [Место защиты: Новосиб. гос. ун-т экономики и упр.].- Тюмень, 2008.- 227 с.: ил. РГБ ОД, 61 08-8/1965

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ПРАКТИЧЕСКИЕ ПРОБЛЕМЫ СОВРЕМЕННОЙ ПОРТФЕЛЬНОЙ ТЕОРИИ 12

1.1 Теоретические проблемы методологического устройства базовой модели современной портфельной теории 12

1.2 Классификация практических стратегий управления портфелем акций по критерию теоретической базы 37

1.3 Практические аспекты применения стратегий управления портфелем акций

на мировых рынках акций 56

ГЛАВА 2 МЕТОДИЧЕСКИЙ ПОДХОД «ПОЛНОЦЕННОЙ» ДИВЕРСИФИКАЦИИ ПОРТФЕЛЯ АКЦИЙ 85

2.1 Базовые принципы методического подхода «полноценной» диверсификации портфеля акций 85

2.2 Базовая модель методического подхода «полноценной» диверсификации портфеля акций 98

2.3 Методические аспекты применения базовой модели «полноценной»

диверсификации портфеля акций на практике : 121

ГЛАВА 3 ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ПРИМЕНЕНИЯ МЕТОДИЧЕСКОГО ПОДХОДА «ПОЛНОЦЕННОЙ» ДИВЕРСИФИКАЦИИ ПОРТФЕЛЯ АКЦИЙ НА МИРОВЫХ РЫНКАХ 139

3.1 Применение методического подхода «полноценной» диверсификации на мировых рынках акций 139

3.2 Оценка возможности использования методического подхода «полноценной» диверсификации в профессиональном управлении портфелем акций на российском фондовом рынке 157

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 196

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 204

ПРИЛОЖЕНИЯ 219

**Введение к работе**

Современная история рыночной экономики в России характеризуется склонностью к появлению и бурному развитию новых тенденций, приобретающих со временем настолько массовый характер, что это порой позволяет именовать их в обществе «бумами». Возникающие по мере развития экономики в целом и отдельных рынков в частности, новые общественные потребности становятся сигналом к началу активного создания институтов, предоставляющих востребованные обществом услуги. В России в свое время имел место «бум» создания коммерческих банков, товарных бирж, чековых инвестиционных фондов, позднее пришел «бум» потребительского кредитования, назревает «бум» ипотеки. Одна из очевидных тенденций наших дней - бурное развитие индустрии, предоставляющей услуги по управлению портфелями ценных бумаг на фондовом рынке, является естественным, логичным результатом изменений во- внешней и внутренней рыночной конъюнктуре за последние несколько лет.

Декларируемое государством увеличение доходов населения, вызванное в первую очередь резким взлетом мировых цен на нефть, пока не находит должного отражения в реальном увеличении его (населения) сбережений. Традиционные для нашей страны способы размещения частных капиталов -банковские депозиты и американские доллары перестали выполнять сберегательную функцию. Темпы инфляции от 18% до 10%, зафиксированные в последние несколько лет, практически беспрерывное в период с 2002г. по 2007г., падение доллара на мировом валютном рынке более чем на 50% в сумме с последовательно реализуемой Центральным Банком политикой по снижению ставки рефинансирования до сегодняшних 10% и соответствующим пересмотром в сторону уменьшения процентов депозитной политики коммерческих банков, позволили перераспределить внимание, а в последствии

и финансовые потоки россиян на другие активы, и, в частности, инструменты фондового рынка.

Вполне объяснимый непродолжительным сроком существования российского фондового рынка (формально - 10 лет, с точки зрения возраста эффективной инфраструктуры и вовсе 5-7 лет) невысокий текущий уровень инвестиционной культуры в обществе еще долгое время не позволит достичь сопоставимых с развитыми странами высоких показателей самостоятельного управления капиталом индивидуальными инвесторами. В настоящий момент на российском фондовом рынке самостоятельно инвестирует менее 1% экономически активного населения, в то время как в развитых странах этот показатель зачастую достигает уровня 10-30%. Общая же доля портфельных инвесторов - физических лиц, к примеру, в США достигает 60% (включая коллективных участников инвестиционного процесса), в то время как суммарный отечественный показатель превышает тот же самый 1% лишь по самым оптимистичным оценкам.

