



НАПИСАНИЕ на ЗАКАЗ:

1. Дипломы, курсовые, рефераты...
2. Диссертации и научные работы.

Тематика любая: ИНВЕСТИЦИИ,
экономика,
техника, право, менеджмент, финансы,
биология...

Уникализация текстов, переводы с языков,
презентации...

УЧЕБНИКИ, ДИПЛОМЫ, ДИССЕРТАЦИИ:

полные тексты в электронной библиотеке
www.учебники.информ2000.пф.

ЗАМЕТКИ

В инвестировании

книга об инвестициях и управлении капиталом

7

6

Оглавление

Как получать знания из этой книги	4
Глава 1. Ваш самый главный актив	7
1.1. Инвестиции, почему они необходимы? Δ	7
1.2. Как Вы будете жить на пенсии? Δ	9
1.3. Кто Вы: «человек-акция» или «человек-облигация»? \square	11
1.4. Не все богатые одинаково полезны \circ	14
Глава 2. Как переиграть инфляцию: сбережение vs потребление	17
2.1. Зачем Вам деньги? Δ	17
2.2. Что может защитить Вас от инфляции? Δ	19
2.3. Как выигрывать от инфляции: владение vs потребление \square	22
Глава 3. Зачем нам фондовый рынок?	26
3.1. Какой СМЫСЛ покупать акции? Δ	28
3.2. Рынок акций – рулетка или ...? Δ	29
3.3. Вложение в акции – так ли это рискованно? \square	31
3.4. Покупка акций на вторичном рынке – это вложение в бизнес? Δ	34
Глава 4. Как начать инвестировать?	40
4.1. Два испытания на пути инвестора Δ	40
4.2. Человек и риски Δ	42
4.3. Риски, страхи и нереальный риск-менеджмент \square	44
4.4. Советы по инвестированию от УК «Арсатера» Δ	46
4.5. Велосипед для фондового рынка уже изобретен Δ	53
Глава 5. ПИФ: инвестируем коллективно	59
5.1. Что такое паевой инвестиционный фонд (ПИФ) Δ	59
5.2. ПИФ + банковский депозит = любовь Δ	60
5.3. Индексный фонд. Выбор и смысл Δ	64
5.4. Надежность инвестиционного продукта \square	68
5.5. ПИФ vs НПФ \square	70
5.6. ПИФ vs накопительное страхование жизни \square	72
5.7. Международная практика инвестирования в фонды недвижимости Δ	75
5.8. Финансовые коэффициенты фондов Δ	78
Глава 6. Как выбрать управляющего	83
6.1. Доверить или работать самостоятельно Δ	83
6.2. Как выбрать инвестиционный продукт Δ	85
6.3. Чем опасен низкий порог в ИДУ? \square	86
6.4. Почему неправильно гарантировать доходность инвестиций? \square	89
6.5. Как оценить качество управления \square	92
6.6. MARQ – оценка качества управления капиталом \square	98
6.7. Что нужно знать о доверительном управлении \square	100
6.8. Как исключить злоупотребления при доверительном управлении \square	104
6.9. За чей счет этот банкет? \circ	108
Глава 7. Как инвестировать самостоятельно	110
7.1. Куда вложить деньги? Производительные и непроизводительные активы Δ	110
7.2. Кто выигрывает на фондовом рынке? Δ	112
7.3. О вреде деловых СМИ или как покупать акции? Δ	115
7.4. Волатильность может приносить доход! Но не спекулянтам! \square	117
7.5. Как инвестировать в облигации? \square	120
7.6. Как инвестировать в акции, используя потенциальную доходность? \square	123

7.7. Как рассчитать доходность? <input type="checkbox"/>	125
7.8. «Клин Арсагеры», или особый взгляд на диверсификацию активов <input type="checkbox"/>	128
7.9. Кто продает на максимумах и покупает на минимумах? <input type="checkbox"/>	133
Глава 8. От чего зависит курсовая стоимость акций?	136
8.1. Прибыль компаний и курсовая стоимость акций <input type="checkbox"/>	138
8.2. Доходность, которую хочет получить инвестор при вложении денег в акции <input type="checkbox"/>	140
8.3. Уровень процентных ставок и курсовая стоимость акций <input type="checkbox"/>	142
8.4. Что такое качество корпоративного управления и как оно влияет на стоимость акций? <input type="checkbox"/>	145
8.5. Линия Тишина <input type="checkbox"/>	148
8.6. Нефть и курсовая стоимость акций <input type="checkbox"/>	151
8.7. ВВП и курсовая стоимость акций <input type="checkbox"/>	154
8.8. ИПП и курсовая стоимость акций <input type="checkbox"/>	156
8.9. Курс рубля и курсовая стоимость акций <input type="checkbox"/>	159
8.10. Взаимосвязь экономики компаний и стоимости их акций <input type="checkbox"/>	162
8.11. Интеллект фондового рынка <input type="checkbox"/>	164
Глава 9. О фундаментальном анализе	168
9.1. Такой понятный и загадочный P/E <input type="checkbox"/>	168
9.2. Фундаментальная оценка российского фондового рынка – «Индекс Арсагеры» <input type="checkbox"/>	171
9.3. Коэффициент P/BV (P/B) <input type="checkbox"/>	174
9.4. Фондовый рынок Японии: исключение, подтверждающее правило <input type="checkbox"/>	176
9.5. Коэффициент P/S. А что он может? <input type="checkbox"/>	179
9.6. Бай-бэк (buyback). Помощь инвестору <input type="checkbox"/>	182
9.7. Взаимосвязь доходности акций и облигаций <input type="checkbox"/>	185
9.8. Суть привилегированных акций <input type="checkbox"/>	187
9.9. Откуда берется дисконт между обыкновенными и привилегированными акциями? <input type="checkbox"/>	189
9.10. Как мы прогнозируем экономические показатели деятельности компании <input type="checkbox"/>	191
9.11. Как мы прогнозируем цены акций строительных компаний <input type="checkbox"/>	194
9.12. Блеск и нищета DCF <input type="checkbox"/>	200
Глава 10. Управление капиталом в УК «Арсагера»	204
10.1. «А че это вы тут делаете? А?» <input type="checkbox"/>	204
10.2. «Зачем Вам эта открытость?» <input type="checkbox"/>	209
10.3. Постулаты инвестирования <input type="checkbox"/>	212
10.4. Методика и критерии ранжирования ценных бумаг (Arsagera Asset Certification) <input type="checkbox"/>	224
10.5. Ротация аналитиков – фирменный элемент системы управления капиталом УК «Арсагера» <input type="checkbox"/>	229
10.6. Прогнозирование цен на акции <input type="checkbox"/>	230
10.7. Прогнозирование вектора процентных ставок <input type="checkbox"/>	233
10.8. Вычисление ставок дисконтирования <input type="checkbox"/>	236
Глава 11. Полезная информация об инвестициях	239
11.1. Сравнительное исследование эффективности инвестиций в России с 1997 по 2012 год <input type="checkbox"/>	239
11.2. Сравнительное исследование эффективности инвестиций в мире с 1900 по 2011 год <input type="checkbox"/>	242
11.3. Акции + недвижимость = любовь <input type="checkbox"/>	246
11.4. Акции vs золото (ОМС) <input type="checkbox"/>	248
11.5. Чем отличаются инвестиции от спекуляций? <input type="checkbox"/>	252
11.6. Теория Марковица работает? <input type="checkbox"/>	252
11.7. Платите премию за контроль? Собираетесь воровать? <input type="checkbox"/>	254

Глава 12. Инвестиционные опасности	257
12.1. Рынок акций или Forex... Что лучше? Δ	257
12.2. Forex: гении маркетинга! Δ	259
12.3. Основные признаки финансовых пирамид Δ	262
12.4. ПираМММида пираМММид Δ	266
12.5. Вся правда об отраслевых фондах Δ	268
12.6. Продукты с защитой капитала (структурированные продукты) \square	270
12.7. На кого работает технический анализ? \square	272
12.8. Кто выигрывает на «плечах» и «шортах»? \square	274
12.9. «Стоп-лоссы» придумали трусы? «Тэйк-профиты» тоже... \triangle	277
12.10. Использование инсайда \square	279
12.11. Роботы против людей \square	280
12.12. Кто выигрывает на срочном рынке \triangle	282
12.13. Где шансов больше: в казино или на срочном рынке? \circ	287
12.14. Опционы: беспроигрышный проигрыш?! \circ	292

Вернуться в библиотеку учебников

Материалы по инновациям:

- для самообразования топ-менеджеров;
- для повышения квалификации преподавателей;
- для рефератов и контрольных.

Ручная уникализация дипломных и курсовых работ

Как начать бизнес в Инернете

Научу создавать эффективные сайты

Если бы информация из этой книги была у меня на 15 лет раньше, я был бы намного богаче (хотя я не жалею о своем благосостоянии).

Инвестор

Здесь представлена квинтэссенция более чем 15-летнего опыта инвестиций целой команды профессионалов, их знаний, практики, ошибок и их анализа. Вы можете посмотреть оглавление и начать читать с любого места, которое привлекло Ваше внимание. Мы рассказывали клиентам о своих взглядах на инвестиции в ходе личных встреч, но в какой-то момент решили записывать их. Большинство материалов появилось как обоснование и объяснение инвестиционной философии и подходов, используемых компанией при осуществлении инвестиций и управлении портфелями клиентов (Главы 10 и 11).

В результате за последние несколько лет накопился большой объем статей и материалов, которые мы решили объединить и расставить в определенной логической последовательности. Логика в последовательности глав следующая: от смысловых и стратегических вопросов к более техническим. Внутри главы материалы располагаются от простых к более сложным. В результате получилась целая книга об инвестициях.

Мы подробно рассказываем, что и как мы делаем для того чтобы клиент понимал, как осуществляется управление его портфелем. Но многие материалы (и советы) будут полезны и тем, кто занимается инвестированием самостоятельно.

Мы также хотим уберечь наших читателей от возможных ошибок и подводных камней, связанных с инвестированием, а также от недобросовестных участников рынка и откровенных мошенников (Глава 12).

Мы хотим, чтобы у наших людей сформировалось правильное представление о финансовом рынке и о том, какую пользу он может принести каждому конкретному человеку и обществу в целом.

Для удобства изучения материала мы разбили содержание книги на 4 курса.

Короткий базовый курс «Школа» позволяет за 3 часа получить начальные знания о смысле и общих правилах инвестирования, а также основных опасностях и подводных камнях, подстерегающих начинающих инвесторов. Материалы этого курса обозначены значком Δ.

									12.1
			4.1						12.2
			4.2	5.1		7.1	11.1	12.3	
1.1	2.1	3.1	4.4	5.2	6.1	7.2	11.2	12.4	
1.2	2.2	3.2	4.5	5.3	6.2	7.3	11.5	12.5	
14 мин.	14 мин.	24 мин.	28 мин.	21 мин.	14 мин.	21 мин.	21 мин.	35 мин.	



≈ За 3 часа

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

Курс «Факультатив» (О), затрагивает общеполитологические вопросы инвестирования, некоторые спорные вопросы фундаментального анализа, ряд методических вопросов, применяемых в наших подходах. Ориентировочное время для изучения — 2-3 часа.

				9.10		
				9.11	11.6	12.13
1.4	6.9	7.9	8.11	9.12	11.7	12.14
15 мин.	15 мин.	15 мин.	15 мин.	45 мин.	30 мин.	30 мин.



За 2 часа 45 минут

1.1. Инвестиции, почему они необходимы? Δ

Какими способностями должен обладать человек, чтобы быть успешным в современном мире? Например, в 17 веке ценились умение скакать верхом и владение шлагой, сейчас такие навыки — экзотика и особо жить не помогают. Зато в 80-х годах прошлого века умение работать на компьютере, как и умение управлять трактором, было всего лишь одним из вариантов профессиональной деятельности. Сейчас компьютерная грамотность — это необходимый навык даже не успешного, а просто обычного современного человека.

Чтобы быть успешным, надо быть профессионалом в своем деле. Это позволит Вам обеспечить себе достойный уровень оплаты труда.

Но зачастую весь заработанный доход человек тратит на потребление — живет «от зарплаты до зарплаты». Более того, многие пользуются кредитами, на обеспечение которых может уходить большая часть этого дохода. Таким образом, человек попадает в зависимость от работодателя, государства, банка. Кроме того, мало быть просто высокооплачиваемым специалистом. Опыт многих людей показывает — быть профессионалом своего дела недостаточно. К примеру, Ван Гог и известный бразильский футболист Гарринча умерли в нищете.

Поэтому крайне важный навык для успешного человека в современном мире — это умение распоряжаться результатом своего труда. Рано или поздно некоторые из нас задумываются о накоплениях, о том, чтобы стать финансово независимым человеком, обеспечить себе достойную старость, позаботиться о будущем своих детей. Как этого достичь?

В какой-то мере о нас заботится государство. Определенная часть нашего ежемесячного дохода попадает в пенсионный фонд, а при наступлении пенсионного возраста каждый получает гарантированную пенсию. Но размеры пенсионных выплат настолько малы, что не позволяют пенсионерам обеспечить даже свое текущее потребление.

В развитых странах ситуация совершенно иная. Все видели улыбающихся и довольных туристов из-за рубежа, большинство которых составляют пожилые люди. Это не банкиры и не олигархи в отставке. Это обыкновенные люди — такие же, как и мы с Вами. Что же позволяет им наслаждаться жизнью, а не думать о том, как дотянуть до зарплаты или пенсии в следующем месяце.

Дело в том, что в развитых странах очень хорошо распространено такое явление как инвестирование. Большинство жителей этих стран начинают инвестировать еще в молодости. В США, например, 80% населения имеют вложения в ценные бумаги, а объем вложений в инвестиционные фонды в 2 раза превышает объем депозитов. В России объем ПИФов в 10 раз меньше, чем объем депозитов, и только 1% населения вкладывает деньги в ценные бумаги.

Инвестиции позволяют со временем дополнительно к доходу от своей профессиональной деятельности (зарплате) получать и инвестиционный доход.

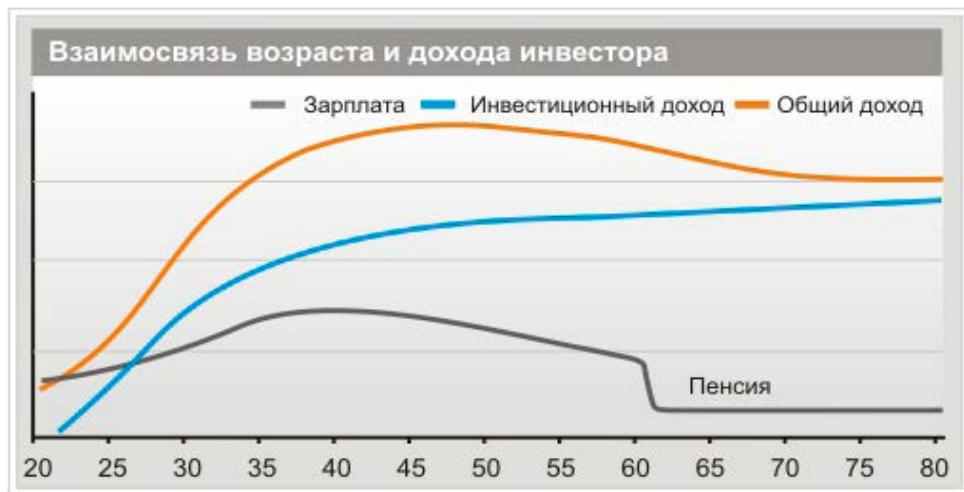


Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

работ

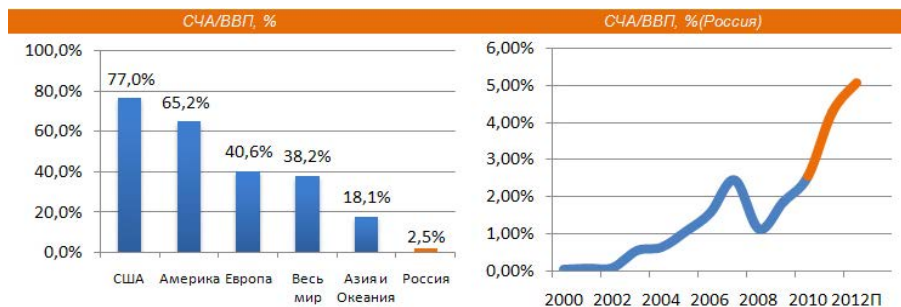
На графике ниже видно, что инвестор, в отличие от человека, не занимающегося инвестициями, получает дополнительный инвестиционный доход, который со временем может намного превысить размер заработной платы.

Многие думают: «инвестиции — это для избранных», «чтобы инвестировать и получать инвестиционный доход, необходимо обладать большим объемом средств». Однако инвестиции можно осуществлять, имея и небольшой капитал. Это достигается путем инвестирования средств в паевые инвестиционные фонды (ПИФы).



Паевые фонды аккумулируют средства пайщиков и профессионально инвестируют их. Средства ПИФа инвестируются в ценные бумаги — акции и облигации различных российских предприятий либо в недвижимость. Стоит отметить, что также существуют ПИФы денежного рынка, ипотечные, кредитные, товарного рынка и т. д.

В странах с высоким уровнем жизни населения большая часть жителей инвестирует именно посредством инвестиционных фондов. В доказательство приведем графики соотношения размера стоимости чистых активов (СЧА) фондов к ВВП страны (данные представлены по состоянию на конец 2011 года). По данному соотношению (СЧА/ВВП) можно судить об инвестиционной активности населения.



Источники: International monetary fund, Investment Company Institute, Investfunds, Росстат

Источники: Росстат, Investfunds, МВФ, прогноз ОАО «УК «Арсавера»

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

работ

В совокупности объем средств, которые граждане других государств инвестируют в экономику своих стран, огромен. Эти инвестиции приводят к ускорению роста экономик и дальнейшему повышению жизненного уровня населения. Таким образом, инвестируя в экономику своей страны, мы способствуем повышению собственного уровня жизни.

Не забывайте, что Ваши деньги работают на Вас 24 часа в сутки и могут работать на Ваших детей и внуков. Инвестируйте и создавайте основу для Вашего будущего капитала, вкладывая в активы, увеличивающие Ваше благосостояние.

Выводы

- Умение грамотно инвестировать становится навыком, необходимым для того чтобы быть успешным человеком в современном мире.
- Инвестиции позволяют получать дополнительный инвестиционный доход, который со временем может намного превысить размер заработной платы.
- Инвестиции — это вовсе не прерогатива богатых, как думают многие. Инвестиции доступны всем. В паевые инвестиционные фонды возможны вложения, к примеру, от 1000 руб.

1.2. Как Вы будете жить на пенсии? Δ

То, как меняется Ваш доход при выходе на пенсию, называется коэффициентом замещения (покрытия). Он зависит от того, насколько эффективно в течение своей жизни Вы трансформировали свой человеческий капитал в финансовый. Не стоит надеяться на государственное пенсионное обеспечение — оно обеспечит лишь 5-15% от Вашего текущего дохода, то есть Ваш уровень жизни снизится на 85-95%.

Рост цен обесценивает Ваши сбережения. Для сохранения коэффициента замещения каждое сбережение должно инвестироваться с доходностью, как минимум равной инфляции. А лучше — выше.

Давайте вместе подумаем о том, что можно сделать, чтобы обеспечить себе приемлемый уровень жизни на пенсии (что Вы можете сделать, чтобы обеспечить себе приемлемый уровень жизни).

Один из первых вариантов, который сразу напрашивается на включение в список, — это ограничение потребления.

Это непростой выбор, однако именно с ним сталкивается большинство людей.

Второй вариант — это сбережение средств в рамках программы софинансирования пенсии, а именно спонсирование работодателями и государством сбережений граждан в рамках пенсионных схем. В этих схемах спонсоры вносят на пенсионный счет человека ровно такую же сумму (каждый), как и сам человек. Таким образом получается, что норма сбережения человека удваивается (или утраивается), что приводит к пропорциональному росту коэффициента замещения. Спонсирование имеет свои пределы, определяемые работодателем либо законом. Сбережения человека поступают в негосударственный пенсионный фонд, который и занимается в дальнейшем вопросами инвестирования.





<http://учебники.информ2000.рф/papisat-diplom.shtml> Как правило, пенсионные фонды придерживаются весьма консервативной политики при инвестировании, работая с доходностью, в лучшем случае, на уровне инфляции. Пожалуй, главным плюсом накопления через НПФ является спонсирование.

Третий способ, который, пожалуй, требует наибольших усилий — это получение более высокой зарплаты, для чего потребуются наращивание качества своего человеческого капитала и вложение его с большей отдачей. Высокая зарплата, конечно же, сформирует определенный образ жизни, однако в сегодняшних деньгах для жизни на пенсии человеку было бы достаточно 40 000 руб. в месяц, что при зарплате в 100 000 предполагает коэффициент замещения в районе 40%. Более высокая зарплата позволит не только повысить норму сбережения для пенсии (скажем, еще на 10%), но и обзавестись всем необходимым имуществом в процессе трудовой деятельности.

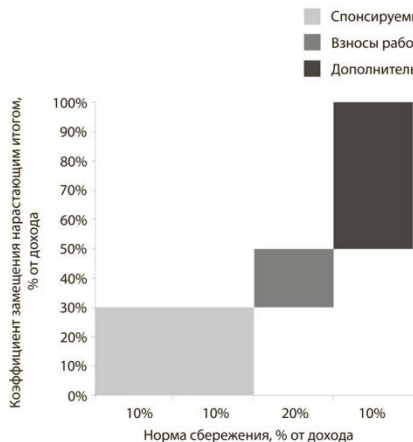
Следующий способ — это увеличение периода сбережения до пенсии.

Для этого либо сам человек должен начинать как можно раньше сберегать, либо за него это должны начать делать родители. Другой вариант — более поздний выход на пенсию.

И, наконец, пятый способ — это инвестирование в активы, которые потенциально способны обеспечить доходность выше инфляции.

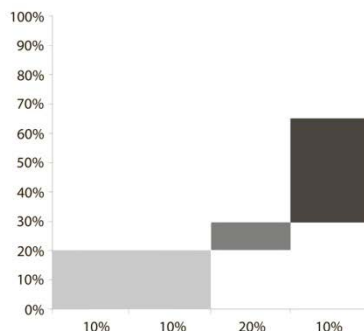
Если человек готов сберегать больше, нежели спонсируется государством и предприятием, лучше инвестировать вне пенсионного плана, так как это позволит рассчитывать на получение реальной доходности.

Данный способ предполагает максимизацию среднегодовой доходности инвестиций, чтобы компенсировать разрушительный эффект инфляции. В пенсионном фонде наличие спонсирования позволяет человеку принимать меньшую доходность инвестиций в обмен на удвоение (утроение) нормы сбережения и практически гарантированную доходность. Однако после достижения предела в спонсировании сбережений человеку необходимо выбирать такие финансовые инструменты, которые потенциально способны обеспечить доходность выше инфляции в долгосрочной перспективе. Это, как правило, не может обеспечить банковский депозит. Среди имеющихся активов такими инструментами могут являться акции и недвижимость.



