

УДК 336.767:330.322.54

*Т.В. Алайцева**

РАЗВИТИЕ ФОНДОВОГО РЫНКА В РОССИИ: ИНВЕСТИЦИИ И СПЕКУЛЯЦИИ

В статье рассматриваются вопросы современного состояния российского фондового рынка. Проанализированы инвестиционная и спекулятивная деятельность с позиций их общности и различий. Уточнены подходы к оценке фондовых инструментов.

Ключевые слова: инвестиции, спекуляции, формирование фондового портфеля, оценка фондовых инструментов.

Российский фондовый рынок продолжает переживать период становления уже не первый десяток лет. Пока для его развития наиболее характерны признаки именно «молодых» фондовых рынков. Это и потенциальная более высокая доходность, которая на рынке реализуется далеко не всегда, а зачастую непредсказуема и не поддается фундаментальному анализу; и в целом более значительный уровень риска для инвесторов, что в значительной мере проявилось в активной фазе мирового финансового кризиса в 2008–2010 гг.

Интерес к российскому фондовому рынку постоянно проявляют зарубежные инвесторы, его состояние и развитие отслеживают и анализируют международные рейтинговые агентства, что само по себе уже приближает его к полноценному вхождению в мировое фондовое пространство.

Достаточно четко проявляется и важное разделение участников рынка на инвесторов и спекулянтов. Но если инвестиционная линия, в том числе и по участию иностранных инвесторов, показывает небольшой, но стабильный рост, то спекулятивная составляющая имеет пока значительное отставание от развитых фондовых рынков. В то же время еще К. Маркс писал о естественности сопутствия спекулятивных операций деятельности по привлечению капитала для реального финансирования бизнеса.

Инвестирование в ценные бумаги происходит ради достижения трех целей: сохранения (не уменьшения в реальном измерении, особенно при инфляции) капитала,

* © Алайцева Т.В., 2013

Алайцева Татьяна Васильевна (alaytv@gmail.com), кафедра общего и стратегического менеджмента Самарского государственного университета, 443011, Российская Федерация, г. Самара, ул. Акад. Павлова, 1.

получения дохода на вложенный капитал и ради прироста (самовозрастания) капитала. При этом сохранение капитала как цель инвестирования предполагает достижение его неуязвимости для колебаний рыночной конъюнктуры и стабильность в получении дохода. С позиций сохранения капитала самыми подходящими и безопасными инвестициями традиционно считались вложения в государственные облигации или облигации наиболее крупных и сильных компаний. Самыми рискованными и негарантированными являются, наоборот, вложения в акции молодых, растущих компаний в наукоемких отраслях, в сфере новых технологий, хотя при этом они могут оказаться потенциально наиболее доходными с позиции возможного прироста капитала. Но ни один вид ценных бумаг и ни один конкретный фондовый инструмент не позволяет одновременно достичь сразу всех инвестиционных целей.

Специфика российского фондового рынка заключается в том, что в определенные периоды (1998 г.) было серьезно подорвано доверие к таким сверхнадежным на развитых рынках инструментам, как государственные казначейские обязательства, особенно государственные краткосрочные облигации (ГКО). Значимость этого сегмента рынка за 15 прошедших лет не восстановлена. В то же время наукоемкие и высокотехнологичные виды деятельности в России по ряду причин оказались связаны со специфической формой госкорпораций, эффективность и результативность деятельности которых не укладывается в общепризнанные рамки оценки, что для инвесторов неприемлемо.

Оценка привлекательности фондовых инструментов во многом базируется на информации о дивидендной политике эмитентов и на данных о финансовом состоянии, качестве управления компаниями. В целом, по данным российских аналитиков фондового рынка, общая дивидендная доходность несколько выше (в процентном отношении), чем традиционно складывается на высокоразвитых фондовых рынках. Претензий же к уровню и качеству управления компаниями-эмитентами пока достаточно много, и это существенно снижает общий интерес к вложению капиталов в российскую экономику.

