Кантаурова, Виктория Владимировна. Расширение инвестиционных стратегий частных инвесторов на рынке ценных бумаг России в современных условиях : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Кантаурова Виктория Владимировна; [Место защиты: Майкоп. гос. технол. ин-т Респ. Адыгея].- Ростов-на-Дону, 2011.- 139 с.: ил. РГБ ОД, 61 12-8/2905

**Содержание к диссертации**

Введение

**ГЛАВА 1. Теоретико-методологические аспекты инвестиционных стратегий частных инвесторов на рынке ценных бумаг 12**

1.1 Частный инвестор на рынке ценных бумаг 12 41

1.2 Понятие инвестиционной стратегии частного инвестора на рынке ценных бумаг

1.3 Этапы построения и реализации инвестиционной стратегии частного инвестора на рынке ценных бумаг

**ГЛАВА 2. Особенности инвестиционных стратегий частных инвесторов на российском фондовом рынке в современных условиях 51**

2.1 Направления реализации инвестиционных стратегий частных инвесторов на российском фондовом рынке 51

2.2 Сектор розничного инвестирования на российском фондовом рынке 66

2.3 Проблемы построения и реализации эффективных инвестиционных стратегий на российском фондовом рынке... 73

**ГЛАВА 3. Направления совершенствования механизмов розничного инвестирования на российском фондовом рынке 89**

3.1 Формирование условий, необходимых для расширения инвестиционных стратегий частных инвесторов на рынке ценных бумаг 89

3.2 Направления модернизации инструментов коллективного инвестирования как механизма расширения инвестиционных стратегий частных инвесторов на рынке ценных бумаг з

Заключение 119

Библиографический список

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.** Отток иностранного капитала из российской экономики, наблюдающийся с 2008 года в связи с финансовым кризисом, привел к необходимости активизации внутренних источников для покрытия потребностей реального сектора в инвестиционных ресурсах. Поставщиком данных ресурсов является, в том числе, население, чьи сбережения напрямую влияют на экономический потенциал государства. При этом население не только обеспечивает значительный количественный объем инвестиционного спроса, но и создает устойчивость рынка за счет многочисленности и распыления источников капитала.

В предыдущие годы наблюдался стремительный рост числа частных инвесторов на российском фондовом рынке, высокими темпами шло развитие отрасли коллективных инвестиций, выраженное в многократном увеличении стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов. Однако финансовый кризис 2008 года выявил ряд недостатков, присущих механизмам инвестирования средств частных инвесторов посредством инструментов рынка ценных бумаг. Снижение доходности паев паевых инвестиционных фондов акций в среднем на уровне снижения рынка и значительное падение стоимости сертификатов долевого участия большинства общих фондов банковского управления показали, что данные фонды не используют всех возможностей, заложенных в них.

Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, принятая Правительством в 2008 году, предусматривает увеличение количества частных инвесторов в 25 раз (с 0,8 до 20 млн. человек). Выполнение данной задачи требует от государства решения целого комплекса проблем, и, прежде всего, повышения финансовой грамотности населения, совершенствования законодательной базы в области налогообложения операций с ценными бумагами, повышения прозрачности инвестиционных институтов. С другой стороны, представляется, что проведение комплексного исследования современного состояния и тенденций развития инвестиционных инструментов, их востребованности частными инвесторами, а также разработка новых и усовершенствование имеющихся механизмов и направлений реализации инвестиционных стратегий частных инвесторов на рынке ценных бумаг являются не менее важной задачей, что и определяет актуальность данного диссертационного исследования.

**Степень разработанности проблемы.** Наиболее значительный вклад в разработку проблем деятельности инвесторов на рынке ценных бумаг внесли зарубежные ученые: Дж. М. Кейнс, А. Миллер, Ф. Модильяни, Б. Грэхэм, Р. Додд, Ч. Доу, Г. Марковиц, Дж. Александер, У. Шарп, Дж. Тобин, Дж. Сорос.

