

## **Использование возможностей рынка ценных бумаг в системе бизнеса**

А. А. Толмачева

Важнейшая задача России — такая реструктуризация экономики, чтобы экспортоориентированная добыча сырья и энергоносителей уступила главенство их глубокой переработке, наращивающей спрос на человеческий капитал и использование научно-технических достижений. Это возможно на основе мобилизации потенциала отечественного предпринимательства и усиления его конкурентоспособности в высокотехнологичных отраслях, но требует достаточного финансирования и защиты бизнеса от характерных для страны повышенных экономических рисков. Как обеспечить одно и другое, сделав для него выгодной реализацию необходимой перестройки, особенно с учетом роли фондового рынка, сочетания производственной деятельности и операций на нем в рамках комплексной, системной стратегии? Изученность этих вопросов при их необычайной остроте оставляет желать лучшего. Отсюда научная и практическая актуальность исследования, контуры которого представлены далее.

### **Бизнес как система хозяйственных действий: потребности и опасности**

Бизнес как хозяйственная система при зарождении, стремлении к выживанию, инновационному развитию испытывает определенные потребности и подвергается разным опасностям. В качестве предпринимательства это — самостоятельные, на свой страх и риск действия с целью регулярного извлечения прибыли из пользования имуществом, покупки, производства и продажи товаров, выполнения работ или оказания услуг. Такие действия предполагают использование собственного и (или) заемного капитала, доход от которого может расходоваться частично на личное потребление, частично на расширение и модернизацию самого бизнеса. Осуществляется он в формах или индивидуальной, или партнерской, или корпоративной деятельности.

Индивидуальный бизнес представляет собой действия фирмы, принадлежащей одному человеку, который единолично распоряжается ее доходами и полностью отвечает по всем ее обязательствам, чаще всего совмещая на этом предприятии управленческие и трудовые функции. Достоинство здесь — юридическая простота зарождения и ликвидации дела (владелец регистрирует фирму или прекращает ее функционирование без согласования с кем-либо), что облегчает развитие высокорискованной деятельности (в том числе внедрение в производство научно-технических достижений). Но есть и недостатки. В основном это — экономические осложнения при реальном начале бизнеса, его расширении и обновлении (когда требуются значительные денежные ресурсы, чтобы «утрясти» отношения с контролирующими инстанциями, технологически наладить дело и преодолеть порог вхождения в рынок, между тем как привлечь дополнительные источники финансирования без изменения формы бизнеса нельзя, а заемные средства труднодоступны<sup>1</sup>); малые возможности экономии издержек за счет поглощения внутрифирменной организацией рыночных трансакций [1]; рост рисков из-за концентрации ответственности по обязательствам фирмы.

Партнерство (или товарищество) учреждают несколько лиц, которые вместе владеют капиталом фирмы и управляют ею, разделяя между собой риск и ответственность заранее установленным образом, причем доля каждого в прибыли соответствует его участию в уставном капитале предприятия<sup>2</sup>. Достоинства этой формы — более значительные по сравнению с индивидуальным бизнесом возможности использовать привлеченные и заемные финансовые ресурсы, а также — экономить на трансакционных издержках, и налоговые преимущества перед корпорациями. Недостаток — повышенные риски из-за неограниченной имущественной ответственности по обязательствам фирмы при полном партнерстве (всякий его член обязан в судебном порядке возмещать другим убытки партнерства), возможных разногласий между участниками касательно реализации прав собственности и в связи с проблемой «принципал-агент» (когда собственники предприятия передают функции управления им наемному менеджменту).

Организационно-правовой формой бизнеса, наиболее распространенной в экономике развитых стран, судя по ее доле в производстве внутреннего валового продукта и выручке, является корпорация — создаваемая в виде акционерного общества сложная юридически самостоя-

---

<sup>1</sup> Например, в России в 2005 г. доля занятых индивидуальным бизнесом в общем объеме кредитных вложений составила лишь 5–10 % [2].

<sup>2</sup> Партнеры одинаково ответственны по обязательствам фирмы либо всем своим имуществом, либо соответственно участию в ее уставном капитале, что зависит от вида партнерства, которое бывает предусматривающим полную или ограниченную ответственность.

тельная структура с разветвленным внутренним механизмом хозяйственной координации<sup>3</sup>. Совладельцами корпорации оказываются десятки, сотни, а порою тысячи людей, причем каждый из них, обладая определенным количеством акций — единиц уставного капитала предприятия, — имеет право на доход фирмы соответственно своей доле участия и уровню дивиденда на акцию, хотя ответственность по долгам компании эти люди несут только в размере своих вложений<sup>4</sup>. Часть годовой прибыли от хозяйственной деятельности, идущую на выплату дивидендов, определяет собрание держателей акций, на котором каждый может воспользоваться правом голоса соответственно их количеству, которым располагает<sup>5</sup>.

Несмотря на то, что капитал корпорации распределен между многими ее совладельцами (так называемая «диффузия собственности»), всегда лишь один из них или их малочисленная группа держит контрольный пакет акций<sup>6</sup>, что обеспечивает стратегическое руководство компаний. Вместе с тем, оперативно ее деятельностью руководит менеджмент, назначаемый собранием акционеров. Таким образом, для корпорации характерно определенное размежевание управления, самой ее деятельности и собственности, которая легко передается из рук в руки без помех функционированию фирмы: ничто не мешает тем или иным совладельцам компании при недовольстве состоянием ее дел выйти из данного бизнеса, продав свои акции.

Сравнительными достоинствами этой формы предпринимательства являются: широкие возможности, не теряя управления бизнесом и ощути-мо сокращая риски, привлекать посредством эмиссии акций и облигаций финансовые ресурсы для его развития, обновления и диверсификации; ограничение ответственности акционеров по обязательствам фирмы пределами внесенного пая, несложный для них вход в бизнес и выход из него, что облегчает целенаправленное стимулирование его изменений; доступность лоббирования интересов бизнеса в коридорах государственной власти. А относительные недостатки — требующая высокооплачиваемых юридических услуг сложность регистрации и отчетности корпорации перед государственными органами; обостренность проблемы «принципал-агент»; двойное налогообложение (прибыли предприятия и выплачиваемых из нее дивидендов).

<sup>3</sup> В 2005 г. доля акционерных предприятий в ВВП России превзошла 55 % [2].

<sup>4</sup> Например, если корпорация имеет долг перед неким предприятием, то непосредственно преследоваться в суде ее акционеры не могут. Этому предприятию при ее банкротстве придется отказаться от желания получить одолженную сумму.

<sup>5</sup> Исключение — держатели привилегированных акций, не голосующих, но дающих право на получение заранее фиксированного дивиденда, величина которого не зависит от решения годового собрания акционеров.

<sup>6</sup> Обычно это — 50 % акций плюс одна, а в больших корпорациях с огромным количеством акционеров, чтобы владеть таким пакетом, достаточно обладать 3–5 % акций.

