
МИРОВОЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС И МЕТОДОЛОГИЯ УПРАВЛЕНИЯ ПОРТФЕЛЕМ ЦЕННЫХ БУМАГ

К.Е. Самышкин

Кафедра финансы и кредит
Российский университет дружбы народов
Ул. Миклухо-Маклая, 6, Москва, Россия, 117198

Мировой финансовый кризис обнаружил практическую неэффективность абсолютного большинства существующих теоретических разработок в сфере формирования и управления портфелем ценных бумаг, что обуславливает актуальность статьи. Целью статьи является нахождение общей для основных подходов к управлению портфелем ценных бумаг методологической ошибочности, а также основ формирования новой методологии. Среди основных выводов — необходимость использования трендоследящих методов технического анализа в новой методологии, как фактора преодоления методологической ошибочности основных подходов.

Мировой финансовый кризис, проявивший себя во второй половине 2007 г. и длящийся по сегодняшний день, обострил ранее существовавшие в науке о финансах противоречия, а также выявил новые. В частности, это затронуло практически все подходы к формированию портфелей ценных бумаг и методы управления ими. В условиях глобального падения цен на инструменты фондового рынка ни одна из широко используемых и наиболее распространенных как в чисто научном, так и практическом плане, моделей управления инвестиционным портфелем не смогла в полной мере выполнить свою основную функцию по обеспечению сохранности вложенных средств и принесению прибыли. Об этом говорит самая разнообразная статистика, такая как изменение цен паев крупнейших ПИФов России, или изменение показателей капитализации компаний финансового сектора США [1].

Совершенно ясно, что в целой области финансовых наук — управлении портфелем ценных бумаг — проявились серьезные методологические проблемы, что делает тему особенно актуальной. Финансовому миру известны примеры успешного управления активами в период кризиса [2], однако они несопоставимы с массовыми провалами управленческих стратегий. Поэтому целью настоящей статьи является нахождение образовавшейся методологической ошибочности основных подходов в сфере управления портфелем ценных бумаг. Для достижения поставленной цели необходимо решить несколько задач, главные из которых: выявление и анализ основных существующих подходов в формировании и управлении портфелем ценных бумаг; нахождение путей преодоления ошибочности в методологии основных подходов.

Новизна настоящего исследования прямо коррелирует с его актуальностью и прежде всего заключается в двух составляющих: новизне тезиса о методоло-

гической ошибочности основных подходов в условиях кризиса и его слабой освещенности в научной литературе.

Основные методологические подходы к управлению портфелем ценных бумаг. Как известно управление ценными бумагами — достаточно немолодая область экономического знания. Анализ финансовых рынков, являющийся составной частью управления портфелем, насчитывает по меньшей мере около ста лет. Вместе с тем функционирование фондового рынка — процесс, непрерывно длящийся и постоянно развивающийся, в управлении портфелем ценных бумаг появляются все новые методы, поэтому их исчерпывающей классификации не существует. Некоторые из моделей, относительно недавно появившиеся в практике управления портфелем ценных бумаг, в настоящее время теорией вовсе не рассматриваются [3]. По этой теме было опубликовано достаточное количество работ, наибольшее общественное признание получили работы Чарльза Доу, Вильяма Шарпа, Ральфа Эллиотта, Гарри Марковитца. Принято выделять два основных, моделирующих подхода в формировании и управлении портфелем ценных бумаг:

- традиционный подход;
- современная портфельная теория.

Традиционный подход возник в 20—30-х гг. XX в., в момент зарождения первых теорий портфельных инвестиций, и связан с начальным этапом развития взаимных фондов в США. Традиционный подход сложно соотносить с научными трудами, непосредственно описывающими его, он — результат практики управления портфелем ценных бумаг, сложившейся в тот период, 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. Диверсификация здесь — 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, т.е. анализе финансовых показателей компаний — эмитентов бумаг, отраслей экономики и других фундаментальных характеристик.