Исследованием теоретических аспектов инвестиционной деятельности на российском рынке ценных бумаг занимались: С.А. Анесянц, А.А. Ермоленко, Т.Т. Авдеева, Т.А. Позднякова, Е.В. Пенюгалова, А.И. Куев, В.И. Голик, В.Е. Петрова, Я.М. Миркин, М.Е. Капитан, А.Е. Абрамов, А.Н. Буренин.

Проблеме применения методов технического и фундаментального анализа на современных фондовых рынках посвящены работы С. Вайна, Дж. Мэрфи, Э. Наймана, Дж. Швагера, А. Элдера, В.Н. Якимкина, В.В. Твардовского, С.В. Паршикова и др.

Постоянно изменяющаяся конъюнктура фондового рынка и условия функционирования частных инвесторов требуют проведения дальнейших исследований в данной области. Недостаточно внимания уделено исследованию деятельности частных инвесторов на российском рынке ценных бумаг и возможностей построения эффективных инвестиционных стратегий в периоды экономической нестабильности.

**Цель и задачи диссертационного исследования.** Целью диссертационного исследования является разработка механизмов и путей расширения инвестиционных стратегий частных инвесторов на рынке ценных бумаг в условиях современного фондового рынка России.

В соответствии с вышеуказанной целью поставлены и решены следующие задачи:

- раскрыть особенности инвестиционной деятельности частных инвесторов на рынке ценных бумаг;

- выявить и проанализировать специфику функционирования сектора розничного инвестирования на российском рынке ценных бумаг в современных условиях;

- разработать комплекс мер, направленных на стимулирование долгосрочного инвестирования частных инвесторов на рынке ценных бумаг;

- выявить направления модернизации инвестиционного инструментария и механизмов в целях расширения возможностей реализации долгосрочных инвестиционных стратегий частных инвесторов на рынке ценных бумаг России.

**Объектом исследования** является инвестиционная деятельность частных инвесторов на рынке ценных бумаг**.**

**Предметом исследования** выступают механизмы реализации инвестиционных стратегий частных инвесторов на рынке ценных бумаг.

**Теоретико-методологической базой исследования** явились труды отечественных и зарубежных ученых в области экономической теории по проблемам инвестиционной деятельности частных инвесторов на рынке ценных бумаг, механизмов и способов ее реализации, а также по вопросам деятельности отрасли коллективного инвестирования. В теоретической части использовались классические научные работы, посвященные вопросам эффективности финансовых рынков.

Диссертационная работа выполнена в рамках паспорта специальности ВАК 08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит п. 4.7 «Механизм инвестиционной стратегии сбережений населения», п. 6.18 «Специфика функционирования, институциональные основы и механизмы различных сегментов рынка ценных бумаг».

**Инструментально-методический аппарат диссертационного исследования.** В диссертационной работе активно использовались методы научного познания: методы статистического, экономико-математического и сравнительного анализа, методы индукции и дедукции, методы графической интерпретации.

**Информационно-эмпирическую базу исследования составили** федеральные законы и подзаконные акты, регулирующие фондовый рынок, нормы и положения ФСФР и Центрального банка России. Использована нормативно-правовая база в сфере коллективного инвестирования, а также статистические данные организаторов торгов (Московской межбанковской валютной биржи, Фондовой биржи РТС), Национальной лиги управляющих, сторонних аналитических агентств.

**Рабочая гипотеза.** С началом финансового кризиса возникла необходимость разработки новых механизмов реализации инвестиционных стратегий частных инвесторов на рынке ценных бумаг, а также мер, направленных на снижение спекулятивного характера российского фондового рынка. Особое значение имеет повышение финансовой грамотности и доверия населения к инструментам фондового рынка, расширение возможностей инструментов коллективного инвестирования как основного механизма реализации долгосрочных инвестиционных стратегий частных инвесторов.

