



Семенкова Е.В., д.э.н

ОСОБЕННОСТИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

1

*Мне посоветовали прикупить эту акцию на старость.
Это сработало поразительным образом. Я стал стариком за неделю.*
Эдди Кантор

Согласно портфельной теории, при формировании портфеля инвесторы должны диверсифицировать свои вложения путем распределения средств между неким набором ценных бумаг. Портфельный принцип инвестирования предполагает, что управление осуществляется всей совокупностью ценных бумаг как единым целым. Тем не менее, многие инвесторы, не прибегая к портфельному инвестированию, покупают и продают отдельные виды ценных бумаг, считая такой способ заработать деньги лучшим.

Какой из этих подходов способствует более успешному инвестированию в финансовые активы на российском рынке?

Для ответа на этот вопрос следует, прежде всего, разобраться, как оценить финансовый результат от проведения операций на рынке?

Финансовым результатом инвестиций в ценные бумаги может быть:

- *прибыль, полученная за счет текущих платежей в течение всего периода инвестирования (процентных или дивидендных выплат);*
- *прибыль / убыток за счет курсовой разницы (дисконта) (может быть получена инвестором однократно независимо от длительности периода инвестирования).*

При анализе финансовых потоков в случае долгосрочного инвестирования важной компонентой будет доход, полученный за счет текущих платежей в течение всего периода инвестирования, а курсовая разница будет финальным аккордом длительной инвестиции - мажорным в случае положительной разницы и минорным, если она отрицательна. Для краткосрочных операций, напротив, курсовая разница является главным результатом инвестирования (и преимущественно единственным).

Оценить финансовый результат инвестирования в ценные бумаги позволяет показатель ROA - доходность по тем средствам, которые мы инвестируем в актив. Этот показатель, который рассчитывается как отношение полученного от операции дохода к инвестируемым средствам, дает инвестору представление, насколько данная инвестиция в ценные бумаги выгодна: ROA оценивает доходность при выборе объекта инвестирования с учетом ниже перечисленных факторов, влияющих на величину этой доходности.

Во-первых, инфляции, которая уменьшает реальную ценность полученного от инвестирования дохода. Номинальная доходность не скорректирована на величину инфляции, она является «видимой» для инвестора доходностью, публикуемой в рекламе инвестиционных фондов, оцениваемой аналитиками и т.д. Реальная же доходность всегда меньше для инвестора, т.к. его сбережения

всегда подвержены воздействию инфляции, ибо стран, в которых она бы отсутствовала, просто не существует. В 2006 году инвестирование в инструменты отечественного фондового рынка приносило номинальную доходность преимущественно в диапазоне 20-40%. Таким образом, оценивая инфляцию в размере 10%, реальная доходность варьировалась, соответственно, от 10% до 30%. Инвестиции приносят потоки денежных средств в будущем, поэтому *ожидаемая инфляция* сокращает покупательную способность денежных средств, и инвесторы требуют более высоких ставок при ее повышении. С точки зрения использования полученного дохода инфляция снижает ценность инвестиции. Инвестирование в актив с доходностью, допустим, 8% при уровне инфляции в 10%, малопривлекательное занятие. В данном случае реальная доходность будет со знаком минус.

Из этого примера видно, что на российском рынке номинальная доходность инструментов с фиксированным доходом оказывается ниже, чем инфляция, превращая реальную доходность в отрицательную величину. В 2006 году доходность рынка долговых инструментов была не только ниже темпов инфляции, но даже ниже процентных ставок по депозитам населения. Так доходность ОФЗ составила 6.6% в конце 2006 года, средняя за год доходность муниципальных облигаций снизилась с 8,5% в 2005 до 7,3% в 2006, а корпоративных облигаций первого эшелона практически не изменилась с 6,34%, став 6,7%.

С учетом инфляции, эффективность инвестиций в облигации ниже, чем в акции. В долгосрочном периоде доходность акций выше, чем доходность облигаций, поскольку инвестирование в акции сопряжено с большим риском.

Кроме того, инфляция не только снижает реальную доходность вложений в ценные бумаги, но приводит к увеличению курсовых колебаний, т.е. *волатильности рынка*. В результате воздействия инфляционных ожиданий долгосрочные инвестиции делаются малопривлекательными и операции на фондовом рынке «сжимаются» по срокам – период инвестирования укорачивается, поскольку краткосрочные операции становятся эффективнее, и рынок приобретает спекулятивный характер.

Во-вторых, при оценке доходности инвестиции нельзя не учитывать изменение процентных ставок. Ценность инвестиции может измениться и тогда, когда изменится величина процентных ставок на рынке. Допустим, вы приобрели трехлетнюю корпоративную облигацию с фиксированной доходностью 13% годовых. Через некоторое время ставки аналогичных корпоративных облигаций повысились до 15% годовых. Теперь, если вы захотите продать облигацию, вам придется снизить цену своей 13% облигации и за счет этого обеспечить инвестору 2% дополнительного дохода. Так как все ставки доходности в экономике взаимосвязаны, то изменение одной процентной ставки влияет на изменение других. Конечно, степень этого влияния определяется тем, является ли эта ставка макроиндикатором рынка или нет. Например, если вспомнить недавнюю историю отечественного фондового рынка и пирамиду ГКО-ОФЗ, то доходность именно этих ценных бумаг определяла доходность всех инвестиционных (а точнее спекулятивных) операций на российском рынке ценных бумаг.

