

# § 5 ДИСКУССИОННЫЙ КЛУБ

Г.С. Раснюк

## ПРИНЦИПЫ НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ: ИСТОРИКО-ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ АСПЕКТ

**Аннотация:** Затруднения в практическом применении классической портфельной теории и других концепций оптимизации портфеля, в особенности для краткосрочного спекулятивного инвестирования, при наличии у инвесторов и портфельных менеджеров потребности в относительно простых формализованных методиках принятия инвестиционных решений на рынке ценных бумаг привели к широкому распространению специфических инструментов инвестиционного анализа, объединяемых общим термином «технический анализ».

**Ключевые слова:** Экономика, технический анализ, инвестиции, принятие решений, оптимизация инвестиционного портфеля, принцип инерции, тренд, принцип историзма, принцип инерции, ценообразование

**З**атруднения в практическом применении классической портфельной теории и других концепций оптимизации портфеля, в особенности для краткосрочного спекулятивного инвестирования, при наличии у инвесторов и портфельных менеджеров потребности в относительно простых формализованных методиках принятия инвестиционных решений на рынке ценных бумаг привели к широкому распространению специфических инструментов инвестиционного анализа, объединяемых общим термином «технический анализ».

В современной литературе можно встретить различные определения технического анализа. Так, С.Б. Акелис понимает под техническим анализом метод изучения цен, главным инструментом которого служат графики<sup>1</sup>. М.А. Кузнецов определяет, что

технический анализ – это такой метод, который предусматривает изучение отдельных ценных бумаг и всего рынка ценных бумаг на основе спроса и предложения<sup>2</sup>.

По нашему мнению, технический анализ – это совокупность аналитических методов, позволяющих подтвердить или предсказать наступление поворотных моментов в динамике рыночных цен и основанных на анализе исторической информации о поведении цен, объемов торгов и иных рыночных индикаторов. Значимость результатов технического анализа объясняется тем, что в одинаковых ситуациях участники рынка ведут себя сходным образом. Соответственно, всестороннее исследование текущей ситуации на финансовом рынке и сопоставление

накоплений // Финансы и кредит. – 2007. – №15. С. 26

<sup>2</sup> Кузнецов М.А. Технический анализ рынка ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 1999. С. 11

<sup>1</sup> Борисенко Н.Ю. Пути повышения эффективности инвестирования средств обязательных пенсионных

ее с уже известными стандартными ситуациями, имевшими место в прошлом, позволяет прогнозировать дальнейшее развитие событий на рынке, в том числе направление движения цены рассматриваемого актива и, возможно, пределы, которых может достигнуть цена в ближайшее время.

До настоящего времени ведется широкая дискуссия о том, является ли технический анализ наукой или искусством, основан ли он преимущественно на математическом моделировании рыночных процессов или на изучении психологии участников рынка. Однако сторонниками всех точек зрения в качестве базовых принципов технического анализа рынка ценных бумаг признаются принцип инерции и принцип историзма.

Принцип инерции означает, что на рынке всегда существует преобладающая тенденция, которой следуют цены (тренд), и если цены начинают двигаться в определенном направлении, то это движение предположительно будет продолжаться в течение некоторого времени, пока тренд не ослабнет и не сменится трендом другого направления. Данное утверждение оспаривается с теоретической точки зрения (в частности, существует мнение о хаотичности, случайности движения рыночных цен на краткосрочных интервалах), однако оно эмпирически подтверждается и интуитивно очевидно.

Принцип историзма гласит, что в сходных ситуациях рынок ведет себя одинаково, в том числе в силу типичности моделей поведения его участников. Суть этого утверждения заключается в неизменности действия законов экономики и психологии в различные периоды истории. Следовательно, те модели поведения рынка, которые наблюдались в прошлом, будут наблюдаться и в будущем. Этот принцип также подтвержден эмпирическими данными, однако эти же

эмпирические данные показывают, что он не срабатывает в ситуациях шокового воздействия на рынок, при возникновении на рынке кризисных явлений, резко прерывающих существовавшую ценовую динамику. При этом такие кризисы могут вызываться не только общеэкономическими и политическими событиями, но и быть следствием неэффективности самого рынка, например, сознательным манипулированием ценами со стороны отдельных крупных участников.

В рамках технического анализа используются только данные о состоянии рынка, поскольку, по мнению технических аналитиков, вся поступающая к участникам рынка информация, имеющая отношение к обращающимся ценным бумагам, немедленно находит отражение в ценах и объемах торгов, то есть любой политический, экономический или психологический фактор, который может воздействовать на цену финансового инструмента, уже отражен в его цене. Следовательно, отсутствует необходимость в специальном анализе базовой, фундаментальной информации о рынке и финансовых активах, знание причин изменения цен не обязательно для процесса прогнозирования.