Инициативой и умением предпринимателей, организующих бизнес во всех этих формах и принимающих на себя его риски, приумножается капитал и налаживается взаимодействие того с трудом, знаниями, природными ресурсами, а их самих — друг с другом, обеспечивающее качественный и количественный экономический рост отдельных фирм и страны в целом. При этом целью бизнеса его инициаторы чаще всего полагают максимизацию прибыли, действуя как корпорация, — в расчете на акцию (или, обобщенно, благосостояния акционеров). Но в таком случае следует иметь в виду, как поток ожидаемой прибыли ведет себя во времени<sup>7</sup>, необходимо принимать во внимание доходы не только ближайшие, но и дальнейшие. Вместе с тем, не обойтись и без учета степени риска, которому этот поток подвержен. Наконец, важный момент — распределение прибыли: какая ее часть сразу идет на личное пользование и выплату дивидендов, а какая и как инвестируется, насколько социально ответственно (не забывая об интересах потребителей, обеспечении наемному персоналу достойной заработной платы и безопасных условий труда, о поддержке образовательных программ и т. п.) совершается одно и насколько ответственно в отношении развития, расширения, обновления производства осуществляется другое.

Оценить прямым счетом, как при корпоративной форме бизнеса прибыль на акцию воспринимает все эти обстоятельства, практически невозможно, а потому в качестве самоцели она малопригодна. Иное дело — рыночный курс акций фирмы, который, как полагают многие [3, 10 и др.], учитывает вышеперечисленные факторы, исполняя роль комплексного индикатора эффективности работы корпорации, показателя, насколько та конкурентоспособна и сколь хорошо поставлено управление ею от имени держателей акций. В частности, при прочих равных условиях рыночный курс акций, а следовательно, и капитализация у компании, поток прибыли, получаемой которой, менее подвержен риску, оказывается значительнее, чем у иных фирм.

Повышение курса акций отражает рост не только степени достижения предприятием различных целей, которые оно преследует, но и — возможностей удовлетворить потребности, испытываемые им при стремлении к этому. А главная среди них — нужда в капиталовложениях, призванных обеспечивать своевременное обновление номенклатуры продукции фирмы, ее технологическую модернизацию и техническое перевооружение, расширение рынков сбыта ее товаров. Служащая этому деятельность предприятия совмещает вложения в реальный сектор экономики, за счет которых создаются основные и оборотные фонды для производства товаров и услуг, с фи-

---

<sup>7</sup> Известно, что выгода для получателя от поступления 1 млн руб. через 10 лет или 30 тыс. руб. ежеквартально в течение этого срока различна.

нансовыми инвестициями. Они выступают и самостоятельным бизнесом, и средством сохранения для последующих реальных вложений временно свободных денег.

Хозяйственной практике хорошо знакомы ситуации, когда предприятие-производитель товаров и услуг, располагающее такими деньгами, но еще не готовое решить, в какие реальные объекты и с использованием каких инструментов их вкладывать, или определившее, что это необходимо сделать в какой-то момент позже, старается сохранить и даже нарастить их посредством финансовых инвестиций в виде банковских вкладов или приобретения ценных бумаг. С другой стороны, фирма, осуществляя инвестиции в реальный сектор экономики (создание собственных производств, сбытовой сети и др.), может ощутить нехватку необходимых денежных ресурсов и стать объектом финансовых инвестиций, привлекаемых путем банковского займа или эмиссии своих ценных бумаг и операций на вторичном фондовом рынке. Это особенно актуально на фоне насущных экономических задач современной России, собственная прибыль и обесценившиеся амортизационные отчисления большинства предприятий которой значительно уступают потребностям в капиталовложениях для модернизации хозяйства<sup>8</sup>, которая требует «длинных денег», тогда как на ссудном рынке страны преобладают краткосрочные кредиты.

## **Роль рынка ценных бумаг в сохранении и развитии бизнеса**

Институты, адекватные свободному предпринимательству, в том числе фондовый рынок, находятся в России еще лишь в процессе возрождения. Оно протекает с естественными для переходной экономики осложнениями, испытывая спады во времена общехозяйственных затруднений (типа дефолта 1998 г.) и подъемы, когда те преодолеваются. Интенсивное развитие мирового облигационного рынка, активным участником которого Россия фактически уже стала, говорит о перспективности усилий ее предприятий, особенно крупных корпораций, получить необходимые инвестиционные средства в виде займов на фондовом рынке под долговые обязательства. В России этот рынок по своим возможностям пока далек от лучших зарубежных. Но нынешний ход событий неизбежно приведет его

---

<sup>8</sup> Такая нехватка инвестиционных ресурсов осложняется ростом цен на строительные материалы, конструкции, оборудование, а также насыщенностью хозяйства устаревшими технологиями и неходовыми на рынке изделиями, сбыт которых — скудный источник прибыли.

в соответствие тому, что характерно для них, и недалеко время, когда на нем будут обращаться ценные бумаги с широким набором сроков погашения и иных необходимых свойств.

Облигационный рынок, судя по зарубежной практике, поставляет капитал для повышения конкурентоспособности экономики страны в мировом хозяйстве и ее экономического роста, развития производственной инфраструктуры, создания дополнительных рабочих мест, помогающих бороться с безработицей, и т. д. Его инструменты снижают уровень налогообложения, дают возможность компаниям расширять деятельность, сокращают стоимость ипотечного кредита, обеспечивают финансирование объектов социальной сферы, достойное существование престарелых и т. д. Основными ценными бумагами на рынке долговых обязательств США, который служит образцом для становления таких рынков в других странах, являются казначейские (КЦБ), муниципальные и корпоративные облигации, обязательства федеральных агентств, обеспеченные пулом ипотек, облигации с обеспечением и т. д.

Облигации казначейства обращаются на рынке с кредитом и полной доверенностью правительства страны. Федеральная резервная система покупает их, впрыскивая в экономику фонды, отчего уменьшаются процентные ставки, или продает, изымая деньги из хозяйства и поднимая эти ставки, а тем самым регулирует инфляцию. Поступления от муниципальных ценных бумаг не подлежат федеральному налогообложению, что компенсирует их покупателям более низкую доходность вложений в эти облигации по сравнению с инвестициями в налогооблагаемые активы. Корпоративные облигации при выпуске скупаются андеррайтерами, которые затем продают их индивидуальным и институциональным инвесторам. Правительство страны, штаты и корпорации, помимо таких долгосрочных долговых инструментов, эмитируют и краткосрочные (для финансирования импорта, сведения балансов, ликвидации временных кассовых невязок и т. п.) в форме высоколиквидных и малорисковых акцептов, коммерческих бумаг, депозитных сертификатов, по доходности превосходящих банковские депозиты, что делает их популярными.

Собственные долговые ценные бумаги для финансирования видов деятельности, поддерживаемых государством (фермерство, малый бизнес, образование и т. п.), выпускают некоторые федеральные агентства и предприятия, контролируемые правительством. Это позволяет участникам такой деятельности получать заем под проценты, пониженные против иных источников привлеченных средств, а этим бумагам пользоваться статусом «поддерживаемых правительством», что обеспечивает им повышенный кредитный рейтинг и спрос инвесторов.

Подобно долговым ценным бумагам, финансировать развитие и модернизацию бизнеса позволяют акции. От тех они существенно отличаются

сы характером воздействия на хозяйство — превращают своих держателей в совладельцев конкретных фирм. Чем скромнее в среднем индивидуальные сбережения и навыки частного предпринимательства у населения, что свойственно России, тем это актуальней для взращивания рыночного хозяйства. В ее условиях иначе с такой задачей не справиться. После дискредитации банковской системы упомянутым дефолтом мобилизовать через нее сбережения населения как источник ресурсов для этого не удастся, но возможен путь их прямого вовлечения в хозяйственный оборот через акционерный капитал.