Допустим, если Центральный банк повышает ставку рефинансирования, а вслед за этим коммерческие банки вводят другие, более высокие процентные ставки по сберегательным счетам, доходность ценных бумаг также должна повыситься. Если при этом доходность на рынке государственных облигаций

будет низкой, многие инвесторы, из тех, что не расположены к риску, заберут деньги с фондового рынка и положат их в банки. Склонные к риску увеличат вложения на рынке акций. Таким образом, знание факторов, которые влияют на базовые процентные ставки¹, поможет понять движение доходности на рынке ценных бумаг.

В странах с развитой рыночной экономикой они зависят от спроса и предложения на деньги, но в то же время, являются инструментом денежно-кредитной политики. При избыточной денежной массе, которая предлагается на рынке, ставка будет низкой, если наоборот, то - высокой. Базовая ставка является основным уровнем, тогда как процентные ставки по долговым инструментам, обычно выше на величину риска присущего тому или иному эмитенту. Например, Газпром в августе 2007 года разместил еврооблигации на 30 лет со *спредом* 203 базисных пунктов к аналогичным по сроку государственным ценным бумагам США, и в результате доходность бумаг Газпрома составила 7,28% годовых.²

Инвестиционный анализ утверждает - чем выше риск, тем выше должен быть доход по инвестиции. Рассматривая вопросы соотношения дохода и риска на эффективном рынке, можно предполагать, что ценная бумага, имеющая наибольший риск, приносит как больший доход, так и возможно больший убыток.

Структура процентных ставок долговых инструментов зависит также от срока, оставшегося до погашения. Изменение процентных ставок в зависимости от срока до погашения называется *временной структурой процентных ставок*.

Существует несколько теорий, которые пытаются объяснить временную структуру процентных ставок. Рассмотрим три основные из них.

Гипотеза предпочтения ликвидности основывается на предположении, что долгосрочные инвестиции приносят более высокие риски инвестору, чем краткосрочные. Таким образом, долгосрочные инвестиции должны приносить большую доходность.

Предсказательная гипотеза основывается на предположении, что ставки по долгосрочным вложениям в действительности состоят из ставок по краткосрочным. Например, если текущая ставка на один год составляет 10% и инвесторы ожидают, что ставка на следующий год будет 11%, то годовая процентная ставка по двухгодичному кредиту будет между 10 и 11%. Таким образом, временная структура зависит от того, какую ставку по краткосрочным вложениям инвесторы ожидают в будущем.

Согласно *гипотезе сегментации рынка* на рынке выделяются рынок денег и рынок капиталов. На каждом из этих рынков существуют свои группы продавцов и покупателей, поэтому ставки по долгосрочным и краткосрочным инвестициям будут изменяться независимо друг от друга.

В-третьих, на доходность инвестиций влияет налогообложение.

Например, на доходы, получаемые в форме дивидендов, ставка налога в РФ составляет 9%, что ниже ставки подоходного налога для физических лиц и ставки налога на прибыль организаций.

По государственным ценным бумагам или другим бумагам, приравненным к ним, могут быть установлены льготные ставки налогообложения или вообще бумаги полностью освобождены от налогов.

¹ **Базовая ставка** – то есть процентная ставка, которая устанавливается Центральным банком или ставка рефинансирования. На современный фондовый рынок влияет ставка Федеральной Резервной системы США

² Доходность по госбумагам является базовой ставкой и составляет 5,25% годовых

Стратегия управления финансовыми ресурсами на современном фондовом рынке базируется на взаимосвязанном управлении активами и пассивами, поэтому, рассчитав доходность от инвестиций в ценные бумаги, следует определить за счет каких источников выгоднее проводить операцию.

Отвечая на вопрос о целесообразности помещения денег в определенный актив, ROA не отражает, за счет каких средств (источников) был куплен данный актив.

Если наряду с собственными средствами используются заемные источники финансирования, доходность может измениться. Поэтому инвестору важно оценить влияние кредитования на доходность от инвестирования собственных средств. Для этого используется показатель ROE, который характеризует доходность собственных средств при дополнительном использовании заемных источников инвестирования.

Рассмотрим на конкретном примере.

Предположим, вы приобретаете акции ABC по \$10 двумя способами:

1. Вы покупаете 100 акций из своих собственных средств. Такое инвестирование называется *нелеверджированным*.

2. Вы покупаете еще 100 акций, за которые вы платите \$600 из собственных средств и занимаете еще \$400 под 10% в год. Инвестирование произведено через сделку, которая называется *леверджированной*.