Условия:

Период сбережения: 30 лет
Период расходования: 20 лет
Темпы инфляции: 7% в год
Доходность рынка акций: 14% в год
Доходность частных пенсионных накоплений: 6% в год
Персональная норма сбережения человека: 20% от дохода
Спонсируемая норма сбережения человека: 30% от дохода
Совокупная норма сбережения человека: 50% от дохода



Условия:

Период сбережения: 30 лет
Период расходования: 20 лет
Темпы инфляции: 7% в год
Доходность рынка акций: 11% в год
Доходность частных пенсионных накоплений: 3% в год
Персональная норма сбережения человека: 20% от дохода
Спонсируемая норма сбережения человека: 30% от дохода
Совокупная норма сбережения человека: 50% от дохода

Δ В рамках курса «Школа» следующей читайте статью [2.1. Зачем Вам деньги?](#)

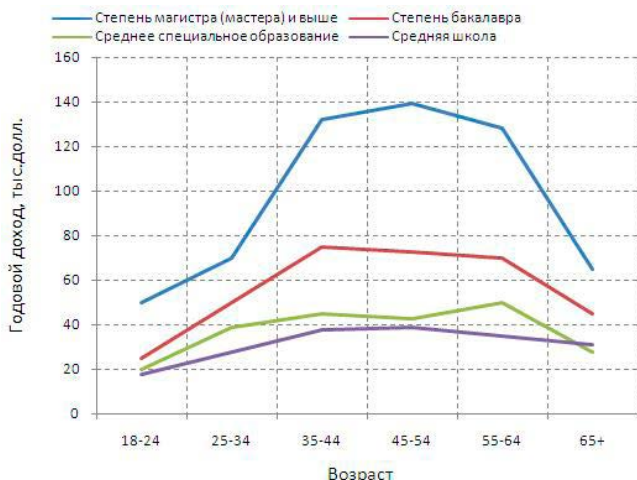
1.3. Кто Вы: «человек-акция» или «человек-облигация»? □

В рамках социально-корпоративных отношений наша энергия, знания и способности в зависимости от их ценности обмениваются на реализацию наших желаний и потребностей. Как же понять, сколько Вы стоите, как определить оптимальную структуру человеческого и финансового капитала в Вашей жизни? В этой статье мы дадим ответы на эти вопросы, которые без сомнения касаются каждого человека в трудоспособном возрасте.

Чаще всего оценка Вашего человеческого капитала происходит при приеме на работу. Работодатель оценивает Вашу производительность и сообщает, сколько готов за нее платить. В результате Вы получаете регулярный поток доходов, который обеспечивает Вашу жизнь, а работодатель получает Ваш труд и прибыль, которую этот труд генерирует.

Оценка Вашего человеческого капитала осуществляется в банке при выдаче кредита. Банк пытается понять, сможет ли Ваш человеческий капитал обеспечить обслуживание кредита.

От чего зависит стоимость человеческого капитала? Среди множества факторов одним из наиболее важных является образование. Статистика показывает: чем лучше образование, тем больший денежный поток Вы способны генерировать своей деятельностью. Именно поэтому так важно заранее позаботиться об образовании своих детей и сформировать необходимую для этого сумму.



Источник: U. S. Bureau of the Census, 2001

Теория человеческого капитала использует разные подходы и методики, но есть очень простой способ оценить стоимость человеческого капитала.

Допустим, Ваш годовой доход составляет 1 млн руб. Какой суммой Вам необходимо обладать, чтобы получать такой же доход, ничего не делая, или, другими словами, заместить Ваш человеческий капитал финансовым? Если ставка по депозиту в банке составляет 10%, Вам надо иметь 10 млн руб. Такая сумма финансового капитала позволит заместить Ваш человеческий капитал. Но если ставки в банках снизятся до 5%, Вам уже потребуется 20 млн руб.

С помощью инвестиций происходит трансформация человеческого капитала в финансовый. Доходы от инвестиций со временем могут позволить Вам заместить доходы от человеческого капитала. Финансовый капитал — это не только накопленные деньги и депозиты в банке. Обычно такая структура финансового капитала не защищает его от инфляции. У большинства людей в развитых странах финансовый капитал составляют акции, облигации, паи, недвижимость. Эти активы имеют накопительную (созидательную) природу и при правильном использовании могут не только защитить от инфляции, но и увеличить Ваше реальное благосостояние. (О производительных активах мы поговорим с Вами позже, в главе «Как инвестировать самостоятельно».)

По ходу жизни человеческий капитал как генератор регулярного дохода вначале возрастает, а потом уменьшается, в то время как финансовый капитал — при условии инвестирования части трудового дохода — постепенно возрастает и к определенному возрасту становится главным активом в общем портфеле человека.

Основная задача человека в вопросе личных финансов — осуществлять на протяжении жизни регулярные сбережения части трудового дохода, то есть переводить свой человеческий капитал в финансовый, который и станет основным источником регулярного дохода, когда Ваш человеческий капитал иссякнет. По сути, человеку необходимо планомерно заместить одну форму капитала другой.

Как именно осуществлять замещение человеческого капитала финансовым? Какой уровень риска при формировании финансового капитала может быть приемлем для Вас? Можно подойти к решению этих вопросов нестандартно и сравнить человека с финансовым инструментом.

У большинства людей человеческий капитал похож на банковский депозит или надежную облигацию: из периода в период он приносит стабильный фиксированный доход. Однако есть профессии, где доход

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

работ

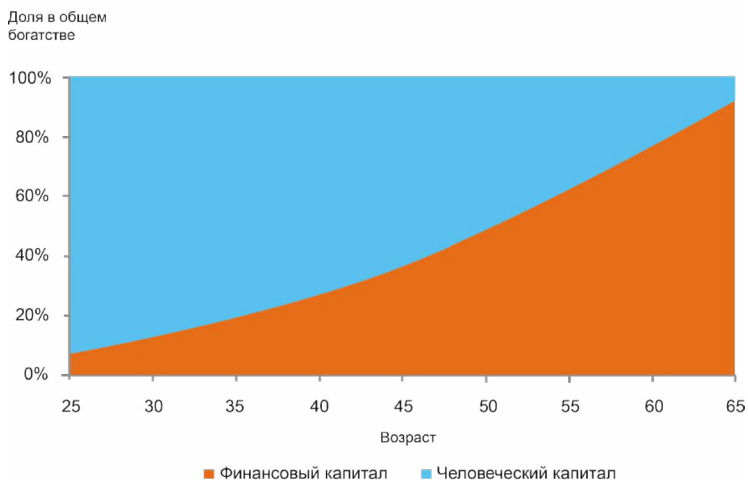
от человеческого капитала тесно связан с событиями, происходящими в тех или иных отраслях экономики и на тех или иных рынках. Так, например, динамика доходов человека, работающего в нефтегазовом секторе, весьма тесно связана с состоянием рынка нефти, а динамика доходов риэлтора — с состоянием рынка недвижимости. Поэтому человеческий капитал этих людей отчасти напоминает акцию (а точнее — актив с повышенной волатильностью). На самом деле человеческий капитал абсолютного большинства людей по своей структуре напоминает «бросовую» облигацию: в стабильные времена он ведет себя как облигация, в нестабильные — как акция.

Специалисты Ibbotson Associates, Inc. пришли к выводу, что человеческий капитал среднестатистического инвестора на 70% является инструментом с фиксированной доходностью и на 30% — акцией.



Особенности использования своего человеческого капитала необходимо учитывать при инвестировании финансового капитала. Если Ваша деятельность приносит стабильный доход, Вы можете позволить себе более высокие риски при инвестировании финансового капитала. И наоборот, если у Вас «то густо, то пусто», лучше вкладывать деньги в высоконадежные активы. То есть если Ваш человеческий капитал больше похож на облигацию (инструмент с фиксированной доходностью), Вы вполне можете позволить большую часть своих денег инвестировать в акции, и наоборот.

Динамика структуры общего богатства человека



Выводы

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

- На протяжении всей жизни человеку необходимо планомерно заместить человеческий капитал финансовым.
- Наиболее эффективными формами финансового капитала являются акции, облигации, паи, недвижимость. Эти активы могут не только защищать от инфляции, но и увеличивать благосостояние их владельцев.
- При формировании финансового капитала необходимо учитывать структуру Вашего человеческого капитала.

□ В рамках курса «Университет» следующей читайте статью 2.3. Как выигрывать от инфляции: владение vs потребление.

1.4. Не все богатые одинаково полезны ○

Не любим богатых? Значит будем бедными.

Что приносит пользу? Если задуматься над этим вопросом, то выясняется — на системной основе пользу человеческому обществу приносит труд. А максимальная часть производительного человеческого труда сосредоточена в Бизнесе (с большой буквы Б). Получается, Бизнес — это явление, которое на системной основе приносит пользу человеческому обществу. Давайте теперь поговорим о полезности Бизнеса.

В уставе любой коммерческой организации указано, что основная цель деятельности — получение прибыли. Эта приятная глазу налогового инспектора формулировка всегда ставит в тупик. И успешная транснациональная торговая сеть, и небольшая продуктовая лавка за углом вроде бы ставят перед собой одну и ту же цель, а результат совершенно разный. Объяснение, казалось бы, очевидное — у них разный масштаб полезности.

Как оценить полезность бизнеса? Очень просто — это размер выручки. Выручка характеризует объем того, что люди купили у бизнеса. Как правило, никто не хочет покупать бесполезные вещи. Чем выше полезность бизнеса, чем больше пользы человеческому обществу он способен принести (при наименьшем количестве затрат энергии и ресурсов), тем выше его эффективность = прибыльность. Чем выше прибыльность, тем выше стоимость самого бизнеса, тем богаче его собственники.

Богатых людей не любят ни у нас, ни на Западе. Но природа этой «нелюбви» разная. На Западе, как правило, за этим стоит зависть и досада, что у самих так не получилось. Но при этом на Западе любого успешного бизнесмена уважают. Уважают потому, что где-то на уровне подсознания понимают — этот человек сумел так приложить свои усилия, таланты, знания и способности, что принес соответствующую пользу обществу. Компания Google, например, помимо того, что создала множество полезных информационных продуктов, еще сделала 10 000 человек миллионерами.

Да, бизнес может быть полезным для общества (большая выручка), но и низкоэффективным (низкая прибыль). Это – протвиоеестественная ситуация, больше похожая не на бизнес, а на благотворительность. Такой бизнес нежизнеспособен, потому что не интересен для собственников. Прибыль – это награда собственникам за его полезность!

Размер благосостояния богатых людей на Западе, как правило, пропорционален той пользе, которую они принесли обществу. За это им можно простить определенные слабости, странности и эксцентричность. Люди, которые сами добились успеха в бизнесе, хорошо понимают: их благосостояние — это не только возможности, но еще и ответственность перед обществом. Даже скорее ответственность, чем возможности.

Их деньги и богатство — это материализованная энергия большого числа людей. От решений богатых людей будет зависеть, куда эта энергия будет направлена. На покупку очередной яхты, футбольного клуба или на расширение бизнеса, создание новых продуктов и увеличение числа рабочих мест.

В России большинство бизнесменов из списка Forbes стали таковыми не потому, что что-то создали своими силами и принесли пользу обществу, а потому, что в нужное время оказались в нужном месте и воспользовались ситуацией. Не то чтобы они в этом виноваты — большинство на их месте действовало бы также. А вот бизнесмены, которые практически с нуля подняли такие федеральные торговые сети как «Пятерочка» и «Магнит», запустили «МТС» и «Вымпелком», вызывают гораздо больше уважения, чем те, кто подмял под себя нефтяную или газовую трубу, металлургический или химический комбинат. Но даже те, кто что-то подмял и не развалил, все равно заслуживают уважение — они приносят пользу обществу. Печально, что первых можно пересчитать по пальцам, да и вторых не то чтобы очень много.

К сожалению, огромное количество богатых людей в России — это не бизнесмены, а взяточники. Они не принесли своими действиями никакой пользы обществу, только вред. Они относятся к деньгам исключительно как к своим персональным возможностям, а чувство ответственности за распоряжение этими деньгами, да и вообще перед людьми и страной, у них давно атрофировалось. Видимо, некоторых людей государственная служба как-то к этому располагает.

Хорошо, если они вложили эти деньги в российский банк, в российские акции или облигации, в местную недвижимость — от этого есть польза экономике и людям. Но чаще всего банк — швейцарский, а недвижимость — испанская. В Испании есть целые населенные пункты, принадлежащие «этим русским».

Часто можно видеть людей, которые безуспешно пытаются найти 2-3 млн руб. на запуск какого-нибудь нового перспективного проекта, который улучшит нашу жизнь. Зато на каждом шагу можно увидеть, как какой-нибудь чиновник мчится по полосе встречного движения на автомобиле за 5 млн. В любом дачном поселке можно найти не один коттедж за 15-20 млн, принадлежащий сотруднику ГИБДД средней руки.

Печально, что большинство людей в России на их месте вели бы себя точно также. Просто не получилось дорваться до «теплого» места. Богатых взяточников не любят совсем не за то, что они

Это сложный этический вопрос: надо ли предоставлять таким людям услуги по управлению капиталом. С одной стороны, взяточники омерзительны, и помогать им стать еще богаче совершенно не хочется. С другой стороны, вложение их денег в российский бизнес — это, возможно, единственный способ принести пользу обществу.

взяточники, а за то, что у самих не получилось оказаться на их месте. Выпускники ВУЗов порой мечтают о государственной службе или о работе в Газпроме не потому, что хотят принести пользу — там можно больше «нахапать». Другого способа стать состоятельными людьми они не знают.

Паразит не приносит пользы и не думает о здоровье организма, на котором паразитирует.

От наших людей часто можно услышать такие слова: «Хорошо бы найти такую работу, чтобы работать поменьше, а получать побольше». Те же люди потом, приходя в магазин, хотят купить побольше, а заплатить поменьше. Люди хотят получать большую пенсию, но не хотят создать эту пенсию сами для себя. Всем нравятся социальные программы, но никто не помнит, что они финансируются за счет Бизнеса и тех, кто в нем занят. Если деньги не обеспечены полезным трудом, то они не обладают стоимостью. Если никто не производит товары и услуги, то нелепо выглядят требования повысить пенсии, стипендии, зарплаты бюджетников. Все равно на эти деньги ничего не купишь.

Уровень работоспособности определяет возможность создавать полезность, которая определяет уровень жизни.

Богатые и успешные предприниматели — это люди с ресурсами и возможностями, у которых должен быть более высокий уровень ответственности за жизнь страны. В вопросах производства благ им надо помогать, а не саботировать. Если предприятие закроется или обанкротится, то выигравших не будет.

Выводы

- Надо уважать богатых за создание полезности.
- Надо презирать богатых паразитов за взятки, воровство, «откаты».
- *В рамках курса «Факультатив» следующей читайте статью 6.9. За чей счет этот банкет?*

2.1. Зачем Вам деньги? △

*Никаких денег в окружающем человека мире нет.
Есть только активность человеческого ума по их поводу.*

В. Пелевин. «Ампиp B»

За что нам платят деньги? За то, что мы работаем и делаем что-то полезное. Когда мы тратим заработанные деньги, мы покупаем что-то полезное. Обычно это результаты труда других людей. Деньги — это очень удобный способ задать коэффициенты обмена «полезностями». Например, многим необходимо трудиться и делать что-то полезное своим трудом в течение десяти (а то и более) лет, чтобы взамен получить такую «полезность» как жильё.

Но надо помнить: деньги — это абстракция, это общественная договоренность о коэффициентах обмена «полезностями». Договоренность, которая постоянно меняется. Например, в результате повышения производительности труда постоянно падает ценность такой «полезности» как бытовая техника и компьютеры и растет ценность таких «полезностей» как еда, энергоносители, недвижимость.

Деньги очень похожи на «виртуальные баллы», которые используются в играх или социальных сетях. Особенно после того как деньги стали безличными. Каждый раз, когда люди приходят в магазин за покупками, с ними происходит «маленькое чудо», которое они даже не замечают. Они набирают полную тележку полезных и нужных вещей и уходят, не отдав ничего материального взамен. Когда они проходят через кассу, с их счета списываются те самые «виртуальные баллы», которые были зачислены им за то, что они сделали что-то полезное на своей работе или потому, что они до этого «продали что-то ненужное».

В этой «игре» есть персонаж, который постоянно «размывает» эту договоренность о стоимости полезностей. Он может зачислить некоторым участникам «игры» эти самые «виртуальные баллы» бесплатно (просто так, ни за что). Но закон сохранения энергии никто не отменял: получается, что все, кто трудился и создавал «полезность», в какой-то части работали бесплатно на тех, кому достались эти баллы. В результате такой операции ценность баллов снижается, хотя сами коэффициенты обменов могут сохраниться. Этот персонаж — государство, а бесплатные баллы оно раздает, например, пенсионерам. Этот процесс является одним из факторов возникновения инфляции.

Эту историю рассказал один дайвер, который ездил нырять в район островов Папуа-Новая Гвинея. Там местные жители находятся на уровне первобытно-общинного строя. Они используют вместо денег ракушки.

Кто-то скажет: «Вот тупые! Можно же пойти и набрать ракушек». Но они совсем не тупые. Когда местные жители собираются на базаре торговать, они договариваются: курица стоит пять ракушек, рыба — три, кокос — одна ракушка. «Старший» следит, чтобы на начало торгового периода количество ракушек строго соответствовало количеству товара. А далее ракушки используются для удобства, чтобы легче было меняться. Когда торговля заканчивается, все оставляют ракушки на базаре и расходятся с нужными вещами.

Местные жители хоть и дикари, но понижают — ракушки есть нельзя. У нас цикл обмена «полезностями» растянут во времени. Из-за этого нужны более сложные денежные механизмы. Но в результате многим «цивилизованным» людям стало казаться, что деньги можно есть.

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

работ

Этот пример с «баллами» хорошо подчеркивает виртуальность денег, но после того как многие поколения людей выросли в цивилизации, основанной на деньгах, они кажутся реальными. При этом акции, которые представляют собой способ оформления долевой собственности на действительно реальные активы, многим кажутся «виртуальностью», «фантиками».

Состояния олигархов и миллиардеров, да и просто богатых людей, оцениваются в долларах, то есть в деньгах. На практике доля наличных денег и даже депозитов в банках составляет ничтожную долю в общей структуре их капитала. Эти люди смогли стать такими, потому что хорошо понимают (часто на интуитивном уровне) роль денег в создании богатства и общественной полезности.

А что же является их богатством, если не деньги? Это реальные активы — «заводы, газеты, пароходы», это компании, предприятия, которые работают каждый день и создают товары и услуги для людей. Сюда же относится недвижимость: торговая, офисная, производственная, складская, жилая. Недвижимость сама по себе, как правило, уже является бизнесом. Даже сдача в аренду квартиры является примером простейшего, примитивного бизнеса.

После того как деньги стали бумажными, их РЕАЛЬНАЯ ценность непрерывно снижалась. Снижалась относительно чего? Относительно стоимости реальных активов. Или, правильнее сказать, стоимость реальных активов непрерывно росла.

Не подумайте, что мы призываем относиться к деньгам как к мусору. Деньги — это одно из величайших изобретений человечества, но если Вы хотите стать богаче, нужно хорошо понимать их природу. Как платежное средство они нужны для трех основных целей:

- для обмена товарами и услугами;
- для обмена активами (бизнес, компании, недвижимость);
- для обмена ресурсами, в том числе и для обмена своего труда на товары, услуги и активы.

Получается, что деньги вращаются вокруг реальных активов, а не наоборот. Точно так же может показаться, что Солнце вращается вокруг Земли. Производительные активы находятся в центре экономического мироздания и обладают способностью увеличивать благосостояние, в том числе генерировать денежный поток и прибыль.

Если Вам не досталось что-то в наследство или Вы не выиграли в лотерею, то Ваш капитал на начальном этапе полностью состоит только из человеческого капитала — Вашей способности трудиться и зарабатывать деньги.

Если Вы не все тратите на текущее потребление, тогда у Вас начинает появляться финансовый капитал. Если Вы держите его в деньгах или даже на банковском депозите, то его уменьшает инфляция. В этом случае только Ваши дополнительные вложения способны его пополнить.



В долгосрочной перспективе вложения в эффективно работающий бизнес и в недвижимость способны защитить Ваше благосостояние от инфляции. Можно стать предпринимателем, но не всем дан этот талант. Удобный и технологичный способ участия в бизнесе — это покупка акций, обращающихся на бирже.

Однако существует масса стереотипов относительно фондового рынка и рынка акций в частности. Мы не будем здесь сравнивать преимущества и недостатки самостоятельной работы с акциями.

Главное понять: фондовый рынок — это не казино. В казино его превращают спекулянты. Но реально зарабатывают на рынке акций совсем другие люди и вовсе не путем спекуляций.

Цена – это то, что ты платишь. Стоимость – это то, что ты получаешь.

(Price is what you pay. Value is what you get)

У. Баффет

Например, совладельцы нефтяной компании «Лукойл» В. Аликперов и Л. Федун вместе с другими акционерами увеличили свое благосостояние с 1,7 до 93 млрд долл. за период с октября 1998 г. по июнь 2008 г. не благодаря спекуляциям с акциями, а просто владея этой компанией. Их капитал

почти полностью состоит из акций. В моменты кризиса, когда стоимость акций снижается, они не продают в панике свои акции, а наоборот покупают. Эти люди гораздо умнее и богаче тысяч спекулянтов, играющих с акциями «Лукойла». Они понимают ценность владения нефтяными запасами и поэтому копят не деньги, а акции.



2.2. Что может защитить Вас от инфляции? △

С точки зрения инвестора, да и большинства обычных людей инфляция — это абсолютное зло. Она уменьшает покупательную способность денег, обесценивает сбережения, снижает уровень жизни. Но в данном случае мы хотим рассказать Вам о том, как можно обратить инфляцию себе на пользу.

Благосостояние людей не определяется деньгами. Упрощенно это выглядит следующим образом: если взять объем всех реальных активов и товаров в стране и поделить на количество людей — это и будет средний уровень благосостояния. Люди трудятся каждый день и своим трудом создают новые товары, услуги и активы. Но для нормального обмена товарами, услугами, активами и ресурсами (в том числе человеческими) нужно определенное количество денег. Деньги — это кровь экономики, они заставляют работать весь экономический организм.

Если в некоторый фиксированный момент соотнести всю товарную массу и количество денег, мы оценим текущую ценность (или обеспеченность) денег. Когда люди своим трудом создают новые

товары и услуги, возникает необходимость в дополнительных деньгах для обеспечения нормального оборота вновь появившейся товарной массы. В этом случае выпуск определенного количества дополнительных денег не приведет к инфляции.



