

Ключевые слова:

фондовый рынок, эмитенты, инвесторы, эмиссионные ценные бумаги, циклические движения, приватизация, индексы рынка, кредитный дефолтный своп

С. И. Тараканов, к. ф.-м. н.,
доц. кафедры «Фондовые рынки» ГУМФ
(e-mail: fondr@gumf.ru)

Возможности управления рисками на фондовом рынке в условиях нестабильной экономики

Фондовый рынок — часть финансового рынка. Целесообразно на примере этого сегмента более детально изучить возникающие риски и возможности участников рынка по их минимизации. Именно возможности, поскольку, по нашему мнению, существуют риски, которыми управлять нельзя. Рассмотрим те, что характерны для фондового рынка: бюджетные, возникающие при приватизации значимых компаний; риски при эмиссии долговых государственных бумаг, а также риски инвесторов.

Данную работу можно считать продолжением статьи¹, в которой рассматривались общие методы и приемы риск-менеджмента на финансовых рынках. Риски, которым подвергаются участники фондового рынка, значительны и напрямую влияют на финансовое состояние. Чтобы убедиться в этом, достаточно проанализировать результаты деятельности российских паевых инвестиционных фондов (ПИФ) по стоимости чистых активов и доходности. У многих ПИФ доходность акций в течение длительного времени отрицательна, т. е. наблюдается отсутствие прибыли. А между тем это профессионалы.

Перед изложением материала следует дать основные понятия. Участники фондового рынка — это государство и другие инвесторы и эмитенты. Под фондовым рынком здесь понимается рынок развитых эмиссионных ценных бумаг — торгуемых акций и облигаций. Сюда также входят эмиссионные ценные бумаги предприятий, акции которых находятся в государственной собственности полностью или частично. Сами предприятия планируется приватизировать, или они уже прошли этап частичной приватизации. Последние группы акций несут риски для бюджета страны и называются бюджетными.

На фондовом рынке рискам подвергаются как эмитенты, так и владельцы бумаг. Среди тех и других могут быть государственные организации, такие как, например, Банк России, Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК), а также инвесторы, как правило, профессиональные участники финансовых рынков. К последним относятся те, кто ведет основную деятельность на финансовых рынках и имеет

¹ См.: Тараканов С. И. Риск-менеджмент на финансовых рынках // Академия бюджета и казначейства Минфина России. Финансовый журнал. — 2010. — № 3. — С. 147–152.

соответствующие лицензии: коммерческие банки, паевые и акционерные инвестиционные фонды, страховые компании, пенсионные фонды, управляющие компании и т. д. Есть еще третья группа, в которую входят юридические и физические лица, не имеющие соответствующих лицензий и работающие на свой страх и риск в надежде получить спекулятивную прибыль. При этом они не обращаются к профессиональным посредникам фондового рынка. Это личное дело каждого из них, и анализировать, какие риски они несут и как им управлять этими рисками, не стоит.

Рассмотрим более детально функционирование эмитентов и владельцев ценных бумаг на фондовом рынке.

ГОСУДАРСТВО — ВЛАДЕЛЕЦ ЭМИССИОННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

В некоторых случаях, как, например, при обеспечении экономической безопасности, государство должно иметь контрольный или блокирующий пакет акций значимых для экономики страны компаний. Российский пример — мировой монополист ОАО «Газпром». Сейчас чуть более 50 % уставного капитала находится в руках государства, а несколько лет назад было менее 50 %. Когда стало понятно, что в связи с этим могут возникнуть серьезные (и даже катастрофические) риски, правительство не без труда докупило часть акций до контрольного пакета. В других случаях государству не обязательно выступать в роли мажоритарного акционера. По мнению выдающегося экономиста А. Смита, государство — плохой менеджер, и, в отличие от частного заемщика, оно «не заинтересовано в правильном управлении какой-либо специальной частью капитала»². На этот случай и предусмотрена приватизация компаний. Например, по российской программе приватизации, одобренной в ноябре 2010 г.³, бюджет должен получать ежегодно по 300 млрд руб., а Минэкономразвития России ожидает ежегодных доходов до 1 трлн руб. Это немалая величина по сравнению с доходной частью бюджета. Понятно, чем грозят неэффективные действия по приватизации российскому бюджету. Появившаяся дыра будет заделана не без труда, ведь объемы госдолга в ценных бумагах и так велики. По словам Президента России Д. А. Медведева, сроки и объемы госактивов «будут определяться отдельными решениями». Они должны быть «взвешенными, стратегически обоснованными, учитывать сложную конъюнктуру на рынке капиталов, возможные риски»⁴. При таком состоянии рынка, как сейчас, непродуманная продажа крупных государственных компаний сродни самоубийству.

