Самышкин Кирилл Евгеньевич. Повышение эффективности управления портфелем ценных бумаг российских инвестиционных фондов : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Самышкин Кирилл Евгеньевич; [Место защиты: Рос. ун-т дружбы народов].- Москва, 2010.- 144 с.: ил. РГБ ОД, 61 10-8/2952

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава 1. Роль инвестиционного фонда в национальной экономике и механизм управления портфелем ценных бумаг 10**

1.1. Инвестиционный фонд как основной институт коллективного инвестирования 10

1.2. Управление портфелем ценных бумаг в деятельности инвестиционных фондов 24

1.3. Методологические подходы к анализу процесса управления портфелем ценных бумаг 40

**Глава 2. Деятельность инвестиционных фондов по управлению портфелем ценных бумаг в Российской Федерации в период нестабильности фондовых рынков 61**

2.1. Инвестиционный фонд в условиях нестабильности финансовых рынков 61

2.2. Особенности развития российских инвестиционных фондов 68

2.3. Анализ финансовых показателей деятельности инвестиционных фондов. на российском рынке ценных бумаг 76

**Глава 3. Повышение эффективности управления портфелем ценных бумаг на основе использования новых методов 91**

3.1. Хеджирование системного риска посредством трендоследящих методов технического анализа как основной элемент эффективного управления портфелем ценных бумаг 91

3.2. Принципы формирования стратегий управления портфелем ценных бумаг на базе методов технического анализа 104

3.3. Особенности применения стратегий управления портфелем ценных бумаг в российских инвестиционных фондах 120

Заключение 132

Список литературы 135

**Введение к работе**

**Актуальность диссертационного исследования.**В настоящее время финансовые рынки мира отличает высокая степень неустойчивости, сопровождающаяся резкими перепадами в настроениях инвесторов, котировках ценных бумаг и поведении фондовых индексов. Мировой финансовый кризис, проявивший себя во второй половине 2007 года и длящийся по настоящее время, наиболее радикальным образом отразился на фондовых рынках, спровоцировав их обвал в 2007-2008 годах и значительное восстановление в 2009 - первой половине 2010 гг.

Нестабильность финансовых рынков с практической точки зрения существенно повлияла на деятельность по управлению портфелем ценных бумаг профессиональных участников рынка, таких как инвестиционные фонды или инвестиционные банки, в подавляющем большинстве понесших колоссальные убытки. Некоторые из них вовсе прекратили свое существование.

Под ударом оказался не только финансовый сектор, но и другие сегменты мировой экономики, так как конъюнктура на мировых фондовых площадках в периоды кризиса сказывается на капитализации экономических субъектов, ценообразовании на рынке ресурсов и сфере кредитования.

С научной точки зрения мировой финансовый кризис выявил фактическую несостоятельность в методах управления портфелем ценных бумаг. В условиях нестабильности на фондовых рынках статистические методы, широко применяемые абсолютным большинством инвестиционных фондов, и торговые стратегии, существующие в рамках современной теории портфеля, оказались неэффективными.

В этой связи вопросы совершенствования методики управления портфелем ценных бумаг, а также формирования эффективных торговых стратегий, приобретают особую важность.

**Степень научной разработанности проблемы.**Проблематика, связанная с управлением портфелем ценных бумаг получила широкое освещение в отечественной и зарубежной литературе. Достаточно сказать, что за исследования в указанной области нескольким ведущим экономистам были вручены Нобелевские премии. В западной экономической мысли существует большое количество научных работ, посвященных фундаментальному и техническому анализу при оценке активов портфеля, статистическим методам и основам для принятия инвестиционных решений. Существенный вклад в разработку вопросов, связанных с управлением портфелем ценных бумаг, внесли такие ученые и специалисты как: У. Баффетт, У. Гоцман, Ч. Доу, Э. Лефевр, Г. Марковитц, Б. Малкиел, Ф. Модильяни, Дж. Нэйл, К. Пирсон, Дж. Сорос, Р. Смиттен, В. Тарп, Бр. Трейси, Дж. Трейнор, Ф. Фабоцци, К. Харви, У. Шарп, Р. Эллиотт, и др.