**Положения, выносимые на защиту.**

1. Господствующая на сегодняшний день неоклассическая модель инвестора на рынке ценных бумаг, в которой центральное место принадлежит предположению о рациональности экономического субъекта, теряет свою актуальность. Возрастающее количество альтернатив и рисков, с которыми сталкивается частный инвестор, приводит к необходимости корректировки данной модели путем учета как эндогенных (когнитивных), так и экзогенных (социальных) факторов, определяющих его поведение на рынке ценных бумаг.
2. Финансовый кризис 2008-2009 годов показал, что крайне негативным фактором развития российского фондового рынка, снижающим степень его устойчивости в периоды экономической нестабильности, служит спекулятивный характер работы частных инвесторов на рынке ценных бумаг, который является следствием, с одной стороны, отсутствия стимулов к долгосрочному инвестированию, а, с другой стороны, неразвитости инструментов реализации долгосрочных инвестиционных стратегий частных инвесторов. Это вызывает необходимость разработки комплексных мер, направленных на изменение спекулятивного характера российского фондового рынка.
3. В настоящее время не используется наиболее эффективный инструмент стимулирования долгосрочных инвестиций – налогообложение доходов от операций с ценными бумагами. Более того, введенные с 2010 года ограничения на выбор метода учета ценных бумаг вкупе с отменой ранее налоговых льгот по ценным бумагам, приводят к увеличению налогооблагаемой базы и, следовательно, величины налогов для частных инвесторов, реализующих долгосрочные инвестиционные стратегии. В связи с этим необходим пересмотр основных принципов налоговой политики в отношении доходов от операций с ценными бумагами.
4. Анализ позитивного зарубежного опыта применения инструментов коллективного инвестирования в целях реализации долгосрочных инвестиционных стратегий показал, что взаимные фонды жизненного цикла (Life-Cycle Mutual Funds) являются одним из наиболее приемлемых и доступных способов долгосрочного инвестирования физических лиц на рынке ценных бумаг, который целесообразно адаптировать к условиям российского фондового рынка.

**Научная новизна диссертационного исследования** заключается в разработке и обосновании мер стимулирования долгосрочного инвестирования на рынке ценных бумаг, а также в совершенствовании механизмов и инструментария инвестиционных стратегий частных инвесторов на рынке ценных бумаг в современных условиях. Наиболее существенные результаты исследования, полученные автором:

1. Выявлены тенденции развития сектора розничного инвестирования в посткризисный период: снижение доверия частных инвесторов к механизму коллективного инвестирования, выражающееся в ежегодном чистом оттоке средств из паевых инвестиционных фондов открытого и интервального типа и общих фондов банковского управления; переход частных инвесторов к самостоятельному инвестированию в ценные бумаги через брокеров; переориентация управляющих компаний с розничного сегмента на работу с крупными российскими и иностранными инвесторами в связи с затратностью и меньшей рентабельностью операций по управлению средствами массового инвестора, большей предсказуемостью поведения крупных вкладчиков.
2. В целях повышения финансовой грамотности и доверия населения к инструментам фондового рынка предложено внедрение в практику российского фондового рынка нового типа финансового посредника - независимого финансового советника (НФС), чьей основной задачей является обеспечение консультационной поддержки частным инвесторам по вопросам разработки и реализации инвестиционных планов и стратегий. Определены принципы, на которых должна быть построена работа НФС с частными инвесторами: независимость, конфиденциальность, компетентность, приоритетность интересов клиента, принцип соответствия, оформление консультационных услуг в письменной форме
3. Обоснованы меры налогового стимулирования долгосрочного инвестирования частных инвесторов на российском рынке ценных бумаг, заключающиеся в введении и закреплении в налоговом законодательстве понятия «спекулятивный срок владения ценными бумагами», применении дифференцированной шкалы налога на доходы физических лиц от операций с ценными бумагами в зависимости от срока владения. Это позволит снизить налоговую нагрузку на среднесрочных и долгосрочных инвесторов, а также повысит привлекательность инструментов фондового рынка для населения.
4. Предложено внедрение нового для российского фондового рынка инструмента реализации долгосрочной инвестиционной стратегии для частных инвесторов – паевого инвестиционного фонда жизненного цикла. Его основными особенностями являются: осуществление идеи стратегической аллокации активов в рамках одного инвестиционного инструмента, постепенное снижение уровня риска портфеля по мере приближения целевой даты фонда, плавный переход портфеля фонда от агрессивного к консервативному путем постепенной замены инструментов с повышенным уровнем риска на инструменты с фиксированной доходностью.