Данный факт открыл значительный простор для развития отечественной инвестиционной индустрии. Являясь профессиональными инвесторами, управляющие паевыми инвестиционными фондами, общими фондами банковского управления, департаментами индивидуального доверительного управления инвестиционных компаний незамедлительно оценили изменения настроений в обществе и предложили потребителю взять на себя заботы по эффективному вложению денежных средств на российском фондовом рынке.

И тот факт, что вплоть до начала 2007г. число частных российских рыночных пайщиков, передавших средства профессиональным управляющим компаниям, ежеквартально прирастало в среднем на 15%, число этих управляющих компаний ежегодно в среднем увеличивалось на треть, а общая стоимость всех находящихся в управлении активов уже измеряется сотнями миллиардов рублей, прямо указывает на то, что инвестиционные продукты по формированию и управлению портфелями ценных бумаг становятся одной из

управление инвестиционным портфелем было способно в один момент разрушить в течение долгих лет создававшееся доверие инвесторов к инструментам фондового рынка, тем самым, отбрасывая развитие национальных рынков ценных бумаг на годы назад. В то же время по-настоящему качественные результаты, с точки зрения требований инвесторов к доходности и риску вложений, будут естественным образом приближать российский фондовый рынок к высокому уровню развитых стран.

В частности, актуальной проблемой, требующей серьезного исследования, автор считает несовершенство методологической основы традиционных стратегий управления инвестиционным портфелем -современной портфельной теории, в центре которой находится модель оптимально диверсифицированного портфеля. Решая в целом проблему собственных рисков отдельных составляющих портфель активов, модель оптимально диверсифицированного портфеля не решает проблему рыночного риска, считая его принципиально неустранимым. Ввиду того, что в мировой практике, и в том числе на российском фондовом рынке, при управлении инвестиционными портфелями эта теоретическая концепция находит самое широкое применение, а реализация рыночных рисков в последние годы -явление более чем распространенное, инвесторы год из года сталкиваются с тем, что результаты использования стратегий, базирующихся на постулатах .современной портфельной теории, кардинальным образом не совпадают с первоначальными инвестиционным целями и периодически приводят к серьезным потерям стоимости инвестированного капитала. Так, например, только в новом тысячелетии можно вспомнить фондовый кризис лопнувшего «Интернет-пузыря» в США, многолетнее падение фондовых индексов японского рынка, обвалы российских акций, связанные с делом «ЮКОСа» или повышением ставки ФРС США, когда никакая диверсификация портфеля по всеми акциям, доступным на национальных рынках, не спасала вложенные капиталы от разрушительных по величине убытков.

управление инвестиционным портфелем было способно в один момент разрушить в течение долгих лет создававшееся доверие инвесторов к инструментам фондового рынка, тем самым, отбрасывая развитие национальных рынков ценных бумаг на годы назад. В то же время по-настоящему качественные результаты, с точки зрения требований инвесторов к доходности и риску вложений, будут естественным образом приближать российский фондовый рынок к высокому уровню развитых стран.

В частности, актуальной проблемой, требующей серьезного исследования, автор считает несовершенство методологической основы традиционных стратегий управления инвестиционным портфелем -современной портфельной теории, в центре которой находится модель оптимально диверсифицированного портфеля. Решая в целом проблему собственных рисков отдельных составляющих портфель активов, модель оптимально диверсифицированного портфеля не решает проблему рыночного риска, считая его принципиально неустранимым. Ввиду того, что в мировой практике, и в том числе на российском фондовом рынке, при управлении инвестиционными портфелями эта теоретическая концепция находит самое широкое применение, а реализация рыночных рисков в последние годы -явление более чем распространенное, инвесторы год из года сталкиваются с тем, что результаты использования стратегий, базирующихся на постулатах .современной портфельной теории, кардинальным образом не совпадают с первоначальными инвестиционным целями и периодически приводят к серьезным потерям стоимости инвестированного капитала. Так, например, только в новом тысячелетии можно вспомнить фондовый кризис лопнувшего «Интернет-пузыря» в США, многолетнее падение фондовых индексов японского рынка, обвалы российских акций, связанные с делом «ЮКОСа» или повышением ставки ФРС США, когда никакая диверсификация портфеля по всеми акциям, доступным на национальных рынках, не спасала вложенные капиталы от разрушительных по величине убытков.

Целью диссертационной работы выступает разработка методического подхода к управлению инвестиционным портфелем на фондовом рынке, устраняющего главную проблему существующих традиционных стратегий -наличие в портфеле принципиально неустранимого рыночного риска.

