



Рисунок: Дмитрий ЦВЕТКОВ

А. Б. ПОМАНСКИЙ
профессор, директор
Института финансовых
исследований

Пенсионной реформе нужен российский Марковиц!

Ответ на вопрос, как сформировать оптимальный инвестиционный портфель, впервые был дан американцем Гарри Марковицем. И вот уже 50 лет инвесторы всего мира пользуются результатами его работы.

Проблема выбора инвестиционного портфеля с необходимым соотношением доходности и риска является ключевой при размещении средств на финансовом рынке. Естественно, что у каждого индивидуального инвестора имеются собственные предпочтения по поводу того, куда вкладывать деньги, разная склонность к риску (вплоть до абсолютной несклонности), различные аппетиты относительно ожидаемой прибыли. Это определяет огромное многообразие инвестиционных портфелей, которые могут быть сформированы из обращающихся на рынке ценных бумаг.

Но существует тип инвестиций, для которых не может использоваться субъективная оценка соотношения доходности и риска из-за их высочайшей социальной значимости, а должны применяться объективные критерии. Такой подход относится в первую очередь к пенсионным накоплениям.

Ведь их основная цель – обеспечить благосостояние и достойный уровень жизни граждан, достигших определенного возраста. Старая распределительная пенсионная система, действовавшая на протяжении большей части XX века, сегодня, главным образом из-за изменившейся демографической ситуации, оказывается несостоятельной и уже не может обеспечить приемлемый уровень дохода пожилым членам общества. Поэтому в современных условиях на первый план выходит накопительная пенсионная составляющая, которая уже в ближайшее время должна стать основой пенсионной системы.

Когда инвестиционный доход, получаемый от операций на финансовом рынке, становится главным источником средств для огромного числа людей, те, кому поручено управление пенсионными накоплениями, должны придерживаться ответственной и оптимальной стратегии. Совершенно ясно, что минимизация рисков инвестиционного портфеля, формируемого для вложения пенсионных накоплений, требует диверсификации. Портфель не может состоять исключительно из одних акций.

С другой стороны, инвестирование пенсионных средств лишь в абсолютно надежные ценные бумаги, которыми обычно считаются государственные облигации, также нецелесообразно по многим причинам.

Решение, предложенное Гарри Марковицем, позволяет решить проблему оптимального инвестиционного портфеля для пенсионных накоплений. Определив приемлемую величину доходности и риска, управляющим остается лишь выбрать подходящие инструменты.

Прошло 50 лет, и условия инвестирования существенно изменились. Более того, когда Марковиц создавал свою теорию, российского фондового рынка не было и в помине. Возможно, сейчас наступило время для появления на нашей земле нового великого портфельного менеджера. Ведь задачи пенсионной реформы грандиозны. Не менее грандиозными должны быть и их решения.

Марк Рубинштейн (Университет Калифорнии в Беркли) в журнале *The Journal of Finance* вспоминает о перевороте, совершенном Гарри Марковицем в 1952 г. Вспомним и мы, как это было.

НА КАЖДОГО ВАШЕГО МОРКОВИЦА НАЙДЕТСЯ НАШ ЗАЙОВЕЦ!

(российский брокер,
пожелавший остаться
неизвестным.
Авторская
орфография
сохранена)

«ВЫБОР ПОРТФЕЛЯ АКТИВОВ» МАРКОВИЦА: ВЗГЛЯД В ПРОШЛОЕ ЧЕРЕЗ 50 ЛЕТ

Поворотная статья Гарри Марковица «Выбор портфеля активов» появилась в мартовском номере *The Journal of Finance* за 1952-й год. Оглядываясь на прошлое через много лет, мы можем увидеть, что это был момент рождения современной экономической теории финансов.

Марковиц вряд ли был первым из тех, кто проникся идеей диверсификации. Даниэль Бернулли еще в своей знаменитой статье 1738 года о Санкт-Петербургском парадоксе доказывает, что не расположенные к риску инвесторы будут хотеть диверсифицироваться: «целесообразнее разделять блага, которые подвергаются некоторой небольшой опасности, на несколько порций, чем рисковать ими всеми вместе». Как указывает сам Марковиц в своем историческом обзоре портфельной теории, Бернулли также не является первым из тех, кто высоко оценивал выгоды диверсификации. Например, у Уильяма Шекспира в «Венецианском купце», акт I, сцена 1, Антонио говорит:

«... благодарю судьбу –
Мой риск не одному я вверил
судну,
Не одному и месту; состоянье
Мое не мерится
текущим годом...»

(Перевод Т. Щепкиной-Куперник)

Хотя это и оказывается ошибочной гарантией, Антонио остаётся спокойным в начале пьесы потому, что он вкладывал капитал параллельно в суда, места и время.

В своей Нобелевской автобиографии Марковиц пишет:

«Основные понятия портфельной теории пришли мне в голову однажды в библиотеке после полудня, когда я читал «Теорию подлинной ценности финансовых инвестиций» Джона Бёрра Уильямса. Уильямс был наделён необыкновенным даром предвидения. Он дал первый вывод «формулы роста Гордона», теорему Модильяни-Миллера о несущественности структуры капитала и энергично отстаивал модель дисконта дивидендов. Однако Уильямс немного мог сказать о влиянии риска на определение ценности, потому что он полагал, что весь риск может быть устранен благодаря диверсификации. Другие авторы, пленённые законом больших чисел Якоба Бернулли (1713 г.), пришли к аналогичному заключению.

Марковиц же обнаружил блестящее понимание того, что в то время как диверсификация снижает риск, она не может в большинстве случаев устранить его полностью. Статья Марковица является первой математической формализацией идеи диверсификации инвестиций: финансовый вариант утверждения о том, что «целое больше чем сумма его частей». Благодаря диверсификации риск может быть уменьшен (но не устранён вообще) без изменения ожидаемого дохода от портфеля активов.

Вероятно, самой важной стороной работы Марковица была демонстрация того, что не собственный риск ценной бумаги важен для инвестора, а скорее тот вклад, который данная ценная бумага вносит в рискованность всего портфеля. Таким образом, решение о том, иметь или не иметь какую-либо ценную бумагу, не должно приниматься просто посредством сравнения ожидаемого от неё дохода и

риска с аналогичными показателями других бумаг, - скорее, решение о вложении в любую ценную бумагу будет зависеть от того, какие другие бумаги инвестор хочет иметь. Ценные бумаги не могут быть правильно оценены изолированно, но только как группа.

Марковица интересовали правила принятия решений, которые он мог бы рекомендовать рациональным инвесторам, то есть нормативное моделирование. Подход Марковица является теперь общеизвестным у институциональных управляющих инвестициями, которые используют его как для структурирования своих портфелей активов, так и для измерения эффективности своей деятельности. Он был обобщён и усовершенствован бесчисленным количеством способов, и используется для управления портфелями активов даже обыкновенными инвесторами. Его индуктивное продолжение привело к появлению более совершенных теорий воздействия риска на определение ценности. Идеи его статьи 1952 года в самом деле оказались настолько вплетёнными в ткань экономической теории финансов, что их уже больше нельзя из неё удалить.

К концу своего правления, в 14 году нашей эры, римский император Август мог похвастаться тем, что он получил Рим когда тот был городом из кирпича, а оставляет его городом из мрамора. Марковиц в свою очередь может похвастаться тем, что он застал финансовые исследования ещё тогда, когда они были областью, заваленной ошибками. А оставляет эту сферу снабжённой научными точностью и пониманием, которые делает возможными только математика.