Татьянников Василий Аркадьевич. Риски инвесторов в условиях повышенной неопределенности российского фондового рынка : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Екатеринбург, 2001 216 c. РГБ ОД, 61:01-8/2985-2

**Содержание к диссертации**

Введение

1. РЬНОК ЦЕННЫХ БУМАГ КАК СФЕРА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ 13

1.1. Сущность рынка ценных бумаг и формы его организации. 13

1.2. Эффективные фондовые рынки: уровни эффективности и их особенности 41

2. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РИСКИ КАК ОБЪЕКТИВНЫЙ ФАКТОР РЫНОЧНОЙ ЭКОНОМИКИ 62

2.1. Риски, их природа, классификация и способы измерения на рынке ценных бумаг 62

2.2. Манипулирование ценами как фактор повышения рисков инвесторов 102

2.3. Влияние факторов рыночной неопределенности на состояние российского фондового рынка 118

3. МЕТОДЫ СНИЖЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РИСКОВ 131

3.1. Использование фьючерса как инструмента хеджирования рисков инвесторов 131

3.2. Иммунизация портфельных инвестиций 145

3.3. Инвестиционные перспективы российского фондового рынка 159

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 172

БИБЛИОГРАФИЯ 177

ПРИЛОЖЕНИЯ 190

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Вхождение России в мировую систему хозяйственных и финансовых отношений ставит задачу не только развивать инфраструктуру, соответствующую рыночным принципам хозяйствования, но и практическими действиями непосредственно входить и реально функционировать на едином мировом рынке финансовых услуг, оставляя за государством выработку финансовой и денежно-кредитной политики, в основе которой лежит налоговое законодательство, ставка рефинансирования Центрального банка России (или учетная ставка в других странах), операции на открытом рынке, другие экономические, реже административные, меры воздействия как на сам рынок, так и на его участников, в частности, через выработку, согласование и безусловное выполнение профессиональным сообществом единых правил игры на рынке ценных бумаг и в целом на финансовых рынках.

Одной из особенных задач государственной политики на рынке финансовых услуг является защита прав и законных интересов инвесторов. Меры здесь могут быть, с одной стороны, административные, что несколько проще с позиции их применительной практики в достижении текущих упреждающих результатов, но они малоэффективны в перспективе по причине их несоответствия условиям функционирования рыночных механизмов хозяйствования, с другой стороны, это повседневные действия самого государства, направленные на принятие и признание обществом своеобразного "кодекса поведения инвестора", где подробно будут определены мотивы поведения инвесторов, эмитентов на рынках, в частности, и по достижению снижения инвестиционных рисков. Безусловно, это не нормативный документ, но если его признают эмитенты в проспектах эмиссии, то они этим правилам будут следовать.

В связи с этим представляет особый научный интерес проблема управления рисками, а использование в этих целях программно-аппаратных средств и математических методов исследования процессов на финансовых рынках лишний раз дает основания для подтверждения, что в последние два десятилетия инвесторов во всем мире интересуют уже не столько диверсифицируемые риски, сколько систематические или рыночные риски, связанные с проблемами общеэкономического характера, усиливающейся глобализацией экономики. Именно по этой причине инвесторы страдают от "рыночной неопределенности", независимо от того, акциями скольких компаний они владеют, именно по этой причине резко возрастает с октября 1997 года волатильность (volatility - неустойчивость цен или амплитуда колебаний в течение определенного периода времени курсов ценных бумаг) рынка ценных бумаг не только на развивающихся рынках, к которым относится Россия, но и в странах с так называемой "стабильной экономикой" (США, Западная Европа, Юго-Восточная Азия). Аналитики Мирового банка утверждают, что "в I кв. 2000 г. ежедневные колебания на фондовых рынках США увеличились на 44 % по сравнению с IV кв. 1999г" и эта тенденция продолжалась весь 2000 год. Существенные изменения в экономике одной из стабильных стран (нередко даже предпосылки для этого) по цепочке затрагивают все другие, в первую очередь отражаясь на резких изменениях их фондовых индексов и, как правило, ведут к снижению рыночной капитализации ведущих национальных (транснациональных компаний).

На эти систематические риски накладываются российские проблемы, связанные как с созданием самих эффективных рынков, так и с действиями на них профессиональных участников, зачастую, далеко не в интересах своих клиентов (инвесторов), что порождает повышенную рыночную неопределенность в сравнении со странами стабильной экономики.