© www.investars.ru

Дополнительные деньги, которые не используются для непосредственного потребления, а направляются на инвестиции, как правило, не приводят к росту инфляции. Более того, при определенных условиях эти деньги приводят к росту деловой активности и увеличению объема создаваемых товаров и услуг и, как следствие, к снижению инфляции. Например, резкий и продолжительный рост производительности труда в Японии привел к затяжному периоду снижения цен (дефляции — процессу, противоположному инфляции).

Архиважной и архисложной задачей финансовых и экономических властей государства является создание условий для повышения деловой активности и роста производительности труда, что должно сопровождаться выпуском дополнительных денег. На практике государство хорошо справляется с выпуском денег и совсем не так хорошо с созданием условий. Это и приводит к инфляции.

Более того, усиленный выпуск денег на фоне низкой деловой активности может ухудшить условия предпринимательской деятельности, так как галопирующий рост потребительских цен сделает невыгодным долгосрочные инвестиции. У всех свежа в памяти ситуация 1990-х годов в России.

Нормальной считается инфляция, не превышающая 10%. Это парадокс, но в данном случае инфляция стимулирует инвестиции. Люди уже не могут просто накапливать деньги. Для спасения от инфляции они стремятся вложить их с максимальной отдачей.

Если Вы интересуетесь уровнем инфляции, значит у Вас есть деньги, сбережения и Вам есть что защищать. Инфляция атакует деньги. Для понимания того, как защитить свое благосостояние от инфляции, рассмотрим инфляционные процессы в экономике с житейского, бытового уровня.

Инфляция — это рост цен на товары и услуги. Возможно, это определение отличается от классического, но именно так мы чувствуем инфляцию в своей жизни. От этого простого факта мы и будем отталкиваться в своих рассуждениях.

Приходит человек в управляющую компанию и говорит менеджеру:

— Хочу вложить деньги в инфляционный фонд!

Менеджер:

— Вы, наверное, перепутали — в инвестиционный фонд?

Человек настаивает на своем. Менеджер:

— Бывают фонды акций, облигаций, смешанные.

Человек:

— Зачем мне акции, облигации и все такое? Мне нужен фонд инфляции. Только инфляция будет расти, и в этом я уверен на 100%.

<Уже почти анекдот>

А теперь небольшая притча. Рассмотрим обычного человека — Господина N, у которого образовался некий избыток денег. Он решил не тратить его на увеличение своего потребления, а решил сберечь эти деньги. Видя рост цен, он легко понял, что просто складывая их в тумбочку (под матрас, в сейф, ... — кто как привык), он не сможет защитить свои деньги от роста цен.

На следующем этапе Господин N решил воспользоваться банковским депозитом. Но, отдавая деньги в Банк, он заинтересовался у банкиров, что они собираются делать с его деньгами. Те ответили, что выдадут кредит какому-нибудь предприятию.

Господин N призадумался: Банк берет у него деньги на депозит под 10% в год, а кредит выдает под 15% в год. Он решил пока не вкладывать деньги на депозит. Вместо этого он пошел к кредитному отделу Банка и подождал, пока оттуда выйдет клиент — Предприниматель Y. Господин N расспросил его о том, как он собирается использовать полученные у Банка деньги. Тот охотно поведал о своих планах расширить бизнес и выпускать больше новой продукции.

Про себя Господин N подумал — этот парень (Предприниматель Y) не выглядит дураком. Если он взял кредит под 15%, значит он заложит в стоимость товара расходы на выплату процентов. И раз Предприниматель Y взял кредит на расширение производства, то даже с учетом выплаты Банку процентов за кредит сам он рассчитывает заработать больше — иначе зачем расширять производство. Прибыль, заложенная в цену товара, должна позволить выплатить процент Банку и заработать самому.

На каждом этапе создания товара Предприниматель Y закладывает в цену прибыль «для себя и для Банка». В цену тех товаров, которые он использовал в процессе производства, кем-то тоже была заложена прибыль «для себя и для Банка». И тот, кто будет использовать в будущем товар Предпринимателя Y для производства своих товаров, тоже заложит в цену прибыль «для себя и для Банка». И так до тех пор, пока товар не дойдет до конечного потребителя. Если кто-то в этой цепочке поднимет цену на товар, то со временем это сделают и остальные.

Так происходит рост цен, то есть инфляция. Получается, что если рассматривать инфляцию с данных позиций, то ее создают те, кто назначают цену товара и закладывают в нее прибыль «для себя и для Банка». Созданием товаров и услуг занимается Бизнес. Это огромное множество ЧП, ООО, ЗАО и ОАО. Все компании в процессе своей деятельности создают товары и услуги и назначают на них цены.

Инфляция будет всегда, потому что печатать деньги легче, чем производить товары и услуги!

Осознав все это, Господин N понял: по-настоящему защитить деньги от инфляции может только Бизнес. Потому что инфляция — это неотъемлемый побочный продукт Бизнеса. Но вот незадача — сам он предпринимательским талантом не обладает, работает в управлении статистики и по роду своей деятельности знает: за первые три года деятельности закрывается 2/3 новых компаний, а за каждые следующие три года — еще 2/3 от оставшихся. Поэтому в первый попавшийся бизнес лучше не вкладывать.

Один наш клиент очень радуется росту цен на бензин. Когда его спросили, в чем причина такого странного поведения, он ответил:

— С одной стороны, автомобиль у меня большой, «кушает хорошо», да и ездить по делам приходится много. С другой стороны, у меня большой пакет акций ЛУКОЙЛа, поэтому когда растет цена на бензин, я знаю, что выиграю намного больше, чем потрачу на топливо. Все очень прагматично!

<Уже почти анекдот>

Та же статистика подсказала Господину N: большая часть товаров и услуг создается крупными компаниями, которые давно работают и уже прошли этот естественный отбор. Поэтому если и вкладывать в бизнес, то вкладывать в бизнес больших и стабильных компаний. Но встает вопрос — как это сделать? Кто же будет с ним разговаривать в Газпроме или Лукойле, когда он принесет им свои деньги?

Разобравшись в этом вопросе, Господин N узнал, что можно покупать акции или облигации большинства крупных компаний. Покупая облигации, фактически можно давать в долг этим компаниям напрямую, минуя банк. Покупка акций — это покупка доли, «маленького кусочка» бизнеса компании. Эта информация перевернула мировоззрение Господина N. Он всегда воспринимал биржу как разновидность казино, а теперь выяснилось, что это очень удобный и технологичный способ вложить деньги в бизнес.

Этот пример выглядит немного наивным и упрощенным. Здесь не освещено большое количество аспектов, сопровождающих вложение в акции и облигации, однако здесь четко видны главные выводы:

- Бизнес в целом (несмотря на огромное количество убыточных предприятий) больше других выигрывает от инфляции, потому что сам ее создает.
- Именно вложения в акции (как в бизнес) лучше всего способны в долгосрочной перспективе защищать благосостояние человека от инфляции.
- Становясь (со)владельцем Бизнеса, Вы становитесь владельцем механизма, создающего инфляцию.

○ В рамках курса «Школа» следующей читайте статью 3.1. Какой СМЫСЛ покупать акции?

2.3. Как выигрывать от инфляции: владение vs потребление □

Один наш читатель задал вопрос: а сколько нужно иметь акций ЛУКОЙЛа, чтобы этому радоваться?

Приведем упрощенный вариант расчета. Допустим, мы тратим примерно 50 литров в неделю. Умножаем на 52 недели (2600 литров) и на среднегодовую стоимость бензина (25 руб. за литр). Получаем годовые расходы — 65 000 руб.

Предположим, что среднегодовая цена на бензин растет с темпом 20% в год — это примерно 13 000 рублей.

Надо рассчитать: каким количеством акций ЛУКОЙЛа необходимо владеть, чтобы курсовой рост их стоимости, который происходит благодаря росту цен на бензин, превышал рост расходов на бензин (13 000 руб.).

Для простоты будем считать, что выручка и себестоимость (!) тоже растут с тем же темпом. Это значит, что и прибыль растет с темпом 20%.

Когда цены растут, первым страдает потребитель; а когда цены снижаются, потребитель — последний, кто на этом выигрывает.

Чарлз Калейб Колтон, английский священник и литератор

Еще одно упрощение — будем считать, что соотношение стоимости акции и прибыли (коэффициент Р/Е) у ЛУКОЙЛа — константа и составляет 10. При росте размера прибыли на 20% в год (из-за роста

цены на бензин) при постоянном коэффициенте P/E мы получим прирост цены акции на 20% из-за роста цен плюс доходность компании ЛУКОЙЛ как бизнеса 10% (при таком коэффициенте P/E).



Теперь легко выяснить, на какую сумму надо купить акций, чтобы их курсовой рост из-за роста цен на бензин покрывал рост Ваших расходов на бензин.

$$X * 20\% \geq 13\,000 \text{ руб.} \quad X = 13\,000 / 0.2 = 65\,000 \text{ руб.}$$

Ответ: чтобы не расстраиваться из-за роста цен на бензин, надо купить акций на сумму Ваших годовых трат. Если Вы купите больше акций, чем Ваши годовые траты, то рост цен уже будет делать Вас богаче.

Эту историю можно обобщить: чтобы выигрывать от инфляции, надо вложить в акции сумму, превышающую размер Вашего годового потребления. При этом надо выбирать акции компаний, чьи продукты дорожают быстрее остальных.

Этот вывод объясняет, почему богатые богатеют быстрее. Если Вы расходуете на потребление больше, чем стоимость Ваших вложений, Вы не становитесь богаче. Наоборот, Вы делаете богаче того, кто владеет бизнесом, чей продукт Вы потребляете.

Если объем Ваших вложений больше, чем объем Вашего потребления, то те другие, кто потребляет продукты бизнеса, которым Вы владеете, делают Вас богаче.

Это простое правило позволяет Вам управлять соотношением своего потребления и сбережения. Если Вы молоды, стартуете с нуля и можете рассчитывать только на себя (не получили наследства), необходимо увеличивать объем своих вложений и ограничивать потребление до тех пор, пока их стоимость не составит суммы Вашего потребления. При желании этого можно добиться за 6-8 лет.

Люди, которые при увеличении уровня зарплаты и других доходов увеличивают объем своего потребления, не имея при этом достаточных вложений, поступают особенно недальновидно по трем причинам:

1. Они делают себя беднее более высоким темпом.
2. Увеличивают целевой уровень вложений, которого необходимо достичь, чтобы становиться богаче.
3. Привыкать к высокому уровню потребления, а потом сокращать привычный уровень потребления очень трудно.

Вернемся к нашему примеру. Часто эту задачу путают со случаем, когда необходимо выяснить: какой пакет акций ЛУКОЙЛа необходим, чтобы курсовой рост их стоимости мог покрыть все Ваши

расходы на бензин. Давайте теперь допустим, что рост цен на бензин вообще не происходит, а соотношение стоимости акции и прибыли (коэффициент P/E) у ЛУКОЙЛа остается на уровне 10. Это означает, что доходность ЛУКОЙЛа как бизнеса составляет 10% в год. Тогда уравнение выглядит так:

$$Y * 10\% \geq 65\,000 \text{ руб.} \quad Y = 65\,000 / 0.1 = 650\,000 \text{ руб.}$$

Очевидно, что если заложить в эту модель еще и рост цен на бензин, то при таком размере вложений курсовой рост, связанный с этим фактором, с лихвой покрывает прирост наших расходов на потребление бензина. В этом случае инфляция гарантированно будет делать нас богаче.

По состоянию на конец июля 2011 года P/E ЛУКОЙЛа около 4 или, другими словами, при сохранении этого коэффициента ЛУКОЙЛ обеспечит реальную (не номинальную) доходность около 25%. Поэтому при такой стоимости акций ЛУКОЙЛа достаточно вложить сумму 260 000 руб. Мы ожидаем, что в долгосрочной перспективе будет происходить рост коэффициента P/E и снижение доходности. Это может дать дополнительный курсовой рост. Так что при ожидании увеличения P/E можно купить даже меньше акций.

Очевидный вывод: когда акции стоят дешево, нужна существенно меньшая сумма, чтобы их курсовая динамика в будущем обеспечивала Ваше потребление.

Обобщая этот случай, мы приходим к еще одному заключению: размер вложений в акции, необходимый для обеспечения Вашего потребления, зависит от стоимости акций и доходности, которую обеспечивает бизнес.

Если Вы хотите, чтобы курсовая динамика акций покрывала Ваши расходы, Вы можете ориентироваться на средний коэффициент P/E всех акций или P/E индекса ММВБ. По состоянию на конец июля 2011 года этот показатель находился на уровне 7. Это значит, что размер Ваших вложений в акции должен в 7 раз превосходить Ваши годовые траты. Еще раз повторимся, что при таком размере вложений (при условии постоянного P/E) курсовой рост, связанный с ростом цен, покрывает рост расходов, и инфляция будет работать на Вас.

Это дает нам ответ на вопрос: когда можно прекратить осуществлять сбережения?

Вашего потребления характеризует не уровень Вашего богатства, а скорость, с которой Вы беднеете.

Внимательный читатель упрекнет нас за то, что в нашем примере мы приняли соотношение прибыльности и стоимости акции (коэффициент P/E) за константу. Действительно, на практике это соотношение постоянно меняется. Но есть закономерность, похожая на эффект общающихся сосудов. Если люди много потребляют, это, с одной стороны, приводит к росту прибыли и делает владельцев акций богаче. С другой стороны, наоборот, малый объем вложений в бизнес приводит к тому, что спрос на акции низкий, коэффициент P/E низкий и стоимость акций ниже, чем могла бы быть при нормальном уровне сбережений. Эта ситуация характерна для современной России. Если люди много вкладывают, а значит, ограничивают потребление, то это уменьшает прибыль бизнеса, но высокий спрос на акции задает их высокую стоимость. Например, в Китае, где средний P/E рынка держится на уровне 17-20.

Но владелец акций выигрывает в любом случае. При повышенном потреблении его делает богаче высокая прибыль. При высокой норме сбережения интерес к акциям задает их высокую оценку, несмотря на снижение потребления.

Поэтому мы не учитывали колебания P/E, так как их влияние снижается при долгосрочном накоплении. А людям, уже миновавшим стадию накопления необходимой суммы, можно рекомендовать увеличивать потребление при высоком P/E и возвращаться к бережливому образу жизни при снижении P/E.

Узнайте стоимость напказания на заказ студенческих и аспирантских работ

работ

Не стоит путать это с ситуацией, когда «люди хотят жить на дивиденды от акций». Дивидендная доходность составляет всего 2-3% от стоимости акций, и чтобы дивиденды могли покрывать Ваше годовое потребление, объем вложений в акции должен в 30-50 раз превосходить объем потребления. В этом случае вся стоимость акций, включая их возможный курсовой прирост и будущие дивиденды, достанется Вашим наследникам. Заслуживают ли они такого щедрого подарка?

Выводы

- Чтобы выигрывать от инфляции, надо вложить в акции сумму, превышающую размер Вашего годового потребления, потому что те другие, кто потребляет продукты бизнеса, которым Вы владеете, делают Вас богаче.
- Наши расчеты показывают: чтобы курсовой рост Ваших вложений в акции покрывал Ваш объем потребления, их размер должен примерно в X раз превосходить годовой объем Вашего потребления (X — средний уровень коэффициента P/E для российских акций).
- Если размер Ваших вложений меньше объема Вашего потребления, то чем больше эта разница, тем быстрее Вы беднеете.
- Понимая эти зависимости, Вы можете определить для себя правильную норму сбережения и потребления и ответить на вопрос, когда прекращать копить и начинать тратить.

В рамках курса «Университет» следующей читайте статью 3.3. Вложение в акции – так ли это рискованно?

Глава 3. Зачем нам фондовый рынок?

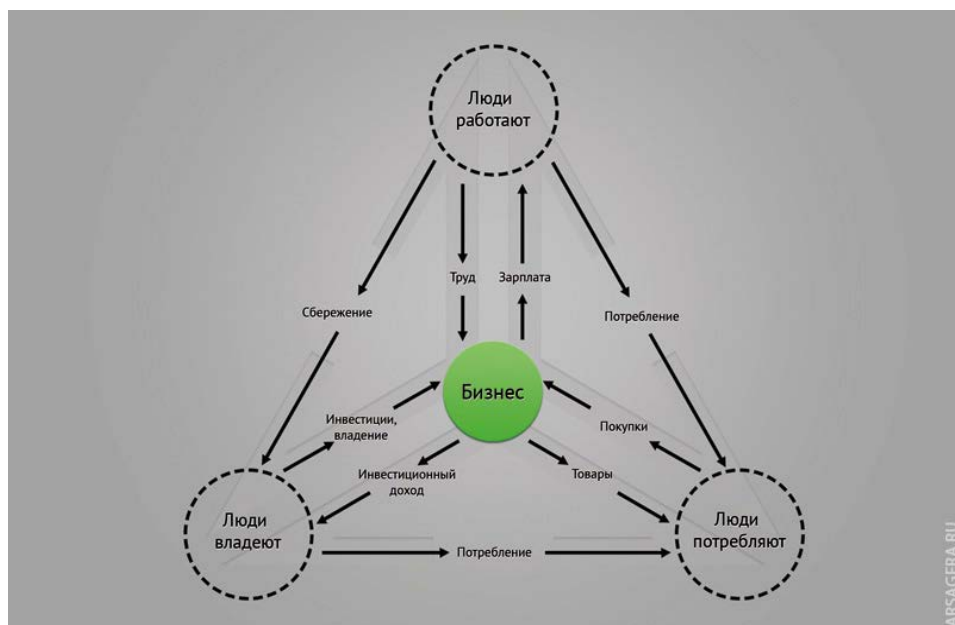
<http://учебники.информ2000.рф/parisat-diplom.shtml>

В этом материале мы хотим рассказать о том, какую пользу фондовый рынок приносит обществу в целом.

Назначение фондового рынка № 1: возможность владеть бизнесом с помощью акций.

Во-первых, люди могут владеть бизнесом. Большинство людей работают и получают зарплату. Полученные деньги люди тратят на товары и услуги. В том числе на товары и услуги тех предприятий, где они сами и работают. В развитых странах люди еще и владеют акциями компаний, чьи товары и услуги они покупают, и тех, где они трудятся. Это повышает уровень жизни людей и делает общество в целом богаче.

Уровень жизни зависит не от номинального количества денег, а от того, насколько хорошо мы работаем друг для друга. У кого повернется язык сказать, что чиновник, который наворовал денег и может потреблять много благ, принес пользу людям и повысил их уровень жизни?



Какую пользу принес фондовый рынок Америке?

Мы все не любим Америку. Сейчас стало очень модно обвинять американцев в том, что они живут за счет другого мира. Только весь остальной мир сам добровольно принес и отдал им свои ресурсы: мы — нефть, китайцы — свой труд в обмен на их «бумажки». А те, кто громче всех «охаивают» американцев, зачастую идут и вкладывают свои сбережения в доллары.

Сила и конкурентоспособность американской экономики базируются на самом развитом фондовом рынке. Средний размер free-float (показатель, характеризующий долю акций, принадлежащих миноритарным акционерам) для американских компаний составляет 80-85% и только 15-20% принадлежит крупным акционерам.

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

В России все наоборот, в среднем 80-85% акции компаний принадлежит государству и крупным собственникам. И только 15-20% распределено среди мелких акционеров, причем большинство из них — это иностранные инвесторы.

У нас менее 1% населения вкладывает свои сбережения в фондовый рынок и паевые фонды, да и то по большей части это спекулянты, пытающиеся сыграть на колебаниях, а не люди, стремящиеся владеть бизнесом. В США 80% населения вовлечено в инвестирование на фондовом рынке напрямую, через паевые фонды или пенсионные программы.

В России революция большевиков прошла под лозунгом «Земля — крестьянам, заводы и фабрики — рабочим». Однако и земля, и промышленность принадлежали не народу, а государству, что в конечном итоге привело к потере конкурентоспособности и упадку экономики. А в капиталистической Америке благодаря эффективному механизму фондового рынка добились того, что построили самую сильную экономику, обогнавшую значительно более развитую европейскую. При этом американская экономика напрямую принадлежит гражданам США, то есть народу.

Когда Китай только задумался о том, чтобы свои огромные золотовалютные резервы направить на приобретение акций американских компаний, в США тут же ввели ограничения на владение стратегическими компаниями для иностранцев. Власти США не против того, чтобы американский бизнес делал богаче граждан Америки, но против того, чтобы американский бизнес делал богаче компартию Китая.

Если люди не хотят владеть бизнесом, который работает в их стране, экономика такой страны никогда не будет сильной, а люди не будут обладать высоким уровнем жизни.



Назначение фондового рынка № 2: возможность для бизнеса получать средства на развитие.

Вторая полезная функция фондового рынка — это возможность для бизнеса получать средства для развития. Компании могут размещать акции и облигации. На полученные деньги они открывают новые производства и запускают новые продукты. Внедрение новых технологий, повышение производительности труда и увеличение масштаба производства делает товары и услуги доступнее для людей. Параллельно компании создают новые рабочие места и привлекают на работу специалистов.

Это тоже делает общество богаче — все трудятся на благо друг друга и делают это все более и более эффективно.

Назначение фондового рынка № 3: отбор лучших компаний.

Ну и, в-третьих, фондовый рынок — это еще одна форма конкуренции и механизм естественного отбора лучших компаний. Улучшая качество продукции и снижая цены, предприятия конкурируют на товарном рынке. Привлекая классных специалистов, компании конкурируют на рынке труда. На фондовом рынке компании ведут сражение за средства инвесторов. Без этих средств им будет гораздо сложнее и на рынке труда, и на рынке своей основной продукции.

На фондовом рынке деньги легче получить тем, кто ведет более эффективный и масштабный бизнес. Тем, кто честнее и умеет лучше работать. Ежедневная торговля акциями на фондовом рынке

обеспечивает удобную и технологичную возможность для приобретения и продажи бизнеса. Кроме того, стоимость акций является естественным критерием для оценки эффективности работы менеджмента и успешности компании в целом.

Выводы

- Фондовый рынок — это механизм, позволяющий людям улучшать уровень жизни и иметь защиту в старости, обменивая свой труд в настоящем на труд других людей в будущем.
- Фондовый рынок — это механизм, дающий возможность бизнесу привлекать деньги для развития и обеспечивающий конкуренцию среди компаний.
- Развитый фондовый рынок делает экономику сильнее, а общество богаче.

3.1. Какой СМЫСЛ покупать акции?

Не надо бояться покупать акции. Надо бояться их не покупать.

Почему большинство людей боятся покупать акции и не используют их как способ увеличения своего благосостояния? Люди плохо понимают СМЫСЛ владения акциями. Большинство видит смысл в том, чтобы продать их дороже, чем купили. Но при этом люди не понимают, как надо покупать и владеть акциями, чтобы они действительно сделали их богаче.