Поставленная в работе цель достигается поэтапно, для чего автор последовательно решает следующие задачи:

исследование теоретической структуры базовой модели современной портфельной теории на предмет выявления потенциальных проблем ее применения на практике;

классификация используемых в мировой практике стратегий управления портфелем акций по критерию соответствия используемой теоретической базы исходным постулатам базовой модели современной портфельной теории;

анализ практики применения классифицированных стратегий управления портфелем акций на ведущих мировых фондовых рынках на предмет выявления характерных для каждого типа стратегий проблем;

— классификация факторов риска, характерных для каждого типа

классифицированных стратегий управления портфелем акций;

— обоснование основных принципов методического подхода управления

инвестиционным портфелем, устраняющего классифицированные факторы риска отдельных стратегий;

формализация методического подхода управления инвестиционным портфелем акций, устраняющего классифицированные факторы риска отдельных стратегий;

разработка методических рекомендаций по применению разработанного методического подхода управления инвестиционным портфелем в условиях мировых и российского фондовых рынков;

— проведение апробации и оценка эффективности использования

разработанного методического подхода управления инвестиционным

портфелем в реальных условиях ведущих мировых и российского

фондового рынков.

Объектом исследования диссертационной работы выступают базовые стратегии современной портфельной теории, как принятые в мировой и российской практике в качестве традиционных, подходы к принятию инвестиционных решений на рынке акций. Предметом исследования выступает процесс принятия решений по управлению инвестиционным портфелем на фондовом рынке.

Стратегии управления портфелем облигаций или производных ценных бумаг, другими активами в диссертационной работе не рассматриваются, в связи с тем, что они либо не являлись предметом исследования современной портфельной теории в ее первоначальной постановке, либо не могут быть полноценно исследованы по причине слишком короткого срока существования фондового рынка в России и своего еще более недавнего на нем появления и потому требуют самостоятельных научных исследований. Ввиду того, что решение проблем именно российских инвесторов видится автору приоритетным, а информация о российском рынке акций доступна, может быть исследована в полном объеме, сам рынок является наиболее ликвидным, сформировавшийся круг участников рынка - самым широким в стране, такое ограничение представляется обоснованным.

Методологической основой диссертационной работы является диалектическая теория научного познания. В работе использованы принципы единства исторического и логического подходов, сравнения, анализа и синтеза, математического и статистического анализа. Теоретической основой исследования послужила система знаний, формирующая современную портфельную теорию, изложенная в классических трудах ведущих западных и отечественных специалистов. Практическая часть исследования базируется на данных, предоставляемых зарубежными и отечественными организаторами торгов (в частности, Нью-Йоркской, Лондонской, Токийской фондовыми

биржами, российскими биржевыми площадками ММВБ и РТС), экспертных мнениях практиков отечественного и зарубежного фондовых рынков в печатных и электронных СМИ.

Предмет и объект исследования, поставленная автором цель диссертационной работы соответствуют формуле специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» паспорта специальностей научных работников. И, в частности, относятся к пункту 4 области исследования этой специальности - «Формирование и развитие рынка ценных бумаг». В наибольшей степени идеи диссертационной работы затрагивают подпункты 4.7 («Теория и методология проблемы портфельной политики в области ценных бумаг») и 4.9 («Расширение инвестиционных стратегий на рынке ценных бумаг») классификации области исследования специальности.

Логика исследования, определяемая целью и задачами, предметом и объектом исследования, отражена в структуре диссертационной работы, состоящей из введения, трех глав, заключения, приложений, перечня сокращений и списка используемой литературы.

Научная новизна работы определяется характером выводов и результатов, полученных в ходе исследования:

— используемые в мировой практике стратегии управления портфелем акций

классифицированы по критерию соответствия базовой модели современной портфельной теории, что дало возможность выявить потенциальные проблемы применения этих стратегий на практике;

— систематизированы типовые факторы риска применения отдельных  
классов стратегий управления портфелями акций, используемых в  
мировой практике;

— проведено теоретическое обоснование возможности устранения  
рыночного риска при использовании стратегий, содержащих  
возможность занятия «коротких» позиций;

— сформулированы и обоснованы принципы "полноценной" диверсификации

портфеля акций, базирующейся на необходимости управления портфелем акций через принятие решений на основании одновременной рекомбинации нескольких стратегий;

— формализован методический подход "полноценной" диверсификации  
портфеля акций, устраняющий рыночный риск традиционных стратегий  
современной портфельной теории, одновременно иммунизирующий  
портфель от влияния и других факторов риска применения отдельных  
стратегий;

— разработаны рекомендации по применению методического подхода  
"полноценной" диверсификации портфеля акций в условиях мировых и  
российского рынка акций, позволяющие осуществлять эффективное  
управление новым для отечественной индустрии продуктом - паевым  
фондом фондов.