Среди кредиторов покупателя акций выделяет то, что колебания их рыночной стоимости, роста которой он, наделяя конкретную фирму долгосрочным капиталом, ожидает как вознаграждения, определяются множеством специфичных для нее факторов (особенностями места размещения, сферы деятельности, товарной номенклатуры, технологии, организации и т. д.). Отсюда его потребность системного обоснования вложений в акции. Чтобы привлечь такой капитал в необходимые сроки и достаточном объеме, оно также требуется эмитенту этих ценных бумаг применительно к их «лицевым характеристикам» (дате выпуска, номиналу, регулярности, форме, размерам дивидендных выплат) и управлению ими (разделению, консолидации, выкупу).

Считается, что стоимость капитала компании в форме обыкновенных акций, который она стремится нарастить, следует рассматривать сквозь призму упущенных возможностей [3, с. 391]. Это важно и инвестору, и эмитенту: чтобы решить свою задачу, он должен сделать очевидным для акционеров их вознаграждение экономической выгодой от будущей деятельности предприятия. А такую выгоду не обнаружить, не только пренебрегая альтернативами инвестированию в него, которыми придется поступиться, но и пользуясь лишь статистическими данными о его прошлом. Между тем, кредитор, выступая субъектом ее оценки, при известных подходах (методах дивидендов, доходов, определения цены капитальных активов [6, 7 и др.]) чаще всего не получает достаточно ответственную информационную поддержку от эмитента.

Такая поддержка сегодня в России доступна только обладателям блокировочного пакета (25 % + 1 акция), поскольку они способны навязывать фирме предпочитаемые ими решения ее ключевых проблем [8, с. 48–49]. Близки к этому и владельцы 10-процентного пакета, которые имеют право требовать внеочередного собрания, принуждая тем самым руководство компании к приемлемому для них решению тех или иных вопросов. Но миноритарные акционеры могут лишь пытаться взыскать с нее возмещение причиненных убытков и внести одно-два предложения в повестку дня годового собрания. А у тех, кто пока не является держателем акций фирмы, вообще отсутствуют возможности достоверно судить о ее планах и влиять на них.

Таким образом, большинству потенциальных инвесторов надеяться на приемлемое вознаграждение за вложения в акции остается вследствие учета эмитентом тенденций, обнаруживаемых статистикой массового поведения участников этого рынка, которых волнуют, прежде всего, будущие выплаты дивидендов, зависящие от получения предприятием прибыли и ее распределения. Это находит выражение в коэффициенте соотношения цены обыкновенных акций фирмы и прибыли их эмитента, фактически приходящейся на одну такую акцию в обращении ( $P/E$ ). Он дает приближенную оценку рынком соответствующей долевой бумаги. Через этот коэффициент определяются вмененные издержки по упущенным возможностям ( $k_e$  в %), статично характеризующие текущую доходность акций предприятия (при выплате всей его прибыли их держателям и без учета последствий ее реинвестирования):

$$k_e = 1/(P/E). \quad (1)$$

Аналогичен этому расчет  $k_e$  как  $DPS/P$ , где  $DPS$  — прогнозируемый дивиденд на одну обыкновенную акцию в обращении. Такой расчет открывает путь для коррекции вмененных издержек на то, что может быть получено акционерами благодаря реинвестированию прибыли, т. е. ее умножению таким образом в дальнейшем и, как следствие, увеличению дивидендов. Для этого достаточно к  $DPS/P$  прибавить  $g$  — уровень прироста дивидендов в %. Чтобы его оценить, иногда предлагается использовать темп роста собственного капитала компании-эмитента, исчисляемый по модели, в которой предполагается, что эта фирма будет следовать стабильной политике инвестирования, выплат дивидендов и финансирования:

$$g = r\zeta + (D/E)(r - i)\zeta, \quad (2)$$

где  $D$  — задолженность фирмы,  $E$  — ее собственный капитал,  $r$  — ставка доходности капитализации после уплаты налогов,  $i$  — процент по долговым обязательствам (с учетом налогов),  $\zeta$  — доля нераспределенной прибыли. Но при сильном изменении дивидендной политики этого недостаточно. Кроме того, на ожиданиях конкретного инвестора отразится размер налогов, уплачиваемых именно им с процентов и дивидендов. Более точной многими считается оценка на основе CAPM [6]. Но она тоже не лишена недостатков, поскольку значение используемого в этой модели фактора  $\beta$  (меры систематического риска) зависит от «общерыночной доходности», а в качестве основы для ее исчисления не всегда годятся общепризнанные фондовые индексы.

Приблизительность этих расчетов во избежание грубых ошибок требует помнить о следующем [3]: поскольку претензии владельцев обыкновенных акций на соответствующую часть ликвидационной стоимости

компаний-эмитента удовлетворяются позже всех остальных задолженностей, постольку соотношение риска и доходности этих фондовых инструментов наиболее высоко и капитал, привлеченный путем их продажи, ценится дороже иных бумаг (с фиксированной ставкой процента и т. п.); увеличение ожидаемого дохода от обыкновенных акций при прочих равных условиях влечет повышение их рыночной цены; увеличение риска вложений в обыкновенные акции при прочих равных условиях имеет следствием снижение их рыночной цены.

Известно, что корпорации, определяясь с формами привлечения капитала через фондовый рынок, т. е. решая вопрос, когда предпочтение в этом отдать выпуску обыкновенных акций, необходимо построить (исходя из фактических или прогнозных предпосылок о размерах прибыли предприятия до выплаты налогов и процентов, налога на прибыль, дивидендов по привилегированным акциям и дохода держателей обыкновенных, а также о количестве разных бумаг в обращении) и проанализировать график безубыточности относительно их эмиссии разных вариантов финансирования [3]. Пересечение на таком графике линии, характеризующей динамику прибыльности какого-то фондового инструмента, с аналогичной линией для обыкновенных акций укажет точку безразличия, что из них выпускать. Если прибыль до выплаты налогов и процентов меньше абсциссы этой точки, то предпочтительнее эмиссия обыкновенных акций.

Влияние риска учитывается наложением на график безубыточности кривой распределения вероятностей возможной прибыли. Если та оказывается близка к кривой нормального распределения, велика вероятность, что прибыль будет меньше абсциссы точки безразличия. Поэтому следует выпустить обыкновенные акции. А когда такая кривая крута и сдвинута вправо относительно этой точки, лучше отдать предпочтение конкурирующему способу финансирования. Но, решаясь на то или другое и определяя характеристики эмиссии, фирма должна спрогнозировать ожидаемый приток доходов, обеспечивающих обслуживание ею выпускаемых ценных бумаг<sup>9</sup>.

Применительно к обыкновенным акциям это требует анализа, какой бы способ финансирования бизнеса ни обсуждался, коэффициентов покрытия и т. п. [9, 10 и др.]. Но не только такого анализа. Дело в том, что под стоимостью акции подразумевается ставка дисконта, уравнивающая ее текущую котировку с текущей ценностью удельной суммы дивидендов, ожидаемых инвесторами по их предельным расчетам, т. е. при постоянном росте дивидендов (при переменном формула модифицируется [3, с. 419])

---

<sup>9</sup> Особенно это актуально для бумаг, на владельцев которых распространяются преференции в отношении капитала фирмы, ибо они требуют от неё платежей постоянных и тем больших, чем значительнее объем выпуска и ближе срок погашения таких бумаг.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \left[ D_t / (1 + k_e)^t \right], \quad (3)$$

где  $P_0$  — стоимость акций в начальный момент,  $D_t$  — величина дивидендов на одну акцию, ожидаемая в момент  $t$ ,  $k_e$  — ставка дисконта, обеспечивающая выполнение (3). Поэтому необходимо также определение размера эмиссии и дивидендной политики.