Естественно, что все эти негативные причины создают соответствующий инвестиционный климат, когда население, имея достаточно огромные свободные денежные средства, инвестирует их не в ценные бумаги российских эмитентов, а в более устойчивую валюту -доллар. Вместе с тем, действия Центрального Банка России в 2000 году по укреплению стабильности национальной валюты позволили практически удвоить золотовалютные резервы, снизить до минимума спекулятивную составляющую на валютном рынке, заставить задуматься население об эффективности своих инвестиций, что естественно привело к резкому росту денежной (рублевой) массы и решению новой проблемы - ее стерилизации. В этих целях предстоит вновь вернуться к использованию неограниченных возможностей рынка ценных бумаг как государственных, так и корпоративных. Именно эта задача позволит по новому как с учетом собственных ошибок (крах пирамиды государственных ценных бумаг в августе 1998 года, аферы с корпоративными ценными бумагами - дискредитация векселя, "знаменитые" МММы, ХОПРы и др.), так и изменившейся внешней ситуацией, подойти к проблеме регулирования денежной массы, выпуску эмиссионных ценных бумаг с устойчивыми, предсказуемыми инвестиционными характеристиками (облигации), повышения ликвидности обращающихся акций российских компаний.

В обществе происходит осознание, что привлечение западных инвестиций сопряжено с дополнительными рисками для сравнительно узкого и небольшого по объему российского рынка. Но учитывая интеграционные процессы в мировой экономике, объективно происходит и перелив капитала не только между корпорациями, отраслями, но и между странами. Российский фондовый рынок остается одним из самых привлекательных и подтверждение экономического роста в 2001 году неизбежно приведет к существенному росту частных портфельных инвестиций.

Расширение круга свободно обращающихся ценных бумаг неизбежно приведет к тому, что инвесторам необходимы будут защитные механизмы сохранения своих вложений. Использование возможностей срочного рынка ценных бумаг является объективной необходимостью для инвестора в целях как минимум сохранения своих инвестиций.

Проблемы рисков инвесторов исследовались как отечественными, так и зарубежными финансистами. Среди российских авторов данная проблематика поднимается в работах И.Т.Балабанова, А.Н.Буренина, В.П.Иваницкого, В.В.Ковалева, Я.М.Миркина, А.А.Первозванского, Т.Н.Первозванской, Е.С.Стояновой и др. Среди зарубежных особенно выделяются труды таких ученых, как Р.Брэйли, Д.Кейнс, С.Майерс, Ф.Макоули, Г.Маркович, Ф.Модильяни, С.Росс, К.Рэдхэд, С.Хьюс, У.Шарп и др.

Между тем, современная жизнь определяет новые тенденции и закономерности в системе оценки, анализа и снижения инвестиционных рисков. В российской практике все эти вопросы нашли пока очень ограниченное применение.

Это обусловило необходимость разработки в настоящем исследовании новых подходов к изучению проблемы управления рисками, детализации многих вопросов теоретико-прикладного характера, а также системного анализа отечественного и зарубежного опыта.

Реализация научного подхода на основе результатов исследования позволила выработать стандартные механизмы снижения рисков инвесторов, показать практические действия финансовых институтов и частных инвесторов в сложившихся условиях.

Целью исследования является научное обобщение незначительной по срокам, но крайне значимой для отечественной практики системы инвестирования и на этой основе разработка комплекса мер по снижению рисков инвесторов, которая позволит им выбрать наиболее оптимальный вариант в условиях повышенного рыночного риска (рыночной неопределенности) на российском фондовом рынке, анализ причин возникновения деформаций российского фондового рынка, а также содержания отношений его участников.

Достижение цели потребовало постановки следующих задач:

• исследование категориальной сущности "рыночной неопределенности" на фондовом рынке, установление факторов неопределенности, влияющих на российский фондовый рынок;

• обоснование экономической сущности инвестиционных рисков, определение причин их возникновения и способов их снижения, разработка новых критериев оценки рисков;

• раскрытие причинно - следственной связи "факторы неопределенности - деформации фондового рынка", расчет формальных индикаторов, подтверждающих наличие такой связи;

• исследование поведения бета - коэффициентов российских "голубых фишек" в условиях фондовых кризисов 1997, 1998 годов, а также в последующий период;

• анализ отечественных и зарубежных методов снижения рисков, практическая реализация их воплощения на российском фондовом рынке, обусловленном его повышенной неопределенностью;

• оценка возможностей применения экономико-математической модели и методов управления инвестиционными рисками;

• поиск оптимального снижения рисков инвесторов путем их хеджирования и иммунизации;

• исследование концепций хеджирования на финансовых рынках.