Практическая значимость исследования определяется тем, что его результаты могут представлять интерес для управляющих компаний ПИФов, и компаний, управляющих пенсионными накоплениями россиян, а также частных инвесторов, заинтересованных в повышении качества результатов своих инвестиций, в достижении целей сохранности и роста стоимости своих капиталов в условиях повышенных рисков мировых и российского рынков акций. В частности, профессиональные управляющие могут использовать результаты исследования при управлении паевыми фондами, а также хедж-фондами. Частные инвесторы могут использовать идеи работы для диверсификации рисков при одновременном использовании нескольких инвестиционных стратегий, базирующихся на принципах технического анализа.

Результаты исследования прошли апробацию и были успешно внедрены при реализации проекта услуги «консультационное управление», в рамках которого оказываются аналитические консультации и управляются

инвестиционные портфели клиентов тюменского представительства инвестиционного холдинга «ФИНАМ» (г.Москва).

## Теоретические проблемы методологического устройства базовой модели современной портфельной теории

До выхода в марте 1952г. в американском «Финансовом журнале» небольшой статьи «Выбор портфеля» под авторством профессора Г.Марковица, наука о портфельных инвестициях не то чтобы переживала упадок, скорее как таковая она не существовала вовсе. Традиционный подход в инвестировании, преобладавший вплоть до середины прошлого столетия, имел две существенные характеристики, которые с точки зрения сегодняшнего развития научной мысли стоит отнести к недостаткам. Во-первых, основное внимание уделялось анализу поведения отдельных активов, но не их совокупности. Во-вторых, единственной анализируемой характеристикой этих активов являлась их потенциальная доходность, в то время как «вторая сторона медали» -возможный риск - не имел при принятии инвестиционных решений ни четкой оценки, ни, соответственно, влияния на сами эти решения (к сожалению, как это будет показано в следующих главах настоящего исследования, такое «допотопное» отношение к инвестициям в России кое-где наблюдается и в наши дни). И далее те «односторонние» подходы, что были в наличии, для единой системы научных знаний и методов были слишком разрознены или совершенно неформализованны по причине исключительного субъективизма придумавших их исследователей.

Упомянутая выше статья и вышедшая через 7 лет после нее книга «Выбор портфеля: эффективная диверсификация инвестиций»1 не только принесли впоследствии Г.Марковицу Нобелевскую премию по экономике, но и навсегда изменили всю мировую инвестиционную науку и индустрию, устранив указанные недостатки. Именно с этой работы, впервые предложившей публике теоретико-вероятностную формализацию понятий доходность и риск, принято вести отчет времени существования современной портфельной теории в качестве едва ли не канонического нормативно-методологического подхода, активно использующегося во всем мире по сей день. С точки зрения цели и задач настоящей работы мы исследуем структурные особенности этих идей на предмет обнаружения теоретических проблем, которые могу привести к проблемам применения методологии современной портфельной теории на практике.

В первую очередь, необходимо дать критическую оценку некоторым существенным исходным ограничениям, на которых базируется концепция Марковица - ведь как и любое другое научное предположение (модель), она базируется на ряде упрощающих действительность абстракций, затрагивающих всю совокупность условий, в которых осуществляется управление портфелем акций и определяемых категорией инвестиционной среды. В частности, в качестве базовой инвестиционной среды существования этой модели был выбран идеальный (эффективный) рынок, концепция которого в момент создания базовых работ Г.Марковица была доминирующей идеей экономической науки.

Существенными ограничениями, сделанными в современной портфельной теории для упрощения описания коллективного поведения инвесторов и выявления равновесной зависимости между риском и доходностью портфелей являются в том числе следующие утверждения".