Многие мечтают о собственном бизнесе. Интуитивно всем понятно — если работать на себя, а не «на дядю», благосостояние будет расти быстрее. А если другие люди будут работать на тебя, то это еще лучше.

Но! Только 5% населения имеют предпринимательские способности для ведения успешного бизнеса. А как быть остальным? Они обречены быть «лузерами»? Им ничего «не светит»?

В большинстве случаев ответ – да!

Всю свою жизнь большинство наших граждан будет работать «на дядю», пока их не оставят силы, пока не устареют их знания и навыки! Потом они выйдут на пенсию, будут владеть жалкое существование, ругать правительство и олигархов и приходить в восторг от мелких подачек в виде индексации пенсии.

Почему так несправедливо?! Потому, что они не понимают СМЫСЛ владения акциями!

Представьте себе на минутку ГАЗПРОМ, ЛУКОЙЛ, МТС, Сбербанк, Норильский никель БЕЗ ЛЮДЕЙ! Без людей это просто бесполезные трубы, неподвижная техника, пустые здания, выключенные компьютеры. Люди работают и заставляют все это крутиться.

Можно до бесконечности спорить о том, дает или не дает владение акциями возможность влиять на бизнес, влияют или не влияют экономические показатели на стоимость акций. Эти споры — бесполезная трата времени.

Все равно акции — это пока лучший способ, который смогло придумать человечество, чтобы большое число людей могло владеть масштабным бизнесом. Покупая акции, покупаешь труд людей, и для этого не нужны предпринимательские таланты!

Получая сейчас плату за свой труд, можно обменять определенную ее часть на обязательство других людей трудиться на тебя в будущем.

Естественно, в этих компаниях кто-то будет увольняться или уходить на пенсию, им на смену будут приходить новые люди. Но! Эти неизвестные сотрудники будут продолжать обеспечивать благосостояние Вам и другим акционерам!

Может быть, надо копить не деньги, а акции, потому что за акциями стоят реальные люди, которые будут работать на Вас в разных компаниях? Даже если Вы состаритесь и будете никому не нужны, эти неизвестные люди, сами того не зная, будут заботиться о Вас, кормить и одевать, обеспечивать тепло и свет в Вашем доме!

Он написал диплом, стал любопытный расчет. Он поделил количество сотрудников каждой компании на общее количество акций, выпущенных этими компаниями, и узнал, сколько человек приходится на одну акцию каждой компании. Потом перемножением количества своих акций на эти коэффициенты он посчитал, какое количество «виртуальных» сотрудников трудится на него в рамках его портфеля акций.

Неправильно покупать акции на месяц, на год или даже на пять лет. Акции надо покупать в течение всей жизни. При этом вложения в акции смогут обеспечивать Вас в течение всей жизни.

Выводы

- Чтобы быть владельцем бизнеса, не обязательно быть предпринимателем. Можно просто купить акции.
- За каждым бизнесом стоит труд людей. Покупая акции, Вы как бы покупаете обязательство этих людей трудиться на Вас в будущем.

3.2. Рынок акций – рулетка или ...?

В нашей стране тысячи людей мечтают начать собственное дело. Статистика показывает, что из тех, кто начинает, через 3 года 2/3 закрываются, а еще через три года закрываются 2/3 от оставшихся. То есть через 6 лет остается 10% более или менее успешных компаний. Все люди, которые только мечтают или уже являются предпринимателями, готовы принимать серьезные риски, связанные с началом и ведением собственного бизнеса. Но даже успешные предприниматели зачастую относятся к рынку акций, как к рулетке.

Попытаемся разобраться, как появился этот стереотип. Представим предпринимателя, который открыл свой магазин. Дела у него идут хорошо, его бизнес каждый год приносит прибыль в размере 100 тыс. долл. В какой-то момент он решает расширить бизнес и приходит к своему давнему знакомому, весьма состоятельному человеку, с предложением стать партнером. Половину своего бизнеса он продает за 250 тыс. долл. А потом он и его партнер вкладывают в развитие этого магазина по 150 тыс. долл. каждый. Основатель делает это за счет тех денег, которые выручил от продажи своей половины. Уже через год магазин приносит 200 тыс. долл. Впоследствии оба продают магазин целиком уже за 1 млн долл.

Это вполне реальная ситуация, но причем тут фондовый рынок, акции, казино и рулетка? А причем, что продажа половины бизнеса, привлечение новых денег для развития и последующая продажа осуществляются через операции с долями бизнесменов в капитале магазина. Если бы магазин был акционерным обществом, то такими долями являлись бы его акции. Но согласитесь, в таком виде это не выглядит как спекуляция или игра на акциях и уж тем более как казино и рулетка.

До определенного момента в прошлом только так и осуществлялись операции с правом собственности на бизнес. В один прекрасный день появилась фондовая биржа. Ее первоначальная цель была в том, чтобы упростить сделки с покупкой и продажей бизнеса. Однако в дальнейшем именно эта простота совершения сделок постепенно и привела к тому, что для большинства людей покупка и продажа акций стала ассоциироваться с игрой, а не с возможностью удобно и технологично приобрести тот или иной бизнес.

Еще одной причиной искаженного восприятия фондового рынка стало то обстоятельство, что не связанные с самим бизнесом события стали влиять на стоимость акций и приводить к резким колебаниям их курсовой стоимости. Вернемся к примеру с магазином. Если его владельцу срочно понадобятся деньги, а покупателей на акции не будет, он будет вынужден снижать цену продажи до тех пор, пока кто-то не соблазнится дешевизной продаваемого бизнеса. Делая это через биржу, предприниматель резко повышает шансы найти желающих. Но на сам магазин как на бизнес, на его экономические показатели вся эта ситуация, согласитесь, никоим образом не влияет, ведь, несмотря на смену собственника, бизнес, как ожидается, продолжит приносить привычный размер прибыли.



© www.investars.ru

Существует и третья причина отношения к рынку акций как к «игровому клубу». Изменения цены акций любой компании подвержены колебаниям, существуют периоды ее роста и снижения. Естественно, возникает мысль: если купить на минимальных значениях, а потом продать на максимальных, то можно заработать хорошие деньги. К такому способу заработка призывают многие брокерские фирмы. Мало того, эти фирмы предлагают своим клиентам рискнуть и попытаться заработать еще и на снижениях цены акций, продавая акции, взятые в долг, с целью откупить их потом дешевле.

Однако в реальной ситуации практически невозможно определить, является ли текущая цена очередным максимумом или минимумом, особенно в краткосрочной перспективе. Лишь в долгосрочной перспективе! В долгосрочной динамике курсовой стоимости акций в полной мере проявляется связь цены акции и результатов экономической деятельности предприятия-эмитента этих акций.

Окружающий мир всегда соглашается с тем, что мы думаем о нем, и с готовностью принимает то отличие, которое мы ему приписываем. Существует армия людей, находящихся в состоянии, близком к игровой зависимости. Они много раз в день совершают сделки в надежде угадать направление изменения цен. Для них рынок акций — это казино. Зомбированные различными техниками биржевой игры, многие из них находятся в слепой уверенности, что разбогатеют в течение нескольких лет или даже месяцев. Да только вряд ли Вы увидите их имена в списке богатейших людей планеты.

Практика показывает, что реально зарабатывают на рынке акций совсем другие люди, и вовсе не путем спекуляций. Это люди, которые приобретают акции, чтобы владеть бизнесом и зарабатывать на его развитии. Богатство представителей списка Forbes заключается в стоимости принадлежащих

им пакетов акций в их бизнесе. До 2000 года рынок акций США 1926-2006 годы
http://учебники.информ2000.ru/papka_ciprom.shtml
 который они создали, приобрели, построили, и не путем спекуляций, а посредством многолетнего каждодневного труда.

Один мудрец сказал: «Чтобы прослыть ясновидцем, предсказывая будущее на сто лет вперед. Чтобы прослыть глупцом, предсказывая его на завтра».

Выводы

- В инвестициях мы призываем полагаться не на краткосрочные прогнозы, а на долгосрочную зависимость между результатами экономической деятельности предприятий и курсовой стоимостью их ценных бумаг.
- Чтобы зарабатывать на акциях, нужно относиться к инвестированию как к вложению в бизнес, а не пытаться угадывать колебания.

P. S.: У спекулянтов, однако, есть полезная функция. Совершая множество сделок, они увеличивают ликвидность рынка. Спекулянты и их деньги — это жертва, которая приносится для возможности инвесторов более эффективно входить в бизнес или выходить из него.

△ В рамках курса «Школа» следующей читайте статью 4.1. Два испытания на пути инвестора.

3.3. Вложение в акции – так ли это рискованно? □

Даже среди опытных финансистов считается аксиомой: «Покупка акций — это вложение денег, сопровождающееся высокими рисками». Мы поспорим с этим утверждением. При определенных условиях владение акциями становится одним из самых надежных способов сохранения благосостояния и одним из самых эффективных способов вложения денег.

Почему вложение в акции считается рискованным? Есть три основные группы причин для распространения такого мнения.

Первая группа причин: исторические стереотипы. Все финансовые катаклизмы последних 20 лет так или иначе были связаны с ценными бумагами (за исключением, пожалуй, «павловских» денежных реформ). Это и ваучеры, и МММ, и «пирамида ГКО», и даже последний кризис. Все эти события в сознании большинства людей проецируются на рынок акций. Однако если разобраться, ни одно из этих событий с рынком акций не связано.

Те, кто правильно разобрался в ваучерах и поменял их на акции Газпрома, ЛУКОЙЛа, Норильского никеля, Сбербанк ничуть не прогадали. Билеты МММ, пожалуй, нанесли самый серьезный удар по имиджу рынка акций, потому что маскировались под акции, но таковыми не являлись. ГКО — это государственные облигации. Как это ни печально, но Россия допустила дефолт по своим обязательствам, и это всегда будет фактом ее кредитной истории. Но причем тут акции?



Конечно, в ходе последнего кризиса, как и в 1998 году, рынок акций сильно пострадал, но он продолжал функционировать и именно в это время обеспечивал фантастические условия.

Вторая группа причин: низкий уровень финансовой грамотности. Большинство людей для сохранения своих сбережений пользуются только такими примитивными способами как покупка иностранной валюты и банковские депозиты. Многие не понимают разницы между акциями и облигациями, а также считают рынок акций рулеткой (казино).

Для иллюстрации можно привести простой факт: в США объем вложений населения в инструменты фондового рынка по разным оценкам в 3-4 раза превышает объем банковских депозитов. В России этот показатель, наоборот, примерно в 7-10 раз меньше, чем объем банковских депозитов.

Опять же существует стереотип, что для вложения в акции нужны специальные знания, нужно долго учиться и т. п.

ЭТО НЕ ТАК! Надо понять простую вещь: реальный доход может принести не игра на акциях, а владение ими.

Самый простой способ составить портфель — купить 10-15 самых ликвидных (популярных) акций равными долями и раз в квартал приводить его в порядок: продавать часть тех акций, доля которых увеличилась, и докупать те, которые сократили свою долю в портфеле (балансировка портфеля). Статистика показывает — ТАКОЙ ПРОСТОЙ ПОРТФЕЛЬ ТОЧНО ОБЫГРАЕТ БОЛЬШЕ ПОЛОВИНЫ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ УПРАВЛЯЮЩИХ УЖЕ ЧЕРЕЗ 3-5 ЛЕТ.

Но не будем преуменьшать значение профессионализма: специальные знания и огромный труд нужны для того чтобы при управлении портфелем работать лучше среднерыночных показателей.

Третья группа: профессиональная деформация. На первый взгляд вызывает вопрос тот факт, почему же финансисты считают акции рискованным вложением. Большинство людей они рассматриваются как эксперты в этом вопросе.

Но нельзя ставить знак равенства между «финансистом» и «инвестором». В России подавляющую часть финансового сообщества составляют банковские сотрудники или люди с банковским прошлым. Они привыкли брать и давать деньги на короткий срок: месяц, квартал, год. С точки зрения таких сроков, акции — это действительно рискованное вложение.

Теперь, когда мы разобрались в причинах такого отношения к акциям, пришла пора назвать три простых условия, при которых вложение в акции становится одним из самых надежных способов сохранения благосостояния и одним из самых эффективных способов вложения денег.

Первое условие: отказаться от главного стереотипа и главного заблуждения. На рынке акций НЕ ИГРАЮТ. ЭТО НЕ РУЛЕТКА. Рынок акций — это удобный и технологичный способ вложить деньги в бизнес. Парадокс, но сейчас 90% частных лиц на фондовом рынке — это авантюристы, которые приходят на рынок именно с желанием поиграть, поспекулировать. Кроме того, поддерживается общее мнение, что только игрой и можно заработать на ценных бумагах, а это отталкивает людей, которые не считают себя игроками, спекулянтами, авантюристами. Мы не будем слишком подробно останавливаться на этом вопросе. Эта тема подробно раскрыта в наших материалах «Рынок акций — рулетка или ...?», «Кто выигрывает на фондовом рынке», «От чего зависит курсовая стоимость акций». Здесь мы только приведем цифры. В США 160 млн человек из 305 вовлечены в процесс инвестирования — это больше 50%. Задумайтесь — разве столько людей могут быть авантюристами? В России только 1 млн из 145 связан с фондовым рынком.

Второе условие: диверсификация. Лучший друг инвестора. Миллионы людей мечтают начать собственный бизнес и работать на себя. Все интуитивно понимают: бизнес — это выгодно. Но только 10% новых компаний остаются работать через 5 лет. Вкладывая деньги в свой бизнес, Вы кладете все яйца в одну корзину.

В России крупными предприятиями на 80-90% владеют олигархи или государство. В США крупные предприятия на 80-90% принадлежат населению. Вслушайтесь в эти названия — Газпром, ЛУКОЙЛ, Роснефть, МТС, Сбербанк, Норильский никель. Если Вы будете владеть их акциями, то сотни тысяч сотрудников этих компаний будут работать на Вас изо дня в день.

Главное, не делать ставку на кого-то одного. Формируя диверсифицированный портфель, Вы будете владеть всем спектром российского бизнеса, который будет работать на Вас. Не огорчайтесь, что кто-то один вырос больше других, а кто-то даже упал. Отбалансируйте портфель и гоните от себя соблазн обязательно выбрать лучшего и сделать ставку на кого-то одного.

Третье условие: регулярность инвестирования. Это, пожалуй, самое сложно выполнимое условие. Казалось бы, чего проще каждый месяц инвестировать 10% своего дохода. 10% — не такая чувствительная сумма для семейного бюджета. Однако каждый месяц появляется какая-то непредвиденная «дыра», которую надо срочно закрывать. Вам придется бороться и одолевая соблазн «в этом месяце пропустить».

Но даже если Вы нашли в себе силы с этим бороться, то появляется другая угроза. Когда стоимость акций снижается, особенно во время кризисов, возникает страх за свои деньги. Возникает желание все продать и уйти. Побороть эти эмоции очень сложно. Но если Вы найдете силы победить страх и не будете продавать акции, то Ваше благосостояние не уменьшится ни на одну акцию. И, поверьте, регулярность инвестирования именно в эти периоды может творить чудеса с Вашим благосостоянием.

Не пытайтесь ловить для покупки минимальные уровни. Потом Вы поймаете себя на мысли, что самая удачная покупка акций вовсе не ассоциировалась у Вас с «дном» рынка. Легендарный инвестор Бартон Биггс выразил это ироничной фразой: «Сейчас — это всегда самый неподходящий момент для начала инвестирования».

Мы приведем один пример: человек с очень скромным уровнем дохода каждый месяц покупал акции Газпрома на 1 тыс. руб., начиная с августа 1997 года. В августе 2011 года, несмотря на два тяжелейших кризиса, его благосостояние составило около 3 млн руб. При этом он потратил на покупку 168 тыс. руб, а в виде дивидендов получил 216 тыс. руб.

Когда люди делают сбережения, они, как правило, имеют цель — купить холодильник, мебель, машину, поехать в отпуск. Накопили — купили, копим снова. Теперь стало модно покупать в кредит. Мы воспитаны культурой денег и потребления. Кажется, что все крутится вокруг денег. Но это не так. Потребление не делает человека богаче. Машину имеет смысл покупать тогда, когда ее стоимость составляет не более 1/10 от Вашего благосостояния, то же самое можно сказать про мебель, бытовую технику, отдых.

Люди часто задают нам вопрос: на какой срок лучше всего вложить деньги в акции? На год, два, пять? Вложение в акции — это вложение, КОТОРОЕ НАДО ДЕЛАТЬ В ТЕЧЕНИЕ ВСЕЙ ЖИЗНИ, НО ЭТО И ВЛОЖЕНИЕ, КОТОРОЕ БУДЕТ ВАС КОРМИТЬ ВСЮ ЖИЗНЬ.

Благосостояние складывается не из денег, а из активов. На наш взгляд, лучшие активы — это недвижимость и эффективный бизнес. С недвижимостью все просто — это квартира, дом. Вы же не покупаете дом на пару лет. Когда люди создают свой бизнес, они тоже вкладывают в него свои силы и деньги не на год или два. Но для создания и ведения успешного бизнеса нужны способности. Если их нет, то можно ПРОСТО КУПИТЬ АКЦИИ И ВЛАДЕТЬ ИМИ ХОТЬ ВСЮ ЖИЗНЬ. И только изредка проводить балансировку своего портфеля.

На эту идею можно посмотреть еще и с другой точки зрения — это концепция человеческого и финансового капитала. Вы можете более подробно познакомиться с этим вопросом, прочитав наши материалы «Сколько Вы стоите?» и «Кто Вы: “человек-акция” или “человек-облигация”».

Выводы

Не стоит находиться в плену ложных стереотипов относительно рынка акций и инвестирования. Не стоит считать, что для вложения в акции нужны специальные знания или большой начальный капитал. Вы можете начать инвестирование с 1 тыс. руб. Придерживайтесь правила диверсификации и делайте инвестиции регулярно. Не пытайтесь спекулировать — проиграете. Покупайте акции и владейте ими, и они вернут Вам все сторицей. Акции — это, пожалуй, один из немногих активов, который может реально защитить от инфляции.

В рамках курса «Университет» следующей читайте статью [4.3. Риски, страхи и нереальный риск-менеджмент](#).

3.4. Покупка акций на вторичном рынке – это вложение в бизнес? ▢

Распространено мнение, что покупка акций никак не связана с владением бизнесом. В этом материале мы постараемся дать ответ на вопрос: является ли покупка акций на вторичном рынке вложением в бизнес и как она влияет на бизнес?

Представьте: собралась компания людей и решила сыграть в карты на деньги. В процессе игры не было создано новых денег. Просто произошло перераспределение денег от одних игроков к другим. Хотя тот, кто выиграл, считает, что он заработал. Примерно то же самое происходит в казино, спортивных тотализаторах, на срочном рынке и на Форекс. Единственное отличие в том, что часть денег игроков переходит организатору в виде комиссии. А что происходит на фондовом рынке? Люди приходят туда с деньгами, которые они как-то и где-то заработали, покупают и продают акции, так же платят комиссии бирже и брокерам, так же происходит перераспределение денег между ними. Покупка акций на вторичном рынке (то есть у предыдущего владельца) не приносит никаких денег для самой компании. В чем отличие? Многих даже не интересует, чем занимается компания, акции которой они покупают.

Когда спрашиваешь у любителей Форекс или срочного рынка, откуда они взяли стартовый капитал для спекуляций, то чаще всего оказывается, что это ранее полученная зарплата. Даже если они взяли в долг или просто играют деньгами знакомых, это тоже «зарплата», только заработанная другими людьми. В принципе, то же самое можно сказать и о тех, кто покупает акции. А где они все получили свой стартовый капитал? Где, где? На работе. Даже если это наследство или средства от продажи имущества, все равно кто-то когда-то заработал эти деньги, и даже если эти деньги украдены, они украдены у того, кто их заработал.

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

Главным работодателем в экономике является бизнес, то есть компании и предприятия. Какие-то компании являются публичными, какие-то — нет. Публичная компания — это компания, акции которой может купить любой желающий. Это открытое акционерное общество, акции которого обращаются на бирже. Непубличные компании — это всевозможные ЗАО и ООО. На Западе это вполне обычная ситуация, когда человек, например, работает в публичной компании и часть заработанных денег направляет на приобретение акций. Компании, акции которых обращаются у нас на бирже, создают более половины ВВП (60-70% по разным оценкам). Это производительные активы, а сами по себе ставки в казино или букмекерской конторе, открытые позиции на Forex, контракты на срочном рынке и лотерейные билеты не являются активами, в основе которых лежит человеческий труд! Владельцев этих активов правильнее сравнить с собственником входного билета в кинотеатр или развлекательный центр. И уж совсем нелепо считать, что они осуществляют созидательную деятельность.

Отчасти рост доходов населения обеспечивает рост фондового рынка. Несмотря на стоны и причитания о низких зарплатах, людей не удивляет, что зарплаты могут расти, и их рост, в общем-то, не ограничен. Но у людей вызывает сомнения, что точно так же ничем не ограничен рост акций или недвижимости.

Рассмотрим такой пример. Человек вложил миллион в бизнес. Бизнес работает, создает что-то полезное и востребованное людьми, получает выручку (плату за свою работу). Из этой выручки он выплачивает зарплату работникам и приносит прибыль основателю (= собственнику). Пока у этого бизнеса один собственник. Вся заработанная бизнесом прибыль его. Выплатил собственник сам себе дивиденды или нет — это особой роли не играет. Все равно все деньги его. Важно, что бизнес заработал прибыль и собственник может ее использовать как ему угодно: для расширения бизнеса, для потребления или каким-то другим способом. Ставки в казино или букмекерской конторе, открытые позиции на Forex, контракты на срочном рынке и лотерейные билеты не являются активами, которые выплачивают дивиденды. Или, другими словами, они не являются активами, которые трансформируют «полезность, созданную для людей» в деньги для владельцев этих активов. А то, что дивидендная доходность акций может быть невысокой или вообще нулевой, не отменяет принципиального отличия между этими явлениями.

В частности, несмотря на внешнюю похожесть способа торговли, владение акцией и фьючерсом на эту акцию разделяет огромная пропасть на уровне «физического смысла».

Кто-то скажет, что у нас главным работодателем является государство. На государственной службе работает огромная часть трудоспособного населения. Но гос. органы не создают ВВП! Их обязанность обеспечить условия для создания и роста ВВП. Труд военных, полиции, работников различных министерств и ведомств должен обеспечивать порядок и возможность для ведения и развития эффективного бизнеса в стране. Если отбросить пенсионеров, несовершеннолетних и гос. служащих, получится, что деятельность, направленная на повышение нашего уровня жизни, ложится на плечи совсем небольшого процента населения.



Двигаемся дальше по нашему примеру: этот человек (основатель) продал бизнес другому за полтора миллиона. Теперь бизнесом владеет новый покупатель. Из полутора миллионов, которые он заплатил, миллион — это начальные вложения. А полмиллиона, которые он заплатил «сверху», — это что? Это оценка успешности бизнеса! А если, например, новый покупатель купил его дешевле, то это оценка неуспешности.