Объект диссертационного исследования - отношения между участниками рынка ценных бумаг в процессе инвестирования, институциональной средой которых выступает российский фондовый рынок в условиях его повышенной неопределенности.

Предметом исследования являются условия и формы реализации отношений субъектов фондового рынка в целях достижения эффективности управления рисками инвесторов, а также инструменты, позволяющие реализовать на практике снижение рисков.

Теоретической и методологической базой для диссертации послужили труды отечественных и зарубежных ученых и специалистов, исследующих систему экономических, хотя более точно отражает новое понятие - "инвестиционных отношений", связанных со взаимоотношениями инвесторов и эмитентов по поводу получения дивидендов, других фиксированных доходов, действиями профессиональных участников рынка ценных бумаг по отношению к инвесторам как их клиентам на эффективных рынках, а также самостоятельной роли инвесторов, берущих на себя риски при совершении операций с ценными бумагами и их производными.

В процессе диссертационного исследования автор руководствовался законодательными и нормативными актами Российской Федерации по вопросам регулирования отношений эмитентов с инвесторами, инвесторов с профессиональными участниками рынка ценных бумаг, а также различными методическими и справочными материалами, в частности, внутренними нормативными документами Екатеринбургской фондовой биржи, а также других как российских фондовых и валютных бирж, так и зарубежных.

Необходимые для научной работы глубина исследований и достоверность выводов достигаются за счет использования статических и динамических методов системного, сравнительного и факторного анализа, а также методов группировок, динамического прогнозирования, экспертных оценок.

Информационной базой исследования послужили статистические данные торговых сессий фондовых и валютных бирж России, нормативные документы Федеральной комиссии по ценным бумагам, регулирующие деятельность организаторов торговли и профессиональных участников рынка ценных бумаг, внутренние нормативные документы Екатеринбургской фондовой биржи, а также различные обзорные, статистические и справочные материалы, базы данных компьютерной сети Интернет, систематизированные и обработанные автором.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

- исследована экономическая категория "рыночная неопределенность", предложены способы ее измерения и мотивы поведения участников фондового рынка в условиях неопределенности;

- фондовый рынок представляет собой систему взаимосвязанных элементов - экономических отношений и форм поведения участников этих отношений. Этим самым фондовый рынок раскрывает не только сущность, но и механизм воплощения сущности, выраженный в выявлении равновесной текущей цены ценных бумаг и производных инструментов;

- представлена авторская трактовка эффективного рынка, характеризующегося рыночной неопределенностью, где изменение цен происходит случайно, но текущие цены полностью отражают всю информацию о ценах в прошлом с коррекцией на настоящий момент, они объективны и в них предсказано будущее.

- представлена авторская трактовка сущности инвестиционных рисков и их особенности по сравнению с финансовыми рисками, позволяющая установить связь рыночной неопределенности и инвестиционных рисков с полнотой информации о происходящих во времени событиях на фондовом рынке;

- разработана концепция манипулирования ценами как фактора повышения рисков инвесторов и предложена методология снижения влияния этого субъективного фактора на российский фондовый рынок;

- обоснованы инструменты эффективного применения основных тактик фьючерсных контрактов на обыкновенные акции для целей хеджирования;

- построена экономико-математическая модель управления портфелем безрисковых ценных бумаг при изменении процентных ставок на рынке, в рамках которой решена задача управления рисками на основе применения математических методов, позволяющая сформировать структуру портфеля оптимальным образом, используя принцип иммунизации.

- на основе арбитражной модели теории рынка капитала, через систему макроэкономических параметров установлено влияние факторов рыночной неопределенности на фондовый рынок России, что позволило предложить направления государственного регулирования с целью снижения данной неопределенности.

Праісгическая значимость работы заключается в широком использовании полученных результатов исследования в российской практике на рынке ценных бумаг с целью фактического снижения объективно существующих рисков инвесторов в условиях повышенной рыночной неопределенности российского фондового рынка и создания эффективных (организованных, биржевых) рынков в России.

Основные разделы работы используются в практической деятельности Екатеринбургской фондовой биржи и профессиональных участников рынка ценных бумаг, работающих на ней в 1992-2000 годах, а также в учебном процессе ряда учебных заведений города Екатеринбурга.

Апробация работы. Результаты исследования опубликованы в восьми научных работах общим объемом 10,5 п.л. авторского текста, отдельные положения диссертации также публиковались в периодической печати.

Основные выводы и рекомендации диссертационной работы докладывались и обсуждались на Всероссийской конференции профессиональных участников рынка ценных бумаг в 1999 году, на научных чтениях "Инновации. Инвестиции. Инфляция. Социально-экономический аспект" Уральского государственного экономического университета в 2000 году.