**Теоретическая значимость исследования** заключается во всестороннем изучении вопросов инвестиционной деятельности частных инвесторов на рынке ценных бумаг в условиях экономической нестабильности. Предложена классификация частных инвесторов по ряду критериев, в частности, исходя из инвестиционных целей, отношения к риску, способа работы на рынке, размера располагаемых активов, инвестиционного горизонта. Выявлены основные тенденции развития сектора розничного инвестирования на российском фондовом рынке и проблемы, препятствующие расширению инвестиционных стратегий частных инвесторов. Определение причин вышеуказанных проблем и направлений их решения в сложившихся условиях делает исследование теоретически значимым.

**Практическая значимость исследования** заключается в предложениях по совершенствованию инструментария инвестиционных стратегий частных инвесторов. Кроме того, отдельные рекомендации и выводы могут представлять интерес как для неискушенных частных инвесторов, так и для специалистов фондового рынка.

**Апробация работы.** Отдельные результаты и выводы исследования были представлены на международных и региональных научно-практических конференциях. Предложения и рекомендации по выбору и построению инвестиционных стратегий частными инвесторами были использованы в работе Отдела по обслуживанию на финансовых рынках Ростовского отделения № 5221 ОАО «Сбербанк России».

По результатам исследования опубликовано 7 работ общим объемом 2,6 п.л., в том числе 3 статьи в журналах, рекомендованных ВАК.

**Логическая структура и объем диссертации.** Диссертация содержит введение, три главы, 8 параграфов, заключение, 18 таблиц, 21 рисунка, библиографический список из 104 источника.

Диссертация имеет следующую структуру:

## Понятие инвестиционной стратегии частного инвестора на рынке ценных бумаг

Уточним данную классификацию в части описания такой группы инвесторов, как инвесторы-собственники. Здесь можно отметить, что, учитывая низкий free-float (доля находящихся в свободном обращении акций) российского фондового рынка - 21,4% [47], представляется сомнительным возможность приобретения контроля над компанией путем скупки ее акций с рынка. Обычно крупные инвесторы уже обладают значительными пакетами акций - это, как правило, учредители акционерного общества, члены их семей. Они используют покупки акций с рынка лишь в целях укрепления своего влияния. Так, например, один из совладельцев ГМК «Норильский никель» М. Д. Прохоров во второй половине 2007 г. покупал на вторичном рынке акции этой компании (по сообщению агентства «Интерфакс») с целью увеличения своей доли в капитале данной компании по сравнению с долей другого совладельца О.В. Потанина и получения определенных выгод в ходе конфликтного разделения активов компании.

Кравченко П.П. в своей статье приводит классификацию рядовых инвесторов исходя из их отношения к риску [46]: «инвесторы» - люди, занимающие долгосрочные позиции, иногда открытые несколько лет. Возможность проигрыша первоначально вложенной ими денежной суммы практически равна нулю, за исключением случаев полного банкротства предприятия или мошеннических действий. Инвесторы из всех возможных рисков выбирают наименьший; «спекулянты» - участники рынка, занимающие, как правило, краткосрочные позиции. Могут играть не только на повышение, но и на понижение курса акций, используют маржинальное кредитование. При неблагоприятном стечении обстоятельств существует вероятность проиграть начальный капитал. Тем не менее, при открытии позиции спекулянты идут только на просчитанный и заранее запланированный риск, который исключает полную и быструю потерю капитала; «игроки» - участники рынка, идущие на любой риск, который может превосходить их финансовые возможности. При неблагоприятном стечении обстоятельств могут довольно быстро проиграть основной капитал. Пацура В.С. предлагает классифицировать частных инвесторов на основе их психологических установок [53]. По его мнению, можно выделить характерные психологические установки на осуществление инвестиционных операций на фондовом рынке: нерациональные установки на проведение инвестиционных операций «перестраховщика» и «игрока»; рациональные установки на проведение инвестиционных операций «инвестора» и «спекулянта».