Основная цель технического анализа – уловить тенденцию, определить моменты ее разворота и, соответственно, моменты вхождения в рынок и выхода из него. Как указывает Б. Вильямс, целью инвестора является «движение вместе с рынком», и именно методы технического анализа должны позволять инвестору оценивать, куда же движется рынок и куда он будет двигаться<sup>3</sup>.

Результатом технического анализа, таким образом, являются конкретные рекомендации о немедленной покупке,

<sup>3</sup> Вильямс Б. Новые измерения в биржевой торговле. – М.: ИК «Аналитика», 2011. С. 11.

продаже тех или иных инструментов либо о сохранении имеющихся позиций. В терминах портфельной теории (в части первичного формирования портфеля) можно рассматривать подобные рекомендации как окончательное решение о целесообразности включения в портфель длинной или короткой позиции по некоторому активу. Широкое распространение и бурное развитие технического анализа началось с 1970-х годов, когда инвестирование в рыночные финансовые инструменты стало в наиболее развитых странах массовым явлением и появились технические средства, позволяющие быстро обрабатывать большие объемы исходной информации.

Однако первый из инструментов технического анализа, используемых и в настоящее время, – «японские свечи» – появился еще в XVIII веке. Возникновение же технического анализа как научного направления можно отнести к 1890-м годам, когда возникла теория Ч. Доу, который определил принципы идентификации рыночного тренда и моментов его разворота, классифицировал тренды по продолжительности и силе, а также сконструировал первые фондовые индексы, ставшие впоследствии важнейшим аналитическим инструментом, в том числе широко применяемым в портфельном анализе.

Основные положения теории Ч. Доу были позднее систематизированы Дж. Гамильтоном и Р. Риа, и процесс систематизации и модернизации классического технического анализа в отдельных его аспектах продолжается до настоящего времени. В частности, расширяется перечень выявляемых и анализируемых ценовых «фигур», вводятся иные графические элементы трендового анализа.

В теории Ч. Доу различаются основные тенденции, которые наблюдаются в течение года или более, второстепенные движения,

отмечающиеся на протяжении от нескольких недель до нескольких месяцев, и малые колебания. Краткосрочные рыночные колебания считаются конъюнктурными и не рассматриваются как основание для принятия каких-либо инвестиционных решений. По мнению сторонников данной теории, внимания заслуживают лишь устойчивые рыночные изменения.

Специфической особенностью классического технического анализа является то, что он не рассматривает математическую или психологическую основу поведения рыночных цен, а базируется лишь на выявленных эмпирических закономерностях в их поведении. Кроме того, классический технический анализ отличается низкой оперативностью: он ориентирован на определение моментов разворота рыночной тенденции постфактум, со значительной задержкой. Однако именно на теории Ч. Доу построены все базовые предположения современного технического анализа.

На следующем этапе развития технического анализа была предпринята попытка математического обоснования колебаний рыночных цен и выявления строгих количественных взаимосвязей в цикличности рынка. Наиболее яркими представителями данного этапа являлись Р.Н. Эллиотт и У. Ганн. Именно Р.Н. Эллиоттом была предложена наиболее известная из математических теорий технического анализа – волновая теория, основанная на использовании чисел Фибоначчи.

Важнейшим элементом волновой теории Эллиотта, сделавшим технический анализ доступным для краткосрочных спекулятивных инвесторов, стало предположение об идентичности структуры и закономерностей формирования рыночных циклов любой срочности и о возможности разложения любого рыночного цикла на несколько волн,

каждая пара которых представляет рыночный цикл меньшей продолжительности, но имеющий практически такую же структуру, что и больший цикл. Соответственно, подобие структуры циклов открывало дорогу к применению аналогичных аналитических приемов на любых временных горизонтах, от нескольких лет до нескольких минут.

Однако узким местом волновой теории, по нашему мнению, является сложность поиска однозначного соответствия между теоретической схемой рыночного цикла и реальным ценовым графиком, то есть определения точек начала и окончания каждой из восьми волн, из которых должен состоять полный цикл. Разночтения же в разложении ценового графика на волны Эллиотта приводят к различиям в результатах анализа и в прогнозировании ценовых движений.