Центральное место в классическом подходе занимает анализ финансовых показателей компаний. Следовательно, соотношение риска и доходности каждой из отдельно взятых бумаг портфеля выстраивается, как правило исходя из прогнозирования финансового результата самой компании, а также состояния отрасли экономики и экономики региона в целом.

Понятие риска в рамках традиционного подхода присутствует, однако ему дана в большей степени качественная характеристика, количественное измерение риска здесь отсутствует, что принято считать одной из слабых сторон подхода.

Следует принимать во внимание, что динамика одного инструмента может повторять динамику другого, что также совершенно не учитывалось в рамках тра-

диционного 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 ввиду слишком широкого набора инструментов, его составляющих.

Таким образом, традиционный подход в управлении портфелем ценных бумаг не предполагал решения как минимум двух задач. Во-первых, это снижение как системного, так и несистемного риска ввиду отсутствия его количественной оценки. Во-вторых, это 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 [4] и Уильяма Шарпа [5]. Официальной датой ее зарождения 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. Ключевым моментом работы Марковитца стало представление двух методов, способствовавших снижению риска портфеля.

Первым из них стал метод математического ожидания, позволивший дать количественную оценку риску. На основе статистики доходности ценной бумаги за предыдущие периоды определялось стандартное отклонение цены актива. Количественная оценка риска выходила из функции нормального распределения вероятностей и выражалась в доли вероятности принятия ценой определенных значений. Определенные уровни ожидания доходности по портфелю, таким образом, соответствовали заданным уровням риска. Исходя из этого, инвестор мог выстраивать портфель с заложенными в нем уровнями риска.

Вторым стал метод определения взаимосвязи доходности бумаг, составляющих портфель. Степень взаимосвязи между доходностями двух ценных бумаг можно определить с помощью таких показателей, как ковариация и коэффициент корреляции. Используя указанный коэффициент для расчета общей корреляции по портфелю, можно было более эффективно диверсифицировать несистемный риск.

Современную портфельную теорию дополнила также модель оценки стоимости активов Шарпа, позволившая соотнести уровни доходности и риска по инструменту с линией рынка капитала.

Таковы основные подходы к управлению портфелем ценных бумаг. Подавляющее большинство стратегий управления портфелем существующих в настоящее время в теории и практике, базируются именно на указанных подходах. Такие стратегии в определенной степени могут быть эффективны, однако в периоды проявления системных рисков, как это было в 2007—2009 гг., обнаруживается их абсолютная несостоятельность. В корне такой несостоятельности — ошибочность в методологии основных подходов.

Методологическая неверность основных подходов. Методология — система принципов и способов организации и построения теоретической и практической деятельности, а также учение об этой системе. Иными словами, методология — система взглядов или парадигма, на основе которой делаются теоретические построения и формируются подходы. В условиях меняющегося рынка ценных бумаг начала XXI в., некоторые методологические позиции традиционного подхода и современной теории портфеля, оказывающие непосредственное влияние на эффективность управления портфелем, представляются ошибочными.

Во-первых, это тезис о не диверсифицируемом системном риске. Напомним, что системный риск — это риск неспецифический, присущий всему рынку ценных бумаг в целом, примером проявления такого риска является кризис 2007—2009 гг.

И традиционный подход, и современная портфельная теория исходят из того, что системный риск не поддается диверсификации, следовательно, проблема управления им в рамках указанных подходов не решается. Ошибочность данной методологической позиции заключается прежде всего в фактической возможности хеджирования системного риска различными методами, самые очевидные из которых — наращивание коротких позиций по портфелю или выход в долговые государственные ценные бумаги с купонным доходом в соответствии с показателями трендоследящих индикаторов, а также построение портфелей синтетических опционов или использование стратегии относительной стоимости [6]; в многократности проявления системного риска и нарастающей цикличности его проявления, каждое из которых становится губительным для значительной части участников рынка.

Во-вторых, это формирование портфеля исходя из концепции перманентного роста рынка ценных бумаг. К какому бы типу портфеля и какой бы стратегии управления в рамках современной теории портфеля инвестор ни прибегал, в портфель будет заложена функция роста рынка. Статистически в масштабе длительного периода времени такая позиция, безусловно, оправдана, однако на практике у инвестора может не быть такого количества времени. Финансовый результат управления портфелем ценных бумаг за конкретный промежуток времени может иметь решающее значение для всего капитала инвестора.