«Перестраховщик» очень сильно опасается потерь. Он будет «...судить об убытках как о чем-то негативном, пугающем, чего нужно всеми средствами избегать». Основной психологической установкой «Игрока» будет попытка получить как можно большую прибыль, не соизмеряя при этом возможный риск с предполагаемым выигрышем. Но и тот и другой в своей работе опираются на эмоциональные оценки, что, в конечном счете, приводит к разорению.

«Инвестор» и «спекулянт» оба готовы принять на себя возможный риск и ориентируются на достижение положительного результата в долгосрочном итоге. В отличие от первых двух типов участников рынка «инвестор» и «спекулянт» способны придерживаться разработанной стратегии, не давая эмоциям вмешиваться в работу. Отличие между ними в том, что спекулянт способен принять на себя больший риск, если есть потенциальная возможность получить большую прибыль, в то время как инвестор предпочтет стратегию избежания дополнительных рисков.

Некоторые интересные результаты представлены британским исследователем Д. Кохеном в работе «Психология фондового рынка: страх, алчность, паника». Исследователем был проведен ряд интервью с трейдерами, дилерами и аналитиками различных брокерских компаний. На основе этих интервью он выделяет несколько типов биржевых игроков в зависимости от предпочитаемой ими финансовой стратегии (хранители капитала, игроки на движении рынка и истинные спекулянты) и в зависимости от способа прихода на рынок (брокеры по убеждению, для которых интересна сама игра с акциями и многие из которых увлеклись ею еще в юности, и брокеры по семейной традиции, попавшие в этот бизнес через семейные связи) [45].

Объединив и дополнив имеющиеся в литературе классификации частных инвесторов, мы построили обобщенную классификацию в зависимости от различных критериев. Данная классификация представлена на Рисунке 1.2.

По способу работы на рынке частные инвесторы могут быть разделены на активных и пассивных. Активные инвесторы - физические лица, работающие самостоятельно (через брокера или посредством Интернет-трейдинга). Пассивные инвесторы - инвесторы, доверяющие управление своими денежными средствами профессионалам (приобретающие паи паевых инвестиционных фондов, доли в ОФБУ или пользующиеся услугами индивидуального доверительного управления).

По инвестиционному горизонту можно выделить частных инвесторов -интрадейщиков (инвесторов, торгующих внутри дня), краткосрочных инвесторов, удерживающих позицию до нескольких дней, среднесрочных инвесторов, чья позиция остается открытой от нескольких недель до нескольких месяцев, и долгосрочных инвесторов, вкладывающих денежные средства на несколько лет.

## Этапы построения и реализации инвестиционной стратегии частного инвестора на рынке ценных бумаг

Последние четыре категории паевых инвестиционных фондов предназначены только для квалифицированных инвесторов.

На начало 2011 года на российском рынке работало более 1240 паевых инвестиционных фондов с совокупной стоимостью чистых активов (СЧА) 439,526 млрд, рублей [99]. В таблице 2.1 представлены сведения о стоимости чистых активов каждой категории ПИФ, а также доли различных видов паевых инвестиционных фондов в совокупной стоимости чистых активов отрасли. Как видно из таблицы 2.1 высокую долю на рынке ПИФ занимают фонды недвижимости (28,01% в совокупной СЧА) и рентные фонды (21,04%). Это не удивительно, так как для успешного функционирования ЗПИФ недвижимости необходим значительный объем средств, что определяется особенностями объекта инвестирования данного вида фондов (средний размер СЧА фонда недвижимости составляет порядка 100 млн. долларов).

Популярность паевых инвестиционных фондов акций и смешанных инвестиций объясняется большей их доступностью для частного инвестора (размер первоначального взноса зачастую составляет от 1 000 рублей) и бурным ростом российского фондового рынка в предкризисные годы.

Общие фонды банковского управления (ОФБУ)

Общие фонды банковского управления также являются формой ктивного инвестирования и функционируют на тех же принципах, что и ПИФы, выступая их альтернативой. Согласно Инструкции Центрального Банка РФ №63 ОФБУ «признается имущественный комплекс, состоящий из имущества, передаваемого в доверительное управление разными лицами и объединяемого на праве общей собственности, а также приобретаемого доверительным управляющим при осуществлении доверительного управления» [5].