Исследование проблем, касающихся управления портфелем ценных бумаг в России связано с такими именами, как: Б.Алехин, А. Буренин, Г. Бегларян, В.

Галанов, В. Жижилев, Е. Жуков, Ю. Касимов, В. Котиков, А. Кургузкин, Э. Уткин, А. Шведов, А. Шапкин и др.

Вместе **с**тем, наряду **со**значительным освещением проблем фондового рынка, в данной области остается немало нерешенных задач. Прежде всего, это связано с отсутствием стратегий и механизмов управления портфелем ценных бумаг в кризисный и посткризисный периоды.

**Объектом диссертационного исследования**являются российские инвестиционные фонды, их два наиболее распространенных типа: паевой инвестиционный фонд и акционерный инвестиционный фонд.

**Предмет исследования**- финансово-экономические отношения, обеспечивающие деятельность инвестиционного фонда по управлению портфелем ценных бумаг.

**Цель диссертационного исследования**состоит в разработке эффективной торговой стратегии, позволяющей российским инвестиционным фондам управлять портфелем ценных бумаг как в условиях стабильного, так и нестабильного развития фондовых рынков.

Достижение сформулированной цели потребовало решения следующих задач:

- исследовать уровень эффективности использования статистических  
методов Г.Марковитца и У.Шарпа в управлении портфелем ценных бумаг в  
период нестабильности на фондовых рынках;

определить методические позиции современной портфельной теории в современных условиях;

выделить основные тенденции и особенности деятельности российских инвестиционных фондов на основе их финансовых показателей;

исследовать методы технического анализа, позволяющие хеджировать системные риски в условиях нестабильности на фондовых рынках;

разработать стратегии управления портфелем ценных бумаг на основе использования методов технического анализа и предложить пути применения стратегий управления портфелем в условиях нестабильности российского фондового рынка.

**Теоретической и методологической основой диссертации**стали системный подход к объекту и предмету исследования; ключевые положения отечественных и зарубежных ученых и специалистов; подходы, реализуемые в нормативных актах Российской Федерации и органов государственного управления.

**В качестве фактологической и статистической**базы использовались материалы Федеральной службы по финансовым рынкам Российской Федерации, данные Всемирного Банка, Международной федерации фондовых бирж, Института инвестиционных компаний, материалы финансовой отчетности российских инвестиционных фондов и управляющих компаний, статистика фондовых бирж ММВБ и РТС.

**Научная новизна исследования**заключается в совершенствовали: методов управления портфелем ценных бумаг посредством использовани

трендоследящих индикаторов технического анализа для хеджирования системного риска.

**Основные научные результаты диссертации, выносимые на защиту и содержащие элементы научной новизны,**состоят в следующем:

1. Обоснован тезис о второстепенной роли статистических методов Г. Марковитца и У. Шарпа, широко используемых в рамках современной портфельной теории, на основе фактологического подтверждения неэффективности использования математического ожидания при функции нормального распределения и коэффициента корреляции в условиях нестабильного фондового рынка.
2. На основе анализа классической портфельной теории применительно к современным условиям, аргументированы положения о несоответствии текущим реалиям её некоторых методических позиций. Так, хеджирование системного риска, представляемое в рамках классической портфельной теории невозможным1, на самом деле осуществимо на практике посредствам применения трендоследящих индикаторов технического анализа, позволяющих использовать как положительную, так и отрицательную конъюнктуру на рынке ценных бумаг. Методы фундаментального анализа, а также статистические методы, составляющие современную теорию портфеля, по сути, представляют собой прогностический подход к рассмотрению рынка, что не совсем корректно в условиях нестабильного фондового рынка, в то время как трендоследящие индикаторы технического анализа реализуют эмпирический взгляд на рынок.
3. Определен комплексный подход к управлению рыночными рисками в процессе формирования и управления портфелем ценных бумаг, основанный на широком использовании индикаторов технического анализа при сохранении вспомогательных функций статистических методов и фундаментального анализа.
4. Разработана эффективная торговая стратегия, в рамках которой реализован принцип сочетания методов двух экспоненциальных скользящих средних и гистограммы MACD, используемых как в инвестиционной, так и спекулятивной частях портфеля.
5. Предложены методы формирования портфелей, ориентированных на понижение в рамках стратегий ПИФов и АИФов, осуществляемых посредством открытия коротких позиций через механизм обратного выкупа бумаг «РЕПО». Суть методов состоит в содержащихся в сделках «РЕПО» фиксированных обязательствах третьих лиц по выкупу ценных бумаг у Фонда на определенную дату по определенной цене с целью совершения инвестиционным фондом операции «SHORT».