Чтобы проследить влияние леверджирования, мы рассчитаем доходность от ваших собственных средств в обоих видах инвестирования для годового периода при условии, что акции не приносят дивидендов.

✓ Допустим, что цена акции поднимется до \$12 долларов за один год. Стоимость акций составит тогда \$1200. Так как цена акций поднялась на 20%, доходность по акциям составила 20% в год. Ваше нелеверджированное инвестирование дало 20% годовой доходности на собственные средства, т.е. вы получаете прибыль в \$200 от собственных средств в \$1000. Чистая прибыль от леверджированного счета после выплаты процентов по кредиту составит $200 - 0,10 \times \$400 = \160 . Однако эту прибыль приносят собственные средства \$600. Таким образом, доходность от собственных средств составит $160/600 = 26,67\%$ в год.

✓ Допустим, цена акции возрастет только до \$10,50. Доходность по акциям и нелеверджированным инвестициям составит 5% в год. Чистая прибыль на ваши инвестиции \$600 при леверджированном счете составит $50 - \$40 = \10 , что означает доходность на собственные средства в 1,67% в год.

Взаимосвязь этих показателей может быть отражена формулой

$$ROE = ROA + D/E(ROA - i)$$

Где D/E-коэффициент отношения долга (D) к собственным средствам (E), а i – процент по этому долгу. Чтобы проверить это равенство, применим его ко второму сценарию. $ROA = 0,05$, $D/E = 400/600 = 0,67$, $i = 0,10$.

Итак,

$$ROE = 0,05 + 0,67(0,05 - 0,10) = 0,0167 = 1,67\%$$

Равенство показывает, что доходность по нелеверджированной инвестиции равна ставке доходности по вложениям в ценные бумаги, так как $D/E = 0$, значит $ROE = ROA$.

Это сопоставление доходности от двух операций, в одной из которых используются только собственные средства, а в другой ещё и кредит позволяет сделать заключение (которое в принципе могло бы возникнуть и логическим

путем): если ставка доходности на ценные бумаги выше, чем проценты по кредиту, то леввереджирование обеспечивает большую доходность от инвестирования и наоборот.

Таким образом, леввереджирование необходимо, если инвестор предполагает, что доходность ценных бумаг может быть выше, чем процент по кредиту. Беда, однако, заключается в том, что это нельзя точно определить, поскольку обратной стороной доходности является риск, и инвестирование всегда связано с неопределенностью будущих финансовых потоков, т.е. с риском. В общем виде риск, как *неопределенность исхода*, может, как увеличить ценность нашей операции, так и снизить её. Поэтому риск принято измерять, оценивая степень возможности отклонения действительного результата от ожидаемого. Конечно, исход любой операции с ценными бумагами не определен, но всё же мы должны выбирать из множества операций, которые мы можем совершить, например, инвестируя в тот или иной актив.

А как? Наверно, нужно найти норму доходности, которая менее всего будет подвержена изменениям в результате воздействия каких-либо факторов, и сказать, что она безрисковая (r). Чем рискованнее операция с ценными бумагами, тем больше её доходность должна отклоняться от безрисковой ставки. Так как любая операция с ценными бумагами – это поток денежных средств, который оператор ожидает получить в будущем, то он может выбрать альтернативу:

- 1) Получить максимальный объем будущих потоков денежных средств, но при определенном риске;
- 2) Получить стабильный денежный поток при минимальном риске.

В таком случае мы полагаем, что чем выше доходность, тем выше риск, то есть тем в большей степени фактическая доходность отклонится от ожидаемой. Задача учета риска при проведении операции решается через ставку дисконтирования – процентную ставку доходности по альтернативным проектам. Будущий входящий финансовый поток корректируется с помощью ставки дисконтирования, при этом учитывается не только изменение стоимости денег во времени, но также и фактор риска (чем выше риск, присущий потокам денежных средств от операции, тем выше ставка дисконта и наоборот). Предположим, у вас есть некая сумма денег, которую вы бы хотели инвестировать в ценные бумаги для того, чтобы доходность была выше, чем по вкладу в банке, на депозите которого они хранятся. Тогда ставка по депозиту и будет ставкой дисконтирования.

Каждый раз мы выбираем такую ставку дисконтирования, которую субъект операции с ценными бумагами смог бы получить, проинвестируй он свои финансовые ресурсы в альтернативные активы, например, в другие виды ценных бумаг. По существу, мы отказываемся от какого-то варианта инвестирования и тогда сравниваем полученный результат дохода от выбранной нами операции с возможным доходом от альтернативного. Этот возможный доход мы можем интерпретировать и как требуемый уровень доходности. Например, инвестируемые для покупки ценных бумаг деньги – это привлеченные пассивы, которые Вы взяли в займы и обязаны выплачивать в течении n лет r_i ставку. Тогда чистая приведенная стоимость операции может быть рассчитана как:

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{CIF_i}{(1+r_i)^i} = \frac{CIF_1}{(1+r_1)^1} + \frac{CIF_2}{(1+r_2)^2} + \frac{CIF_3}{(1+r_3)^3} + \dots + \frac{CIF_n}{(1+r_n)^n}$$

где PV – приведенная стоимость (present value),
CIF – входящие финансовые потоки, совокупный доход за период
 r_i - ставка по привлеченным средствам

Что-то всё очень просто получается. Наверно потому, что формула – это не реальная жизнь, а предположения о полной определенности в движении финансовых потоков и деятельности инвестиционных менеджеров.