И все-таки, кто заработал деньги для основателя? Новый покупатель или сам бизнес? Представьте, что строится дом. С каждым новым этажом растет стоимость дома. Вы его купили, когда было пять этажей, а продаете кому-то дороже, когда уже построено десять. Несмотря на то что разницу оплачивает новый покупатель деньгами, которые он как-то где-то заработал, но разница обоснована тем, что в доме стало больше этажей. То же самое и с бизнесом. Когда он развивается и расширяется, его стоимость растет. И новый покупатель своими деньгами оплачивает этот прирост. На самом деле не важно, сами Вы построили дом или купили квартиру на вторичном рынке. И в том и в другом случае Вы вложили деньги в недвижимость. Когда меняется ее стоимость, новый покупатель покупает ее, не задаваясь вопросом, сколько Вы заработали на этом вложении и почему он должен оплачивать разницу. То же самое происходит на фондовом рынке, только вместо свидетельства о собственности на недвижимость у Вас акции.

В случае покупки бизнеса целиком не возникает сомнения, что новый покупатель, купив бизнес у предыдущего владельца, сделал вложение в бизнес. В этом месте наши оппоненты (те, кто не считает покупку акций на вторичном рынке вложением в бизнес) обычно говорят: конечно, ему же принадлежит 100%, он хозяин. Считается: если меньше 50% + 1 акция — это не хозяин. То есть если купил контрольный пакет — это вложение в бизнес, а если нет, то это как?

Давайте продолжим нашу историю. Новый покупатель решил расширить бизнес. Для привлечения капитала он провел IPO, в результате которого у этого бизнеса появилось 1000 новых акционеров. Допустим, что при этом участникам IPO принадлежит 20% этой компании, а 80% принадлежит нашему покупателю. Он купил на вторичном рынке у основателя (то есть напрямую в бизнес не вкладывал), а участники IPO вложили деньги напрямую в бизнес, но контрольным пакетом не владеют.

Кстати, возможность прямого привлечения денег в бизнес, который создает полезные продукты, платит налоги, выплачивает людям зарплату и зарабатывает прибыль для собственников посредством дополнительной эмиссии — это еще одно важное отличие такого актива как акции от срочного рынка, казино, Форекс и тотализаторов.

Еще один аргумент наших оппонентов: в законе «Об акционерных обществах» не говорится напрямую, что акционер — это собственник компании. Акционер — это собственник акций, а акция дает право на (1) управление (голосование), (2) дивиденды, (3) часть имущества при ликвидации. А какие

населения сформировался очередной негативный стереотип. Любое приобретение акций, хоть в ходе IPO, хоть на вторичном рынке надо оценивать с точки зрения соотношения «цена-качество» и стараться понять, по какой цене целесообразно это делать. Естественный мотив любого предприятия — продать свои акции на IPO как можно дороже. В этом им помогают многочисленные инвестиционные банкиры. Их комиссия зависит от цены, по которой они смогут продать акции покупателям. Зачастую в ход идут завышенные оценки перспектив будущей деятельности предприятия. Мы в УК «Арсагера» в большинстве случаев не участвуем в IPO, так как очень часто цена является завышенной. Скорее всего, рано или поздно цена IPO будет превышена, но терять это время неправильно.

еще функции, вытекающие из права собственности. Вам нужны? Прийти и в любой момент забрать домой какой-нибудь станок?

Часто люди путают права собственника и права единоличного собственника. И если человек не обладает правами единоличного собственника, то он и собственником себя не считает. Это уже скорее психологическая проблема.

Да, единоличным собственником быть комфортнее и приятнее. В своей квартире что хочешь, то и делаешь, а в коммунальной квартире приходится согласовывать свои действия с другими жильцами. Единоличная собственность — это огромное преимущество, но это и недостаток. В одиночку гораздо труднее запустить большой масштабный бизнес.

Принципы работы акционерного общества как раз заточены на совместное владение бизнесом большого количества разнокалиберных акционеров. Это юридическая конструкция, которая развивается сотни лет и впитала опыт огромного количества различных деловых ситуаций. Идеальной защиты своих прав не имеют ни крупные, ни миноритарные акционеры. Но пока это лучшее, что человечеству удалось придумать для реализации совместных проектов и объединения усилий и ресурсов большого числа людей.

Бессмысленно отрицать тот факт, что, владея разным количеством акций, люди могут оказывать разное влияние на деятельность компании. И это нормально! Другое дело, что могут быть злоупотребления со стороны крупных собственников. Но это не исключает миноритариев из состава владельцев бизнеса. Большая доля акций — это возможность принять решение, которое будет распространяться на всех, а не решение в свою пользу. В ТСЖ жильцы принимают решение направить деньги на благоустройство детской площадки, а не на ремонт подъезда. Кому-то, у кого нет детей, это решение может не понравиться, но это решение для всех. А вот решение направить деньги, например, на ремонт частной квартиры № 13, где проживает Председатель ТСЖ, будет явным злоупотреблением.

Возможность покупки, а точнее возможность продажи акций на вторичном рынке — это огромное преимущество, которое придумано человечеством. Это механизм, позволяющий бизнесу жить. Представьте ситуацию, когда нет такой возможности. Основатель создал бизнес, развивал его, получал прибыль, а потом решил уйти на покой. Если бы он не имел возможности продать свой бизнес, то его пришлось бы ликвидировать. Зачем ликвидировать бизнес, который приносит пользу? Акции позволяют продавать бизнес не целиком, а по частям. Количество людей, готовых купить

Здесь в средней строке необходимо признать, что на фондовом рынке регулярно встречаются ситуации, когда крупные акционеры и менеджмент злоупотребляют своими правами. Мы, кстати, постоянно проводим оценку этой ситуации в рамках исследования качества корпоративного управления (КУ) по большинству рыночных компаний, обращаясь на фондовом рынке, и рассчитываем семейство индексов по качеству КУ. Приятно отметить, что год от года качество КУ российских компаний повышается.

В этой связи хочется обратить внимание на такой парадокс. Информация и новости фондового рынка, которые распространяют СМИ, — это очень часто всевозможный негатив: скандалы, аферы, злоупотребления. У неискушенных наблюдателей может сложиться впечатление, что фондовый рынок — это очень плохое место и непонятно почему его до сих пор не закрыли.

Обратите внимание, похожая ситуация складывается с дорожными новостями. Это аварии, катастрофы, погибшие, правонарушения и т.д. и т.п. Если представить себе человека, который не знает, для чего нужны дороги, а только слушает новости, то у него тоже наверняка возникнет аналогичная мысль: дороги — это ужасное место, которое надо закрыть как можно быстрее и прекратить все эти безобразия.

часть бизнеса за небольшие деньги, гораздо больше, чем людей, готовых купить бизнес целиком, поэтому, продавая бизнес по частям, первый владелец может это сделать по более интересной цене. Жизненный цикл бизнеса будет ограничен периодом его «полезности» для людей, а не сроком, в течение которого его первый владелец готов им заниматься. От этой возможности, кстати, зависит и качество жизни людей. Представьте себе автомобильное производство, которое зависит от того, какое время его владелец готов им заниматься. Захотите Вы купить автомобиль в компании, которая может закрыться по причинам, зависящим от персональной жизненной ситуации ее владельца?

Чем выше ликвидность вторичного рынка компании X, то есть чем проще стать владельцем ее акций и чем проще перестать быть владельцем ее акций, тем лучше для всех. Кстати, ликвидность вторичного рынка — это один из многих факторов, определяющих стоимость самой компании.

Конечно, совершая ежеминутные спекуляции с акциями, человек не считает себя владельцем. На самом деле это чисто психологическая проблема, считать или не считать себя владельцем. Спекулянт все равно становится владельцем и вкладывает деньги в бизнес. Пускай всего лишь на несколько минут. В результате этих операций часть денег других участников переходит к нему или от него. На коротких интервалах размер переходящих денег определяется краткосрочными колебаниями спроса и предложения. Но на длительных временных интервалах хаотичные на первый взгляд колебания формируют картину, в которой очень хорошо видна зависимость между стоимостью акций компании и экономическими показателями ее деятельности.

Давайте рассмотрим еще один вырожденный случай. Представим компанию, владельцами которой является группа спекулянтов. Их 1000 человек и это количество не меняется. Допустим, они все отчаянно спекулируют и владеют акциями от нескольких минут до нескольких дней. А компания в это время работает сама по себе и показывает хорошие результаты. За 3 года ее стоимость вырастает в два раза. Для каждого из этой тысячи можно посчитать суммарное время владения определенным пакетом акций, и оно будет не маленьким, хотя при этом они не считали себя собственниками. Результат изменения стоимости тоже в определенной пропорции распределится между этими участниками, кто-то из них даже получит дивиденды. Часть из них, конечно, будут считать при этом, что заработали своим умом за счет других, менее опытных и удачливых. Но их коллективный результат все равно не сможет превысить результата, который показали акции за этот период. Более того, этот коллективный результат будет хуже из-за издержек. Размер издержек зависит от активности наших спекулянтов: количества сделок, «шортов», «плечей», стоп-лоссов, тейк-профитов и т. д. В теории, если они будут очень старательно спекулировать, возможна ситуация, когда они ВСЕ проиграют. А весь результат, который показал бизнес в виде прироста стоимости акций, перейдет брокерам и бирже в виде комиссии и процентов.

Выводы

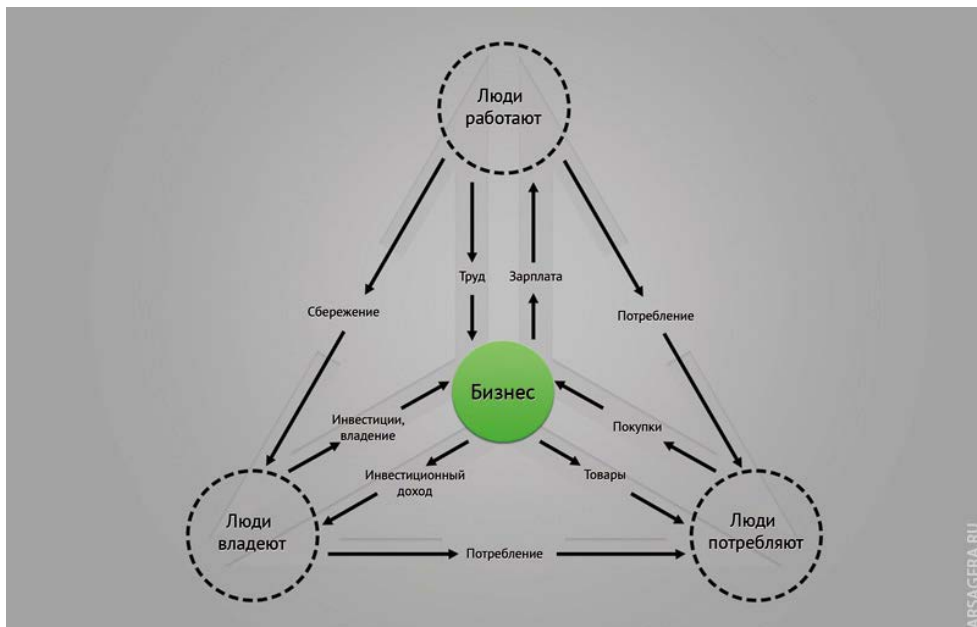
- Вторичный рынок акций — это великолепный механизм, обеспечивающий жизнеспособность эффективного бизнеса.
- Покупка акций на вторичном рынке — это тоже вложение в бизнес, несмотря на то что сам бизнес денег при этом не получает.
- Вторичный рынок определяет возможности компании привлечь деньги на IPO для развития. Кроме того вторичный рынок позволяет осуществлять выкуп акций самой компанией, что по своему физическому смыслу очень близко к выплате дивидендов.

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

работ

- Ликвидность вторичного рынка влияет на стоимость акций компании.
<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>
- Стоимость самого бизнеса задается деньгами, которые бизнес заплатил людям в виде зарплаты, дивидендов, выкупа акций на вторичном рынке. Все, круг замкнулся!

△ В рамках курса «Аспирантура» следующей читайте статью **5.8. Финансовые коэффициенты фондов.**



4.1. Два испытания на пути инвестора △

Первое: осознание

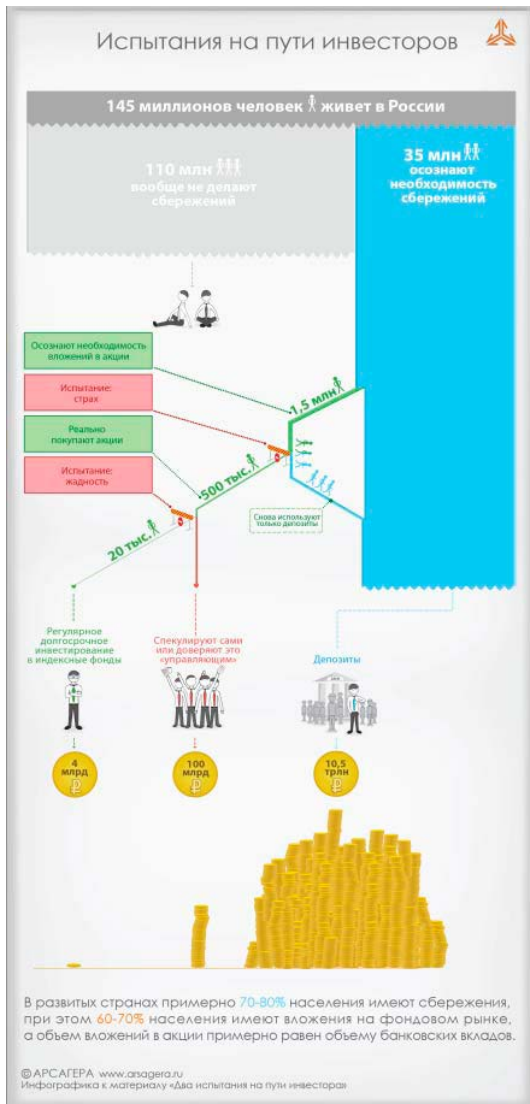
Понять необходимость инвестирования как основного элемента заботы о будущем, вроде бы и не так тяжело. Инструментарий не слишком широк — депозиты, недвижимость, акции. Самый сложный из них для понимания, а затем осуществления инвестиций — акции. По статистике акции — наиболее доходный инструмент в долгосрочном периоде и именно поэтому он — самый неудобный инструмент в отличие от депозита, например. Об экономической природе акций и причинах доходности в долгосрочных периодах мы говорили не раз.

Второе: осуществление

Люди, которые приняли решение о вложениях в акции посредством ПИФов, неизбежно сталкиваются с двумя посредниками: либо с банком, либо с брокером (либо с обоими). Со стороны каждого из них (в том или ином виде) будет оказываться информационное давление на инвестора с целью изменить его решение.

Банки

Часто приходится слышать жалобы наших коллег из управляющих компаний на то, что банки плохо умеют продавать паи ПИФов, ничего толком не могут объяснить клиентам. Конечно, есть банки, у которых это получается чуть лучше, но в целом предложение ПИФов сильно противоречит их интересам. Маржинальный доход, который получает банк, составляет около 5% (разница между кредитными и депозитными ставками). В случае с ПИФаами банк может единоразово получить надбавку (скидку) при приобретении (погашении), а также часть комиссии за управление (многие банки настаивают на таком условии). Все вместе это вряд ли превысит 1,5-2%. Поэтому особого энтузиазма при продаже ПИФов от банков ожидать не приходится. Даже ПИФы своих дочерних управляющих компаний они продают крайне неохотно.



Не в интересах сотрудников банков (хотя часто они и не знают об этом) объяснять, почему в долгосрочной перспективе акции могут принести более высокую доходность, чем банковские депозиты, и показывать соответствующую статистику.

Топ-менеджер одного из банков откровенно сказал, что знает «примерно 400 сравнительно честных способов» как отговорить клиента от идеи инвестирования в акции. В этой связи можно выразить уважение Райффайзенбанку, который, несмотря на этот конфликт интересов, активно продвигает идеи инвестирования в ПИФы (правда, только в свои).

Единственная причина, побуждающая банки предлагать клиентам ПИФы — это страх того, что клиент воспользуется этой услугой в другом месте и банк вообще не получит никакого вознаграждения, но для этого клиент должен быть уверенным и последовательным в реализации своего решения инвестировать.

Брокеры

Брокеры, которые выполняют агентские функции по ПИФам, имеют другой конфликт интересов. По экспертным оценкам доход от брокерской комиссии и других дополнительных услуг составляет 5-10% в год от объема средств клиентов. Этот доход тем выше, чем чаще клиент совершает сделки. Поэтому так активно пропагандируются курсы по обучению дейтрейдингу, скальпингу, алгоритмической торговле и техническому анализу. Для тех же целей служит конкурс «Лучший частный инвестор». Главным аргументом здесь является то, что среднестатистическая доходность рынка акций на уровне 15-20% — это «безумно мало» и «хороший трейдер должен получать минимум 100% годовых!» На курсах по обучению трейдингу учат тому, как увеличивать комиссию брокера.

Нелепо ожидать, что брокеры будут активно предлагать клиентам ПИФы (как агенты) или продвигать идею покупки ETF (от англ. exchange traded funds) — ПИФов, которые можно покупать на бирже. Это точно также, как и в случае с банками, противоречит их коммерческим интересам. Как и банки, они будут вести эту деятельность только из страха ухода клиента к конкурентам.

Аспирантский диплом, который произошел в одном из офисов второго по размеру российского банка: на вопрос о ПИФах сотрудница долго объясняла, что депозиты надежнее, а ПИФы могут упасть, и там нет никаких гарантий доходности. Это, кстати, наиболее убедительный аргумент для людей с низким уровнем финансовой грамотности. После настойчивой просьбы предоставить информацию о ПИФах она без энтузиазма дала буклетик о ПИФах, которыми управляет дочерняя компания этого банка. На вопрос о других ПИФах сотрудница банка с удивлением спросила: «А чем Вам эти не нравятся?» В конечном итоге она подтвердила, что через них можно купить ПИФы и других компаний, но пришлось попотеть, прежде чем она в этом призналась.

Один из топ-менеджеров брокерской компании (входящей в топ-5) в конце 2008 года жаловался в частной беседе, что хорошие клиенты все «сгнули в кризисе». В то же время, он упомянул, что приходится много работать, клиенты пошли, что даже время работы офиса пришлось продлить. На замечание о противоречивости утверждений — топ-менеджер сказал: «Да разве ж это хорошие клиенты — пришли, купили на 5-10 млн руб. и сидят, ничего не делают. А брокерские комиссии очень низкие и дают хороший эффект только при частых операциях».

Для справки: комиссии ПИФов за управление находятся на уровне 1-3% в год от объема средств клиентов.

Выводы

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

- Сложно, но необходимо осознать важность инвестиций в акции.
- Инвестировать в акции можно посредством приобретения паев ПИФа.
- На пути реализации задуманного встретятся советники, у которых серьезные конфликты интересов. Дух инвестора подвергается испытаниям: банки зачастую давят на страх, пользуясь неинформированностью, а брокеры, играя на алчности и самонадеянности, норовят втянуть клиента в игру на колебаниях. Но если Вы настойчивы и последовательны, то получите желаемое.

4.2. Человек и риски \triangle

Финансовые риски человека, как частного лица, можно разделить на две основные группы.

Первая группа финансовых рисков связана с потерей регулярного заработка. Эта ситуация может быть как краткосрочной (потеря работы, болезнь, несчастный случай), так и долгосрочной (потеря трудоспособности, выход на пенсию).

Для защиты от рисков первой группы предусмотрены различные варианты. На случай болезней, несчастных случаев и потери трудоспособности существуют страховые продукты, защищающие жизнь и здоровье. От рисков, связанных с потерей работы или выходом на пенсию, защищают сбережения.

Вторая группа финансовых рисков связана с практикой осуществления сбережений.

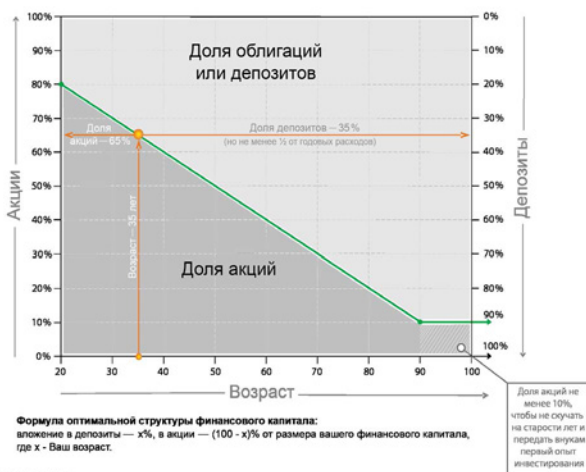
Мы рекомендуем использовать производительные активы (акции и депозиты (или облигации)) для сбережений.

Отметим, что Форекс, срочный рынок, спекуляции на бирже — это не сбережения, это сомнительное занятие, процент успеха в котором ниже вероятности выиграть в казино.

Депозиты и облигации — очень стабильный, простой и комфортный способ сбережения, но в долгосрочной перспективе, по статистике, проигрывает инфляции. Поэтому депозиты хорошо подходят для краткосрочных сбережений, но не подходят для долгосрочных.

Акции, наоборот, подвержены колебаниям стоимости, но в долгосрочной перспективе именно вложения в акции могут обеспечить превосходство над инфляцией, и, соответственно, приумножить вложения в реальном выражении. Поэтому акции хорошо подходят для долгосрочных сбережений, но не подходят для краткосрочных.

Оптимальная структура финансового капитала



Как защититься от риска неправильного использования «правильных» финансовых инструментов?
<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

Соблазнительная стабильность депозитов ведет к тому, что порой люди более 10 лет держат свои накопления на депозитах, постоянно продлевая договоры по ним. В итоге, покупательная способность средств на таких депозитах сокращается под воздействием инфляции.

Использование акций для достижения краткосрочных целей создает риск того, что из-за колебания стоимости акций их придется в экстренном случае продать с убытком или отложить важную покупку на длительный срок.

Сформулируем основные требования к структуре и объему сбережений:

- их должно хватить на весь период пенсии (исходя из планируемого уровня потребления и среднего времени дожития);
- их покупательная способность должна сохраняться;
- нужно иметь возможность не продавать акции в моменты неблагоприятного изменения их стоимости;
- должен существовать резерв на случай краткосрочной потери регулярного дохода.

Чтобы выполнить все эти требования и условия, можно придерживаться простой стратегии, которую уже много лет успешно использует огромное число людей в развитых странах.