**Практическая и теоретическая значимость диссертации**состоит в возможности применения ее выводов и результатов в деятельности по

1 Бурешш А.Н. Управление портфелем ценных бумаг, 2-е издание - М; Научно-техническое общество имени академика С.И.Вавилова, 2008 - 440 стр.

управлению портфелем ценных бумаг как профессиональных участников рынка, так и индивидуальных инвесторов.

Материалы диссертации могут быть также использованы в процессе преподавания ряда экономических дисциплин, в том числе: «Финансовые рынки», «Рынок ценных бумаг», «Операции с ценными бумагами» и др .

**Апробация результатов исследования.**Основные идеи и выводы диссертационной работы нашли отражения в публикациях и докладах автора на научно-практических конференциях «Актуальные проблемы глобальной экономики» (Москва, РУДН, 2008-2009 гг.) и др.

Разработанная в диссертации торговая стратегия была апробирована и используется в деятельности нескольких инвестиционных компаний: ООО «Политрейд» (г. Москва), Белландо Лтд (Ирландия), УРТЕ ЮК (В еликобритания).

По теме диссертации опубликовано 4 работы общим объемом 1,1 п.л., в том числе одна работа в издании, рекомендованном ВАК.

**Структура исследования.**Логика исследования определяет структуру диссертации, которая состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, приложений. Эмпирические данные в диссертационной работе отражены на 24 рисунках и 7 таблицах.

**Во введении**обосновывается актуальность выбранной темы исследования, оценивается степень разработанности проблемы, формулируются цели и задачи, определяются предмет и объект исследования, раскрываются научная новизна, теоретическая и практическая значимость работы.

**В первой главе**«Роль инвестиционного фонда в национальной экономике и механизмы управления портфелем ценных бумаг» определяются сущность инвестиционного фонда как экономического субъекта, его роль в национальной экономике, суть его основной деятельности, раскрываются факторы и риски, оказывающие влияние на управление портфелем ценных бумаг, выделяются основные научные подходы к управлению портфелем ценных бумаг, методология этого процесса.

**Во второй главе**«Деятельность инвестиционных фондов по управлению портфелем ценных бумаг» раскрывается роль инвестиционных фондов в развитии финансовых рынков развитых стран, вьщеляются особенности развития российских инвестиционных фондов, анализируются финансовые показатели деятельности инвестиционных фондов на российском рынке ценных бумаг.

**В третьей главе**«Повышение эффективности управления портфелем ценных бумаг на основе использования новых методов» представляется сущность трендоследящих индикаторов технического анализа, разрабатываются основы формирования стратегий управления портфелем ценных бумаг на основе использования методов технического анализа, вьщеляются особенности применения торговых стратегий в условиях российского фондового рынка.

**В заключении**обобщены результаты диссертационного исследования, сформулированы основные выводы и предложения научного и практического характера.