На самом деле:

во-первых, менеджер, даже осуществляя одну операцию, имеет дело не с одним финансовым потоком, а с несколькими и не с одной операцией, а с несколькими;

во-вторых, никто не может гарантировать, что стоимость финансовых активов на рынке будет изменяться с изменением ставки дисконтирования.

Разберемся с этим.

На практике проведение операции с ценными бумагами будет сопряжено не с одним финансовым потоком, а с целой последовательностью потоков денежных средств, и поэтому необходимо руководствоваться правилом стоимостной аддитивности - сумма целого равна сумме стоимости его частей. Это правило вытекает из закона сохранения стоимости (law of conservation of value) и применяется только при неизменном соотношении риск/доход. Поэтому все финансовые потоки, которые генерируются той или иной операцией с ценными бумагами, классифицируются как аддитивные.

Например, мы планируем, проведение инвестиционной операции, и, поскольку не являемся провидцами, то можем только оценить сегодняшнюю, текущую эффективность операции, имея те параметры нашей операции, которые нами определяются с позиции сегодняшнего дня. Допустим, мы планируем приобрести 1000 акций компании Ростелеком (RTKM) по \$9.7 за акцию, причем издержки на транзакцию составят \$20. Предположим, что дивидендные выплаты компании сохранятся на прежнем уровне в течении двух последующих лет по \$0,06 ежегодно на обыкновенную акцию, а курс акций за два года по нашим прогнозам вырастет и составит \$12.1.

Таким образом, дисконтированная стоимость входящих потоков может складываться.

Общая формула расчета для этой задачи будет такой:

$$NPV = \sum_{i=1}^n \frac{CIF}{(1+r)^i} + \frac{S}{(1+r)^n} - COF_1$$

где NPV – чистая приведенная стоимость (net present value),

S – доход от продажи акций.

COF_1 - исходящий финансовый поток, инвестируемая сумма.

Предположим, что ставка дисконтирования равна³ 10%. Тогда согласно условиям нашей задачи,

³ Компании выбирают ставки дисконтирования исходя из требований стандартов и конкретной хозяйственной ситуации. Так, МСФО (IAS) 37 определяет ставку дисконтирования как «ставку до налогообложения, которая отражает текущую рыночную оценку стоимости денег во времени и риски, специфические для данного обязательства», поскольку речь идет о создании резервов под существующие обязательства компании. В МСФО (IAS) 39 «Финансовые инструменты: признание и оценка» говорится о базовой, или «свободной от риска», ставке, которая для каждого конкретного эмитента финансового инструмента корректируется с учетом кредитного риска, присущего данному эмитенту. В качестве базовой ставки обычно применяется доходность по государственным облигациям с аналогичным сроком погашения. Определить кредитный риск эмитента можно на основе информации о процентных ставках по кредитам, предоставляемым банками заемщикам с разным кредитным рейтингом.

$$NPV = \frac{60}{(1+0.1)} + \frac{60}{(1+0.1)^2} + \frac{12100}{(1+0.1)^2} - 9720 = 384,1$$

Но предположим, что есть издержки по этой операции, которые ее субъект будет вынужден проводить в различные моменты времени в будущем (например, оплата депозитарных услуг), и они равны \$20 в год, их необходимо продисконтировать и, согласно правилу стоимостной аддитивности, сложить. Если через $COF_0, COF_1, \dots, COF_m$ обозначить эти исходящие потоки денежных средств от операции, то

базовая формула для расчета чистой приведенной стоимости операции с ценными бумагами примет следующий вид:

$$NPV = \sum_{i=1}^N \frac{CIF}{(1+r)^i} + \frac{S}{(1+r)^n} - COF_1 - \sum_{i=1}^N \frac{COF}{(1+r)^i}$$

$$= \frac{60}{(1+0.1)} + \frac{60}{(1+0.1)^2} + \frac{12100}{(1+0.1)^2} - 9720 - \frac{20}{(1+0.1)} - \frac{20}{(1+0.1)^2}$$

$$= 384,1 - 34,7 = 349,4$$

Таким образом, метод оценки эффективности операций по чистой приведенной стоимости – это техника дисконтирования входящих и исходящих потоков денежных средств и определения финансового результата. Качество прогноза зависит от того, насколько точно определены будущая доходность и ставка дисконтирования.

Будущая доходность операции зависит, прежде всего, от выбора активов для инвестирования, времени проведения операции, инвестиционного горизонта и других факторов, формирующих *инвестиционную стратегию*.