Кроме указанных факторов на динамику цен акций также существенно влияет уровень рыночного ссудного процента. На развитых финансовых рынках обычно сравнение бывает в пользу дохода по акциям из-за низкого уровня банковского процента. В России же из-за высокой инфляции доходность по акциям и по банковским вкладам сопоставима по уровню, но риски вложений в акции несоразмерно выше. Как известно, в результате отсутствия гарантированного дохода эффективность операций с обыкновенными акциями может быть прогнозируема лишь условно. При этом под риском понимается неопределенность в получении будущих доходов, то есть возможность возникновения убытков или получения доходов, размеры которых существенно ниже прогнозируемых. Теоретическая цена акции прямо пропорциональна дивиденду по ней и обратно пропорциональна ставке процента, учитываемого при оценивании. На практике же для оценки эффективности вложений в акции используется целый ряд факторов, определяющих реальную динамику курсов.

В то же время события осени 2013 года показывают, что в условиях проявившейся нестабильности банковского сектора и в связи с его недостаточно высокой доходностью по сравнению с реальной инфляцией неизбежно будет возрастать интерес инвесторов к диверсификации вложений и формированию эффективного инвестиционного портфеля.

Формируя инвестиционный портфель, инвесторы пытаются при минимальном риске получить максимально возможный доход. Достижение этой цели возможно только при принятии компромиссных решений, уравнивающих эти факторы. Одновременно на фондовом рынке объектом купли-продажи является большое количество ценных бумаг с разным уровнем доходности. Развитый рынок ценных бумаг является хорошо сбалансированной системой. Это означает, что при нор-

мальном состоянии рынка продавцы ценных бумаг и их покупатели постоянно и активно взаимодействуют. Вследствие этого разница между ценами спроса и предложения невелика, операторы фондового рынка быстро приходят к признанию их равновесных значений. На основе принципа рыночного равновесия следует признать: определенной доходности соответствует минимально возможная степень риска, или максимально возможная прибыль, соответствующая данной величине риска, и достигается это состояние при структуре портфеля, совпадающей со структурой рыночного оборота. Вследствие этого главной задачей инвестора является максимально точное воспроизведение структуры рынка в своем инвестиционном портфеле с периодической ее корректировкой.

Как уже отмечалось, гарантированные ценные бумаги, например, государственные облигации, при нормальном развитии рынка не связаны с риском, но и дают минимальный доход. В силу этого подобные безрисковые вложения являются главным регулятором дохода и риска инвестиционного портфеля. Замена одних ценных бумаг на другие, более доходные, практически всегда повышает риск портфеля.

Таким образом, основным способом управления риском при формировании портфеля является его диверсификация. В целом управление инвестиционным портфелем может осуществляться различными методами, но одним из важнейших элементов управления становится грамотная оценка ценных бумаг в зависимости от задач финансового управления.

Например, портфель может служить достаточно надежным резервом, который однажды сформировали и к которому обращаются при финансовых затруднениях. В этом случае ценные бумаги могут быть проданы на рынке. Но ситуация на рынке именно в этот момент может быть неблагоприятной для продажи. Чтобы избежать потерь, для такого варианта управления портфелем следует значительную его часть сформировать из высоколиквидных, легко продаваемых без потерь бумагах. Также следует включать в состав такого портфеля краткосрочные обязательства, в наименьшей степени подверженные каким-либо изменениям и максимально подходящие для гибкого управления ликвидностью.

Другим способом использования портфеля может быть получение дохода, причем по размеру сравнимого с доходами от других видов деятельности предприятия. В этом случае инвестиционный портфель не рассматривается как средство быстрого пополнения денежного капитала, но требует серьезной работы по постоянному отслеживанию состояния соответствующих сегментов фондового рынка, динамики курсов ценных бумаг, составляющих портфель. В этом случае портфель не обязательно включает «голубые фишки» (высоколиквидные ценные бумаги наиболее устойчивых компаний), он может быть сформирован даже из рискованных инвестиций, возможно, высокодоходных в перспективе.

Третьим вариантом может быть формирование портфеля для спекуляций. Этот вариант требует наиболее профессионального управления, включающего не только постоянное наблюдение за состоянием рынка, но и использование методов фундаментального анализа для оценки ценных бумаг и планирования операций с ними. В случае спекулятивной направленности портфеля процесс его формирования является самым сложным.