Обычно (3) используется для поиска ставки дисконта, уравнивающей рыночную стоимость акционерного капитала фирмы с будущими дивидендами, ожидаемыми на рынке, которые предварительно рассчитываются, исходя из той или иной гипотезы их роста. Но такая ставка может быть найдена и как исчисленная по САРМ необходимая норма прибыли акционерного капитала плюс премия за риск, а затем применена для определения  $D_t$ . При этом автономный прогноз курса акций ( $P_t$ ) в отдельные моменты предстоящего периода (например, на основе регрессионного анализа их рынка) позволит разложить (3) на уравнения для последовательных интервалов внутри него и дифференцировать значения  $D$  во времени.

Однако, в данном случае требуется явный учет зависимости  $P$ , а следовательно, и  $D$  от количества акций в обращении. Ведь, чем их больше при фиксированных потребностях в акционерном капитале, тем меньшими оказываются номинал и цена акций. Они делаются доступней инвесторам со скромными сбережениями, что возвышает общий спрос на такие бумаги и положительно влияет на их курс, давая эмитенту при прочих равных условиях возможность увеличить сумму дивидендов.

Обобщенно дивидендную политику эмитента характеризует доля в чистой прибыли предприятия наличных средств, которые выплачиваются акционерам, сокращая рефинансирование. Когда считают, что тем безразлично, получают ли они свой доход с вложений в форме роста курса акций или таким образом, тогда эти средства рассматривают как пассивный остаток прибыли после ее использования для инвестиций с необходимой рентабельностью [11]. Когда объем последних превосходит величину чистой прибыли предприятия в сумме со стоимостью обеспеченных ею более приоритетных ценных бумаг, по своим обращающимся акциям оно не выплачивает дивидендов, покрывая их акциями нового выпуска, который осуществляет в сочетании с эмиссией упомянутых бумаг. Классическая модель этого имеет вид [3]

$$P = [D + (r/\rho)(E - D)]/\rho, \quad (4)$$

где  $E$  — прибыль на акцию,  $r$  — рентабельность инвестиций,  $\rho$  — рыночный уровень капитализации (смысл остальных обозначений тот же). Оп-

тимальное значение доли дивидендов в чистой прибыли находят, изменяя  $D$  до тех пор, пока рыночная цена акций ( $P$ ) не максимизируется, причем считается, что если  $r > \rho$ , то  $D = 0$ , в противном случае  $D = E$ , а при  $r = \rho$  эта цена утрачивает чувствительность к указанной доле.

Многие акционеры, особенно миноритарные, неспособные самостоятельно корректировать корпоративные решения о дивидендах<sup>10</sup>, предпочитают их природному доходу, получение которого, отодвинутое во времени, подвержено ощутимому риску. Снижает заинтересованность таких инвесторов в природном доходе, усиливая ее по отношению к текущему, и ограниченность дробления акций одним экземпляром. Они безразличны и к преимуществу отложенного платежа налога на природной доход против немедленной уплаты дивидендного налога, поскольку этот доход соответствует масштабам их скромных вложений и слишком мал, а транзакционные затраты (комиссионные, взимаемые с единицы стоимости торгуемых акций) тем значительнее, чем меньше объем сделок. Сведения же о динамике дивидендов эти акционеры при их мизерных возможностях обогатиться на рыночном маневре имеющимися активами рассматривают как индикатор ожиданий каждого эмитента касательно его будущего финансового состояния, помогающий им определиться с целесообразностью инвестировать свои сбережения в акции той или иной фирмы.

Все это через динамику спроса влияет на эффективный для эмитента размер выпуска акций, их предпочтительные лицевые характеристики. Это усиливается стабильностью дивидендов, которая выгодна эмитентам, ибо, по показаниям практики, при прочих равных условиях курс акций, обеспечивающих какой-то период независимо от движения прибыли предприятия устойчивый текущий доход, обычно выше курса акций, приносящих в качестве такого дохода фиксированный процент от нее. Поэтому многие фирмы неохотно и сокращают объем текущих выплат по акциям, и наращивают его, делая это лишь спустя некоторое время после увеличения чистой прибыли, когда убеждаются, что способны поддерживать ее новый уровень [12]<sup>11</sup>.

Спрос на акции подвержен воздействию не только выплаты дивидендов собственными акциями эмитента, но также — их дробления, что по экономическому смыслу недалеко друг от друга<sup>12</sup>. При этом акционерный капитал компании и доля ее прибыли, направляемой на дивиденды, оста-

---

<sup>10</sup> При их избытке такие акционеры не могут за счет него покупать новые акции компании, а недостаток дивидендов компенсировать продажей части имеющихся акций в обмен на другие, с большим текущим доходом [12].

<sup>11</sup> Для такого наращивания в периоды финансового процветания фирмы нередко прибегают к выплате дополнительных дивидендов с предупреждением инвесторов о том, что это не означает изменения установленной ставки регулярных дивидендов.

<sup>12</sup> В мировой практике размещение нового пакета, превышающего 25 % стоимости состоявшегося выпуска, учитывается как дробление акций, а меньшего — как выплата ими дивидендов.

ются прежними, но в первом случае объем прибыли в расчете на акцию, а во втором случае и номинал, и, следовательно, рыночная цена акций, пропорционально уменьшается (то и другое сопровождается ростом денежного дивидендного дохода). Это взбадривает спрос на акции фирмы со стороны не крупных инвесторов, причем как само по себе, так и в качестве свидетельства благоприятного прогноза будущего финансового состояния эмитента, склоняя их к мнению, что его акции рынком недооцениваются. Потому, как свидетельствует статистика, после объявления компаниями о выплате дивидендов своими акциями или об их дроблении стоимость этих акций обычно заметно повышается [3, с. 526].

Случается, что компании ради экономии на издержках брокерского обслуживания осуществляют консолидацию акций, обменивая их определенное количество на одну новую пропорционально повышенного номинала. Но велика вероятность, что это обернется для эмитента убытком, ибо при прочих равных условиях отрицательно воздействует на упомянутый спрос и динамику рыночной стоимости акций. Часть своих уже обращающихся акций корпорации иногда выкупают либо на вторичном рынке (для покрытия опциона на них), либо через тендерные сделки, предлагая акционерам цену, которая превышает текущий курс (с целью полной приватизации данной компании, если она частично государственная, или поглощения ею других и т. д.). Это влечет рост прибыли и дивидендов в расчете на акцию, а потому рыночной стоимости таких ценных бумаг, и воспринимается инвесторами как сигнал убежденности эмитента в недооценке рынком акций фирмы, склоняющий к вложениям в них.

Выпуск корпорацией новых акций — внутренний источник ее роста, что нередко — главная цель менеджмента фирмы. Но существуют и внешние источники, которые служат тому же: слияние или поглощение, распродажа или передача акций и создание филиалов компании, выкуп контрольного пакета за счет кредита. Обращение к ним может изменить ее структуру, увеличить стоимость и эффективность для акционеров благодаря достижению синергетических эффектов [13 и др.].

Слияние мотивируется ожиданием эффекта масштаба и экономии операционных издержек, а распродажа или передача акций — надеждой избавиться от связанных с владением ими убытков или обрести средства для более выгодных инвестиций, на то, что покупатели заплатят за эти акции больше их ценности для держателя. Все это позволяет, в конце концов, поднять их рыночный курс. Оценка возможного результата поглощения корпорацией других фирм требует предвидеть изменение ее прибыли на акцию, которая возрастет тем значительнее, чем выше отношение цены ее акций до этого к прибыли на акцию по сравнению с такой же характеристикой поглощаемой компании и чем больше увеличится прибыль той в расчете на акцию после слияния.