Разработке инвестиционной стратегии предшествует анализ рынка. Нельзя не учитывать, что вложения на отечественном фондовом рынке многоаспектный процесс, который отнюдь не зеркально связан с изменением материальных активов. Так, например, в конце июля – начале августа 2007 года цена на нефть росла, а рынок акций нефтяных компаний активно падал. Хотя доходность материальных активов, безусловно, является основой для определения доходности финансовых активов, на российском рынке акций эта взаимосвязь не столь уж однозначна. Например, акционерное общество может быть прибыльным, а акционер не получать дохода от инвестирования в акции, или наоборот.

Тогда, как проанализировать все многообразие изменяющихся и зачастую неожиданно возникающих причин, прямо или косвенно влияющих на получение дохода от финансового инвестирования? На чем основывать свои предположения?

Можно рассуждать так. Если ценная бумага приносит доход, зависящий от деятельности её эмитента, то её стоимость определяется характеристиками финансовых потоков этого эмитента и тем, как они поступают на формирование

При оценке бизнеса в качестве ставки дисконтирования обычно используется средневзвешенная стоимость капитала (WACC), которая рассчитывается на основе стоимости собственного (дивиденды) и заемного (проценты по привлекаемым компанией кредитам) капитала.

дохода по данному инструменту. Способность ценной бумаги приносить доход является её имманентной характеристикой, и размер этого дохода определяет её внутреннюю или *истинную стоимость* [*intrinsic value*]⁴. Таким образом, истинная стоимость акции определяется на основе фундаментальных факторов деятельности эмитента, поэтому теория, которая выводит стоимость акций, исходя из будущих финансовых потоков компании-эмитента, получила название *фундаментальной*. В ней утверждается, что истинная стоимость ценной бумаги основывается на тщательном финансовом анализе состояния эмитента, и только затем рассматривается влияние рынка. Хотя в рамках фундаментальной теории существуют различные приоритеты в оценке, анализ настоящих и будущих финансовых потоков корпорации является базисом для определения внутренней или истинной стоимости её акций. В том случае, если курс ценной бумаги ниже (выше) этой истинной стоимости, появляются прибыльные возможности по покупке (продаже) этого инструмента, так как эффективный рынок ровно с той скоростью, с которой он эффективен, корректирует её курс, максимально приблизив его к истинной стоимости. В этом случае инвестор может получить прибыль, как курсовую разницу. Однако, если рынок недостаточно эффективен и “прочёл информацию” не так, как этого желал аналитик, то инвестор может вместо прибыли получить убыток, т.е. либо оценка финансового актива была неверной или рынок не согласен с нею.

Применение фундаментального анализа для оценки стоимости акций отечественных корпораций имеет определенные особенности.

Во-первых, в западной практике принято использовать дивидендные выплаты компании для оценки стоимости акций. Это вполне разумно, поскольку они, как правило, составляют около половины дохода, поступающего инвестору от владения акцией. На отечественном же рынке ценных бумаг, на наш взгляд, трудно выделить доминирующий фактор, формирующий доходность, например, обыкновенной акции. Если мы свои расчеты будем строить на дисконтированных потоках дивидендных выплат, которые инвестор ожидает получить в будущем, и оценивать стоимость акции, как финансовый результат владения этой акцией, то отсутствие дивидендной истории и существующая практика корпоративного управления обуславливают решение этой задачи в *условиях полной неопределенности*. В российской практике никто никогда не знает не только точных объемов будущих дивидендов по акциям, но и будут ли они вообще начислены.

Во-вторых, дивидендные выплаты не являются основным фактором, который определяет стоимость обыкновенных акций. Спекулятивный характер отечественного рынка ценных бумаг обуславливает зависимость рыночной стоимости акций от тех факторов, на которые реагирует рынок – цена на нефть, корпоративные события и т.д. Если за 2006 год индекс РТС вырос почти на 71 %, а коэффициент дивидендных выплат составил всего лишь 2-3%, то совершенно очевидно, что мотивацией приобретения или продажи акций являются исключительно спекулятивные факторы, действующие на рост цены, а не регулярные потоки платежей в форме дивидендных выплат.

Таким образом, *спекулянтам и портфельным инвесторам (portfolio investors)*, извлекающим доход из операций на рынке ценных бумаг, нет

⁴ Джон Уильямс предложил определять истинную стоимость обыкновенной акции на основе дисконтированных потоков дивидендных выплат, (1938 год «Теория инвестиционной стоимости»)

необходимости прибегать к фундаментальному анализу. Однако, *стратегическим инвесторам*, приобретающим акции для установления контроля над данной корпорацией, а, следовательно, и над её финансовыми потоками, трудно обойтись без данного вида анализа. Учитывая, что стратегическая цель использования акций в России - получение дохода от контроля над всеми финансовыми потоками акционерного общества, цена актива, в данном случае акции, отражает стоимость бизнеса с точки зрения его владельца – стратегического инвестора. Поэтому, для определения истинной стоимости акций правомерно использовать оценку дисконтированного потока всех денежных накоплений (прибыли, амортизационных отчислений и т.д.).