- Выберите нужную людям профессию и постоянно повышайте свой профессиональный уровень. Это обеспечит достойный и стабильный заработок на протяжении экономически активного периода жизни.
- Ежемесячно направляйте на сбережения не менее 10-15% от своего текущего заработка. Это должно обеспечить необходимый объем сбережений. Если Вы не планируете «удачно» попасть под машину в расцвете сил, то сбережения, сделанные в течение года обычной жизни, будут обеспечивать Вас 1 год на пенсии.
- Создайте финансовый резерв («подушку безопасности») на случай потери регулярного заработка, обеспечивающий как минимум $\frac{1}{2}$ Вашего годового потребления. Финансовый резерв нужно держать в наличном виде или на краткосрочном депозите.
- Держите на банковских депозитах $X\%$, в акциях $(100 - X)\%$ от размера своего финансового капитала, где X — Ваш возраст. Такая структура защитит Ваши сбережения в молодости от потери покупательной способности из-за инфляции, а в старости снизит зависимость от колебаний стоимости акций.
- Для вложения в акции можете использовать инструменты коллективных инвестиций.
- Используйте страхование жизни и здоровья, особенно, если от Вашей трудоспособности зависят другие люди.

△ В рамках курса «Школа» следующей читайте статью [4.4. Советы по инвестированию от УК «Арсатера»](#).

Страх временного снижения стоимости

Когда человек покупает акции (напрямую или при помощи инструментов коллективных инвестиций), отрицательная переоценка стоимости пакета акций из-за постоянных колебаний стоимости может вызывать беспокойство и страх.

Страх и риск — это не одно и то же. Из-за страха посетить зубного врача возникает риск потери зуба и здоровья. Из-за страха снижения стоимости акций (как правило, временного) возникает риск потери покупательной способности сбережений из-за инфляции.

Колебания стоимости акций могут нанести вред только при определенном поведении, если Вы:

- 1) пытаетесь на них играть, покупая акции на «дне» и продавая на «пике»;
- 2) поддаетесь панике и продаете акции по невыгодным ценам;
- 3) используете акции для краткосрочных сбережений;
- 4) не соблюдаете соответствие структуры своих вложений возрасту, уровню расходов и доходов, финансовым целям.

Более того, снижение стоимости акций может быть даже благоприятным событием для того инвестора, который только начал формировать свой инвестиционный капитал. Например, если человек регулярно покупает акции на 10% своего заработка, то в периоды снижения на ту же сумму он может приобрести большее количество акций.

Риск игромании

Люди, использующие финансовые инструменты для осуществления вложений, неправильно понимая их назначение и смысл, могут попытаться начать игру на колебаниях или использовать псевдоинвестиционные инструменты: Forex, срочный рынок, алгоритмическую торговлю и т. п. Иногда доходит до того, что люди бросают основную работу ради трейдинг-гэмблинга. Создается впечатление, что игра на колебаниях является неотъемлемой частью осуществления сбережений, но это не так.

Бомжи выглядят ужасно. Нормальный человек не хочет стать бомжем и не станет, если соблюдает определенные жизненные правила. Столь же пугающе выглядят трейдеры с игровой зависимостью. Нормальный человек не приобретет игровую зависимость, если будет придерживаться простых правил и использовать фондовый рынок по назначению, а не для игры.

Трейдеры-игроманы, которые бросают основную работу ради «работы» (а на самом деле ради игры) на рынке поступают особенно недальновидно. Они лишаются регулярного заработка, прекращают регулярное инвестирование, используют инструменты сбережения не по назначению, лишаются сбережений, проигрывают свои деньги и деньги своих родных и друзей.

Нереальный риск-менеджмент

Риски банка, инвестиционной компании, промышленного предприятия и частного лица имеют очень разную природу. Например, один из основных рисков для банка — это потеря доверия вкладчиков, которая может привести к тому, что все одновременно захотят забрать свои вклады. Но разве может возникнуть такая ситуация у обычного человека?

Однако методы и технологии риск-менеджмента, применяемые банками и инвестиционными компаниями, перекочевали в сферу частного трейдинга, где пустили корни и сформировались в самостоятельную псевдо-науку — мани-менеджмент (от англ. money-management), или коротко ММ.

ММ тесно связан с техническим анализом, изучающим закономерности, якобы присутствующие в графиках цен. Основные понятия и инструменты ММ: стоп-лоссы, тейк-профиты, тайминг или правила открытия и частичного закрытия позиций, правила использования «шортов» и «плечей».

ММ выглядит очень научнообразно и создает опасную иллюзию системы безопасности и управления рисками. Может даже показаться, что люди, обучающие Вас ММ, заботятся о сохранении Вашего капитала. На деле ММ не защищает от реальных рисков, обозначенных в первой части статьи, а гарантированно ведет к увеличению количества сделок и росту объема комиссий, выплачиваемых брокерам и бирже.

Для тех, кто все же увлекся активными спекуляциями, покажем абсурдность ММ на примере казино. Если на рулетке поставить все на красное, то с вероятностью 48,65% (18/37) можно удвоить сумму вложений. Не такая уж плохая вероятность. Однако, если Вы выиграете, но продолжите делать такие ставки, то достаточно быстро все проиграете. Для казино гораздо интереснее клиент, который делает много небольших ставок, а не одну крупную.

Если применить ММ к игре на рулетке, то процесс потери игровых денег будет просто растянут во времени, так как шансы выиграть за счет ММ не увеличите. В какой-то момент может даже показаться, что Вы начали стабильно зарабатывать. По факту Вы будете более стабильно двигаться к проигрышу. Это будет происходить не так заметно, а отдельные случайные выигрыши будут даже создавать иллюзию заработка и системы.

Тем не менее, чем больше небольших ставок Вы делаете, тем стабильнее теория вероятностей будет работать против Вас, потому что казино зарабатывает 1/37 от оборота.

На фондовом рынке Вы платите комиссию от оборота каждый раз, когда проводите сделку, а ММ ведет к увеличению количества сделок. Использование инструментов ММ может привести к потерям даже несмотря на положительное математическое ожидание рынка акций. На рынках с отрицательным математическим ожиданием (Форекс, срочный рынок, казино) использование ММ гарантированно ведет к потерям.

Выводы

- Реальные финансовые риски человека связаны со стабильностью зарплаты, обеспечением нормального уровня жизни в старости и правильным использованием для этого финансовых инструментов.
- Страхи и риски — не одно и то же. Страх использовать акции ведет к потере покупательной способности сбережений в долгосрочной перспективе.
- Трейдеры и спекулянты живут в своей «матрице» рисков и иллюзий. Их система мани-менеджмента не защищает от реальных рисков, а создает мнимую иллюзию безопасности и обеспечивает стабильную уплату биржевых и брокерских комиссий.

В рамках курса «Университет» следующей читайте статью [5.4. Надежность инвестиционного продукта.](#)

Посетители нашего сайта, которые уже осознали необходимость инвестирования, часто задают вопросы: «Как мне лучше использовать инвестиционные продукты?», «Какой ПИФ выбрать?», «Может быть имеет смысл составить портфель ПИФов?», «Что лучше: ПИФ или ИДУ?». На нашем сайте по каждому продукту представлена подробная информация о параметрах, структуре активов, результатах, а также о том, как проводить операции. Но это скорее техническая информация. В этом материале на примере наших знакомых, сотрудников и топ-менеджеров мы дадим несколько практических советов, которые помогут принять решение о том, как использовать эти возможности.

Срок инвестирования

Еще один практический вопрос, который нам часто задают: «В течение какого срока лучше осуществлять инвестиции?» Инвестиции — это процесс, который имеет смысл осуществлять на протяжении всей жизни. НО!!! Инвестиции — это и то, что будет Вас поддерживать на протяжении всей жизни. Несерьезно считать инвестициями банковский депозит на полгода или даже год, который Вы сделали, накапливая на крупную покупку. Инвестиции — это схема (план), которые Вы должны для себя выбрать и стараться придерживаться на протяжении своей жизни. По мере взросления или изменения жизненных обстоятельств его необходимо корректировать. Далее мы постараемся рассказать, как это сделать.

Возраст и способность зарабатывать

Выбор подхода к инвестированию каждого конкретного человека очень сильно зависит от его индивидуальных характеристик. Главные характеристики — это возраст человека и качество человеческого капитала. Человеческий капитал — это способности трудиться и зарабатывать, это размер зарабатываемых доходов, их стабильность и периодичность их получения.

Две эти характеристики — возраст и способность трудиться — сильно взаимосвязаны. Как правило, в молодости по мере взросления способность человека зарабатывать увеличивается, он приобретает знания и профессионализм. Обычно человек выходит на пик своей профессиональной формы в период 30–45 лет. Потом его знания начинают устаревать, да и сил трудиться становится с возрастом все меньше.

Норма сбережения (Наташа Ч.)

Еще одна характеристика, от которой зависит Ваш план инвестирования, — это норма сбережения. Заставить себя отказаться от потребления — это, пожалуй, самый сложный элемент инвестиционного процесса. Всегда находятся расходы или обстоятельства, «от которых никуда не деться». Во время кризиса 2008 года мы в УК «Арсагера» были вынуждены сократить заработную плату всех сотрудников на 30%. Это было очень болезненное решение. Но через 3–4 месяца люди обнаружили, что снизив привычное качество жизни, они укладываются в новые рамки. Как-то раз наша сотрудница Наташа Ч., когда получила очередной «квиток» из бухгалтерии о перечислении денег, с досадой произнесла: «Почему раньше, когда я получала на 42% (!) больше, чем сейчас, я не откладывала хотя бы 20% от ТЕХ своих доходов? Насколько легче мне было бы сейчас!»

Уровень дохода (Аня Л.)

Очень часто, когда говоришь об уровне сбережений, приходится слышать: «Какие сбережения? Тут и так от зарплаты до зарплаты живешь, ни на что не хватает». Причем такие слова приходилось слышать и от человека с зарплатой 25 тыс. руб. и от человека с зарплатой 75 тыс. руб. Даже людям

с зарплатой 200 тыс. руб. ее может не хватать для инвестирования. Но есть и другие примеры: молодая девушка Аня Л. (24 года), зарплата 20 тыс. руб., симпатичная, умная, проживает в Петербурге. Представляете, сколько соблазнов в этом возрасте? При таком невысоком уровне доходов она ежемесячно на протяжении нескольких лет на 2 000 руб покупала паи индексного фонда. Как можно в Питере прожить на оставшиеся 18 тыс.? Это загадка! Но ей удавалось, и выглядела она всегда хорошо. Всегда можно сократить свое потребление в пользу сбережения хотя бы на 10% без заметного ухудшения качества жизни.

Незапланированные доходы (Карлен С.)

Все-таки надо честно признать, что для большинства людей «подвиг» Ани недостижим даже при существенно больших зарплатах. Но есть и другой путь. Многим людям помимо зарплаты платят премию, бонусы. Все на протяжении жизни сталкивались с поступлением незапланированных доходов.

Вот типовая ситуация, которую описал один наш сотрудник (Карлен С.): «После окончания института я работал и жил с родителями, однако даже наш суммарный доход не позволял и помышлять о приобретении квартиры. Однажды мой отец получил большую (на тот момент) премию за закрытые проекты. Встал вопрос — что делать с деньгами? Несмотря на опасения, мы решили взять ипотечный кредит, а эти деньги использовать как первый взнос. Решение оказалось весьма успешным, так как с того момента (2006 год) квартиры в Санкт-Петербурге подорожали вдвое и цена за квадратный метр с тех пор больше никогда не опускалась до того уровня. Спустя 5 лет мой ежемесячный платеж за квартиру стал сравним с ежемесячным платежом за среднюю по цене машину, а может и ниже. Я уверен, что если бы эти деньги остались дома, то их просто бы съела инфляция, или они потихоньку растратились по мелочам на бытовые нужды».

Согласитесь, для многих знакомая картина. Если Вы привыкли к некому стабильному заработку, то любые незапланированные поступления — это отличная возможность начать инвестировать или пополнить свой инвестиционный капитал.

Молодость — фантастический ресурс (Алексей А.)

В молодости люди обладают фантастическим ресурсом. Этот ресурс — время. Чем раньше человек начнет регулярное инвестирование, тем раньше может начаться увеличение уровня его благосостояния. В силу вступает эффект сложного процента, о котором еще Эйнштейн сказал в свое время, что «это самая могущественная сила во Вселенной».

Вложения в акции принято считать рискованными, потому что их стоимость подвержена колебаниям. Заранее никогда не знаешь, сколько будут стоить акции. Вложения в депозит, наоборот, принято считать надежными и стабильными. Для интервалов времени до года это вполне справедливо. Но, как показывает статистика за 10 лет, вложения в акции многократно обгоняют вложения в банковский депозит.

Если Вам 20-25 лет, начинайте инвестировать небольшие суммы. Хотя бы по 1000 руб. в месяц. Выбирайте продукты с максимальной мерой риска и с максимальным долгосрочным потенциалом. Например, интервальный ПИФ «Арсатера — акции 6.4», который ориентирован на акции второго и

Когда заместитель Председателя Правления (Алексей А.) проводит лекции для студентов ВУЗов, он обычно произносит фразу: «Если бы ко мне в молодости пришел человек и объяснил, что нестрашно покупать акции, что надо просто составить индексный портфель и не заниматься спекуляциями, то я был бы раз в пять богаче, чем сейчас! Хотя я совсем не жалею о уровне своего благосостояния.»

третьего эшелона. Опыт развитых рынков показывает, что в долгосрочной перспективе котировки акций компаний средней и малой капитализации демонстрируют более впечатляющую динамику, чем акции «голубых фишек». Но и времени для этого нужно больше.

1000 руб — это не та сумма, которая в молодости позволит Вам почувствовать себя намного богаче, но, возможно, то, во что превратится эта 1000 руб. через десять-двадцать лет, позволит сносно существовать в течение месяца.

У интервального фонда есть один небольшой недостаток — то, что он интервальный. В экстренной ситуации Вы сможете трансформировать свои вложения назад в деньги только раз в три месяца. Но в молодости человек может всегда сказать: «Не беда! Заработаю! Перекредитуюсь! Подожду!»

Если Вы все-таки не хотите оказаться в такой ситуации, можно посоветовать распределить свои вложения между ИПИФА «Арсгера — акции 6.4» и ОПИФА «Арсгера — фонд акций». В открытом фонде Вы можете погасить паи в любой рабочий день.

Срочность вложений или горизонт инвестирования (Алексей М.)

На наш взгляд такие наши фонды как ИПИФА «Арсгера — акции 6.4» и ОПИФА «Арсгера — фонд акций» лучше всего подходят для долгосрочного увеличения благосостояния. И не только молодым людям. В любом возрасте, если Вы смогли определить для себя, какая сумма Вам, скорее всего, не понадобится в ближайшие 3-5 лет и более, ее смело можно вложить в один из этих фондов или сразу в оба. Пропорцию выбирайте сами в зависимости от вероятности наступления экстренной ситуации.

Если Вы считаете, что деньги Вам не понадобятся ближайший год-два, лучше подойдет открытый ПИФ «Арсгера — фонд смешанных инвестиций». В этом фонде мы стремимся всегда поддерживать определенное соотношение акций и облигаций. Если это соотношение Вас не устраивает, Вы легко сможете сами его изменить. Если Вам нужно больше акций, Вы сможете сделать дополнительные вложения в фонд акций. Если Вам, наоборот, нужна большая стабильность, Вы можете дополнить свои вложения в этот фонд банковским депозитом.

Не стоит пытаться, как наш бывший сотрудник Алексей М., рассчитаться по кредитам, используя вложения в акции. При неудачном стечении обстоятельств можно только ухудшить свою ситуацию. Когда Вы берете кредит, необходимо рассчитывать, что его погашение Вы сможете осуществить в первую очередь благодаря своей способности трудиться.

Стабильность дохода (Руслан М.)

По моему мнению люди, имеющие стабильный доход (независимо от его размера), просто обязаны иметь высокий аппетит к риску и вкладывать деньги в фонды акций! Для людей с низким, но стабильным доходом, это, пожалуй, единственный способ изменить свое текущее положение. Люди с высоким доходом не сильно зависят от своих сбережений, поэтому тоже могут себе это позволить.

Фонды смешанных инвестиций очень удобно использовать для активных спекуляций. Законодательство позволяет доводить как долю акций, так и долю облигаций до 100%. По воле управляющего такой фонд может превращаться из фонда акций в фонд облигаций и наоборот. Прежде чем выбрать фонд смешанных инвестиций, разузнайте побольше о стратегии его управления и определитесь, что Вам нужно: сбалансированный портфель с понятной мерой риска и стабильным соотношением акций и облигаций, или попытки управляющего спекулировать. Практика показывает, что на интервале 5 лет 80% участников фондового рынка проигрывают индексу.

Люди, не имеющие стабильного дохода (опять же независимо от его размера), должны иметь низкий аппетит к риску и выбирать вложения, которые обеспечивают более высокую стабильность: фонд смешанных инвестиций и, возможно, банковский депозит.

Наш сотрудник (Руслан М.), проводивший исследования по теме человеческого капитала и западной культуры инвестирования, сделал любопытное наблюдение, которое его даже немного расстроило. Возможность делать регулярные инвестиции зависит от стабильности заработка. Особенно выигрывают при этом те профессии, где заработок не зависит от финансовых кризисов. Так как именно в эти периоды инвестиции дают максимальный эффект. Но у людей, занятых в финансовой отрасли, именно в эти периоды происходит сокращение доходов. Поэтому при регулярном инвестировании лучше не работать финансистом!

Почему у нас нет фонда облигаций? (Сергей Т.)

В нашей линейке отсутствует фонд облигаций, который традиционно занимает место самого консервативного фонда в продуктовой линейке у большинства наших коллег. Мы считаем, что банковские вклады для таких инвестиций более интересны.

При небольшом размере фонда облигаций расходы на управление и инфраструктуру сильно уменьшают эффективность для клиентов. Вдобавок к этому доход по банковским вкладам облагается налогом только при определенных условиях.

Единственное преимущество открытого фонда облигаций для частного инвестора — это возможность забрать деньги в любой момент. Но этого явно недостаточно для эффективной конкуренции с депозитами, тем более что, используя свойства двоичного ряда, можно так составить депозитные договора, чтобы иметь возможность снять любую сумму с минимальными потерями. Наш аналитик по макроэкономике (Сергей Т.), который занимается, в том числе, прогнозом уровня процентных ставок и составлением хит-парада по облигациям, обычно говорит: «Чтобы доходность в этом фонде была интереснее банковского депозита, надо либо покупать «мусорные облигации», либо покупать в этот фонд акции! А это существенно повышает риски! Я бы такой фонд покупать не стал. Уж лучше депозит». Мы не хотим предлагать нашим клиентам продукт, который сами не хотим использовать!

Страх (Василий С. и Аня Л.)

Это свойство человеческой психики. Если риски для нас не понятны, если уровень неопределенности высокий, то мы автоматически присваиваем таким обстоятельствам максимальный уровень тревожности. Многие люди боятся владеть акциями, так как не понимают, что это такое. Не понимают, что за акциями стоит труд людей, которые каждый день выполняют свою работу вне зависимости от того, что происходит с котировками. Конечно, есть компании, которые ведут свой бизнес

По статистике фонды облигаций демонстрируют доходность, существенно превышающую доходность рынка облигаций. По законодательству в фонде облигаций доля акций может достигать 20% стоимости активов. Некоторые управляющие для привлечения клиентов используют это в попытке показать привлекательный результат. Но доля акций автоматически создает риски, присущие этому инструменту. Другой способ повысить результат – это покупка «мусорных» облигаций. Прежде чем выбирать фонд облигаций, ответьте себе на вопрос, какая мера риска вас устраивает и какую долю акций и «мусорных» облигаций Вы готовы там увидеть, а потом посмотрите состав активов того фонда, который выбираете.

более эффективно, чем другие. Задача управляющей компании — сравнивать их между собой и выбирать лучшие.

<http://учебники.информ2000.рф/mapisat-diplom.shtml>

Чаще всего люди приходят на фондовый рынок, движимые жадностью, услышав о том, что кто-то уже хорошо заработал. Они покупают акции в моменты, когда они уже стоят очень дорого. Потом наступает очередной кризис, люди начинают смотреть, слушать и читать разные деловые СМИ, где люди, называющие себя «экспертами», пугают их тем, что они могут потерять все деньги. Движимые страхом, люди продают купленные ранее акции с большими убытками и навсегда теряют интерес к инвестициям, закрывая себе путь к финансовому благополучию. Хотя именно в кризис можно сделать самые интересные вложения в акции. Наш Председатель Правления любит повторять: «Я смог заработать неплохие деньги на акциях не потому, что такой умный! А потому, что другие люди вели себя глупо.» Колоссальное снижение стоимости акций в 2008 году — это не только характеристика паники, это еще и характеристика глупости. Люди продавали активы с огромными убытками, не отдавая себе отчет в том, какой ценностью обладают эти активы. К сожалению, так поступила наша знакомая (Аня Л.), о которой мы упоминали выше.

Совершенно особую досаду приходится испытывать людям, продавшим акции в момент кризиса, когда потом, уже со стороны, они видят, как цены акций восстанавливаются, а затем и показывают новые максимумы.

Поэтому когда акции падают, конечно, можно расстраиваться, что уменьшается денежная оценка Вашего благосостояния. Но лучше радоваться тому, что в этот момент можно сделать особо удачные вложения!

Регулярность (неизвестный, но уже легендарный инвестор)

Практика показывает, что никто не может предугадывать, когда будет очередной минимум цен, чтобы сделать особо удачные вложения. Поэтому единственный способ не пропустить этот момент — делать вложения регулярно. И нет ничего страшного, что при регулярном инвестировании определенная часть вложений неизбежно придется на периоды, когда акции стоят дорого.

Ранее в наших материалах мы уже подробно объясняли преимущества регулярного инвестирования. Мы не устаем приводить пример неизвестного, но уже ставшего легендарным инвестора, который на протяжении 14 лет (начиная с августа 1997 года) каждый месяц вкладывал 1000 руб. в акции Газпрома. Вложив 168 тыс. руб. (168 мес.), он получил 216 тыс. руб. в виде дивидендов, а сам пакет акций, который он скопил, оценивается почти в 3 млн руб. Этот эффект объясняется покупками, сделанными в периоды снижения цен.

Регулярность инвестирования органично сочетается со способностью человека зарабатывать своим трудом. Большинство людей получает зарплату регулярно. Это дает возможность регулярно делать инвестиции.

Самонадеянность (Андрей Т.)

Это обратная сторона страха. После близкого знакомства с инвестициями на рынке акций может возникнуть другой эффект. Люди не просто перестают бояться таких вложений, они, наоборот, теряют осмотрительность. Нельзя, как один наш знакомый (Андрей Т.), вкладывать деньги в акции на два-три месяца, рассчитывая на то, что по техническому анализу они должны вырасти на 10%.

Диверсификация по классам активов (недвижимость)

<http://учебники.информ2000.ru/napisat-diplom.shtml>
В рамках каждого фонда ценных бумаг мы стремимся поддерживать оптимальный уровень диверсификации, который, с одной стороны, дает возможность показывать результаты, опережающие среднерыночный уровень, с другой стороны, избегать повышенных рисков. В фондах акций — это диверсификация внутри рынка акций. В фонде смешанных инвестиций — это сочетание акций и облигаций.