Более высокие темпы роста прибыли на акцию поглощаемой компании чреваты тем, что через какое-то время у корпорации этот показатель превысит уровень, достижимый ею без слияния, но если такой период длится слишком долго, оно становится непривлекательным. Другим осложняющим его обстоятельством является меновое соотношение рыночных цен акций корпорации и претендентов на поглощение ею. Слияние устраивает их, когда это соотношение больше единицы, т. е. поглощаемой компании за каждую акцию предлагается цена, превосходящая ее рыночную стоимость. Но для акционеров корпорации это приемлемо, если и они получают какую-то выгоду, а та может возникнуть благодаря синергетическому эффекту и улучшению управления объединенными ресурсами, если у поглотителя отношение рыночной цены акций к прибыли на акцию выше, чем у поглощаемой компании [3, с. 683–686].

Затраты, существенно меньшие, чем при слиянии, требуются на приобретение 10–20 % голосующих акций другой фирмы, которые распылены по многим держателям. Такого их количества достаточно, чтобы сформировать контрольный пакет в ее собственном капитале и управлять ею на правах холдинга. Это может делаться без согласия акционеров самой корпорации и контактов с руководством поглощаемой фирмы постепенно, не провоцируя повышения цен ее акций. Благодаря централизации таким образом управления с ее стороны деятельностью этой и других подобных фирм достигается операционная экономия и резко усиливается финансовый рычаг. Но стоит возобладать соблазну возведения основанных на таком принципе пирамид (как сегодня в России), и появляется, а потом стремительно нарастает недостаток прибыли подконтрольных фирм для выплаты дивидендов холдингам.

Структурная перестройка корпорации возможна и противоположными способами, которые тоже могут оказаться полезными ее акционерам и работникам. Это — полная (как в случае ликвидации предприятия) или частичная распродажа активов корпорации многим покупателям, если предвидимый доход превосходит объем поступлений от ее сбыта другой компании оптом (как при слиянии и поглощении) или текущую оценку ожидаемых денежных потоков при использовании таких активов в собственной деятельности предприятия. Далее, «передача акций» дочерней фирмы путем их распределения между акционерами корпорации или выделение части ее собственного капитала посредством открытой продажи акций такой фирмы<sup>13</sup> с расчетом на то, что при совсем независимом существовании она обретет новые стимулы к хозяйственной деятельности, улучшит свою работу и станет полнее удовлетворять нужды материнской

---

<sup>13</sup> При этом корпорация как материнская компания обычно сохраняет контроль над такой фирмой, удерживая большинство голосов.

компании. Наконец, выкуп акций корпорации за счет кредита в виде обеспеченных ее активами долговых обязательств инвесторов с их незначительными собственными вложениями наличными. Обычно это распространяется лишь на какое-то звено корпорации и осуществляется с подачи самих ее руководителей, считающих, что такое звено тормозит ее экономический рост, а превратившись в самостоятельное предприятие, станет обслуживать ее эффективнее [3, с. 708–719 и др.].

Таким образом, рынок ценных бумаг содействует превращению сбережений в инвестиции, используемые для расширения и совершенствования производства, перелива капитала из «старых», «затухающих» отраслей в «новые», помогая тем самым рационализировать структуру хозяйства. Предприниматели получают возможности путем эмиссии долговых ценных бумаг изменять состав кредиторов и структуру долга, улучшая его ликвидность, а посредством выпуска долевых бумаг — приводить организационно-правовую форму бизнеса, его менеджмент и финансовую базу в соответствие решаемым задачам. Операции на вторичном рынке позволяют им наращивать эту базу, а сделки с использованием производных финансовых инструментов — страховать риски своих вложений. С развитием торговли ценными бумагами усиливаются предпосылки появления высокоприбыльных для инвесторов венчурных капиталовложений — основы внедрения научно-технических достижений в практику.

## **Особенности российского фондового рынка**

Фондовый рынок России, несмотря на многие проблемы, с которыми он столкнулся в процессе хозяйственных реформ, динамичный и перспективный. Ход ее экономического развития выявил необходимость формирования структуры инструментов этого рынка, которая бы обеспечила переориентацию финансовых потоков на обслуживание потребностей конечных заемщиков, эффективность перераспределения денежных средств и их вложения в проекты, позволяющие решать актуальные задачи страны. Важнейшая роль в этом принадлежит первичному рынку ценных бумаг, который в значительной степени определяет размеры накопления и инвестиций, служит стихийным средством поддержания такой пропорциональности в хозяйстве, которая отвечает критерию максимизации прибыли, соответственно воздействуя на темпы и эффективность экономического роста.

Как известно, ценные бумаги, приобретенные инвесторами на первичном рынке, могут быть перепроданы на вторичном. Сам факт этой возможности повышает их привлекательность и способствует приумножению реальных инвестиций. Такой рынок неоднороден. Прежде всего, это — биржа, где осуществляются сделки с котировемыми на ней активами,

далее — внебиржевой «уличный» рынок, где торгуют незарегистрированными на ней бумагами, затем — тоже внебиржевой рынок, но такой, на котором покупаются и продаются инструменты, зарегистрированные дилерами, наконец, опять внебиржевой рынок, но ориентированный на сделки исключительно с институциональными инвесторами через компьютерные сети, минуя посредников.

Первичный рынок в развитых странах составляет 5–15 % объема вторичного. Характерная черта российского фондового рынка — обратное соотношение. Особенно это касается рынка акций, где изначально такое соотношение определялось их первичными продажами в ходе приватизации государственных предприятий и теперь поддерживается сбытом остающихся у государства пакетов акций. Тем не менее, доля вторичного рынка акций в общем объеме торговли ими постоянно возрастает. Абсолютно доминирующим является в России внебиржевой рынок корпоративных бумаг. Его доля в общем объеме сделок с ними превышает 90 %. В основном это — обыкновенные акции компаний, созданных при разгосударствлении предприятий. Рынок их акций начал формироваться после 1991 г. Основная особенность 1993–1995 гг. — развитие вторичного рынка акций на почве укрупнения собственности путем их интенсивной скупки институциональными инвесторами у индивидуальных. В 1996–1997 гг. стал складываться спекулятивный вторичный рынок, образовался круг наиболее привлекательных для инвесторов отраслей и эмитентов.

Одна из особенностей российского рынка ценных бумаг — наличие немногих ярко выраженных региональных центров фондовой активности. Это — Москва, Санкт-Петербург, Екатеринбург, Новосибирск и Приморский край. На такие центры сегодня приходится свыше 35 % всех инвестиционных институтов страны. По объему сделок, заключаемых с корпоративными ценными бумагами, лидирующее положение в ней занимает столичный регион. Согласно некоторым оценкам<sup>14</sup>, в Москве заключается более 80 % всех сделок на внебиржевом рынке этих бумаг.

Можно выделить наиболее характерные черты, которые российский фондовый рынок приобрел к настоящему времени:

- на нем действуют преимущественно институциональные инвесторы — держатели крупных пакетов акций, оперирующие значительными средствами, вследствие чего это — почти исключительно рынок профессионалов;
- его отличает абсолютное преобладание внебиржевой формы торговли (рыночные сделки в рамках РТС и на «телефонном» рынке, а также прямые сделки со значительными пакетами по взаимной договоренности сторон, не отражаемые в торговых и информационных системах);

---

<sup>14</sup> По данным Института Фондового рынка и Управления.