Совершенно очевидно, что кроме знания фундаментальных основ деятельности эмитента, для успешного инвестирования необходимо что-то ещё. И здесь уместно вспомнить *“теорию воздушных замков”*.

Несмотря на такое эфемерное название, наиболее удачливые из известных нам операторов рынка были сторонниками именно этой теории. Джон Мейнард Кейнс, Джорж Сорос сумели составить себе состояния, свято веря, что использование на практике фундаментальной теории и вычисление каких-то истинных стоимостей, занимает слишком много времени, сил, денег и чаще всего не оправдывает себя. Главное, по их мнению – это то, что реально влияет на соотношение спроса и предложения на рынке, и это есть порождение представлений инвесторов об истинной стоимости ценных бумаг. *Рынки – отражение человеческой психологии. Они движимы жадностью и страхом. Пики обязаны своим появлением жадности, впадины – страху (Дж. Пайпер)*.

И если удастся предвидеть, как масса рядовых непрофессиональных инвесторов будут вести себя в будущем, можно будет понять, как изменится курс ценных бумаг. Таким образом, необходимо изучать не фундаментальные факторы, а психологию толпы, которая строит воздушные замки по поводу получения денег от операций на фондовом рынке. В выигрыше окажется тот, кто, изучив поведение толпы, опережает ее, покупая ценные бумаги на слухах до начала их подъема, и продавая на фактах (совершая «короткие продажи» на слухах и покупая на фактах.).

На первый взгляд, представлены диаметрально противоположные подходы к анализу рынка и оценке инвестиций. Прогнозированию поведения рынка в «теории воздушных замков» противопоставляется прогнозирование будущего дохода корпораций в фундаментальной теории. На самом деле “воздушные замки” из прогнозируемых доходов опираются на анализ фундаментальных факторов. Рынок может быстро реагировать на изменение фундаментальных факторов, а может их «не замечать» и вести себя иррационально. Свежий пример: 10 августа 2007 года кризисные явления на финансовых рынках США нарастали, а курс доллара по отношению к рублю увеличивался. Никто из финансовых аналитиков не мог дать объяснение этому удивительному явлению. Рынок иррационален и часто подчиняется лишь капризу изменяющихся трендов. Тем не менее, есть теория, которая объясняет поведение рынка. Попробуем разобраться.

Как известно, целью выбора ценных бумаг является получение более высокой доходности от инвестиции, чем доходность соответствующая принимаемому инвестором риску. Например, процентный доход по облигациям составляет, как и по облигациям аналогичного рейтинга, 12% в год, но негативные

новости об эмитенте и падение спроса на данную облигацию позволяют купить её при временном снижении цены и тем самым получить доходность 15% в год. Это позволит тем инвесторам, которые воспользовались этой аномалией рынка, заработать на 3% больше, чем они бы заработали при том количестве риска, который принимали. Это разница между фактической заработанной доходностью и собственной доходностью инвестиций называется аномальной доходностью. Аномалию можно получить только в том случае, если ценные бумаги неправильно оценены, т.е. их цены не соответствуют их стоимости. Если рынок уравновешен, тогда не существовало бы аномалий, и на рынке нельзя было бы получить доходность, отличную от нормальной. Теоретические основы такого подхода базируются на концепции эффективного фондового рынка⁵. Юджин Фама⁶ (1970, 1991), основатель концепции, утверждает, что фондовый рынок работает эффективно тогда, когда цены полностью отражают всю доступную информацию. Рынок, на котором все ценные бумаги всегда правильно оценены, называется эффективным рынком.

Если рынок эффективен, то и в дальнейшем есть некоторая гарантия того, что цены на ценные бумаги будут всегда отражать их стоимость. Эффективный рынок жизненно необходим для развития экономики. Только в эффективный рынок люди будут вкладывать деньги без боязни быть обманутыми. Ведь если одни инвесторы будут получать аномальную доходность, то другие-то инвесторы будут терпеть убытки. Тогда все инвесторы уйдут с рынка, оставив поле битвы за спекулянтами. Это неотвратимо навредит росту экономики, лишив его источников финансирования. Повышение эффективности рынка – это усиление мотивации для прихода на рынок долгосрочных инвестиций. Делая информацию равнодоступной для всех инвесторов можно повысить эффективность рынка, увеличивая тем самым конкуренцию между инвесторами.

В теории эффективных рынков выделяется три формы эффективности рынка: цены отражают только прошлые значения цен (слабая форма эффективности рынка), либо всю общедоступную информацию (полусильная форма), и гипотетически могут существовать рынки, которые отражают вообще всю информацию (сильная форма эффективности рынка). Не следует забывать и о том, что в российской практике существовали рынки, состоящие из пирамид, вообще не отражающих в котировках информацию об эмитенте, его будущих и настоящих финансовых потоков и направлениях их движения.