## Базовые принципы методического подхода «полноценной» диверсификации портфеля акций

Для того чтобы понять, какими принципами следует руководствоваться инвесторам в условиях, когда ни одна из существующих стратегий по отдельности не может считаться эффективной на все времена и для всех рынков, первым делом обратимся к мировой практике профессионального управления портфелями акций последних лет. Как это часто происходит, в случае с эволюцией современной портфельной теории «сознание определяется бытием», но не наоборот: подсказку для дальнейшего научного поиска дает сама жизнь. И в частности, большой интерес представляют новации, появившиеся в среде альтернативных активных стратегий, которые, напомним, содержат в себе механизм страхования от рыночного риска, поиск которого является целью этой работы, но при этом подвержены своим специфическим рискам.

Проблемы, периодически возникающие на практике у инвесторов, ориентирующихся на альтернативные активные стратегии стимулировали инвесторов к поиску новых решений, обретших наибольшую популярность в последние 5 лет. Крушение ряда крупных хедж-фондов, поставивших слишком много на одну альтернативную активную стратегию с минимальным хеджированием своей позиции, на фоне в среднем положительной статистики большинства хедж-фондов за последние годы, привело инвесторов к мысли о необходимости диверсификации, снижающей риск несрабатывания или потери со временем эффективности отдельной альтернативной активной стратегии. Именно так на рынках акций появилась новая разновидность хедж-фондов -фонды хедж-фондов. Представляя по сути своей портфель из различных альтернативных активных стратегий, они предоставляют инвестору возможность распределить капитал среди нескольких управляющих, руководствующихся разными соображениями о том, как именно следует управлять портфелем акций.

## Применение методического подхода «полноценной» диверсификации на мировых рынках акций

Так, в частности, выбранный нами для анализа американского рынка индекс Standard & Poor s 500 представляет собой самое распространенное среди профессионалов фондового рынка США «семейство» индексов. Данный индекс исчисляется по 500 акциям, что в отличие, скажем, от индекса Dow Jones (ЗО «голубых фишек»), или того же Standard & Poor s 100 (100 акций) дает возможность оценить в динамике действительно диверсифицированный портфель. В то же время мы сочли возможным пренебречь еще более широко диверсифицированными рыночными показателями, вроде Wilshire 5000 (5000 акций) — ввиду значительного количества в нем акций-представителей второго и третьего эшелона, скорее искажающего реальный эффект диверсификации. Индекс Standard & Poor s 500 рассчитывается, как среднеарифметическое взвешенное на основании данных о текущих ценах акций, входящих в расчет, их количества, суммарной капитализации рынка, а также принятого базового значения индекса (в этом конкретном случае используется значение 10 по состоянию на 1941-1943гг.).

Индекс Nikkei 225 является одним из двух основных биржевых показателей японского фондового рынка. Его значения рассчитывается на основании 225 акций первой секции Токийской фондовой биржи. Способ расчета в этом случае аналогичен способу расчета американского индекса Dow Jones и отличается от принципа расчета индекса Standard & Poor s 500 тем, что используется среднеарифметическое невзвешенное. Самый популярный и распространенный индекс Великобритании — индекс FTSE 100, рассчитывается на базе 100 акций, отбор которых производится специальной комиссией из числа представителей профессиональных финансовых организаций, а также газетой Financial Times и Лондонской фондовой биржей. Это тоже среднеарифметическим индекс, взвешенный по количеству выпущенных акций, причем база периодически меняется. На текущий момент курсовая стоимость акций, входящих в базу, составляет около 70% общей капитализации рынка акций Великобритании.

В качестве главного показателя отечественного фондового рынка мы выбрали индекс РТС. Несмотря на существующие у практиков претензии к методике его расчета (есть мнение, что база из 50 акций — это все-таки маловато для представительности), мы не стали использовать в качестве эталона индекс ММВБ. Причина в том, что именно индекс РТС являлся основным биржевым показателем на заре существования российского рынка акций в период рыночных потрясений 1997-1998гг., имеющих с точки зрения проверки соответствия методического подхода «полноценной» диверсификации портфеля акций цели и задачам настоящего исследования большую ценность. Индекс РТС рассчитывается как отношение суммарной рыночной капитализации акций, включенных в базу индекса список на момент расчета, к суммарной рыночной капитализации на начало расчета индекса, умноженное на базовое значение показателя (с начал расчета индекс в 1995г. используется значение 100). Список акций состоит из акций входящих в котировальные листы биржи РТС первого и второго уровней, а также акций, отобранных информационным комитетом биржи на основании экспертных оценок.