Дальнейшее развитие технического анализа связано с появлением параллельно с графическим анализом, основанным исключительно на исследовании и интерпретации ценовых графиков, методов, использующих фильтрацию и математическую аппроксимацию, то есть численных методов. Численные индикаторы технического анализа – это математические модели, которые на основе использования данных о рыночных ценах и других параметрах рынка позволяют аналитически обнаружить поворотные моменты в его динамике, предсказать или подтвердить изменение направления господствующего тренда.

Численные индикаторы существенно отличаются друг от друга по уровню чувствительности, то есть масштабу отражаемых ими рыночных изменений. Некоторые индикаторы, в том числе скользящие средние и другие индикаторы, основанные на скользящих средних, хорошо работают при наличии сильных и долгосрочных трендов, другие индикаторы, в том числе осцилля-

торы и характеристические индикаторы, показывают наилучшие результаты при отсутствии выраженного тренда (боковом тренде) и краткосрочных вторичных реакциях. Целесообразно отметить, что практически все численные индикаторы могут (в разумных пределах) изменять свою чувствительность при изменении параметров их построения. Кроме того, для некоторых индикаторов существуют способы фильтрации сигналов, отсеивающие наиболее слабые из них.

Появление численных индикаторов привело к значительному повышению степени формализации технического анализа и снижению доли субъективного фактора в принятии инвестиционных решений на его основе, хотя и усложнило работу аналитика по обработке исходных данных. Широкое применение численных методов стало возможным только после появления персональных компьютеров и соответствующего программного обеспечения.

В последние годы XX века появились совершенно новые направления исследований в рамках технического анализа. Б. Вильямсом было предложено<sup>4</sup> рассматривать поведение финансового рынка на основе теории динамического хаоса, то есть, по сути, отказаться от рассмотрения фундаментальных экономических основ функционирования рынка и материальных причин ценовых движений, сосредоточившись на отслеживании и использовании для извлечения спекулятивной прибыли движения как такового, считая любое движение случайным и ожидая любого развития событий в будущем. В. Нидерхоффер вообще рассматривает<sup>5</sup> биржевые спекулятивные операции как аналог азартной игры.

<sup>4</sup> Вильямс Б. Торговый хаос. – М.: ИК «Аналитика», 2012.

<sup>5</sup> Нидерхоффер В. Университеты биржевого спекулянта. – М.: Крон-пресс, 1998.

Т. Демарк, напротив, считает<sup>6</sup>, что рынок подчиняется строгим научным законам, которые могут быть описаны в терминах технического анализа и которые можно интерпретировать только однозначно. Успех спекулятивных инвестиций заключается, таким образом, в точном следовании сигналам технического анализа.

Все большее внимание в современной литературе по техническому анализу уделяется психологическим аспектам, предопределяющим поведение рыночных цен. Значительное место индивидуальная психология личности и психология толпы занимает в исследованиях А. Элдера<sup>7</sup> и Л. Твида. В частности, Л. Твид выдвинул тезис о «самореализуемости графиков», то есть о возникновении в условиях современного рынка обратной связи между прогнозами, сделанными на основе имеющих массовое распространение инструментов технического анализа, и реальным поведением рынка, то есть о следовании рыночных цен за прогнозами технических аналитиков, а не наоборот.

Такой эффект наблюдается, например при приближении рыночных цен к «психологическим уровням» или значимым уровням поддержки и сопротивления, что часто вызывает одновременное «срабатывание» множества стоп-приказов, устанавливаемых трейдерами на этих уровнях, а также при формировании на ценовых графиках четко интерпретируемых «фигур». В результате технический анализ становится уже не методом описания и прогнозирования рыночных тенденций, а одним из факторов, активно предопределяющих эти тенденции.

<sup>6</sup> Демарк Т. Технический анализ – новая наука. – М.: Евро, 2012.

<sup>7</sup> Элдер А. Основы биржевой торговли. – М.: CRP, 2002.

По нашему мнению, в условиях глобализации финансовых рынков и стремительного ускорения информационного обмена ценовая динамика действительно во многом определяется настройками спекулятивных участников финансовых рынков и их реакцией на различные события, в том числе имеющие косвенное отношение к тому сегменту рынка, на котором они совершают операции. Такое положение серьезно ограничивает возможности классического инвестиционного анализа, особенно на длительную перспективу, и повышает значимость оперативного технического анализа.

Тем не менее, при всех существующих недостатках технического анализа, он в той или иной степени применяется практически всеми аналитиками и трейдерами, работающими не только на финансовом рынке, но и на организованных товарных, валютных рынках и рынках деривативов. При этом наиболее популярными остаются простейшие инструменты технического анализа, не основанные на сложном математическом и статистическом аппарате и относительно легко и однозначно интерпретируемые.