Здесь хочется обратить внимание на возможность диверсификации, которую Вы можете сделать по классам активов, используя наши фонды недвижимости. Статистика показывает, что в долгосрочной перспективе недвижимость может показывать результаты, сопоставимые с доходностью рынка акций.

УК «Арсатера» управляет двумя фондами недвижимости (ЗПИФН). ЗПИФН «Арсатера — жилые дома» приобретает жилую недвижимость (квартиры) на этапе строительства, а после окончания строительства сдает их в аренду. Раз в полгода выплачивается промежуточный доход — 3% от стоимости чистых активов.

ЗПИФН «Арсатера — жилищное строительство» приобретает жилую недвижимость (квартиры) на ранних стадиях строительства и реализует их после окончания строительства. Более высокая мера риска этого фонда определяется наличием в составе имущества значительного объема еще недостроенных квартир.

Особенностью данных фондов является то, что они закрытые. Это значит, что погашение паев осуществляется по завершению срока фонда, либо в случаях, предусмотренных законодательством. До этого момента покупку и (это самое главное) продажу паев этого фонда владелец (инвестор) может осуществить только на вторичном рынке, например, через биржу. Если бы не это обстоятельство, фонды недвижимости можно было бы отнести к классу консервативных продуктов. Надежность жилой недвижимости у большинства не вызывает сомнений, а доходность, согласно мировой и российской статистике, сопоставима с рынком акций.

Важно отметить, что при приобретении паев с дисконтом в случае положительного изменения стоимости самой недвижимости результат инвестирования увеличивается пропорционально размеру дисконта. Так, при дисконте 35% и положительном изменении стоимости недвижимости результат инвестирования может быть более чем в 1,5 раза выше, чем прямое владение недвижимостью.

Возможная разница в расчетной и рыночной стоимости пая создает основные риски для инвесторов. Например, в декабре 2012 года сложилась интересная ситуация когда рыночная стоимость паев ЗПИФН «Арсатера – ЖС» существенно меньше, чем их расчетная стоимость.

Это очень интересная возможность для инвесторов, нацеленных на долгосрочные вложения. Покупая паи на бирже, Вы фактически покупаете долю в праве собственности на имущество фонда, а значит становитесь совладельцем недвижимости с существенным дисконтом.

Для тех, кто уже владеет паями, это является негативным обстоятельством, не позволяющим им получить те результаты, которые по факту обеспечила недвижимость (квартиры), входящая в имущество фонда. Такие инвесторы вынуждены либо продавать паи с дисконтом (в случае крайней необходимости), либо дожидаться даты окончания деятельности фонда.

Мы советуем при покупке паев ЗПИФН «Арсатера – ЖС» ориентироваться на срок 31.12.2015 как на максимальный период по продолжительности инвестирования. В этом случае результат инвестиций – это дисконт между расчетной и рыночной стоимостью плюс изменение стоимости самой недвижимости за этот период.

Мы полагаем, что дисконт между расчетной и рыночной стоимостью сократится гораздо раньше и это повысит комфортность как для покупателей, так и для продавцов. Это, в первую очередь, будет зависеть от восстановления интереса к покупке самой недвижимости.

УК «Арсатера» крайне заинтересована в сокращении данного дисконта до нуля. Компания нацелена на проведение масштабных дополнительных размещений в будущем. Дополнительное размещение осуществляется по расчетной стоимости пая. В случае наличия дисконта невозможно провести дополнительное размещение, так как потенциальному покупателю выгоднее купить паи на бирже с дисконтом, чем напрямую в компании.

ПИФ или ИДУ?

Высокая стартовая сумма для ИДУ создает ощущение некой привилегированности данной «упаковки». Мы в УК «Арсатера» считаем, что главный продукт управляющей компании — это система принятия инвестиционных решений (система управления капиталом). ПИФ или индивидуальный портфель (ИДУ) — это просто разные виды «упаковки». Различия касаются минимальной суммы, налогообложения, принципов расчета вознаграждения, возможности настраивать меру риска.

Клиенты ПИФов и ИДУ получают единое качество управления. Хит-парад, который составляется аналитическим подразделением, является единым и используется как при управлении ПИФами, так и индивидуальными портфелями.

Разница только в возможности настроить индивидуальную меру риска. Но практика показывает, что такая возможность нужна очень узкому кругу инвесторов. Например, для работы со вторым и третьим эшелонам. Это, пожалуй, единственное значимое различие. Поэтому смешно, например, выглядит пожелание клиента, имеющего достаточную сумму для ИДУ, составить ему «такой же портфель как в смешанном фонде».

Следует с подозрением относиться к компаниям, обещающим более высокое качество управления клиентам ИДУ по сравнению с ПИФами. Результаты управления ПИФом документально зафиксированы, проверены независимыми лицами и публичны. Заявления о фантастических результатах в ИДУ — это всего лишь слова, которые ни проверить, ни подтвердить невозможно. ПИФ — это витрина любой управляющей компании. Любой продавец всегда стремится держать на витрине лучший товар.

Часто любят говорить об ограничениях, которые есть в ПИФах и которых нет в ИДУ. Надо сказать огромное спасибо ФСФР России за эти ограничения, которые защищают пайщиков от «шортов», «плечей», спекуляций на срочном рынке и Forex.

Выводы

- Ваш подход к инвестированию, в первую очередь, зависит от Ваших личных характеристик: возраста, стабильности и размера дохода, размера сбережений, которые Вы готовы делать, и горизонта инвестирования.
- В молодости имеет смысл не бояться колебаний и выбирать для инвестирования инструменты с максимальным потенциалом.
- Уровень риска (амплитуда возможных колебаний стоимости Ваших вложений), который Вам следует выбрать, зависит от горизонта инвестирования. Чем больше горизонт инвестирования, тем более высокое сочетание риск-доходность Вы можете выбрать.

- Управлять мерой риска. Вы можете сочетать в своем портфеле фонды с разной мерой риска и банковские депозиты.
- Осуществляйте регулярные инвестиции и не поддавайтесь общей панике. Помните, что самые выгодные вложения можно сделать в период кризиса.
- На наш взгляд для долгосрочных накоплений лучше всего подходят акции. Банковские депозиты хороши для краткосрочных вложений (< 1 года).
- Помните о необходимости диверсификации и не гонитесь за статусностью продукта.

4.5. Велосипед для фондового рынка уже изобретен

В данной статье мы представляем наше интервью журналу «Наши деньги».

Что такое фондовый рынок и нужен ли он вообще? Можно ли сохранить и приумножить накопления, покупая акции? Фондовый рынок — это подобие казино или нечто действительно необходимое? И какую пользу приносит в таком случае человек, который работает на фондовом рынке?

Существуют разные варианты ответов на эти и другие подобные вопросы. Причем сторонники разных точек зрения ведут друг с другом ожесточенную полемику. Алексей Астапов, заместитель Председателя Правления УК «Арсатгера», также достаточно категоричен. Он считает, что «большинство участников фондового рынка, в сущности, занимаются ни чем иным, как созданием вечного двигателя». В беседе с «Нашими деньгами» Алексей Астапов напомнил о том, что вечный двигатель невозможен, а также объяснил, почему УК «Арсатгера» готова платить деньги тем, кто соглашается постигать фундаментальные закономерности рыночной экономики.

На сайте УК «Арсатгера» написано, что ваша миссия — «создание правильного представления о финансовых рынках, рынке недвижимости и инвестициях». Расскажите, как вы сами получили это представление? Это была какая-то супер-книга, которая открыла вам глаза?

В больших и толстых книжках, к сожалению, не пишут о простых вещах. Там могут подробно написать о каких-то коэффициентах, о том, как оценить компанию, как сравнить прибыль со стоимостью акции и пр. А вот зачем людям вообще нужны акции, никто не пишет. Считается, что это понятно само собой.

А разве не понятно?

Если вам понятно, тогда скажите мне: для чего нужны акции?

Чтобы купить их дешевле, а потом продать дороже и заработать. Или не заработать, если акции упадут в цене.

По-вашему, выходит, что фондовый рынок — это игра?

В каком-то смысле, да.

Это и есть основное заблуждение, активно подкрепляемое СМИ. В одном из уважаемых изданий даже была колонка, авторы которой заявляли: «Мы научим вас, как выиграть деньги у фондового рынка». Такое заявление сразу говорит о том, что люди не совсем понимают, в чем смысл. Многие, как и вы, полагают, что фондовый рынок — это нечто вроде большого казино.

Вы купили акции у лица, которое получило за них деньги. Потом вы продаете их другому игроку. Если вы продали дешевле, чем купили, то вы оставили кому-то свои деньги. А если продали дороже, значит, чьи-то деньги достались вам. Вроде бы очевидно, что одни игроки выигрывают, другие — проигрывают. Соответственно, зарабатывает тот, кто умеет обыгрывать других. Выходит, что правительства многих стран ради развлечения своих граждан устроили огромный игровой клуб. Это еще более очевидно, когда видишь, что котировки ежедневно то растут, то падают. И если бы люди не умели строить длинные статистические ряды, то понять, что в средней статистике акции только растут, было бы не просто.

А что, они действительно только растут?

Объясню на примере. Мы все знаем, что человек смертен. И он все время движется от рождения к смерти. Представьте, что вы возьметесь в течение года отслеживать состояние его здоровья. Выясняется, что во втором полугодии он съездил на курорт, подлечился, стал чувствовать себя лучше, чем полгода назад. Но вы же знаете, что в итоге он все равно умрет. Однако если вы будете строить экстраполяцию по этим точкам внутри годичного периода, вы даже можете сделать вывод, что человек молодеет.

Хорошо, но при чем тут акции?

Люди всегда стараются делать то, что делать проще. Печатать деньги проще, чем создавать блага. Именно поэтому, когда мы подводим статистику, то видим, что акции растут именно в номинальных величинах, то есть в деньгах. А любая акция — это право собственности на результаты деятельности того бизнеса, акции которого вы купили. Потом вы продаете акции за деньги, а деньги можете обменять на другие блага. Но сами по себе деньги ценности не имеют. Поэтому когда мне говорят, что все упадет, я спрашиваю: все упадет относительно чего?

Отвечаю: все упадет в деньгах.

То есть вы хотите сказать, что в условиях кризиса, когда люди начнут производить меньше благ, стоимость денег, которые нужны, чтобы этими благами обмениваться, вырастет. Самый недавний пример — недвижимость. Говорили, что недвижимость упадет в три раза. Однако объемы ввода недвижимости не увеличиваются, они скорее сокращаются. Денежная масса увеличивается — это видно из статистики ЦБ. И вы хотите сказать, что в этих условиях, когда недвижимости становится меньше, а денег — больше, цена квадратного метра упадет? Это не абсурд? Закономерность состоит в том, что услуги и товары в деньгах всегда будут расти. А кто имеет права на товары и услуги? Те, кто имеет права на результаты деятельности бизнеса. Соответственно, стоимость этих прав будет всегда расти. Когда я приезжаю на заправку ЛУКОЙЛ и вижу, что бензин подорожал, я, как ни странно, не огорчаюсь. Потому что знаю: бизнес, совладельцем которого я являюсь, купив акции ЛУКОЙЛа, является получателем выгод от повышения цен. Я нахожусь по одну сторону баррикад с бизнесом, повышающим цены, а обладатели денег — по другую. При этом колебаться в краткосрочных периодах стоимость акций может сколько угодно.

Выходит, что акции — это гарантированный источник обогащения?

Для наших людей очевидно, что чем полезнее их труд, тем большую им платят зарплату. Понятно и то, что товары, которые они покупают за деньги, создаются бизнесами. Но мало кто понимает, что

функция владения бизнесом не менее важна, чем функция труда, особенно в нашей стране. Ведь товаров и услуг у нас создается очень немного. Поэтому если не будет расти число владельцев бизнесов, развитую экономику не построить. Есть и еще одно соображение. Пока человек молод, основной его доход составляет зарплата. А во второй части жизни он (если об этом заранее подумал) становится владельцем, потому что часть своей зарплаты он переводил в накопления.

И накопления лучше всего делать в акциях, потому что в итоге они все равно вырастут. Правильно я вас понял?

Совершенно верно. Хотя, конечно, будут акции, которые не вырастут. Но представьте, что у вас есть акции трех компаний, которые производят хлеб. Через какое-то время одна из этих компаний обанкротилась. Вы потеряли что-нибудь?

Ну, разумеется.

И второй сценарий — все три компании продолжают работать. При каком из этих сценариев вы заработаете больше?

Логично сказать, что при втором.

Логично, но это не так. Предположим, что объем потребления хлеба на рынке — сто буханок. Три компании производят этот объем и получают какую-то наценку. У потребителей на хлеб отводится определенный объем денег. И вот одна компания исчезает. Что произойдет с двумя другими? Объем потребления распределится на двоих. Объем выручки не изменится, но распределится на две компании, которые станут более прибыльными за счет масштаба и экономии на издержках. Соответственно, вы как акционер от этого выиграете. Конечно, если бы вы купили акции только той компании, которая обанкротилась, вы бы проиграли. Но если вы работаете с таким понятием, как бизнес в целом, вы не проиграете. Именно поэтому по статистике индексы растут, хотя какие-то компании приходят на рынок, а какие-то уходят.

Вы управляющая компания. Как вы применили эту философию в своем бизнесе?

Первое, к чему мы стремимся, — это не заманить к себе клиента. Приход клиента — это следствие. Если люди начнут массово владеть бизнесом, мы уже почувствуем улучшение уровня жизни в стране — дороги будут лучше, товары качественнее. Мы, как граждане своей страны, выиграем уже от этого.

Тогда все поймут, во-первых, что надо покупать акции, а во-вторых, поймут, как их надо покупать. Зачем тогда им будут нужны управляющие компании?

Я приводил вам пример с тремя хлебозаводами. Если бы вы купили два хлебозавода из трех, то какие два нужно было бы купить? Как бы вы решали этот вопрос? Даже если бы все три завода выжили, они могли совершенно по-разному развиваться — у одного доля рынка выросла, у другого — сократилась. Так вот, наша задача, как управляющей компании, и заключается в том, чтобы уметь выбирать. Если мы в процессе своей деятельности сможем выбирать компании, которые обладают лучшим потенциалом, это позволит быть лучше индекса как отражения среднего по рынку изменения стоимости акций. Поэтому своим сотрудникам мы говорим: у нас только один конкурент — индекс. Наша задача — получать результат лучше индекса. Только в этом случае наш продукт будет востребован.

А у других управляющих компаний другие задачи?
<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

Очень многие управляющие вам скажут, что главное — уметь играть на колебаниях курса акций. О том, чего стоит такой подход, я уже рассказывал. В большинстве инвестиционных компаний вы увидите людей, которые целыми днями смотрят в мониторы, следят за ситуацией на фондовом рынке. Вам может показаться, что эти люди чуть ли не пророки, они знают все. По моему мнению, правда состоит в том, что это сообщество людей, которые ищут вечный двигатель. Они спорят друг с другом, чей вечный двигатель лучше. Но, слава богу, если кто-то скажет: «Я знаю закон сохранения энергии, поэтому мне не нужно отдельно рассматривать каждый проект вечного двигателя». То же самое можно сказать о разных системах игры на фондовом рынке. Мы пытаемся этот стереотип сломать. Мы могли бы сказать, что не играем на колебаниях. Но я скажу больше: играть на колебаниях не умеет никто.

Ну а как же еще может заработать держатель акций? Ведь весь смысл фондового рынка в том, что сегодня у акций цена одна, а завтра — другая.

Посмотрите список Forbes. Вы там хоть одного игрока на колебаниях видели? Все это владельцы бизнесов.

А как же разные гуру, которые ездят по миру и читают лекции, как заработать на колебании курсов?

А сами гуру зарабатывают на колебании курсов? Основной доход они получают от чтения лекций о том, как разбогатеть на колебании курсов. Люди для того и становятся гуру, чтобы зарабатывать на обучении других. Очень неплохой бизнес. Мне недавно звонили и предложили посетить семинар одного такого гуру за 5 тыс. руб. На семинаре — сто человек, итого — 500 тыс. руб. за четыре часа работы.

Вы говорите, что главным фактором является успешность бизнеса компании-эмитента. Но существует ведь и обратная зависимость — колебания курса акций влияют на бизнес.

Стоимость акции зависит от того, как работает компания-эмитент. Сколько компания заработала, столько вы и получите, даже не зная курса акций. Предположим, вы купили 90% акций компании по рублю, 10% обращается на бирже. Потом курс упал до 50 коп., но вы открыли баланс и видите, что на одну акцию приходится 3 руб. Какая разница, за сколько торговались эти 10%? И вот вы ликвидировали компанию и получили на каждый вложенный рубль 3 руб. Секрет в том, что в течение дня при огромном объеме торгов оборачивается не более 0,2% акций компаний. Они и создают биржевую стоимость бизнесов. В 1998 году Газпром по оценке биржи стоил меньше 1 млрд долл. Тогда никому даже в голову не могло прийти, что его выручка будет составлять 120 млрд долл., а прибыль — 35 млрд.

Ну а вы тогда на чем выигрываете, если колебания ничего не значат?

Мы знаем, что акции растут в долгосрочной перспективе. За этим ростом стоит ежедневный труд людей. Мужики, которые добывают нефть в компании ЛУКОЙЛ, идут утром на работу независимо от того, растут или падают акции ЛУКОЙЛа. Наша задача — просто сравнивать ВСЕ акции между собой и выбирать лучшие. В России примерно 250 акций разных компаний, у которых достаточная ликвидность для проведения операций. Вроде бы много, но в США их более 5000. Чем больше количество компаний, тем выше роль управляющего.

Ежеминутные хаотичные колебания рынка превращаются в закономерность на длинных временных интервалах — год, три, пять. Конечно, рост акций зависит от того, покупают их или нет. Но готовность покупать зависит от результатов бизнеса. И бизнес делает эти вложения выгодными. Даже только часть доходов от этих вложений (дивиденды) может оказаться выгодной. Например, человек, который на протяжении последних 14 лет каждый месяц на 1000 руб. покупал акции Газпрома, вложив 168 тыс. руб. за 168 месяцев, получил за это время дивидендов на 164 тыс., а накопленный пакет акций оценивается примерно в 3 млн руб. И акции Газпрома далеко не самые выдающиеся по показателям роста и дивидендов.

Тогда скажите, почему управляющие компании проигрывают индексу?

По разным причинам. Например, потому что плохо оценивают перспективы. Все могут сделать ошибку. Билл Гейтс, например, в свое время недооценил перспективы интернета. Но чаще всего вместо того, чтобы оценивать фундаментальную полезность того или иного бизнеса, многие пытаются играть в «угадайку». Представьте, что на рынке всего два игрока. И они продают друг другу одну и ту же акцию. Эта акция растет в цене из-за того, что компания приносит хорошую прибыль. Результат у обоих может быть положительный, как это ни странно. Но самое любопытное то, что у обоих он может быть и отрицательным.

Каким образом?

Очень просто — они совершают сделки и платят комиссию. Число сделок может быть таким, что комиссия съест весь прирост, который дала акция. Посмотрите годовые отчеты биржевых брокеров. Это все денюжки, которые им заплатили спекулянты. Отсюда и получается эта жесткая статистика: 80% участников рынка проигрывают индексу. Но самое интересное вот что. Если кто-то из двух игроков остается в плюсе, то он думает, что заработал на колебаниях. Ему ни за что не придет в голову, что он заработал благодаря бизнесу, акции которого он покупал и продавал. Надо понимать, что зачастую люди становятся богатыми не потому, что они такие умные, а потому, что остальные ведут себя глупо. Например, снижение индекса на 80% в 2008 году — это на самом деле индекс глупости участников рынка.

Допустим, вы убедили меня в том, что вы работаете не так, как другие управляющие компании. Но как вам убедить в этом потенциальную клиентуру?

Объяснить очень трудно. Особенно если учесть, что многие брокеры заинтересованы в том, чтобы поддерживать миф о возможности выиграть на колебаниях. В фондовый рынок в России вкладывается, как я уже говорил, всего 1% населения. Вложив 100 тыс. руб., брокеру вы заплатите 100 руб. комиссии. Поэтому необходимо создать у клиента иллюзию, что можно сказочно обогатиться, играя на колебаниях. В этом случае вы платите по 100 руб. каждый день. Я лично совсем не уверен, что у нас получится разубедить всех потенциальных игроков. Всех спасти не удастся. Китайская мудрость гласит: «Учитель приходит тогда, когда ты к этому готов.» Надо пытаться — иного пути нет.

Ну и каковы ваши успехи в разъяснительной работе? Кто лучше поддается обучению?

Когда мы пытаемся разговаривать на данную тему с 30-40-летними людьми (которые вроде бы должны быть нашей основной аудиторией), это, как правило, оказывается бесполезно. Люди в этом возрасте в большинстве своем теряют способность чему-то учиться. В нашей стране у людей в этом возрасте уже складываются определенные понятия о том, как зарабатываются деньги: попилить, откатить и т. д. Мы пришли к выводу, что надо строить «лепозорий».

То есть?

<http://учебники.информ2000.пф/napisat-diplom.shtml>

Надо отделить от этой массы тех, кто еще не заражен. Иными словами тех, кому еще можно объяснить, что вполне реально стать обеспеченным человеком, регулярно инвестируя в бизнес. Поэтому мы предпочитаем работать с молодежью. Иначе они невольно усвоят от тех же 40-летних мужиков, что заработать хорошие деньги можно только каким-нибудь «шахер-махером». А между тем именно благодаря регулярному инвестированию водители автобусов в Швеции выходят на пенсию миллионерами. У студентов, которых мы учим, денег зачастую нет. Но ведь и они когда-то станут 30-40-летними. И в том, чтобы донести знания о фондовом рынке до тех, кто способен их воспринять, заключается миссия нашего бизнеса. Эта задача сама по себе не коммерческая (мы даже сами даем деньги на первоначальные инвестиции тем, кто согласен учиться и успешно сдает наш специальный тест «Основы инвестирования»). Но от того, насколько успешно мы ее решаем, зависит в конечном счете и наш коммерческий успех. Просто это долгосрочная стратегия.