Так, за период с 9 октября 2007 г. по 12 сентября 2008 г. American International Group потерял 82% своей рыночной стоимости, Bank of America — 36,5% капитализации, Citigroup — 58,7%, Merrill Lynch — 62,1%, Fannie Mae — 98,9%, Freddie Mac — 99,3%, Morgan Stanley — 43,8%, Wachovia — 68,6%, JP Morgan Chase — 11,7%, Lehman Brothers — 92,6% [1]. Lehman Brothers, American Investment Group и Bear Stearns впоследствии объявили себя банкротом, остальных спасло мощнейшее государственное финансирование. Примечательно, что речь идет о крупнейших инвестиционных банках США, вероятно, наиболее искушенных профессионалах рынка ценных бумаг, не говоря уже о рядовых инвесторах и небольших инвестиционных фондах.

С точки зрения методологии управления портфелем ценных бумаг сказанное означает, что инвестиционный портфель должен учитывать любую динамику, любое направление, которое может принять рынок.

В-третьих, это буквальное применение гипотезы эффективного рынка [7] в выстраивании портфеля ценных бумаг. В задачи настоящего исследования не входит оспаривание одной из центральных идей современной теории финансов, однако ее использование при оценке рыночных активов далеко не всегда правильно, в особенности в периоды проявления системных рисков.

Убедительное теоретическое обоснование данного тезиса находится в теории рефлексивности Джорджа Сороса [8]. Гипотеза эффективного рынка предполагает, что каждый из активов в условиях свободного рынка всегда верно оценен, а если и нет, то существует тенденция к его верной оценке вследствие действия рыночных сил. Сорос выводит постулат о том, что процесс, в котором задействовано мышление его участника не может считаться объективным. Теоретическое обоснование этого — взаимодействие когнитивной и воздействующей функций, в которых независимая переменная одной функции является зависимой переменной другой функции. Две указанные рекурсивные функции ведут не к равновесию, а к никогда не заканчивающемуся процессу изменений.

Теоретический вывод Сороса подтверждается также на практике, в методологическом аспекте это говорит о невозможности выстраивания портфелей в соответствии с уровнями рынка, т.е. в рамках модели Шарпа.

В-четвертых, это некорректное использование статистических методов. Ошибочность данной методологической позиции частично перекликается с предыдущими двумя (концепции перманентного роста и гипотезы эффективного рынка).

Как уже было отмечено, методы математического ожидания и определения корреляций между активами портфеля могут быть эффективными, когда рынок стабилен. Статистика в целом в длительном периоде нивелирует любое неожиданное значение одного или нескольких наблюдений, возникающих на циклической основе. Однако для портфельного инвестора длительный период на практике бывает невозможен, падение портфеля близкое к 80% в течение одного периода (средний показатель убыточности 15 крупнейших ПИФов России за первый год кризиса) может и зачастую становится определяющим, вне зависимости от успешности инвестирования в предыдущие годы, в особенности, когда речь идет о заемных средствах или использовании «пирамид РЕПО». Предугадать или заранее определить время проявления системного риска невозможно, его можно только распознать на ранних стадиях наступления.

Достаточно сказать, что все без исключения инструменты фондового рынка, находящиеся в обращении на фондовой бирже ММВБ, показывали единую отрицательную динамику в течение второй половины 2008 — начала 2009 г., когда как методом Марковитца для существенной их доли была определена обратная корреляция.

Таким образом, статистические методы могут быть использованы исключительно в соответствии с логикой рынка, развития его тренда. Безотносительное их использование неэффективно по мере циклического проявления системного риска.

В-пятых, это использование преимущественно фундаментальных методов анализа рынка и активов.