## Управление портфелем ценных бумаг в деятельности инвестиционных фондов

В соответствии с Федеральным Законом Об Инвестиционных Фондах №51-ФЗ от 15.04.2006, активы Паевого инвестиционного фонда, как и Акционерного инвестиционного фонда, «должны быть переданы в доверительное управление управляющей компании, соответствующей требованиям настоящего Федерального закона».16 Т.е. управление портфелем ценных бумаг является основным видом деятельности управляющих компаний, но не инвестиционных фондов, чья задача состоит лишь в формировании имущественного комплекса.

Однако, исходя из практики коллективного инвестирования в Российской Федерации, инвестиционный фонд от управляющей компании не отделим: управляющая компания инициирует создание инвестиционного фонда, а также напрямую участвует в продаже и погашении долевых бумаг фонда. О фактическом единстве управляющей компании и инвестиционного фонда говорит и то, что инвестиционный фонд всегда имеет одну управляющую компанию, напротив, управляющая компания управляет активами нескольких инвестиционных фондов. Более того, в названии большинства инвестиционных фондов даже присутствует название управляющей компании. Так, УК Альфа-капитал работает с активами более чем десяти фондов, среди которых: Альфа-капитал Акции роста, Альфа-капитал Сбалансированный, Альфа-капитал Телекоммуникации и т.п. В связи с этим, деятельность по управлению портфелем ценных бумаг одного конкретного инвестиционного фонда на практике ассоциируется именно с инвестиционным фондом, а не с управляющей компанией.

Управление портфелем ценных бумаг, или иначе, управление активами как основной вид деятельности инвестиционных фондов нацелено на получение прибыли, что является главной целью функционирования инвестиционных фондов. В этом смысле, эффективность работы фонда, т.е. эффективность управления портфелем ценных бумаг напрямую определяется финансовым результатом, получаемым от операций с ценными бумагами. Управление портфелем ценных бумаг имеет две главные составляющие: формирование портфеля ценных бумаг (т.е. определение рынков и инструментов инвестирования, а также их пропорций в портфеле) и управление портфелем бумаг непосредственно (т.е. основанные на торговой системе управляющего или трейдера операции купли-продажи ценных бумаг). Каждой из составляющих управления активами обязательно сопутствует анализ рынка, который различается на фундаментальный (объектами анализа являются финансовые показатели страны/отрасли/компании) и технический (объекты анализа — рыночная конъюнктура, цена на актив и ее движение). В качестве отдельного вида деятельности, часто сопутствующего управлению портфелем ценных бумаг, следует выделить оценку и управление рисками.

В настоящее время существует множество методов управления портфелем ценных бумаг, которые используют профессиональные управляющие и трейдеры. В их основе лежат различные подходы к пониманию сущности рынка ценных бумаг, методологически отличные друг от друга подходы к анализу финансовых инструментов и цены на них.

Портфель ценных бумаг - совокупность ценных бумаг, которыми располагает инвестор (отдельное лицо, организация, фирма). Имущественный комплекс, составляющий активы инвестиционного фонда и является портфелем ценных бумаг с точки зрения управления этим имущественным комплексом, точнее, он становится им в руках управляющего. Исходя из широкого определения портфеля ценных бумаг, приведенного выше, под этим понятием можно подразумевать и просто любой имеющийся у инвестора набор ценных бумаг. Однако, портфель ценных бумаг, будучи объектом управления, являет собой нечто большее. Это исходит из цели существования портфеля, которой является — придание находящимся в управлении трейдера активам таких инвестиционных качеств, какие невозможны для отдельно взятого инструмента. Из этого следует другое, более точное понимание портфеля ценных бумаг, согласно которому он - результат формирования совокупности ценных бумаг, основанный на торговой стратегии (системе) инвестора. Приведенное определение трактует портфель ценных бумаг в более узком смысле, придавая совокупности ценных бумаг системные качества, что, по мнению автора, реализует профессиональный подход к термину.

Торговая стратегия (система) - это набор инструкций (алгоритм действий трейдера), основанный на результатах анализа рынка.19 Торговая стратегия - это система принятия решений, система методов анализа рыночной конъюнктуры, центральное звено управления портфелем ценных бумаг.