Во-первых, на запланированные пакеты для приватизации по предполагаемым ценам может не найтись стратегических инвесторов, на что указывает тенденция последних лет. Очень часто после проведения IPO (первичное размещение акций) цены на акции существенно падают, и инвесторы могут надолго остаться акционерами компаний, в которые они вложили средства. Самый свежий пример — IPO Facebook, прошедший в мае 2012 г. Даже такая раскрученная компания при небывалом наплыве желающих приобрести ее акции не смогла избежать печальной участи. А уже на второй день после проведения IPO на его организаторов были поданы иски в суд⁵. На момент написания статьи цены на акции Facebook упали в два раза по сравнению с теми, по которым акции размещались на IPO.

Во-вторых, пакеты могут быть размещены частично, что крайне нежелательно. Приведем конкретные цифры по самым крупным пакетам акций предполагаемой приватизации в ближайшее время. По некоторым данным, приватизируемый пакет ОАО «Сбербанк России» — 7,58 % от уставного капитала минус 1 акция (такое некруглое число установлено потому, что после приватизации у государства останется 50 % от уставного капитала плюс 1 акция) — по состоянию на 22 марта 2011 г. стоил около \$6 млрд⁶.

² Smith A. *An Inquiry into the Nature and Causes of the wealth of Nations*. — 1776.

³ См.: Казьмин Д., Лютова М., Письменная Е. Условная продажа // *Ведомости*. — 2012. — 8 июня.

⁴ Там же.

⁵ См.: Инвесторы подали на Цукерберга в суд за потерю денег / *РБК daily* (<http://www.rbcdaily.ru/2012/05/23/world/562949983921230>).

⁶ См.: Товкайло М., Аскер-Заде Н. Испытание для рынка // *Ведомости*. — 2011. — 23 марта.

На начало июня 2012 г. стоимость пакета уменьшилась. По данным Reuters, это 136,5 млрд руб., что по курсу 32,5 руб./\$ составляет приблизительно \$4,2 млрд. Потери для бюджета значительные. То же касается ОАО «СОВКОМФЛОТ». Приватизируемый пакет на 22 марта 2011 г. оценивался в \$1 млрд. Кстати, приватизировать эти два пакета предполагалось еще в 2011 г., но по понятным причинам сроки были перенесены на 2012–2013 гг. Что касается пакета акций ОАО «Сбербанк России», то здесь положение дел лучше. Во всяком случае, команда Г. Грефа предполагает использовать более гибкую схему управления рисками. Приватизации будет предшествовать программа депозитарных расписок, что должно подогреть интерес к акциям. Сам пакет акций, возможно, будет продан частями. Однако посмотрим, произойдет ли приватизация этих компаний в 2012 г. Стоит добавить, что сделка для акций ОАО «Сбербанк России» уже технически подготовлена.

ГОСУДАРСТВО-ЭМИТЕНТ

В России, как и в других странах, существует как внешний, так и внутренний госдолг. В нашей стране это разделение определяет Министерство финансов по географическому расположению инвесторов, среди которых размещается эмиссия государственных бумаг.

Долговые проблемы стран ЕС, Америки, Азии находятся в центре внимания политиков и финансистов. Но реальных результатов деятельности по выходу из долгового кризиса пока не видно. Известны цели, к которым следует стремиться. Например, для стран ЕС: дефицит бюджета должен быть 3 % от ВВП или менее, а госдолг, соответственно, — 60 % от ВВП. На данный момент в развитых странах эти количественные характеристики не выполняются. В России положение лучше, но и нам есть о чем беспокоиться.

Динамика роста внутреннего долга в кризисный период 2009–2012 гг.