Рынок, который работает неэффективно, может и не отредактировать в ценах поступившую информацию. Поэтому бывает так - инвестор совершил операцию на фондовом рынке, например покупку, в расчете на хорошие новости, а рынок на эту информацию «не обратил внимание», цены остались без изменения, а инвестор без прибыли. Наверно, поэтому в России весьма популярна такая поговорка – «Пришел на рынок как спекулянт, а остался как долгосрочный инвестор». Поскольку инвестиционная стоимость всегда может измениться, а движения курсов ценных бумаг не отразили этих изменений, то нет никакой надежды на то, что, если такой рынок не показал истинную стоимость фондового актива сегодня, то он отразит её в ценах в дальнейшем.

⁵ Теория гласит, что на эффективном рынке цены отражают истинную стоимость активов

⁶ Fama, Eugene F., 1970, Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, *Journal of Finance* 25, 383-417.; Fama, Eugene F., 1991, Efficient capital markets II, *Journal of Finance* 46, 1575-1618.

Даже на эффективном рынке маленькие очаги неэффективности могут возникать, когда рынок приспосабливается к новой информации. Это дает почву для краткосрочных операций. Таким образом, полезность методов отбора ценных бумаг зависит не только от точности информации, но и также и от скорости, с которой инвестор может принимать решения и торговать на основе этой информации.

На реальных рынках ценных бумаг степень эффективности рынка может быть различной, и чем *дольше рыночные цены приспосабливаются с новой информации, тем менее эффективен рынок*. Российский рынок ценных бумаг трудно считать конкурентоспособным до такой степени, чтобы он был эффективен без внешнего давления или контроля. Это происходит по целому ряду причин.

Во-первых, существует монополия на информацию и полулегальная инсайдерская торговля. Обязательным условием эффективного рынка является то, что ни один инвестор не обладает монополией на информацию. Информация является общедоступной и одновременно приходит ко всем инвесторам. На эффективном рынке, где участники стремятся получить максимальную прибыль, любое несоответствие цен будет быстро устранено. На отечественном рынке инсайдерская информация становится источником прибыли.

Во-вторых, на отечественном рынке слабо используются методы регулирования рынка, проверенные практикой экономически развитых стран Запада. Суть такого регулирования заключается в том, что если вычесть штрафы, то прибыль от инсайдерской торговли должна оказаться ниже, чем от стратегии «купил и держи».

Не имея доступа к инсайдерской информации, можно пользоваться рекомендациями аналитиков, финансовых консультантов и т.д. Однако по прошествии некоторого времени любой торгующий на рынке заметит, что аналитик смотрит в зеркало заднего вида, предлагая посмертные замечания по поводу того, что рынок уже проделал. Иногда на рынке наблюдаются диаметрально противоположные рекомендации двух солидных компаний: по одной - акцию следует немедленно продавать, а другая рекомендует приобретать. И в этом нет ничего удивительного, поскольку в современном мире со всё усложняющимися взаимосвязями *макрэкономические прогнозы не могут быть достаточно точными, чтобы представлять особую ценность для инвестора*. На ценность актива постоянно воздействуют мелкие, но существенные факторы, которые никто не может предсказать или оценить заранее.

Информация, поступающая на рынок широкому кругу инвесторов, как правило, уже отражена в ценах фондовых активов.

Конечно, исследования аналитиков могут базироваться и на недостоверной информации. Мнением толпы можно манипулировать, толкуя одни и те же факторы фундаментального анализа так или иначе. И, в конечном итоге, мало кто из рядовых инвесторов реально интересуется финансово-экономическими результатами деятельности эмитента. Слухи и суждения воспринимаются ими как реальная информация, и рынок наполнен «белым шумом». Под воздействием «шума» изменяются цены на фондовом рынке. В результате и профессиональных инвесторов интересует вовсе не реальная доходность инвестиции, а то, как рынок будет оценивать ее под влиянием

настроения инвестирующей публики. На отечественном рынке ценных бумаг, который по большому числу котированных акций не демонстрирует даже слабой формы эффективности, фундаментальные характеристики эмитента скорее всего никогда не найдут зеркального отражения в движении курсов. На рынке, который носит во многом спекулятивный характер, можно с определенной уверенностью утверждать, что действия инвесторов будут основаны на определенных стереотипах поведения, и реагировать на те события, которые определены традицией рынка.

Не следует ли из всего вышесказанного, что фундаментальный анализ на отечественном рынке бесполезен вообще? Для краткосрочных операций – да. *Исследование реакции рынка на отдельные факторы, и умение их использовать в процессе биржевой торговли позволит получить большую прибыль, чем фундаментальные исследования эмитента.*

Тогда разумным будет предположить, что в долгосрочной перспективе цена акции будет изменяться в результате воздействия фундаментальных факторов, например, вместе изменением финансовых потоков, генерируемых корпорацией.