Отдельные положения диссертационной работы используются аспирантами и студентами Уральского государственного экономического университета и Уральского филиала Российской экономической академии им. Г.В. Плеханова.

Приступая к исследованию автор надеялся создать работу, которая была бы не только интересна, но и полезна как финансистам-теоретикам, так и практикам, ежедневно встречающимся с проблемами управления рисков, оптимизации своих действий на рынке ценных бумаг.

Автор выражает уверенность, что данная работа позволит получить в распоряжение менеджеров, инвесторов достаточный научно-практический материал, который в какой-то мере сделает их наиболее подготовленными к работе в условиях нового века - века глобализации экономики.

## Сущность рынка ценных бумаг и формы его организации

Рыночная экономика представляет собой совокупность рынков. Одним из них является финансовый рынок, который решает задачу распределения денежных средств между участниками экономических отношений. Распределение денежных средств происходит таким образом, что сам финансовый рынок является одновременно источником финансирования и средством инвестирования капитала. Это наиболее распространенная точка зрения и с ней согласно подавляющее число экономистов. Спор в большей степени касается содержания финансового рынка. Так в западной литературе категория "финансовый рынок" включает в себя как рынок ценных бумаг, так и рынок банковских кредитов, а также перераспределение финансовых ресурсов через государственные и частные пенсионные фонды, аккумуляцию ресурсов в страховом бизнесе.

Отечественные экономисты полностью согласны с первой составляющей и весь спор идет о правомерном или неправомерном исключении краткосрочного денежного рынка из состава финансового рынка. Профессор В.М.Родионова исключает краткосрочный денежный рынок. Б.И.Алехин рассматривает финансовый рынок как совокупность рынка ценных бумаг и рынка банковских ссуд. Практически ничем не отличается точка зрения М.Ю.Алексеева. Я.М.Миркин определяет понятие финансового рынка как совокупность денежного рынка и рынка капиталов. На денежном рынке осуществляется движение краткосрочных (до 1 года) накоплений, на рынке капиталов - средне и долгосрочных накоплений (свыше 1 года).

Таким образом можно сделать вывод, что рынок ценных бумаг является сегментом как денежного рынка, так и рынка капиталов, т.е. в финансовый рынок входят и рынок накоплений, и рынок ценных бумаг, но эти рынки объединены по признаку срочности (краткосрочный денежный рынок и долгосрочный рынок капиталов). В классическом виде рынок ценных бумаг в своей сущности представляет совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг между его участниками. Вместе с тем современное состояние рынка требует дополнения к ценным бумагам и "производных инструментов" (фьючерсы, опционы свопы, варранты и т.п.). В определении не указана цель экономических отношений между участниками рынка. Автор считает, что результатом этих отношений является выявление равновесной текущей цены. Таким образом, наиболее полным по мнению автора будет следующее определение: рынок ценных бумаг есть не что иное как совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг и производных инструментов между его участниками с целью выявления равновесной текущей цены и получения инвестиционного дохода.

Особенностью рынка ценных бумаг является то, что движение денежных средств (в отличие от кредитного рынка) оформляется специальным документом - ценной бумагой, которая "оторвана" от своего "носителя" и может свободно покупаться, продаваться (другим словом - обращаться) на фондовом рынке.

## Риски, их природа, классификация и способы измерения на рынке ценных бумаг

Трудности, с которыми столкнулись участники российского рынка ценных бумаг, безусловно, главным образом зависят от состояния нашей экономики.

Однако понесенные потери могли бы быть в значительной мере минимизированы при уделении должного внимания правильной оценке возникающих в процессе инвестирования рисков и умении грамотно управлять ими.

Именно надлежащее управление рисками позволило многим финансовым компаниям и отдельным инвесторам избежать существенных убытков и даже оказаться в относительном выигрыше.

Таким образом риск как экономическая категория представляет собой отношения между участниками сделки, договора по поводу не выполнения или ненадлежащего выполнения одной из сторон принятых на себя обязательств. В этой связи можно рассматривать два варианта: с одной стороны есть предполагаемый риск, а с другой стороны есть реальный риск. Но с какой бы стороны мы не подходили к категории риска ключевым является то, что он относится как к убытку, так и к прибыли. Тогда вполне естественным становится то, что реальный риск требует контроля, контроль со своей стороны требует наличия определенной системы, которая в свою очередь требует эффективного управления ею. Особо подчеркнем, что контроль подразумевает под собой не столько слежение за рисками, сколько умение сделать их количественную оценку, чтобы получить объективный предмет для выполнения конечной задачи - управление рисками.