## Методологические подходы к анализу процесса управления портфелем ценных бумаг

В настоящее время в теории и практике управления портфелем ценных бумаг существует широкое многообразие управленческих моделей и методов. В силу того, что функционирование фондового рынка - процесс, постоянно длящийся и развивающийся, в управлении портфелем ценных бумаг появляются все новые методы, поэтому, их исчерпывающей классификации не существует. В профессиональной среде управляющих и трейдеров принято считать, что торговых стратегий существует столько, сколько самих управляющих. В то же время, несмотря на такое разнообразие, ни одна из существующих на практике моделей управления портфелем ценных бумаг не признана в научной среде как абсолютно верная, т.е. эффективная. Однако, принято выделять два моделеобразующих подхода к управлению портфелем ценных бумаг, характерных для большинства основных торговых стратегий: - Традиционный подход; - Современную портфельную теорию. При этом в рамках современной портфельной теории существует и несколько моделей управления, классифицируемых в зависимости от степени активности управления и частоты совершения операций, а также видов портфелей в зависимости от заложенных в них уровней риска и доходности и направленности инвестиций. Традиционный подход возник в 20х-30х годах XX века в момент зарождения первых теорий портфельных инвестиций и связан с начальным этапом развития взаимных фондов в США. Традиционный подход сложно соотнести с ой методологией, поэтому он результат практики управления портфелем ценных бумаг, сложившейся в тот период времени, определенное влияние на которую оказали работы Ирвинга Фишера и отчасти Чарльза Доу. В совокупности - это общая для многих методов концепция управления портфелем ценных бумаг, центральное место в которой занимает идея сбалансированности, т.е. формирование портфеля ценных бумаг в соответствии с заданными уровнями доходности, как всего портфеля, так и каждой бумаги в отдельности. При этом диверсификация - основной способ хеджирования рисков, основной инструмент достижения сбалансированности, которая ведется по отраслям экономики, рыночным эшелонам, иногда - степени ликвидности бумаг, часто - по видам бумаг, и базируется, прежде всего, на использовании фундаментального анализа рынка и активов, то есть анализе финансовых показателей компаний-эмитентов бумаг, отраслей экономики и др. фундаментальных характеристик.

Соотношение риска и доходности каждой из отдельно взятых бумаг также выстраивается исходя из прогнозирования финансового результата деятельности самой компании, развития отрасли и экономики региона в целом. Соотношение риска и доходности портфеля определяется по совокупному прогнозу доходности каждого из инструментов. Следует подчеркнуть, что доходность является, согласно традиционному подходу, основной характеристикой при анализе активов, тогда как риск не имеет четкой оценки. Понятие риска здесь присутствует, однако, ему дана в большей степени качественная характеристика Количественное измерение риска в рамках традиционного подхода отсутствует, что принято считать одной из слабых сторон подхода.

При этом традиционный подход не предполагает отслеживание тенденций формирования цены различными активами относительно друг друга, что считается еще одним из его слабых мест. Динамика одного инструмента может повторять динамику другого, что совершенно не учитывалось в рамках традиционного подхода. Так, продолжая логику того времени, можно вывести обратную зависимость риска и диверсификации по инструментам инвестирования, т.е. чем выше диверсифицирован портфель, тем меньше совокупный риск по портфелю, что скорее приводит к обратному эффекту. Управляемость портфеля становится слабее в виду слишком широкого набора составляющих его инструментов.

Таким образом, традиционный подход в управлении портфелем ценных бумаг не предполагает решения как минимум двух задач. Во-первых, снижение как системного, так и несистемного риска в виду отсутствия его количественной оценки. Во-вторых, определение корреляций между инструментами портфеля, что явно не способствует снижению несистемного риска. На этот вопрос попыталась ответить современная портфельная теория.

Появление современной теории портфеля связано с именами Гарри Марковитца и Уильяма Шарпа . Официальной датой её зарождения, ставшей продолжением традиционного подхода, принято считать 1952 г., в котором The Journal of Finance опубликовал статью «Выбор портфеля».