Спекулятивное портфельное инвестирование связано с повышенными рисками и имеет целью не столько сохранение, сколько преумножение капитала. Этот процесс может осуществляться как из собственных средств трейдеров, так и из заемных средств. Несмотря на то что риск в данном случае заведомо высок, следует устанавливать максимальный уровень риска, измеряемый предельно допустимыми убытками. В спекулятивном портфеле должны в определенной мере сочетаться:

- акции и долговые ценные бумаги;
- пропорции между различными видами ценных бумаг (например, между акциями различных компаний);
- пропорции в структуре долговых бумаг (по срокам и способам выплаты процентов);
- степень доходности и степень риска.

Для инвестора, который действует самостоятельно, не обращаясь к услугам профессиональных консультантов, существует постоянная необходимость тщательно анализировать всю доступную информацию о компаниях, ценные бумаги которых он собирается купить. Существует три основных пути получения такой информации: финансовые документы, публикуемые в открытой печати, а также распространяемые самими акционерными обществами; исследования аналитиков брокерских компаний и независимых рейтинговых агентств; личные контакты с представителями компаний, в том числе посещение собраний акционеров.

В то же время российская практика показывает, что доступность информации и прозрачность деятельности пока находятся на недостаточно высоком уровне, несмотря на то, что продолжает развиваться законодательное регулирование фондовых процессов в сфере обеспечения прав инвесторов. Нередки случаи, когда акционерные общества, банки закрывают источники информации, предоставляют недостоверную информацию в ущерб интересам инвесторов. Также серьезным препятствием является недостаточная грамотность многих реальных и особенно потенциальных участников рынка. Слабо сформирована система страхования рисков фондовых операций. Много заблуждений по-прежнему связано с рыночными категориями «спекулянт», «спекулятивные операции».

Например, до сих пор считается, что интересы инвестора и спекулянта противоположны, поскольку инвестор вкладывает капитал с долговременными целями с расчетом на постоянный доход, а спекулянт нацелен на получение курсовой разницы в краткосрочном периоде. С точки зрения финансового анализа оба способа получения дохода вписываются в одну модель: вложение капитала инвестором и получение потока доходов. Только происходят они с разными временными и количественными параметрами.

Если инвестор решается по какой-либо причине акции продать, то в этот момент времени он может получить типично спекулятивный доход, если продать удастся дороже, чем купил. Также и спекулянт, задержавший акции у себя в ожидании нужного движения курсов, может получить на законных основаниях выплачиваемый в это время дивидендный доход.

В большинстве случаев спекулятивный доход существенно превышает дивидендный, особенно с учетом того, что дивиденды, как правило, выплачиваются не чаще раза в год, а количество спекулятивных операций за тот же период может быть в десятки и сотни раз больше. Но спекулянт может проявлять безразличие к дивидендам только в случае успешности (доходности) спекулятивных операций. При неудачных операциях, при кризисных явлениях в экономике дивидендный доход может хотя бы отчасти компенсировать потери. С этих позиций спекулянту следует выбирать так называемые «акции дохода», приносящие хорошие дивиденды, а не «акции роста», компенсирующие недостаточность или отсутствие дивидендов потенциальным ростом курсовой стоимости. Для истинного спекулянта, не желающего привязки к конкретным ценным бумагам, наиболее важна ликвидность — способность бумаги легко и быстро, без потерь, обращаться в деньги. Характеристиками ликвидности являются торговый объем, активность участия в сделках в течение определенного периода времени. Но параметры, делающие ценную бумагу ликвидной, определяются и значимостью компании для общества, для потребителей, зависят от места на рынке, положе-

ния в отрасли, то есть экономические характеристики важны и для спекулянта.

Важным обстоятельством для спекулянта является прогнозируемость динамики курсов акций. Несомненно, чем больше сделок по данной бумаге, тем равномернее они распределены во времени, тем очевиднее на графике уровни, тренды, фигуры и другие признаки технического анализа фондового рынка.

Необходимо признать, что долгосрочные тренды обусловлены именно фундаментальными причинами: недооцененная бумага должна подорожать, а переоцененная — неизбежно подешеветь. Следовательно, правильное определение адекватности рыночной цены фундаментальной стоимости ценной бумаги становится важнейшей аналитической задачей трейдера. Таким образом, фундаментальный анализ акций, включаемых в портфель в спекулятивных целях, состоит в оценке, с одной стороны, денежного потока, образуемого дивидендами, с другой стороны — фундаментальной (истинной) стоимости акции и сравнении ее с рыночной ценой (курсовой стоимостью).