Общие фонды банковского управления также как и ПИФ обеспечивают диверсификацию вложений инвестора, но при этом имеют доступ к гораздо более широкому классу инвестиционных стратегий, так как объекты инвестирования практически не ограничены (на средства фонда могут приобретаться любые инвестиционные активы кроме объектов недвижимости), имеется возможность совершения маржинальных сделок, а также хеджирования рыночных рисков путем приобретения фьючерсных и опционных контрактов. Можно сказать, что ОФБУ в некоторой степени сродни западным хедж-фондам. Единственным законодательным ограничением, накладываемым на состав и структуру активов ОФБУ, является требование к доле средств фонда, вкладываемых в отдельные активы-не более 15%.

Операции со средствами, вложенными в ОФБУ, осуществляются в строгом соответствии с инвестиционной декларацией, которая содержит информацию о доле каждого вида имущества, о доле каждого вида ценных бумаг (акций, облигаций, векселей и т.д.), входящих в портфель инвестиций ОФБУ; о доле средств, размещаемых в валютные ценности; об отраслевой диверсификации вложений (по видам отраслей - эмитентов ценных бумаг).

Инфраструктура ОФБУ гораздо проще, чем ПИФ. У управляющего (банка) нет необходимости привлекать специализированного регистратора для учета прав вкладчиков, так как сертификат долевого участия, подтверждающий право на долю имущества в фонде, не является ценной бумагой. Имущество фонда зачастую учитывается в собственном депозитарии банка. Соответственно, и размер расходов инвестора гораздо ниже. Однако такая упрощенная схема контроля за деятельностью ОФБУ может обернуться повышенным риском потерь в результате неправомерных действий управляющего.

Отличительной чертой ОФБУ от паевых инвестиционных фондов является система оплаты услуг управляющего (банка), которая носит стимулирующий характер. Ее суть состоит в том, что оплата подразделяется на две части: фиксированное вознаграждение управляющего (около 1-1,5% годовых от среднегодовой стоимости чистых активов фонда) и вознаграждение за успех (10-20% в год от доходности фонда). Таким образом, устанавливается прямая зависимость между прибылью управляющего и доходом частного инвестора. Некоторые управляющие предусматривают плату за досрочный выход из фонда (инвестирование на срок менее 6 месяцев) - порядка 1,5% от выводимой суммы.

Еще одним существенным отличием ОФБУ от ПИФ является то, что частный инвестор свободен в выборе вида активов, вносимых в фонд. В качестве объектов доверительного управления могут выступать денежные средства в валюте Российской Федерации и в иностранной валюте, ценные бумаги, природные драгоценные камни и драгоценные металлы, производные финансовые инструменты, принадлежащие инвестору на праве собственности. Также при выходе из фонда инвестор имеет право вывода имущества в неденежной форме.

Система налогообложения при инвестировании средств в общий фонд банковского управления аналогична паевым инвестиционным фондам - банк удерживает налог на доходы физических лиц при выходе вкладчика из фонда.

## Сектор розничного инвестирования на российском фондовом рынке

К аналогичному выводу пришли авторы статьи «Эффективен ли российский фондовый рынок?» при анализе ежедневных приращений индекса РТС в период с 2000 по 2004 года. При этом отсутствие эффективности рынка в средней форме было доказано на основе применения дисперсионного и событийного анализа [48].

Криничанский К., Горюнова М. и Безруков А. доказали наличие слабой формы эффективности российского рынка в период с мая 2004 по май 2005 года [43]. Авторами также был использован автокорреляционный и регрессионный анализ.