В отличие от традиционного подхода, опиравшегося только на фундаментальный и, реже, технический анализ, американскими экономистами были предложены также математические и статистические методы, используемые при управлении портфелем ценных бумаг. Среди методов оценки активов фундаментальный анализ остался приоритетным, новшествами стали методы управления риском, его количественной оценки, используемых при построении моделей портфелей, и определения корреляций по портфелю. Ключевым моментом работы Марковитца стало представление двух методов, способствовавших снижению риска портфеля.

Первым из них, стал метод математического ожидания, позволивший дать количественную оценку риску. Согласно основной идее модели Марковитца (ставшей предметом использования не только для для большинства методов управления портфелем ценных бумаг современной портфельной теории но и для большинства методов оценки эффективности управления портфелем ценных бумаг) происходит распределение вероятности получения дохода по каждому из инструментов портфеля и по портфелю в целом.

Во-первых, на основе статистики за предыдущие периоды определяется простое среднеарифметическое значение доходности для инструмента или портфеля, т.е. сумма годовых значений, отнесенная к количеству лет (Формула определения среднего значения доходности инструмента).

## Анализ финансовых показателей деятельности инвестиционных фондов. на российском рынке ценных бумаг

Развитие российских инвестиционных фондов имеет свои существенные особенности. Говоря об индустрии коллективного инвестирования и торговли на фондовом рынке в нашей стране, для начала необходимо обратиться к истории биржевого дела дореволюционной России. Еще в XII веке, за полтора века до появления первых европейских бирж, в Великом Новгороде возникли купеческие торговые собрания, на которых купцы обменивались информацией и товарами.51

Первые официальные биржи появились при Петре I, зимой 1703-1704 гг. открылась биржа в Санкт-Петербурге, вслед за ней - в Одессе, ав 1816 г. -в Варшаве. Однако первые торги на этих биржах были малоэффективны в виду того, что их создание было скорее плодом желания Петра, нежели коммерческой необходимостью. Торговый и промышленный капитал не успел еще оформиться в торговые объединения, коллективных инвестиций не существовало и о фондовом рынке, как таковом, говорить не приходилось. Ко второй четверти XIX века торговый объем на финансовых рынках России увеличивается, и к товарным ценным бумагам в качестве основных инструментов начинают прибавляться долговые бумаги - преимущественно облигации. В 1835 году выходит в свет первый российский закон о фондовом рынке — "Правила о компаниях на акциях", после чего развитие получает и торговля акциями. К середине XIX века в Российской Империи регулярно функционирует уже целая плеяда бирж, помимо приведенных ранее это: Московская общая биржа, Нижегородская ярмарочная биржа, Казанская, Самарская, Саратовская и др. В Последней трети XIX в - начале XX в. постепенно начинает образовываться сфера коллективных инвестиций, однако она не успевает приобрести ощутимые размеры в виду социальных преобразований внутри страны, а также длящейся Первой Мировой Войны. В непродолжительный период НЭПа фондовый рынок, в определенной степени, функционирует, однако, это касается в большей мере товарных торговых инструментов. На этом, развитие фондового рынка России приостанавливается вплоть до 1991 года.

Как видно, инвестиционный фонд как субъект экономических отношений существенно не повлиял на развитие фондового рынка России в указанный исторический период, поэтому в 1991 году в момент возрождения российского фондового рынка, инвестиционный фонд появляется одновременно с самим рынком, и вплоть до 2001 года, в силу зачаточного состояния последнего, коллективные инвестиции не приобретают должного развития.

В 2001 году на российских фондовых площадках начался заметный рост, капитализация рынка росла галопирующими темпами. Индекс РТС на начало 2001 года составлял 131 пункт, в июле 2008 года достиг максимальных докризисных значений в.2 500 пунктов (рост почти 1900% за 8 лет), индекс ММВБ показывал рост за аналогичный период со 150 до 2000 пунктов (рост 1240%). Это придало импульс развитию сферы коллективных инвестиций. Такие показатели роста привлекали домашние хозяйства к инвестированию, и инвестиционные фонды также начали существенно прибавлять в количестве и объеме капитала. Динамику роста стоимости чистых активов российских инвестиционных фондов, выраженную в долларах, можно отследить по следующему графику, выполненного на основе данных Института Инвестиционных Компаний (рис. 5).