- растет интерес портфельных инвесторов к российским акциям, причем основная доля рыночного оборота приходится на скупку стратегическими инвесторами контрольных пакетов акций приватизированных предприятий;
- рынок стабилизируется (брокеры накопили относительно солидный капитал и имеют возможность выжидать выгодные условия продажи или покупки, регулировать потоки акций и ценовые колебания, значительная часть акций осела у институциональных инвесторов, которые, в отличие от индивидуальных, приобретают акции на длительное время и не реагируют на мелкие колебания конъюнктуры, руководствуясь более взвешенной долгосрочной стратегией);
- инвесторы перестают скупать «все подряд» и концентрируют внимание на наиболее ликвидных ценных бумагах, а профессионалы рынка обнаруживают все более явный интерес к акциям компаний «второго эшелона»;
- изменения в инфраструктуре рынка снизили риски инвесторов, связанные с ведением реестра и защитой их прав при дополнительных эмиссиях акций;
- информационная среда рынка с ужесточением требований к раскрытию информации как эмитентами, так и организаторами биржевой торговли улучшилась.

Сравнительная обесценка государственных долговых обязательств вследствие относительной стабилизации курса рубля и замедления инфляции, определившая перераспределение инвестиций на фондовом рынке между сегментами ГКО-ОФЗ и акций, ведет к восстановлению его целостности, что обнаруживается возросшей взаимосвязью доходности государственных ценных бумаг и котировок наиболее ликвидных акций, означающей усиление ориентации их рынка на российские реалии. Вместе с тем, сохраняется чувствительность его конъюнктуры к серьезным изменениям в мировом хозяйстве, значительная зависимость котировок акций от поведения зарубежных инвесторов, предъявляющих основной спрос на ценные бумаги крупнейших российских предприятий, что сопровождается приумножением интереса тех к программам выпуска ADR и GDR, привлечению капитала на международном рынке.

Растущий спрос на акции российских предприятий со стороны иностранных и отечественных инвесторов при относительно ограниченном сегодня предложении ликвидных бумаг такого рода создает прочную базу для повышения их курсовой стоимости и капитализации рынка акций в целом. Безусловными лидерами в этом являются три отрасли — нефтегазовая (включая переработку), энергетика, связь или телекоммуникации (см. табл. 1). И хотя капитализация всего рынка, составляющая лишь око-

ло 12 % от ВВП<sup>15</sup>, пока много ниже, чем в развитых странах, есть шансы, что Россия вскоре догонит их. Это — нынешняя значительная недооценка акций «второго эшелона» и, значит, ожидаемый заметный рост их курсов, прогнозируемое переключение на корпоративные долевые бумаги инвесторов с государственного облигационного рынка и увеличение вложений в них международных фондов, развитие системы отечественных коллективных инвесторов на рынке акций, снижение инфраструктурных и ограничение политических рисков для действующих на нем.

Привлекать капитал, необходимый для развития бизнеса, можно и выпуская корпоративные облигации, что во всем мире является основным средством для краткосрочного и среднесрочного заимствования. В России этой возможностью пока пользуются только крупные предприятия общенационального значения — Газпром, РАО ЕЭС, ЛУКОЙЛ и некоторые другие. Их ценные бумаги высоколиквидны, что положительно сказывается на объемах заимствований.

Таблица 1

Рейтинг российских акций по рыночной капитализации

Место	Предш. место	Наименование	Организатор торгов	Капитализация, \$ млн
1		ОАО «Газпром»	НП «Фондовая биржа РТС»	185 017,74
2		ОАО «Газпром»	ММВБ	184 618,50
▼ 3	1	ОАО «Газпром»	ФБ «СПб»	184 088,13
4	4	ОАО «ЛУКОЙЛ»	ММВБ	66 099,40
▼ 5	3	ОАО «ЛУКОЙЛ»	НП «Фондовая биржа РТС»	66 051,76
▼ 6	2	ОАО «ЛУКОЙЛ»	ОАО «Фондовая биржа РТС»	65 857,96
▼ 7	6	ОАО «Сургутнефтегаз»	ОАО «Фондовая биржа РТС»	58 989,48
▼ 8	5	ОАО «Сургутнефтегаз»	ММВБ	58 232,17
▼ 9	7	ОАО «Сургутнефтегаз»	НП «Фондовая биржа РТС»	58 186,08
10	10	ОАО «Сбербанк России»	ОАО «Фондовая биржа РТС»	30 206,00

<sup>15</sup> По данным Госкомстата РФ.

Причем стоимость последних на фондовом рынке существенно меньше, чем на кредитном (порядка 20–30 %), но и этот уровень может быть снижен при активной работе предприятия на рынке (табл. 2).

Таблица 2

## Доходности финансовых вложений

Показатели	2003 г.	2004 г.	2005 г.	Январь 2006 г.
Средняя процентная ставка по годовому срочному вкладу в банке <sup>16</sup>	10,9	9,7	8,6	–
Доходность финансовых вложений (%) в зависимости от варианта вложения средств				
Евро	10,7	0,8	–9,66	–0,39
Доллар США	–7,3	–4,1	3,72	–2,26
Акции (Индекс РТС)	57	8	83,28	12,53
Корпоративные облигации (Индекс RUX-Cbonds)	22,5	12,8	11,22	0,69
Паевые фонды акций	47	12	47,68 <sup>17</sup>	5,79 <sup>17</sup>
Паевые фонды смешанных инвестиций	28	10	29,49 <sup>17</sup>	4,84 <sup>17</sup>
Паевые фонды облигаций	20	12	8,92 <sup>17</sup>	0,01 <sup>17</sup>
Инфляция (%)	12	11,7	11,5	2,6

Предприятию-эмитенту немало дано для этого. Например, можно снизить издержки по обслуживанию долга, если досрочно погасить свои облигации путем их простой скупки на рынке (что, хорошо отслеживая его конъюнктуру, нередко удается сделать по цене, уступающей номиналу) или осуществить это до момента выплаты купонов, что освободит эмитента от процентной нагрузки. Грамотный маневр ресурсами, которые появятся, откроет и другие возможности. При их использовании в полной мере предприятию по силам добиться фактически бесплатного заимство-

<sup>16</sup> Процентная ставка по годовому срочному вкладу в банке — средневзвешенная ставка по рублевым срочным депозитам физических лиц в кредитных организациях (включая Сбербанк России) сроком до 1 года. Источник: ЦБР.

<sup>17</sup> Только по открытым паевым фондам. Источник: расчеты по индексам Аналитического центра НАУФОР.

вания и даже заработать на нем. Однако, небольшие фирмы, как правило, избегают выпуска облигаций. Это происходит не только из-за иных предпочтений их руководства. Основная причина в низкой ликвидности и отсутствии постоянных котировок ценных бумаг подобных предприятий на организованных рынках, ибо инвесторы опасаются вкладывать капитал в бумаги, не имеющие постоянного спроса (купишь такие облигации, а потом не сможешь их продать — нет рынка, нет спроса, нет постоянной цены). Из-за этого, таким образом, не удастся привлечь необходимого объема средств.