Фундаментальный анализ всегда был и находится у истоков инвестирования. Отрицание его значения в выборе инструментов портфеля означало бы отрицание основ и всей сложившейся теории и практики инвестирования. Фундаментальный анализ дает инвестору детальное представление о компании-эмитенте ценной бумаги, это и соотношение собственных средств к заемным средствам; дохода к стоимости компании; ее дивидендная политика; соотношение прибыли и выручки и т.д.

Однако портфельного управляющего прежде всего интересует цена актива, которая, как показывает практика, далеко не всегда учитывает его фундаментальные качества. Так, акции ОАО «Газпром», стоившие на ММВБ в мае 2008 г. 365 руб., в ноябре 2008 г. стоили 91 руб. Соответствует ли 75-процентное падение цены активов, вероятно, самой стабильной компании России, падению ее фундаментальных показателей? Конечно, нет. Возможно ли было, на основе фундаментального прогноза или при помощи статистических методов предсказать такое поведение бумаги на рынке? Безусловно, нет. Другой пример — депозитарная расписка на акции ОАО ВТБ, обращающаяся на Лондонской фондовой бирже. В конце декабря 2007 г. цена за одну расписку составляла 10,5 долл. США, в то время как в конце ноября 2008 г., цена за ГДР ВТБ была равна 2,12 долл. США. Следует ли и далее приводить подобные примеры, когда такая ситуация находила отражение в динамике цен абсолютного большинства активов?

В концепции рефлексивности Дж. Сороса вводится такое понятие, как иррациональность рынка. В основе иррациональности лежит участие человека в рыночных процессах, на инвестиционные решения которого, в свою очередь, сказываются его личное понимание рынка, ожидания, страх или паника. Рыночная цена не может и не является отображением фундаментальной стоимости актива, в той или иной степени рынок иррационален всегда. В периоды нестабильности же такая иррациональность приобретает радикальный характер, как это было показано на примере акций ОАО «Газпром» и ГДР ВТБ.

Для эффективного управления портфелем ценных бумаг использование фундаментального анализа возможно только в сочетании с методами технического анализа, позволяющими оценить настроения инвесторов на рынке.

Таким образом, ошибочность некоторых методологических позиций основных подходов, выявление которых было целью настоящего исследования, заключается в следующем: в тезисе о недиверсифицируемом системном риске; формирование портфеля ценных бумаг исходя из концепции перманентного роста рынка; буквальное применение гипотезы эффективного рынка в управлении портфелем; некорректное использование статистических методов и использование преимущественно фундаментального анализа рынка.

Для эффективного управления портфелем ценных бумаг необходимо преодоление указанной методологической неверности основных подходов. Центральным звеном новой методологии должно стать использование трендоследящих методов технического анализа.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] *Квилей К., Макклеин Д.* Год тяжелых потерь // The New York Times. — 15.09.2008.
- [2] *Стори Л.* Какой кризис? Некоторые хедж-фонды зарабатывают // The New York Times. — 09.11.2008.
- [3] *Ван К. Тарп.* Трейдинг: Ваш путь к финансовой свободе. — СПб.: Питер, 2007.
- [4] *Марковитц Г.* Выбор портфеля // The Journal of Finance. — 1952. — Vol. VII. — № 1.
- [5] *Шарп В.* Портфельная теория и рынки капитала. — 1970.
- [6] *Котиков В., Нэйл Дж.* Хедж-фонды. — М.: Альпина бизнес букс, 2006.
- [7] *Fama E.* The Behavior of Stock Market Prices // Journal of Business. — 1965.
- [8] *Сорос Дж.* Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности. — М.: ИНФРА-М, 1999.

WORLD FINANCIAL CRISIS AND SECURITY PORTFOLIO MANAGEMENT METHODOLOGY

К.Е. Samyshkin

Finance and credit department
Peoples Friendship University of Russia
Miklukho-Maklay str., 6, Moscow, Russia, 117198

The world financial crisis highlighted the practical inefficiency of the majority of existing theoretical researches in security portfolio management, what makes the article especially urgent. The article points at: finding the common methodological impropriety for most of the strategies; and shaping the new methodological principles. One of the major conclusions of the article is that the key issue of new methodology should be usage of trend-tracking methods of technical analysis.