Подводя итог, можно выделить следующие особенности применения технического анализа в качестве аналитического инструмента при формировании портфеля ценных бумаг.

Технический анализ является действенным инструментом прогнозирования краткосрочной рыночной конъюнктуры, несмотря на вероятностный характер прогнозирования, то есть запрограммированное наличие значительной доли ложных выводов и прогнозов. В частности, при наличии внешних факторов, оказывающих сильное влияние на динамику рыночных цен, индикаторы технического анализа дают ложные сигналы, которые невоз-

можно отличить от истинных в момент их появления. Соответственно, технический анализ невозможно использовать для средне- и долгосрочного прогнозирования в условиях высокой неопределенности на финансовом рынке, хотя теоретически он может быть использован на любых временных интервалах.

Технический анализ позволяет с относительно высокой вероятностью предсказывать направление движения цены, но со значительно меньшей определенностью указывает конкретные ценовые уровни, которые могут быть достигнуты, то есть ожидаемую доходность анализируемых инструментов.

Значительная часть методик, применяемых в рамках технического анализа, легко поддается формализации и доступна для использования непрофессионалами. Вместе с тем, интерпретация результатов технического анализа носит весьма субъективный характер: одни и те же сигналы могут быть по-разному интерпретированы разными аналитиками, поскольку этот процесс частично основан на использовании образного восприятия и ассоциативного мышления аналитика. Кроме того, некоторые индикаторы технического анализа могут выдавать разные сигналы в одной и той же ситуации в зависимости от их настройки, произвольно осуществляемой аналитиком на основе собственного опыта и интуитивных представлений.

Таким образом, по нашему мнению, при формировании портфеля ценных бумаг технический анализ целесообразно рассматривать в качестве вспомогательного инструмента, позволяющего оценивать краткосрочную и сверхкраткосрочную (на горизонтах от нескольких часов до нескольких недель) ожидаемую доходность финансовых инструментов, знание

которой является необходимым условием применения портфельным менеджером оптимизационных моделей, как классических, так и современных.

### Библиография:

1. Борисенко Н.Ю. Пути повышения эффективности инвестирования средств обязательных пенсионных накоплений // Финансы и кредит. – 2007. – №15.
2. Кузнецов М.А. Технический анализ рынка ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 1999.
3. Вильямс Б. Новые измерения в биржевой торговле. – М.: ИК «Аналитика», 2011.
4. Вильямс Б. Торговый хаос. – М.: ИК «Аналитика», 2012.
5. Нидерхоффер В. Университеты биржевого спекулянта. – М.: Крон-пресс, 1998.
6. Демарк Т. Технический анализ – новая наука. – М.: Евро, 2012.
7. Элдер А. Основы биржевой торговли. – М.: CRP, 2002.
8. В.Гуров, И.Морозов, В.Трубицын, Е. Позниозовский. Трейдинг моими глазами — Broco СДО, 2010
9. Lo, Andrew; MacKinlay, Craig. A Non-Random Walk Down Wall Street, Princeton University Press, 1999
10. Fox, Justin. The Myth of the Rational Market. HarperCollings, 2009

### References (transliteration):

1. Borisenko N.Yu. Puti povysheniya effektivnosti investirovaniya sredstv obyazatel'nykh pensionnykh nakopleniy // Finansy i kredit. – 2007. – №15.
2. Kuznetsov M.A. Tekhnicheskiiy analiz rynka tsennykh bumag. – М.: INFRA-M, 1999.

**Налоги и налогообложение – №3(105)•2013**

---

3. Vil'yams B. Novye izmereniya v birzhevoy torgovle. – M.: IK «Analitika», 2011.
4. Vil'yams B. Torgovyy khaos. – M.: IK «Analitika», 2012.
5. Niderkhoffer V. Universitety birzhevoogo spekulyanta. – M.: Kron-press, 1998.
6. Demark T. Tekhnicheskiy analiz – novaya nauka. – M.: Evro, 2012.
7. Elder A. Osnovy birzhevoy torgovli. – M.: CRP, 2002.
8. V.Gurov, I.Morozov, V.Trubitsyn, E. Ponizovskiy. Treyding moimi glazami — Broco SDO, 2010
9. Lo, Andrew; MacKinlay, Craig. A Non-Random Walk Down Wall Street, Princeton University Press, 1999
10. Fox, Justin. The Myth of the Rational Market. HarperCollings, 2009