	01.01. 2009	01.07. 2009	01.01. 2010	01.07. 2010	01.01. 2011	01.07. 2011	01.01. 2012	01.07. 2012
Долг, млрд руб.	1499,8	1529,3	2094,7	2228,7	2940,4	3585,1	4190,6	4423,6
Рост долга за полугодие, %		1,97	37	6,4	31,9	21,9	16,9	5,6
Рост долга за год, %	K2		39,7		40,4		42,5	

Источник: Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации (<http://www.minfin.ru>).

Из таблицы видно, что долг увеличивается неравномерно. Его наибольший рост наблюдается в конце года, что связано с исполнением бюджета. Следует заметить, что динамика пугающая, если принимать во внимание, что рост ВВП составляет приблизительно 4 % в год. Справедливости ради добавим, что ситуация с внешним долгом намного лучше и находится полностью под контролем.

Многие экономисты считают, что в данный момент риски существенно возросли и ситуацию следует исправлять как можно быстрее, т. е. необходимо сокращать расходы. Излишние денежные вливания приведут к росту инфляции и падению национальной валюты, но не только. По экономике это ударит так называемым фискальным вытеснением⁷. Возможности для управления ситуацией есть. Кроме сокращения расходов, это превращение государственного долга в рыночный, что происходит в развитых странах, и Минфин России такую линию проводит.

ИНВЕТОРЫ И УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ

Один из приемов избежания рисков — полный отказ от инвестирования на фондовом рынке. Например, по данным издания «Ведомости», к середине 2012 г. накопления ОАО «Сургутнефтегаз» (т. е. депозиты и средства на счетах) достигли 917,5 млрд руб.,

⁷ См.: Алехин А. Б. Государственный долг. — М.: Магистр, ИНФРА-М, 2011.

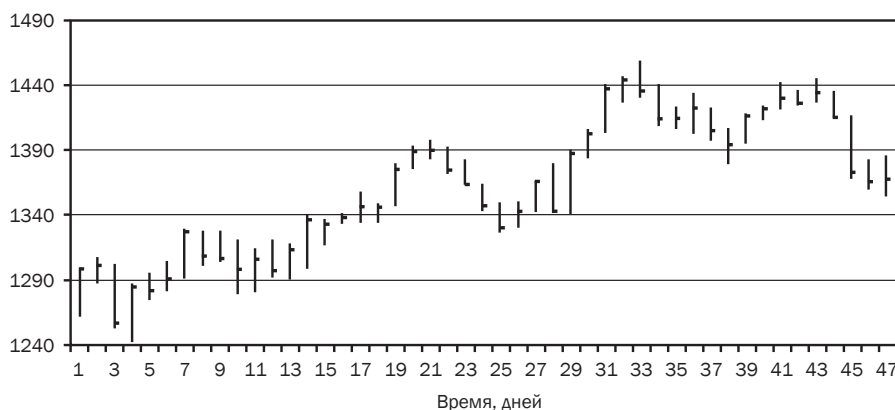
или, по курсу, \$28 млрд⁸. Следует заметить, что такую линию компания проводит в течение многих лет, увеличивая накопления. Генеральный директор компании В. Богданов говорил год назад, что «Сургутнефтегаз» готов тратить. Но планы изменились. Вообще здесь прослеживается некоторая тенденция в мировом масштабе. На счетах крупнейшей публичной нефтяной компании Exxon Mobil — \$18 млрд. То же наблюдается и у самой крупной компании мира Apple. Правда, у последних есть небольшие инвестиции в государственные бумаги США. Подтверждением сказанного служат крайне низкие объемы торгов акциями на ММВБ-РТС летом 2012 г.

Инвестор — владелец акций. Нам известно, что участники рынка в своем большинстве используют технический и фундаментальный анализ, чтобы избежать рисков. Если посмотреть на анонсы крупных компаний перед открытием торгов, то комментарии, связанные с портфельным инвестированием, отсутствуют. Технический и фундаментальный анализ применяется как на краткосрочных временных интервалах — от одного до нескольких дней, так и на долгосрочных — от нескольких недель до нескольких месяцев. Здесь, прежде всего, следует знать, что рынок совершает циклические движения. Это особенно отчетливо просматривается на растущем рынке. Самая успешная стратегия — определить начало цикла и его окончание, используя индикаторы и графический анализ. В начале цикла нужно успеть войти на рынок, а перед окончанием вовремя выйти. Это непростая задача, потому что все участники не могут одновременно выигрывать. Если одни выигрывают, то другие обязательно проигрывают. Но факты упрямая вещь, и циклические движения с сопутствующими характеристиками на различных временных интервалах выполняются довольно точно, отражая при этом состояние здоровья экономики⁹. Тот, кто не применяет технический анализ (если, конечно, не пользуется инсайдерской информацией), подвергается очень серьезным рискам, связанным в т. ч. с полной потерей инвестируемых средств.