Решение проблемы — участие самого предприятия в формировании цены на свои коммерческие бумаги в качестве активного участника фондового рынка. Путь здесь несколько. Первый — вывод их на биржу. Реально речь может идти только о трех торговых площадках — Московская межбанковская валютная биржа, Московская фондовая биржа и Российская торговая система (см. рис. 1). Процедура листинга на этих площадках примерно одинакова, предполагает значительные обязательства по раскрытию информации о деятельности предприятия и связанные с этим немалые расходы, которые таким фирмам часто непосильны. Но можно поступить иначе — постараться, чтобы акции попали во внесписочные ценные бумаги, т. е. те, которые допущены к торгам без прохождения такой процедуры.

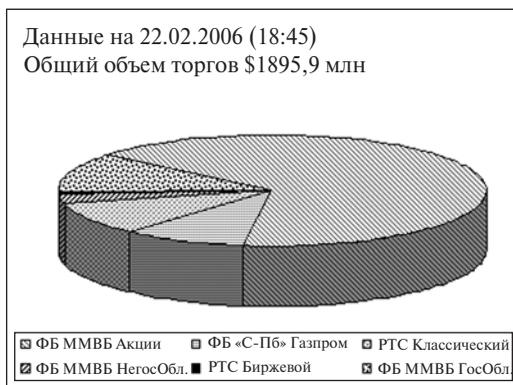


Рис. 1. Карта фондового рынка России

Фактически листинговые бумаги и внесписочные торгуются одинаково, хотя и с разными уровнями доверия инвесторов. Внести акции предприятия во внесписочные может любой акционер: достаточно обратиться к уполномоченному дилеру, осуществляющему операции на соответст-

вующей торговой площадке, причем многие такие дилеры имеют доступ к нескольким торговым площадкам. Другой путь — выставление котировок в Национальной котировальной системе. Добиться этого можно через компанию, являющуюся членом НАУФОР и обладающую свободным доступом к названной системе, созданной именно для эмитентов второго или третьего эшелона, которых в России по причине низкой активности именно их самих, но не инвесторов, большинство. А воспользовавшись одним из этих путей и «разогрев» рынок, фирма обретет надежду на успех эмиссии облигационного займа.

## **Актуальные исследования возможностей фондовых операций**

Эффективность использования возможностей операций на фондовом рынке для финансирования развития и обновления бизнеса в значительной степени зависит от их методического обеспечения. В первую очередь это касается прогнозирования динамики курсов ценных бумаг, самыми распространенными средствами которого являются фундаментальный и технический анализ [10, 14–16 и др.]. С научной точки зрения продуктивность того и другого во многом зависит от совершенствования фондовых индексов, обобщенно отображающих движение рынка. В этом направлении проводятся многообещающие исследования (см., например, [17 и др.]). Не менее важна разработка инструментария системного подхода к принимаемым на нем инвестиционным решениям, позволяющего извлекать эффекты взаимодействия различных факторов. Здесь сделаны лишь первые шаги [18 и др.] и ее необходимо развивать.

Речь идет о взаимодействии не только разных операций с фондовыми активами и вложений в различные ценности, но также — разнотипных элементов этих процессов, что требует их детального обзора. Прежде всего, при работе на фондовых биржах в ожидании повышения (падения) курса бумаги используются различные виды приказов на ее покупку (продажу) в полных и неполных лотах<sup>18</sup>. Из-за того, что комиссиями многие брокеры поощряют заказы полных лотов, обычно считают, будто у покупателей (продавцов) неполных цена в расчете на единицу актива повышается. Но это — не так, если ситуация на бирже позволяет выполнить такой приказ при более благоприятном курсе приобретаемого (сбываемого) актива.

---

<sup>18</sup> Полный лот — это минимальное количество покупаемых или продаваемых бумаг, являющееся стандартной единицей, или некоторое кратное ему количество. Неполный лот меньше их числа, необходимого для того, чтобы составить стандартную единицу.

Когда приказ — рыночный, он должен быть выполнен по лучшей цене на момент поступления в операционный зал, а лимитный при возможности исполняется на покупку по цене ниже текущей и не превышающей цену, указанную в нем, а на продажу — по цене выше текущей и не уступающей цене, указанной в нем. Но такая возможность не всегда появляется, а при исполнении приказа как рыночного по более высокой (низкой) цене инвестор получает время для маневра приобретенными бумагами (вырученными деньгами), способного принести дополнительный эффект.

Более всего распространены на фондовом рынке, как известно, занимаемая в ожидании роста стоимости данного инструмента «длинная позиция» или «long» (его покупка с вычетом денежных средств со счета и с депонированием ценных бумаг на счете депо клиента), которая открывается либо с маржей (если счет маржинальный), либо без этого (если он кассовый), и занимаемая в надежде на падение стоимости данного инструмента «короткая позиция» или «short» (продажа ценных бумаг, взятых в займы), которая открывается только с использованием маржи.

«Короткая продажа» практикуется с целями спекуляции, хеджирования, арбитража и т. д., либо «против сейфа», когда инвестор владеет бумагами, но предпочитает их продать, либо при заимствовании им нужных бумаг с маржинальных счетов других клиентов обслуживающей его брокерской фирмы<sup>19</sup> или под процент, или без процентов, или с премией. При этом продавец должен обеспечить защиту интересов кредитора депонированием суммы, равной рыночной стоимости этих бумаг. Если их рыночная цена поднимается, то он обязан довести средства до 100 % полученных акций, а если курс бумаг падает, то кредитор возвращает часть депонированного<sup>20</sup>. Брокер вправе принимать в обеспечение и деньги, и маржинальные ценные бумаги.

Перед инвестором как трейдером постоянно возникает множество вариантов сочетания этих разных возможностей, причем каждый вариант чреват большим или меньшим эффектом их взаимодействия и желательнее каждый раз находить ту альтернативу, которая бы позволяла максимизировать прибыль с учетом этого эффекта. Дело осложняется динамическим характером последствий того, что предпринимается в

---

<sup>19</sup> Бумаги нельзя заимствовать с наличных счетов без разрешения и с маржинальных счетов даже при его наличии, если клиент не имеет дебетового сальдо, равного стоимости заимствованных ценных бумаг или превышающего его.

<sup>20</sup> Кредитор может аннулировать займ, если владелец бумаг мог продать их, рассчитаться по дебетовому остатку или затребовать сертификат. Брокер в этом случае должен либо найти другой, либо потребовать от клиента обеспечить сертификаты из иного источника.

любой данный момент: оно способно изменить поле инвестиционных действий, доступных и целесообразных в дальнейшем, повлиев как непосредственно на возможности самого данного игрока, так и на рыночную ситуацию.

Обычно трейдер, проанализировав рынок определенного фондового инструмента, выясняет, играть ли с ним вообще, а если да, то на повышение или на понижение, решает, какую часть своего депозита вкладывать в сделку, и, наконец, совершает ее. Это самая ответственная часть всего процесса, особенно на рынках с маржинальной торговлей, где определение конкретного момента открытия и закрытия позиций должно быть как можно более точным. Окончательное решение относительно того, войти ли в рынок, когда и как, или покинуть его, основывается на сочетании показаний технического анализа, принципов управления капиталом и типа биржевого приказа [15 и др.]<sup>21</sup>. Однако, при системном подходе дело еще более осложняется, ибо необходимо принимать совокупность таких взаимосвязанных решений о разных фондовых инструментах, моментах времени и т. д.