Абрамов Е.А., ссылаясь на работу Б. Малкиела «Случайное блуждание по Уолл-стрит», попытался проанализировать российский фондовый рынок с позиции сильной формы эффективности. Он провел исследование результатов, показываемых управляющими паевых фондов, предполагая, что «анализ способности управляющих инвестиционными фондами устойчиво переигрывать рынок является наиболее существенным критерием эффективности фондового рынка». Рассмотрев доходность ПИФ акций и смешанных инвестиций за один, три и пять лет (с 1998 по 2003 год), автор пришел к выводу о том, что 86%, 52% и 75% фондов соответственно проиграли индексу ММВБ. При этом снижение доли ПИФ, показавших доходность ниже доходности индекса ММВБ, объясняется автором изменением методики расчета индекса в 2002 году. Другой тест эффективности фондового рынка состоял в анализе того, какую доходность в в дальнейшем сравнении с индексом показывают фонды, обыгравшие индекс в предыдущие периоды. Были проанализированы результаты 15 ПИФ, работающих на рынке не менее трех лет. Из четырех фондов - лидеров по доходности только один-два оказывались среди лидеров в следующем году. Данные тестов говорят о том, что управляющие фондов не в состоянии постоянно переигрывать рынок. Это, по мнению автора, подтверждает исходное положение об эффективности российского фондового рынка [12]. Однако среди исследователей российского фондового рынка есть и другая точка зрения. Так, авторы статьи «Dynamics and predictability in Russian financial markets» для тестирования гипотезы об эффективности российского фондового рынка применили принципиально иной подход. На основе тестирования торговой стратегии на значениях индекса РТС в период с сентября 1995 по апрель 2003 года они пришли к выводу о том, что применение данной стратегии обеспечивает получение постоянной сверхрыночной доходности. Данная стратегия заключалась в том, что актив покупался, если прогнозное значение его доходности было больше 0, и открывалась короткая позиция по активу в противном случае. При этом прогноз строился на основе применения уравнения регрессии, где в качестве независимых переменных принимались предыдущие значения доходности актива. Таким образом, авторы сделали вывод о несоответствии российского фондового рынка слабой форме эффективности, однако отметили рост рынка в направлении повышения его эффективности с 2000 года [79].

Евстигнеев В.Р. при описании рыночного механизма, порождаюшего различные значения доходности, использовал марковский процесс. Он исследовал степень эффективности российского и американского фондовых рынков и пришел к парадоксальному выводу о том, что российский фондовый рынок является «практически более эффективным», чем американский фондовый рынок. Отмечая данное несоответствие, автор говорит о том, что степень эффективности рынка определяется его механизмом (или «тонкой структурой») - совокупностью микроэкономических поведенческих реакций (инвестиционных решений) его участников. Данная тонкая структура выступает в роли регулятора, компенсирующего отклонения реального рыночного процесса от стандарта эффективности, и у развитого фондового рынка ее функции проявляются более мощно, чем у российского. «Поэтому реконструкция процесса по его тонкой структуре дает иллюзорную обратную картину, как если бы мировой [американский] рынок был менее эффективен, чем периферийный [российский]» [32]. Проведя исследование динамики индекса РТС в период с 1995 по 2001 год автор приходит к заключению о том, что российский фондовый рынок хоть и не являлся информационно эффективным на тот момент, но «поступательно приближался к эффективному состоянию». При этом неэффективность фондового рынка выражалась в возможности построения и реализации стратегий активного управления инвестиционными портфелями, а также в зависимости изменений российских фондовых индексов от колебаний американских индексов.

Алифанова Е. считает, что «слабая форма эффективности российского рынка ценных бумаг ... не является его устойчивой характеристикой в средне- и долгосрочном периоде» [14]. Из локального равновесия рынок выводит влияние институциональных изменений. Результаты исследования динамики значений индекса РТС и объемов торговли в период с 1995 по 2005 года выявили наличие взаимосвязи между данными показателями, то есть изменения цен оказались детерминированы изменением объема торговли. Кроме того, автором было применено 40 торговых стратегий, построенных на основе комбинаций различных методов технического анализа, в целях выявления сигналов разворота тренда и последующего принятия инвестиционных решений. 20 стратегий дали возможность получить положительную прибыль в анализируемый период, а 5 из них обеспечили систематически доходность выше доходности по индексам ММВБ и РТС. Таким образом, по мнению автора, возможно предсказать будущие изменения цен на рынке акций используя методы технического анализа и, следовательно, отвергается гипотеза о слабой эффективности российского рынка ценных бумаг в средне- и долгосрочном периоде.

Таким образом, в научной литературе нет однозначного мнения по поводу степени эффективности российского фондового рынка. Очевидно, что так как фондовый рынок - это динамическая система, эффективность не является его постоянным свойством.