Для иллюстрации сказанного приведем график движения индекса ММВБ за период с 21 мая по 25 июля 2012 г. (рис. 1). По вертикальной оси отложен индекс ММВБ, выраженный в пунктах и представленный барами (HCL bar). Каждый бар (вертикальная черта) соответствует одной торговой сессии за один день. По горизонтальной оси — время в днях. Индекс на данный момент вычисляется по рыночной стоимости 30 акций эмитентов, входящих в список самых ликвидных торгуемых на ММВБ акций.

Рисунок 1

Движение индекса ММВБ в мае – июле 2012 г.



Источник: составлено автором по данным ММВБ.

⁸ См.: Сургутнефтегаз соревнуется с Минфином в накоплениях // Ведомости (http://www.vedomosti.ru/companies/news/2378921/kopilka_3).

⁹ См.: Тараканов С. И. «Невидимая рука» рынка и движение цен // Государственный университет Минфина России. Финансовый журнал. — 2012. — № 1. — С. 101–106.

Низшая точка графика соответствует значительному локальному минимуму. Как видно из рисунка, движение индекса представляет собой типичный цикл Доу. Он состоит из пяти волн восходящей фазы цикла (1-2-3-4-5), которая начинается 24 мая и заканчивается 5 июля, и трех волн из нисходящей фазы (A-B-C) с началом 5 июля и окончанием 25 июля.

Индексы достаточно точно отражают состояние мировой экономики. Если экономика растет, то они в целом также растут, за исключением коррективных движений (как следствия негативных фундаментальных характеристик), и наоборот. Такое движение индекса ММВБ можно было видеть после первой волны кризиса¹⁰. А на данный момент как индикатор реального состояния экономики он не подтверждает наличия второй волны мирового кризиса — на рис. 1 видно, что пока сильного движения индекса вниз не наблюдается, т. е. наступила так называемая консолидация (боковой тренд).

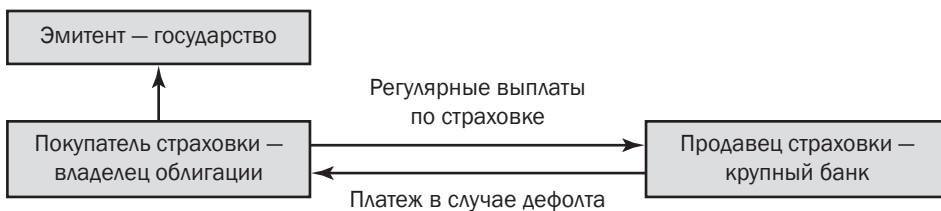
Инвестор — владелец облигаций. В этом сегменте рынка риски минимальны, но, как следует из теории, и доходности низкие. Однако существует возможность получения дополнительной прибыли при использовании операций РЕПО. Самые надежные виды операций РЕПО на бирже — междилерская (между банками) или с Банком России. Список инструментов, принимаемых в РЕПО, обширен — это инструменты надежных эмитентов. В экономических изданиях¹¹ подробно описана процедура получения дохода с помощью операций РЕПО. В марте 2012 г. доходность по некоторым гособлигациям в России превысила ставку, по которой их можно заложить в Банке России. Многие игроки на рынке этим воспользовались. Они заключали сделки РЕПО с этим активом и на полученные деньги снова покупали облигации федерального займа (ОФЗ). Затем в какой-то момент купленные облигации продавались, и сделки РЕПО прекращались. Если в период проведения этой операции цены облигаций растут (именно так и было в марте), то можно получить дополнительную прибыль. Риск заключается в том, что вновь купленные ОФЗ могут подешеветь. Подобные операции (по сути, пирамиды) не новы, их совершают уже в течение 15 лет — одни очень успешно, другие с потерей средств.

Теперь рассмотрим риски и возможности управления ими, когда международные инвесторы владеют иностранными государственными облигациями, в т. ч. российскими.