Согласно приведенной статистике, СЧА российских инвестиционных фондов в период с 2001 года по 2008 выросла с 297 млн. долларов до 7100 млн., что означало рост в 2300%. Капитализация фондового рынка России к началу 2008 года составляла порядка 1 трлн. долларов США52, в то время как в 2001 году эта цифра равнялась лишь 76,2 млрд. , что эквивалентно росту капитализации рынка на 1200. Доля участия инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг России, выраженная в отношении совокупных чистых активов к рыночной капитализации, повысилась с 0,38% в 2001 году до 0,71% в середине 2008 года.

Однако рост этих показателей в большей степени был обусловлен незначительными величинами, которые принимали СЧА инвестиционных фондов России в 2001 году. Следует также понимать, что рост СЧА инвестиционных фондов является следствием двух процессов, первый из которых - действительное увеличение количества инвесторов, второе - рост стоимости самих активов, Таким образом, рост совокупной стоимости чистых активов российских инвестиционных фондов за указанный период стал больше плодом бурного роста фондового рынка России, нежели развития самой отрасли. Озвученные цифры как оставались, так и остаются незаметными на фоне рынка, что говорит об очень низком участии инвестиционных фондов в развитии фондового рынка России, а также и перспективах развития коллективного инвестирования как отрасли. И все же, несмотря на это, мы не можем говорить об отсутствии какого-либо влияния инвестиционных фондов на рынок.

Такой тезис исходит из соотношения бумаг, находящихся в свободном обращении на фондовых площадках (так называемого free float), с бумагами, находящимися в руках непосредственных владельцев компаний-эмитентов этих бумаг, т.е. «прямых» (не портфельных) инвесторов. Во всем мире и в российской практике, в частности, основная часть активов фактически любой компании сосредоточена в руках одного или нескольких мажоритарных акционеров, принимающих непосредственное участие в управлении компанией. Крупные пакеты бумаг отсутствуют в свободном обращении, и количество сделок с такими пакетами во временном спектре невелико, но когда они происходят, речь идет о достаточно большом объеме бумаг, и, зачастую, переходе права собственности. Это не может не влиять на цены бумаг этого же эмитента, находящихся в свободном обращении.

## Принципы формирования стратегий управления портфелем ценных бумаг на базе методов технического анализа

Приведенные закономерности, на первый взгляд, только усложняют формирование торговой стратегии, раскрывая как преимущества, так и недостатки работы с графиками инструмента каждого из периодов. При этом в совокупности они образуют принципиальное понимание необходимости сочетания различных временных разрезов при анализе рынка. Так, трейдер может отрабатывать сигналы дневного графика, открывая позиции исключительно в сторону сигнала на недельном, тем самым страхуя себя от ложных входов и выходов. Назовем такой подход - временной фильтр, но и такому подходу характерны свои существенные недостатки. Следует признать, что ЕМА на недельных графиках может быть чрезвычайно неповоротливым и приводит к убыточным операциям по дневным сигналам индикатора. Ярким примером такой неповоротливости служит недельный график акций ОАО «Газпром» (рис. 16).

С точки зрения отображения тенденции, господствующей на рынке, сочетание ЕМА 10 и ЕМА20 сработало превосходно. Но на это можно взглянуть и под иным углом: так, в движение цены инструмента на падении составило чуть менее 300 рублей, с 380 в июне до 80 в октябре 2008 года, а также порядка ПО рублей на росте с 80 рублей в октябре 2008 года до 190 рублей в январе 2010 года. Сочетание ЕМА10 и ЕМА20 позволило бы трейдеру участвовать в существенно меньшей части указанного движения: с 270 рублей в июле 2008 года до 160 рублей в Мае 2008 на падении и со 160 до 190 рублей на росте. Итого, 410 рублей полного движения цены от экстремумов против 140 рублей, согласно сигналам скользящих средних на недельном графике, эффективность равна 34%. Показатель, безусловно, неплохой, но и не самый высокий из возможных.