Рассматривая экономические параметры акционерного общества для определения недооцененности или переоцененности компании, нужно иметь в виду, что абсолютные значения соответствующих показателей могут значительно различаться в зависимости от отраслевой принадлежности компании. Например, для предприятий коммунального хозяйства характерны высокая дивидендная доходность и низкие темпы роста прибыли, тогда как компании, работающие в сфере высоких технологий, могут демонстрировать стремительный рост прибыли и не выплачивать при этом дивидендов вообще. Законодательно это не запрещено, и общие собрания акционеров поддерживают подобные решения с целью дальнейшего роста капитализации компании и из-за необходимости реинвестирования прибыли в больших масштабах.

Для точной оценки компании и ее ценных бумаг (а это могут быть акции обыкновенные и привилегированные, облигации с разными сроками погашения и разной доходностью и т. д.) с позиций фундаментального анализа необходимо рассматривать следующие базовые группы показателей:

- 1) показатели оценки стоимости;
- 2) показатели финансовой устойчивости;
- 3) показатели рентабельности;
- 4) темпы роста компании.

Каждый рассчитанный показатель затем сопоставляется с аналогичными данными предприятий соответствующей отрасли, поскольку оценка компании в принципе может быть только сравнительной и абсолютные данные значимы только для внутренней оценки в самой компании.

Несомненно, что темпы роста привлекательной для инвестирования компании должны соответствовать или превышать темпы роста в среднем в отрасли. Но получение положительного результата анализа в данный момент не означает положительного вывода на длительную перспективу. Например, если темп роста дивидендов превышает темп роста прибыли постоянно, и это становится долгосрочной тенденцией, то в какой-то момент дивидендные выплаты могут поглотить практически всю прибыль компании, что сделает невозможным ее рост, обновление и формирование резервов.

Изменение фундаментальных показателей является весьма небыстрым процессом, поэтому фундаментальный анализ может применяться для спекулятивных сделок только на стадии принятия решений об отборе акций для включения в портфель. Для успеха спекулятивной сделки с фундаментальным отбором принципиально важно, чтобы экономическая оценка подтверждалась технической. Например, если фундаментальный анализ свидетельствует о недооцененности компании, то это должно отражаться и в долгосрочных графиках динамики. Если же графическая картина противоречит фундаментальной оценке, то от операций с такими акциями лучше воздержаться.

Следующим важным моментом в оценке акций является их отбор для формирования инвестиционного портфеля. Базовая теория портфельного инвестирования сформулирована в 60–70-х годах XX века в трудах нобелевских лауреатов Г. Марковитца, У. Шарпа и их последователей. Эти ученые поставили и решили важнейшую фундаментальную задачу нахождения оптимального инвестиционного портфеля, то есть такого распределения капитала между различными активами, при котором достигается минимальный суммарный риск при достаточной доходности, что является наиболее важным как для инвесторов с различными способами управления портфелем, так в конечном итоге и для спекулянтов.

Однако следует помнить, что оптимальный инвестиционный портфель может быть создан при соблюдении достаточно жестких ограничений и условий, наиболее важными из которых являются следующие:

- инвестиционный капитал не ограничен;
- каждый инвестор рационален, то есть из нескольких вариантов инвестиций с одинаковой доходностью будет выбран наименее рискованный;
- все инвесторы имеют равный доступ к важной информации, а информация распространяется мгновенно и повсеместно;
- рынок в целом не чувствителен к действиям отдельных инвесторов, то есть ни один инвестор не в состоянии своими действиями существенно повлиять на рынок.

Получается, что указанные ограничения означают полное отрицание наличия на рынке спекулянтов и спекулятивных операций. Мы же исходим из реальности, которая свидетельствует о том, что спекуляции не только естественно сопутствуют фондовому рынку, реально существуют и имеют инвестиционную привлекательность, но и могут по объемам значительно превышать объемы сделок с истинно инвестиционными целями, что подтверждается быстрым ростом рынков производных инструментов.