В общем виде понятие риска используется в целом ряде наук. Исследования по анализу риска можно найти в литературе по правовым вопросам, психологии, медицине, философии. В каждом случае исследование риска основывается на предмете изучения данной науки и, естественно, опирается на собственные подходы и методы. Такое многообразие направлений исследования риска объясняется многоаспектностью этого явления.

В отечественной экономической науке по существу отсутствуют общепризнанные теоретические положения об инвестиционном риске, фактически не разработаны методы оценки риска применительно к тем или иным ситуациям, возникающим в процессе инвестирования, и видам инвестиционной деятельности, отсутствуют рекомендации о путях и способах уменьшения и предотвращения риска.

Автор отмечает, что научный интерес представляет сравнение классической и неоклассической теорий предпринимательского (делового) риска и их экономического приложения.

В классической теории предпринимательского (делового) риска экономисты Дж.Милль, Н.У.Сениор отождествляют его с математическим ожиданием потерь, которые могут произойти в результате выбранного решения. Риск здесь не что иное, как ущерб, который наносится осуществлением данного решения.

Такое толкование сущности риска вызвало возражение у части экономистов, что повлекло за собой выработку иного понимания содержания риска.

## Использование фьючерса как инструмента хеджирования рисков инвесторов

Чтобы не допустить чрезмерных спекуляций на фьючерсном рынке и усилить систему гарантий исполнения сделок, Екатеринбургская фондовая биржа ( аналогично другие биржи ) устанавливает по каждому виду контракта лимит отклонения фьючерсной цены текущего дня от котировальной цены предыдущего дня (в 2000 году - 20%). 1 Если фьючерсная цена выходит за интервал, то биржа останавливает торговлю контрактами с целью ограничить спекуляции, позволить участникам торговли успокоиться, реально оценить конъюнктуру рынка и привести свои гарантийные обязательства по депозитной марже в соответствие с новой котировальной ценой. Если участники торговли выполнят требования по довнесению маржи в течение короткого времени (2-3 часа), то торговля в рамках текущей сессии может быть продолжена и открыт новый лимит отклонения фьючерсной цены. Как правило, участникам торговли не удается выполнить требования биржи мгновенно, тогда торги открываются только на следующий день. В результате наступает потеря ликвидности у фьючерсных контрактов.

Приведем пример, подтверждающий это. Екатеринбургская фондовая биржа закрывает торговую сессию 1999 года по фьючерсным контрактам на индекс курса акций ОАО "Газпром" по цене 7,18 руб., настроения на рынке ничего не предвещали для резкого изменения цен и, более того, скорее были ориентированы на их некоторое снижение.

31 декабря 1999 года бывший президент России Б.Н.Ельцин делает заявление о свой отставке. Торговая сессия 2000 года открывается 05 января резким движением рынка вверх после такого

Правила совершения и исполнения срочных сделок на Екатеринбургской фондовой бирже, февраль 1998. К чему это привело? Учитывая, что до 24 января 2000 года на бирже действовал 10 % лимит отклонения цены фьючерсного контракта, то на 05 января был установлен диапазон цен 6,46 - 7,88 руб., а цены на акции ОАО "Газпром" выросли до 8,50 руб. Произошел разрыв цен и торговая сессия была остановлена практически в ее самом начале. Руководство биржи, опираясь на мнение участников рынка срочных контрактов, приняло решение об установлении на 06 января чрезвычайной депозитной маржи в размере 15% от стоимости всех открытых позиций и соответственно этой величине был установлен лимит отклонения цен фьючерсных контрактов. Данная мера позволила сбалансировать спрос и предложение, но уже на более высокой цене. Учитывая, что стоимость акций составила 8,50 руб. "коридор" цен был установлен в диапазоне 7,23 - 9,78 руб., что позволило всем участникам преодолеть фактор потери ликвидности фьючерсных контрактов, получив при этом очень большие убытки при нахождении в короткой позиции на конец 1999 года. Рынок еще некоторое время был растущим, побуждая спекулянтов, продолжавших занимать короткие позиции, закрывать их увеличивая свои убытки. Далее ситуация изменилась в противоположном направлении и кое-кто совершил уже двойные ошибки. Таким образом потеря ликвидности придает еще больше рискованности срочному рынку и преодолеть такие моменты без фиксирования убытков могут лишь участники, обладающие большим запасом свободных денежных средств или грамотно использующие стратегии хеджирования.