Это требует разработки алгоритмов, которые бы позволяли в машинном режиме совмещать применение положений технического анализа к разным объектам, используя выводы, получаемые относительно одних, в качестве условий исследования других, и наоборот. Например, известно, что сигналом для открытия длинной позиции по какому-либо активу часто служит прорыв уровня сопротивления на его ценовом графике и эта позиция страхуется с помощью защитной приостановки (stop-loss), располагаемой под ближайшим уровнем поддержки или под самим местом прорыва, который теперь будет исполнять роль уровня поддержки, причем ценовой рост до уровня сопротивления при общей падающей тенденции и снижение до уровня поддержки при общей восходящей тенденции могут использоваться для открытия новых позиций. Но допустим, что чуть раньше обнаруживается прорыв уровня поддержки на графике другого актива, сигнализирующий о целесообразности открытия короткой позиции по нему, в результате чего могут быть получены дополнительные средства для наращивания вышеупомянутой длинной позиции. Не исключено, что тогда все решения насчет нее ради приумножения прибыли лучше скорректировать.

Действия трейдера при прорывах цен, когда он использует линии тренда как уровни поддержки и сопротивления (их падение до уровня устойчивой восходящей линии тренда — сигнал открывать длинные позиции, а подъем до уровня нисходящей линии тренда — сигнал открывать

---

<sup>21</sup> Особенность определения всего этого — краткосрочность технического анализа (минуты или, в крайнем случае, часы, а не дни, недели, месяцы).

короткие<sup>22</sup>) в подобной ситуации также требуется уточнять. Известно, что существуют три варианта таких действий: занять позицию заблаговременно, предвосхищая прорыв; открыть позицию в момент прорыва (успеть войти в рынок); дожидаться неминуемого отката после прорыва (так как после него на рынке всегда наступает коррекция). Из-за наличия аргументов «за» и «против» каждого даже при работе с каким-то одним инструментом часто применяется комбинация этих действий. Тем более придется искать их самое выгодное совмещение, применяя системный подход к поиску наилучшей тактики инвестирования<sup>23</sup>.

Это касается и возможных стратегий работы. Рассматривая их укрупненно, можно выделить три. Одна, характерная преимущественно для стратегических инвесторов (а также полупрофессиональных спекулянтов), заключается в поддержании позиций открытыми от нескольких дней до ряда месяцев. При ориентации на единственный актив она наиболее эффективна, когда наблюдается нарождающийся тренд, а менее всего прибыльна на рынке с боковым или вялым, и требует обязательной подстраховки соответствующими опционными контрактами<sup>24</sup>.

Другая стратегия, также требующая подстраховки опционами, ориентирована на среднесрочные тенденции с удержанием занимаемых позиций открытыми в течение нескольких дней. Ее прибыльность стабильнее, причем зависит от способности трейдера не только к фундаментальному анализу рынка, но и к краткосрочной игре с правильным выбором моментов открытия и закрытия позиций. Если трейдер строит свои действия на основе учета среднесрочных факторов, то он должен внимательно следить и за тем, чтобы его позиции, по крайней мере, не противоречили сигналам технического анализа.

Наконец, третья, кратковременная стратегия, которую предпочитают профессиональные трейдеры и маркетмейкеры, состоит в открытии позиций на несколько минут или часов. Ее плюсы — отсутствие рисков появления неблагоприятных фундаментальных новостей и упущенных игровком изменений цены, минусы — требования непрерывного отслеживания

---

<sup>22</sup> Такие сигналы позволяют трейдеру войти в рынок и выйти из него достаточно рано, особенно когда происходит пересечение значимой, неоднократно «проверенной» линии тренда. Правда, не следует забывать и о других индикаторах, ибо, используя лишь один-два из них, можно преждевременно покинуть рынок и, следовательно, понести потери.

<sup>23</sup> Уже при работе с несколькими лотами некоторого актива трейдер нередко открывается поэтапно: занимает небольшую позицию до предполагаемого прорыва, затем сразу после прорыва покупает еще и, наконец, открывает дополнительные позиции во время незначительного падения цен в ходе коррекции, следующей за прорывом.

<sup>24</sup> Выбрав эту стратегию, при длинных позициях (их доля не должна превышать 15 % от суммы залога) для определения долгосрочных уровней сопротивления и поддержки фундаментальному анализу рынка следует уделять не меньше внимания, чем техническому.

им конъюнктуры, его сосредоточенности и напряжения в течение всего рабочего дня<sup>25</sup>. Нацеленность на извлечение эффектов взаимодействия предполагает и в данном случае комбинирование, по крайней мере, долгосрочной и среднесрочной стратегий.

\* \* \*

Таким образом, анализ источников финансирования ускоренного развития и модернизации экономики России показывает, что важнейшую роль в нем способен сыграть отечественный фондовый рынок, если его возможности будут полноценно использоваться в системе бизнеса. Для этого необходимо не только освоить прогрессивный зарубежный опыт соответствующего применения ценных бумаг, но и создать научные предпосылки для реализации инвесторами системного подхода к различным операциям с ними, позволяющего за счет извлечения эффектов их взаимодействия резко повысить продуктивность обращения к таким возможностям.

## Литература

1. Теория фирмы / Сост. и общ. ред. В. М. Гальперина. СПб.: Экономическая школа, 1995.
2. Статистические данные по ВВП ([www.gks.ru](http://www.gks.ru)).
3. *Ван Хорн Дж. К.* Основы управления финансами / Перев. с англ.; Гл. ред. серии Я. В. Соколов. М.: Финансы и статистика, 2005.
4. Рейтинг инвестиционных компаний ([www.skrin.ru](http://www.skrin.ru)).
5. Обзор компаний самых продаваемых ценных бумаг ([www.quote.ru](http://www.quote.ru)).
6. *Harrington D. R.* Modern Portfolio Theory. The Capital Asset Pricing Model and Arbitrage Pricing Theory: A User's Guide. N-J.: Prentice Hall, 1986.
7. Introduction to Financial Modeling. N. Y.: Pr. Publ., 1986.
8. Ценные бумаги. Нормативные акты и документы. М.: Юридическая литература, 1997.
9. *Алексеев М. Ю.* Рынок ценных бумаг. М.: Финансы и статистика, 1992.
10. *Гитман Л. Дж., Джонс М. Д.* Основы инвестирования. М.: Дело, 1997.
11. *Miller M. H., Modigliani F.* Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // Journal of Business. 1961. № 34. October. P. 411–433.
12. *Walter J. E.* Dividend Policies and Common Stock Prices // Journal of Finance. 1956. № 1. March. P. 29–41.

---

<sup>25</sup> При такой стратегии трейдер пользуется в основном данными о количестве продавцов и покупателей на рынке, заключая по преобладанию тех или других, куда он двинется.

13. *Лоскутов А. Ю., Михайлов А. С.* Введение в синергетику. М., 1990.
14. *Кузнецов М. В., Овчинников А. С.* Технический анализ рынка ценных бумаг. М.: Инфра-М, 1996.
15. *Элдер А.* Как играть и выигрывать на бирже. М.: Крон-Пресс, 1996.
16. *Эрлих А. А.* Технический анализ товарных и фондовых рынков. М.: Инфра-М, 1996.
17. *Завельский М. Г., Пекарский А. В.* Оптимизация торговой системы для деятельности на фондовом рынке // Системные исследования. Методологические проблемы. Ежегодник 2002. М.: УРСС, 2004.
18. *Бучаев Я. Г., Галин Д. М., Завельский М. Г.* Фондовый рынок как механизм финансирования хозяйства (системный подход) // Механизм и модели финансирования экономического роста и регионального развития. Труды ИСА РАН. М.: УРСС, 2003.