Итак, если кому-то фундаментальный анализ нужен и важен, так это долгосрочным инвесторам. Как уже говорилось, он позволяет выявить все детали относительно компании-эмитента и, соответственно, дать неплохой долгосрочный прогноз развития ситуации. Разумеется, и здесь есть свои случайности, но, тем не менее, при фундаментальном анализе все же можно четче составить себе картину, хотя бы приблизительную, динамики цены бумаги в будущем. Теоретически, если компания, в которую вы собрались вложить деньги, ненадежна, фундаментальный анализ обязательно даст об этом знать.

Однако, надо отметить особенность российского рынка ценных бумаг: непрозрачная и недостоверная отчетность некоторых отечественных корпораций, нестабильность многих российских предприятий - ведь может случиться и так, что имея на бумаге великолепные результаты, реально предприятие может обанкротиться, а аналитические источники могут и просто обмануть инвестора.

Совершенно очевидно, что абсолютно эффективного рынка не существует: поступление новой информации меняет представление инвестора о цене актива и побуждает совершить операцию на рынке, и в результате этого информация будет «отредактирована» в цене актива. Поэтому на любом рынке возможен специальный отбор ценных бумаг, который осуществляется инвестором на основе анализа поступающей на рынок информации. Та информация, которая касается фундаментальных факторов деятельности эмитента, недоступна инвестору и рыночному спекулянту. Для её передачи необходимо наличие специальных механизмов, обеспечивающих *прозрачность* рынка. Если они отсутствуют или работают неэффективно, то отдельные категории инвесторов, завладевая моментально этой информацией, смогут извлекать дополнительную прибыль из операций на рынке ценных бумаг. К такой категории инвесторов, прежде всего, относятся инсайдеры, обладающие определенной информацией о деятельности зарегистрированных на бирже компаний. Качество и количество информации, поступающей различным категориям инвесторов, обуславливает их *разделение на информированных и неинформированных.*

Имеет ли место систематическое перераспределение финансовых ресурсов от неинформированных к информированным инвесторам на отечественном фондовом рынке?

Российский рынок характеризуется отсутствием тесной и постоянной взаимосвязи между информацией об эффективности деятельности компаний и движением стоимости эмитированных ими ценных бумаг. Поэтому вполне вероятно существование аномалий, позволяющий информированному инвестору получить прирост курсовой стоимости. Это подтверждается анализом итогов торговых операций на ММВБ по трем категориям инвесторов. Категория «иностранные инвесторы плюс дилеры» при торговле уверенно извлекает положительную сверхрыночную доходность. После двадцати дней акции, покупаемые данной категорией инвесторов, превосходят по доходности продаваемые акции на 12-13 базисных пунктов. Напротив, акции, продаваемые индивидуальными инвесторами, превосходят по доходности покупаемые акции. Это означает, что индивидуальные инвесторы работают в убыток. После двадцати дней доходность покупаемых акций отстает от доходности продаваемых на десять базисных пунктов.

Прочие институциональные инвесторы тоже теряют деньги при торговле, хотя у них ставка доходности не такая низкая, как у индивидуальных инвесторов, и составляет после двадцати дней минус четыре базисных пункта. Наличие убытков у данной категории инвесторов может быть объяснено необходимостью играть на бирже не только против индивидуальных (неинформированных) инвесторов, но и против дилеров и иностранных инвесторов (более информированных)⁷.

Следует ли пытаться ответить на вопрос, почему, несмотря на существование систематических убытков, индивидуальные инвесторы продолжают торговать? Попав под очарование рынка можно забыть обо всем, и нет смысла вспоминать старинную поговорку – *«Если вы не знаете, кто вы есть на самом деле, то фондовый рынок слишком дорогое место, чтобы это узнать»*.

Объективными причинами неугасающего интереса отечественных инвесторов к российскому фондовому рынку, безусловно, является избыток денег в экономике и отсутствие в последние годы альтернативных объектов для их вложения под сопоставимую с доходностью фондового рынка ставку процента. Кроме того, количество игорных заведений, по крайней мере в Москве, существенно сократилось, и многие люди рассматривают биржевую торговлю акциями как вид развлечения, предпочитая быть в курсе дел на фондовом рынке и ощущая свою принадлежность к определенной категории людей. Также нельзя исключать ошибочную веру физических лиц в то, что они являются информированными инвесторами, забывая что совокупность проницательности всех действующих и потенциальных инвесторов обычно больше, чем одного–единственного человека (эффект чрезмерной уверенности).

Исключить возможность отрицательных финансовых последствий операций на рынке ценных бумаг для благосостояния индивидуальных инвесторов нельзя, но хочется предостеречь, что инвестирование на фондовом рынке не игра, а серьезная работа и надеяться, что понимание рынка и знание инвестиционных стратегий, о которых пойдет речь в следующей статье, будет способствовать успеху ведения торговли различными категориями инвесторов.

⁷ И. Нилов Шумовая торговля. Современные эмпирические исследования *Журнал Рынок ценных бумаг #24 за 2006 год*