Источник: Составлено автором на основе платформы технического анализа ИК Финам В попытках улучшить маневренность средних, трейдер может перейти на дневные графики, используя недельные в качестве фильтра. На рис. 17 представлен дневной график ОАО «Газпром» за период с апреля 2009 года по январь 2010 года, т.е. детальный растущий тренд недельного графика. Светлым маркером обозначена покупка в соответствии с сигналами недельного графика, темным - сигналы на покупку и продажу дневного графика. При условии открытия позиции по дневным сигналам в направлении недельного, общий результат от операций для трейдера за 8 месяцев составил бы порядка 20 рублей. Таким образом, попытка улучшить маневренность средних принесла бы обратный от желаемого результат, уменьшив прибыль на треть (30 рублей от использования исключительно недельных сигналов индикатора за аналогичный период). Необходимо добавить, что приведенная практика использования временного фильтра справедлива также для подавляющего большинства других примеров, что делает её закономерностью.

Еще одним способом повысить маневренность средних на масштабных графиках может служить уменьшение их периода, однако такой путь ведет исключительно к увеличению количества ложных сигналов, нежели к повышению эффективности их работы. В корне улучшения работы скользящих средних лежит модификация индикаторов и их использования как основного элемента торговой системы. Искомая модификация должна более чутко реагировать на динамику рынка, прежде всего, на недельных графиках, при этом давая меньшее количество ложных сигналов. Таковая была впервые представлена Геральдом Аппелем в конце 70-х - начале 80-х годов XX в76., а затем, усовершенствована Томасом Аспреем в 1986 г., однако широкое ее использование началось лишь в 1990 Аппель Дж.: Инструменты технического анализа для активных инвесторов, - Лондон: FT Press, х-2000-х годах. Она носит название MACD histogram (Moving Average Convergence/Divergence).

В основе гистограммы MACD лежит метод двух экспоненциальных скользящих средних с некоторыми дополнениями. При ее расчете, в первую очередь, находится значение конвергенции или дивергенции между экспоненциальными средними разных периодов, обозначаемое MACD (разработчиками изначально предлагалось классическое сочетание ЕМА12 и ЕМА26). MACD = ЕМА(12) цены - ЕМА(26) цены. Далее, вводится такое значение как signal line или сигнальная линия, формируемая 9-периодным сглаживанием MACD: Signal = EMA(9)MACD. Гистограмма будет определяться разницей между линией MACD и сигнальной линией: histogram = MACD — signal.

Таким образом, сочетание двух ЕМА отображает разницу между значениями средних разных периодов, в то время как MACD исследует динамику этой разницы в соотношении с её средним значением. На Рис.18 показан пример использования классической гистограммы MACD на недельном графике оао Газпром.

Согласно сигналам гистограммы недельного графика, трейдер за период с июля 2008 по январь 2010 год совершил бы 6 операций: 1. Продажа на уровне 320 рублей в начале июля 2008 года с откупом на уровне 115 рублей в начале декабря 2008 года (+205). 2. Покупка на том же уровне с продажей по 155 рублей в начале июля 2009 года (+35). 3. Продажа по 155 с откупом по 165 рублей в августе 2009 года (-10). 4. Покупка по 165 — продажа по 180 рублей в ноябре 2009 года (+15) 5. Продажа 180 с покупкой по 190 рублей в январе 2010 года (-10) 6. Покупка по 190 со значением цены на конец января 2010 года 190 (0). Итого 235 согласно сигналам MACD против 410 рублей полного движения цены от экстремумов, эффективность = 57%, что существенно лучше показателей чистых ЕМА10,20 на недельном графике.