Вопросы оптимальности портфельных инвестиций возникают всякий раз, как только становится возможным вложить капитал более чем в один актив. В этом случае активы начинают взаимодействовать между собой, либо взаимно усиливая размах колебаний суммарной доходности капитала, либо, наоборот, гася взаимные колебания. Ведь смысл портфельных инвестиций и заключается в том, что капитал, распределенный по разным активам, в целом подвержен меньшей изменчивости. Из этого следует, что общий риск инвестиционного портфеля оказывается ниже, чем сумма рисков его компонентов.

В классической теории портфеля одним из базовых предположений является следующее: собственный риск финансового инструмента измеряется величиной дисперсии исторического ряда его доходности, а взаимный риск компонентов портфеля измеряется ковариацией исторических доходностей. Если речь идет о долгосрочных инвестициях, то доходности рассчитываются по дивидендным или процентным выплатам. Для прогнозирования же будущей доходности просто предполагается, что размеры выплат или их динамика в будущем периоде сохранятся такими же, как и в прошлом.

Однако принцип такой исторической преемственности совершенно перестает работать применительно к спекулятивным операциям. Сам спекулятивный капитал (часто это собственные средства трейдера, торгующего на свой страх и риск), как правило, ограничен относительно небольшой суммой. Также риск спекулятивных операций многократно выше риска классических операций по инвестированию. Становится чрезвычайно сложно определить устойчивую закономерность чередования доходных и убыточных сделок.

Можно утверждать, что на сегодняшний день не существует базовой общепринятой методики формирования оптимального спекулятивного портфеля. Но можно предложить ряд последовательных шагов. Вначале необходимо сформировать базовый набор акций по следующим критериям:

- диапазон приемлемых цен;
- средний дневной объем (ликвидность) не менее определенной величины;
- рыночная капитализация определенной величины.

Предложенные критерии отражают самые общие характеристики спекулятивных инструментов. Выбираются акции, по которым ликвидность практически гарантирована.

Другим показателем, определяющим как ликвидность, так и относительную сглаженность графика цен, является рыночная капитализация. Этот параметр, по сути, отражает интерес рынка к данной компании, поэтому берутся акции с капитализацией не ниже средней. Для спекулятивных операций наиболее интересны те активы, цена которых, с одной стороны, изменяется закономерно, с другой — может измениться в значительных пределах. Результатом процесса должен стать список акций, упорядоченный по их потенциалу, благодаря которому дальше будут отбираться наиболее подходящие активы.

При фундаментальном анализе конкретных финансовых инструментов следует учитывать, что суммарная стоимость российских компаний, отражаемая рынком ценных бумаг, является до сих пор несоответствующей реальной стоимости, то есть рынок по-прежнему существенно недооценен. В целом это привлекательно для инвесторов, поскольку сохраняется перспектива постепенного роста цены многих акций.

Специфика фондового рынка России заключается и в том, что его структура существенно отличается от структуры фондовых рынков развитых стран, поскольку отражает сложившуюся структуру экономического потенциала страны. Этим объясняется то, что львиная доля капиталов обращается в сырьевом, а точнее — в энергетическом секторе. То, за счет чего получает доходы бюджет, и то, что востребовано мировым рынком, формирует и внутренний фондовый рынок. Пока российский фондовый рынок не демонстрирует тенденции перехода инвестиционных интересов к высокотехнологичным несырьевым отраслям. Исключение составляют вложения российских инвесторов в подобные активы за рубежом нашей страны.

Стагнация мировой экономики, проблемы еврозоны не дают уверенности в том, что падение спроса на ресурсы не приведет к дальнейшему падению оборотов даже в наиболее динамично растущей части российского фондового рынка.

Библиографический список

1. Ведомости. Финансы: электронное периодическое издание. URL: <http://www.vedomosti.ru/finance/>.
2. Lucky dollar. URL: <http://luckydollar.ru/>.

*T.V. Alaitseva**

DEVELOPMENT OF STOCK MARKET IN RUSSIA: INVESTMENTS AND GAMBLE

In the article the questions of contemporary state of Russian stock market are viewed. Investment and speculative activity in terms of their similarities and differences is analyzed. Various approaches to the assessment of stock instruments are specified.

Key words: investments, speculations, forming of stock portfolio, assessment of stock tools.

* *Alaitseva Tatyana Vasilievna* (alaytv@gmail.com), the Dept. of General and Strategic Management, Samara State University, Samara, 443011, Russian Federation.