## Направления модернизации инструментов коллективного инвестирования как механизма расширения инвестиционных стратегий частных инвесторов на рынке ценных бумаг

Объектами инвестирования взаимных фондов жизненного цикла являются акции компаний США, акции зарубежных компаний, различного рода облигации и инструменты денежного рынка.

На рисунке 3.5. представлено изменение распределения активов в портфелях фондов жизненного цикла на примере взаимных фондов управляющей компании Vanguard. Как видно из рисунка, с течением времени стратегия фонда меняется с агрессивной на консервативную в зависимости от количества лет, оставшихся до даты, указанной в названии фонда. Следует заметить, что после целевой даты взаимный фонд не прекращает своего существования. Он преобразуется в фонд с наиболее консервативной стратегией, инвестирующей в инструменты, позволяющие получать стабильный доход.

Одним из основных преимуществ фондов жизненного цикла для частных инвесторов, особенно неискушенных, является реализация концепции стратегического распределения активов, которое в отличие от обычной диверсификации позволяет снижать инвестиционный риск путем приобретения в портфель активов, различающихся по классам, уровню рыночной капитализации и страновому признаку. Кроме того, производится диверсификация по инвестиционным стилям.

Фонды жизненного цикла осуществляют ребалансировку портфеля с течением времени, что также является положительным моментом для частного инвестора, так как ему в силу психологических особенностей зачастую сложно избавиться от инструментов, приносивших высокий доход в прошлом, но при этом повышающих общий риск портфеля. То есть данный инструмент помогает убрать эмоции из инвестиционного процесса.

Другим преимуществом фондов жизненного цикла является предоставление инвестору возможности планировать свои инвестиции в соответствии с его профилем риска и инвестиционным горизонтом, что не реализовано в российских паевых инвестиционных фондах. Данный инструмент может быть использован как в целях формирования пенсионных накоплений, так и в менее долгосрочных целях, например, накопление определенной суммы средств на крупную покупку или образование детей.

Автором была исследована возможность применения данного механизма формирования долгосрочной инвестиционной стратегии на рынке ценных бумаг России с использованием инструментария отечественных паевых инвестиционных фондов. Определены основные принципы построения такого рода фонда, а также была проведена попытка построения первого в российской практике паевого инвестиционного фонда жизненного цикла. В качестве инструментов для создания модельного портфеля использовалась линейка паевых инвестиционных фондов управляющей компании «Тройка диалог».

Первая задача, которую необходимо решить при внедрении нового вида паевого инвестиционного фонда - определение его типа в рамках действующего законодательства. Из всех представленных в «Положении о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» наиболее подходящим для целей построения паевого инвестиционного фонда жизненного цикла представляется фонд фондов, основными объектами инвестирования которого являются акции акционерных инвестиционных фондов и паи паевых инвестиционных фондов как российских, так и иностранных управляющих компаний.

Преимущество данного типа паевого инвестиционного фонда заключается в возможности проведения широкой диверсификации инвестиционных средств, что обеспечивает реализацию принципа стратегической аллокации активов. В состав фонда могут быть включены как отечественные, так и иностранные активы, а кроме того, денежные средства и долговые инструменты. При этом снижается риск, связанный с неверными инвестиционными решениями, принимаемыми управляющими различных инвестиционных фондов, входящих в состав портфеля.

Паевой инвестиционный фонд жизненного цикла должен быть открытого типа, что обеспечивает наилучшую ликвидность вложений частных инвесторов. Это особенно важно на стадии существования фонда после целевой даты.

Далее, необходимо выбрать направления стратегического распределения активов. В рамках нашего модельного портфеля будем проводить диверсификацию активов так, как это предусмотрено в классическом фонде жизненного цикла по трем классам активов: акции, облигации и инструменты денежного рынка.

Итак, на 01.01.2011 года под управлением УК «Тройка Диалог» находилось 16 открытых паевых инвестиционных фондов. В таблице 3.7 приведен перечень фондов с указанием типа фонда, специализации, доходности за предыдущие 3 года, стандартного отклонения за последние 3 года (для фондов, работающих более 3 лет).