На фоне долговых проблем возникают серьезные риски, связанные с дефолтом по гособлигациям. Чтобы застраховать себя на этот случай, инвесторы могут использовать широко распространенный инструмент — кредитный дефолтный своп (Credit Default Swap — CDS), ценную бумагу внебиржевого рынка (крупные участники рынка CDS объединяются под эгидой Международной ассоциации свопов и деривативов, которая разработала типовые договоры для совершения сделок с CDS). По сути, это контракт между двумя сторонами о передаче риска по выбранному эмитенту или заемщику (рис. 2).

Рисунок 2

Схема реализации CDS



Источник: составлено автором.

¹⁰ См.: Тараканов С. И. «Невидимая рука» рынка и движение цен // Государственный университет Минфина России. — Финансовый журнал. — 2012. — № 1. — С. 101–106.

¹¹ См., например: Камнева Г., Рожков А., Платонова О. Процент из воздуха // Ведомости. — 2012. — 28 апреля.

Стрелка на схеме, ведущая от покупателя страховки к эмитенту, означает, что государству перечислены деньги за купленные облигации. Периодические платежи между покупателем и продавцом продолжаются до наступления дефолта эмитента, на которого выписывается контракт. Расчет платежей производится путем умножения номинальной стоимости контракта на рыночную котировку CDS (данная котировка называется спредом, или фиксированной ставкой по CDS). Спред котируется в базисных пунктах и служит мерой кредитного риска по эмитенту (чем больше спред, тем выше риск).

Для иллюстрации приведем несколько графиков (рис. 3) — изменение спредов в период возникновения серьезных долговых проблем некоторых государств. Котировки CDS служат лакмусовой бумажкой для определения состояния государства или любого эмитента.

Рисунок 3

Котировки CDS в некоторых странах в 2010 г.



Источник: CDS — страховка от дефолта / Stockme.ru (http://www.stockme.ru/CDS_strahovka_ot_defolta1.phtml).

Как мы видим, в период кризиса спреды заметно выросли, что говорит о серьезных долговых проблемах. А для таких государств, как Греция, Португалия, Италия, это свидетельство увеличения вероятности дефолта. В то же время в России роста спредов не произошло, что подтверждает отсутствие значимых проблем в сфере государственного долга.

Таким образом, можно подвести итог. На очень рискованном фондовом рынке рекомендуется применять приемы и методы, рассмотренные в данной работе. Для государства это, например, постепенный перевод внутреннего долга в рыночную форму, что позволит использовать для уменьшения рисков по нему рыночные механизмы. Для инвесторов — использование CDS, причем желателен государственный контроль за объемами их выпуска. В таком случае шансы избежать потерь и получить прибыль увеличиваются.

Библиография

1. Алехин, Б. И. Государственный долг. — М.: Магистр, ИНФРА-М, 2011.
2. Инвесторы подали на Цукерберга в суд за потерю денег [Электронный ресурс] / РБК daily. — Режим доступа: <http://www.rbcdaily.ru/2012/05/23/world/562949983921230>.
3. Казьмин, Д., Лютова, М., Письменная, Е. Условная продажа // Ведомости. — 2012. — 8 июня.
4. Камнева, Г., Рожков, А., Платонова, О. Процент из воздуха // Ведомости. — 2012. — 28 апреля.
5. Сургутнефтегаз соревнуется с Минфином в накоплениях [Электронный ресурс] / Ведомости. — Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/companies/news/2378921/kopilka_3.
6. Тараканов, С. И. Риск-менеджмент на финансовых рынках // Академия бюджета и казначейства Минфина России. Финансовый журнал. — 2010. — № 1. — С. 147–152.
7. Тараканов, С. И. «Невидимая рука» рынка и движение цен // Государственный университет Минфина России. Финансовый журнал. — 2012. — № 1. — С. 101–106.
8. Товкайло, М., Аскер-Заде, Н. Испытание для рынка // Ведомости. — 2011. — 22 марта.
9. Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.minfin.ru>.
10. CDS — страховка от дефолта [Электронный ресурс] / Stockme.ru. — Режим доступа: http://www.stockme.ru/CDS_strahovka_ot_defolta1.phtml.
11. Smith, A. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. — 1776.