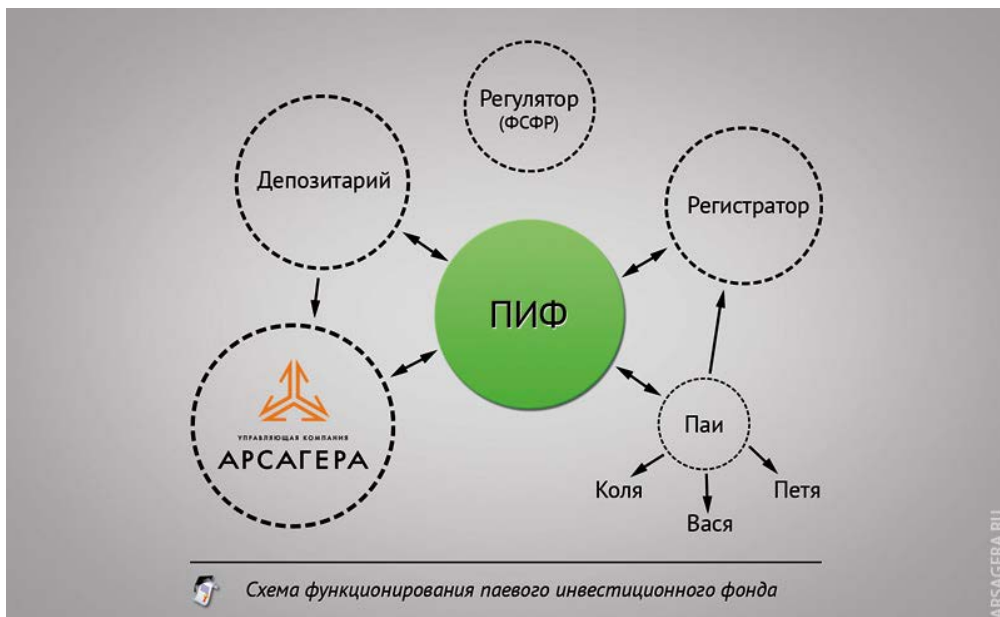
Но это все можно объяснить более или менее продвинутым людям. А что делать всем остальным?

Становиться продвинутыми — другого пути нет. Сколько времени человек тратит на то, чтобы стать профессионалом и зарабатывать своим трудом? Школа, вуз, потом и на работе он продолжает учиться — итого лет 15-20. А сколько времени он тратит на то, чтобы научиться распоряжаться результатами своего труда? Редко, когда 1/10 часть этого времени. А это, возможно, даже более полезный навык. Ведь пока человек молод, он может зарабатывать деньги, будучи наемным сотрудником. Если он профессионал, то зарабатывает он хорошо. Но что потом? Подумайте об этом.

5.1. Что такое паевой инвестиционный фонд (ПИФ) △

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) представляет собой обособленный имущественный комплекс без образования юридического лица, основанный на доверительном управлении имуществом специализированной управляющей компанией. Цель ПИФ — получение дохода при инвестировании имущества фонда. ПИФ формируется, как правило, из денежных средств инвесторов, то есть пащиков, каждому из которых принадлежит определенное количество паев.

Присоединиться к договору доверительного управления паевым инвестиционным фондом (ПИФом) можно с помощью приобретения инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда, которые выдаются управляющей компанией, осуществляющей доверительное управление этим паевым инвестиционным фондом.



Все про ПИФ: инвестиционный пай

Инвестиционный пай представляет собой именную ценную бумагу, которая удостоверяет долю своего владельца в праве собственности на имущество, которое составляет паевой инвестиционный фонд. Кроме того, владелец имеет право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления паевым инвестиционным фондом и право получить денежную компенсацию при прекращении договора доверительного управления ПИФом.

Инвестиционный пай открытого паевого инвестиционного фонда удостоверяет право владельца этого пая требовать от управляющей компании погашения инвестиционного пая и выплаты денежной компенсации в любой рабочий день. Инвестиционный пай интервального паевого инвестиционного фонда удостоверяет право владельца этого пая требовать от управляющей компании погашения

инвестиционного пая и выплаты денежной компенсации не реже одного раза в год в течение срока, определенного правилами доверительного управления этим фондом. Инвестиционный пай закрытого паевого инвестиционного фонда удостоверяет право владельца этого пая требовать от управляющей компании погашения инвестиционного пая и выплаты денежной компенсации в случаях, предусмотренных Федеральным законом «Об инвестиционных фондах», право участвовать в общем собрании владельцев инвестиционных паев и, если правилами этого фонда предусмотрена выплата дохода от доверительного управления имуществом, то право на получение такого дохода.

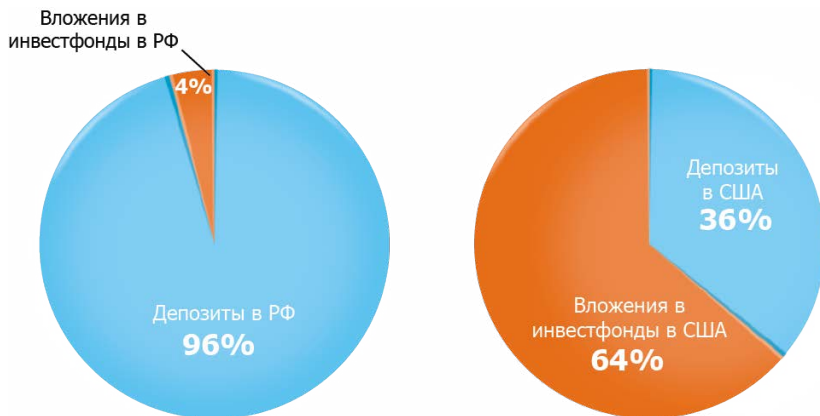
Все про ПИФ: достоинства паевых инвестиционных фондов

- Сумма инвестиций в ПИФы может начинаться от 1-3 тыс. руб.
- ПИФы позволяют обеспечивать диверсификацию инвестиционных рисков даже для минимальных инвестиций.
- В ПИФах отсутствует налогообложение текущих операций, налоги уплачиваются только инвестором и лишь при погашении пая.
- ПИФы имеют прозрачную инфраструктуру, кроме того, имущество пайщиков отделено от имущества управляющей компании, учет и хранение этого имущества осуществляет специализированный депозитарий.
- Государство контролирует деятельность ПИФов.

5.2. ПИФ + банковский депозит = любовь Δ

Преимущества депозитов всем хорошо известны, но у них есть особенности, которые не рекламируются банками. Банк отдает клиентам только заранее оговоренный процент, а все, что заработал сверх того, оставляет себе. При вложении в ПИФы клиент получает все средства, которые заработала для него управляющая компания, за вычетом расходов фонда, скидок и надбавок (заранее ознакомьтесь с этой информацией), поэтому разумно сочетать депозит с другими вариантами вложения денег. Но почему же в России только у депозитов такая огромная популярность?

Соотношение вложений в инвестиционные фонды и депозиты в России и США



Источники: ЦБ РФ, НЛУ, Investment Company Institute, federalreserve.gov

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

работ

На наш взгляд, популярность депозитов обусловлена низкой финансовой грамотностью. В школе не учат, как еще можно эффективно распоряжаться результатами своего труда. Все сбережения люди хранят в банке, где их время от времени «подъедает» инфляция. Когда человек решает отнести деньги в банк, он держит в голове следующее:

- «банк в любом случае вернет мне вклад»;
- «в банке деньги начнут работать, принося стабильный доход»;
- «деньги, скорее всего, мне не понадобятся во время срока действия вклада, поэтому процентами я сильно не рискую».

Банковский вклад на 100% безопасен?

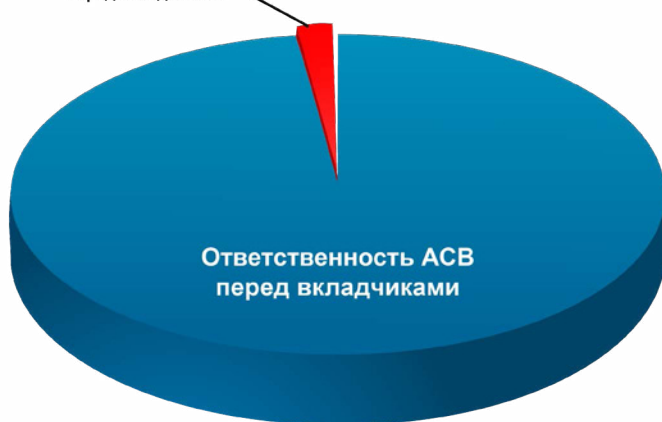
Банк может разориться и не вернуть Ваш вклад. В случае отзыва лицензии у банка или его ликвидации вклад Вам возвращает агентство по страхованию вкладов (АСВ) в объеме, не превышающем 700 тыс. руб.

Объем страховой ответственности АСВ (сколько потенциально предстоит заплатить АСВ, если все банки обанкротятся) — 10 трлн руб. По состоянию на конец января 2012 года фонд обязательного страхования вкладов (средства для выплаты пострадавшим вкладчикам) составляет 160 млрд руб.



Соотношение страховой ответственности АСВ к фонду обязательного страхования вкладов

Объем средств, которыми АСВ отвечает перед вкладчиками



Источник: Агентство по страхованию вкладов (<http://www.asv.org.ru/>)

Можно сказать, что система страхования вкладов работает, если в спокойное время «упадут» несколько банков «средней руки». Иная ситуация была вполне возможна во время кризиса 2008 года.

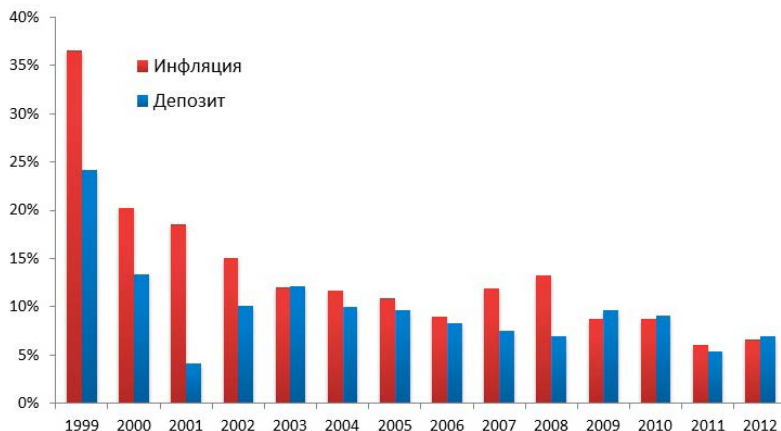
Тогда помогло государство за счет средств Фонда национального благосостояния. Деньги активно вливались в банки для реструктуризации их долгов.

Пути санации могут быть разными, однако суть одна. Государство спасало банковскую систему от «эффекта домино», хотя не обязано было помогать им. Без этой помощи цепная реакция могла привести к катастрофе. Если бы один из этих банков лишился возможности расплатиться по кредиту другого банка, то, скорее всего, за ним не смог бы расплатиться и следующий банк (его кредитор), потом еще один (кредитор кредитора) и т. д. В итоге «слегло» бы огромное количество банков. Нет уверенности в том, что в такой ситуации система страхования вкладов смогла бы помочь. В 2008 году помог Фонд национального благосостояния и мы должны сказать спасибо Правительству РФ, которое приняло тогда это ответственное решение.

Инфляция беспощадна к депозитам

В конце 2008 и весь 2009 год банкам были нужны деньги, и они платили высокие проценты. В 2010 году средневзвешенная ставка по депозитам в рублях резко снизилась с 9,1% в начале года до 5,6% в конце.

Средневзвешенные ставки по депозитам в рублях (без учета вкладов «до востребования») и уровень инфляции, %



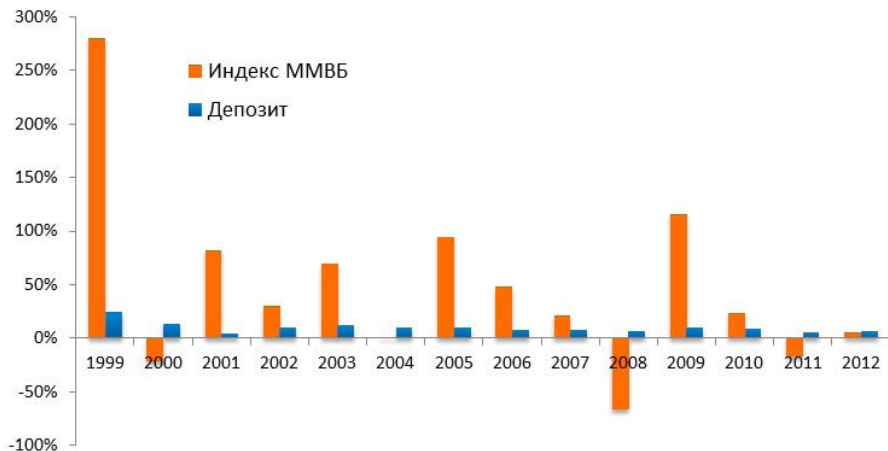
Источник: ЦБ, РФ, Росстат

На диаграмме представлены данные о средневзвешенной процентной ставке по депозиту (срок вклада — 365 дней) в начале определенного года и уровень инфляции за этот год. За 13 лет ставки по депозиту всего три раза незначительно превысили инфляцию, то есть при долгосрочном использовании депозита Вы теряете реальную стоимость денег. Конечно, это лучше, чем хранить деньги в наличной валюте. Деньги, размещенные на депозитах, банки используют для кредитования, и они работают в экономике.

Опыт состоятельных людей (mass affluent)^[1] показывает: банковские вклады не являются универсальным инструментом. Независимо от своего инвестиционного темперамента эти люди не готовы приносить свои деньги «в жертву» инфляции, поэтому в дополнение к депозитам они используют ПИФы или покупают акции самостоятельно. Статистика и здравый смысл подсказывают, что такие

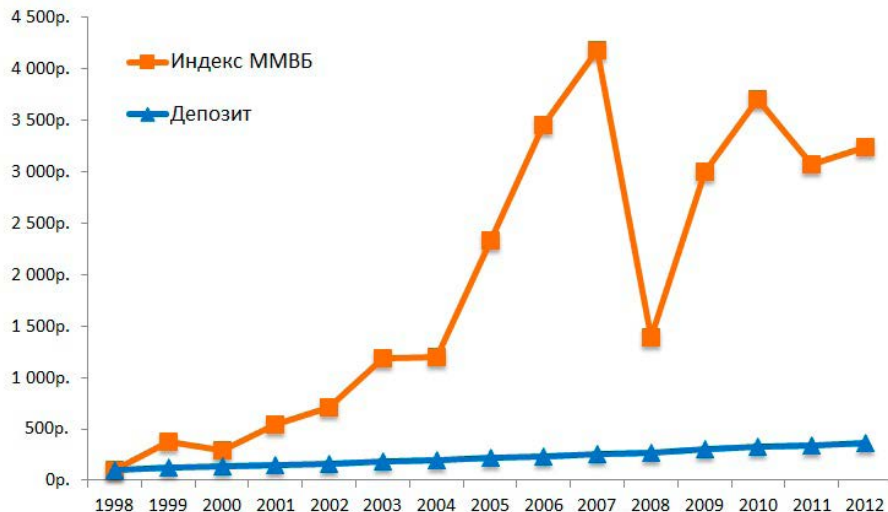
^[1] «Исследование сегмента состоятельных людей в России. До и после кризиса.» Ситибанк и РЭШ, апрель 2010 г.

Сравнение доходности депозитов и фондового рынка, %



Источник: ЦБ, РФ, ФБ ММВБ

График изменения суммы вложенных средств, руб.



Источник: ЦБ, РФ, ФБ ММВБ

Если бы Вы положили в начале 1999 года 100 руб. на депозит и вложили 100 руб. в фондовый рынок, то в конце 2011 года с депозита с ежегодной капитализацией процентов Вы смогли бы забрать 343 руб. (процентная ставка в каждом году равна средневзвешенной процентной ставке по депозитам)

в начале года). С фондового рынка Вы смогли бы забрать 3075 руб. Даже в 2008 году стоимость Ваших вложений была бы 1393 против 281.
<http://учебники.информ2000.ru/mapisat-diplom.shtml>

Массовый потребитель готов «жертвовать» доходностью в пользу стабильности, поэтому депозиты столь популярны у населения. Стабильность депозита привлекает психологически: нет ежедневных изменений стоимости, как в ПИФах или акциях. Однако для рационального инвестора, который осуществляет регулярные инвестиции, высокая волатильность идет на пользу его благосостоянию.

Риск потери процентов по банковскому вкладу

Если деньги все же понадобятся во время действия договора вклада, то, обычно, теряется весь Ваш процентный доход. Процентная ставка по вкладам «до востребования» — то, что останется у Вас при досрочном расторжении вклада, что обычно составляет около 0,1%. Если деньги лежали в банке долго, то они уже подвергались «коррозии» в виде инфляции; лишаясь защиты в виде накопленных процентов, их покупательная способность сокроится еще больше.

Выводы

Мы не призываем отказываться от вкладов в банк и нести все деньги в ПИФы и акции. Разумно сочетать эти варианты вложения денег в комфортном для себя соотношении, как это делают состоятельные люди в развитых странах. В отношении депозита каждому надо помнить:

- банк может разориться и не вернуть Ваш вклад. Это всего лишь обязательство юридического лица возратить деньги и проценты;
- ставка по Вашему депозиту, скорее всего, будет ниже инфляции;
- если Вы забираете деньги досрочно, то, скорее всего, Вы потеряете большую часть процентов по вкладу;
- если Вы ориентированы на долгосрочное увеличение благосостояния, то рациональнее использовать ПИФы. Оптимальное соотношение акций и депозитов зависит от Вашего возраста, стабильности доходов, текущей структуры вложений и инвестиционных целей. Зарубежные исследования^[2] показывают: пересматривать структуру своих сбережений в пользу консервативных инструментов следует лишь по мере приближения к пенсионному возрасту. В молодом возрасте, когда период, на который Вы готовы инвестировать средства, достаточно велик, Вы можете позволить себе принять риски, которые сопровождают инвестиции в ценные бумаги. В любом случае, мы рекомендуем держать на депозите не менее половины Ваших годовых расходов.

5.3. Индексный фонд. Выбор и смысл Δ

Что такое индексный фонд знают практически все. Попробуем посмотреть на это явление в российской и мировой экономике немного с необычной точки зрения, постараемся дать несколько советов по индексному инвестированию и объясним, почему у нас нет индексных фондов.

Когда говорят об индексах (индексном инвестировании), то подразумевают в первую очередь основные фондовые индексы, куда входят крупнейшие компании той или иной национальной экономики. Оговоримся, что на фондовых рынках существуют отраслевые индексы, индексы так называемых эшелонов (у нас, например, индекс РТС-2) и прочие индексы. Но так как основные индексы — самые капитализированные и, как следствие, капиталоемкие, поговорим именно о них.

^[2] «Lifetime Asset Allocations: Methodologies for Target Maturity Funds» Ibbotson Associates, February 2008 г.

Управление фондом по индексу — это комплекс действий по определенной системе управления капиталом, имеющей свой физический (экономический) смысл, с преимуществами, недоступными многим участникам рынка (несмотря на простоту системы), и недостатками, доступными практически всем.

Почему индекс — это система управления капиталом? Потому что:

- Состояние портфеля четко определено в любой момент времени.
- Существует система расстановки приоритетов среди активов (фактически отбор и определение объема позиции), то есть какие активы приобретаются (включение, увеличение доли), в каком объеме (доле), а какие активы продаются (исключение, уменьшение доли) или не приобретаются. Стоит отметить отдельно факт того, что все индексные стратегии управления портфелем являются системами полного инвестирования (в них отсутствуют деньги).
- Реализован риск-менеджмент — активы в портфеле занимают определенную долю, часто доля ограничена неким фиксированным лимитом от общего портфеля (например, в индексе ММВБ — это 15%).

Преимущества и недостатки индексного инвестирования на примере индекса ММВБ

В каждой силе есть слабость, в каждой слабости есть сила.

Инь-Янь

Индекс ММВБ фактически составляется из 30 крупнейших компаний, доля каждой из которых определяется пропорционально капитализации фри-флоата (акции в свободном обращении), но максимальная доля отдельного актива в индексе не может превышать 15%.

Главное преимущество индексного портфеля — в системности. В основе гениальной простоты индекса лежит здравый смысл: в крупнейших национальных компаниях сосредоточена существенная доля человеческого труда, который создает общественную полезность и добавленную стоимость для акционеров. Одновременно с технической простотой составления индексного портфеля ни на минуту не прекращается тяжелейшая конкурентная борьба компаний за место в индексе. Сам по себе «порог» для попадания акции в индекс — это система селекции (естественного отбора) наиболее жизнеспособных и экономически востребованных компаний.

Благодаря этой системности индексные портфели в долгосрочной перспективе опережают

Как-то на семинаре, который устраивала биржа РТС, мы задали вопрос: «Не собирается ли биржа перевести популярный индекс РТС в рублевую оценку?» В качестве аргумента мы использовали опыт других экономик, где фондовые индексы рассчитываются исключительно в национальной валюте. На что в зале возникла ирония – мол, в нашей стране все меряют в «баксах». Тогда мы обратили внимание на тот факт, что появляющиеся индексные фонды, которые вкладывают средства в соответствии со структурой индекса РТС, по определению рублевые и доходность у них будет также исчисляться в рублях. И так как инвестиции ведутся в российский бизнес, а индекс – это фактически система управления капиталом, то логично, что результат должен номинироваться в рублях. После этого в зале раздался смех, большинство участников семинара (которыми являлись сотрудники инвестиционных и управляющих компаний), а также представители биржи ответили: «Вы что, ребята, какая система управления капиталом? Это же просто индекс – его рассчитывают!»

результаты большинства спекулянтов. Здесь спекулянты, конечно же, будут спорить, утверждая, что они используют гораздо более продвинутые «системы» для совершения сделок. Да, их «системы» выглядят гораздо более сложными и наукообразными. Это всевозможные наборы технических индикаторов, правила использования стоп-лосов и тэйк-профитов, и т. д., и т. п. Только все это, на наш взгляд, «псевдосистемы», в основе которых зачастую нет ни экономической логики, ни здравого смысла. Создателям таких сложных псевдосистем очень трудно поверить в простоту и эффективность индексного инвестирования еще и потому, что индекс не создает иллюзий о стремительном обогащении, а просто отражает поступательное развитие бизнеса. Среднестатистическая доходность, которую приносят акции в долгосрочной перспективе (17-23% в год), не поражает воображение. Но при долгосрочном и регулярном инвестировании с учетом сложного процента эта, на первый взгляд, невысокая доходность может обеспечить фантастический результат.

Какие недостатки у индексного портфеля?

В индекс изначально входит ограниченное количество компаний. Да, они надежные, но их потенциал развития, как правило, ниже, чем у некоторых не вошедших в индекс. К тому моменту, когда они попадают в индекс, они уже проходят фазу наиболее интенсивного роста. Сбербанку или Газпрому трудно вырасти в пять раз. Доля Сбербанка на рынке близка к 50%, и ее трудно увеличить в три раза. Даже неперспективную компанию, теряющую долю рынка или работающую в уходящей в прошлое отрасли (например, фиксированная связь), Вам придется приобретать, так как на текущий момент она по-прежнему является крупной (пока) и, естественно, занимает свою долю в индексе. Также отметим, что доля акций в индексе зависит от их стоимости (точнее, капитализации фри-флоата), а текущая рыночная стоимость не всегда в моменте отражает экономику деятельности компании и, самое главное, — ее будущее развитие. Индекс ММВБ, с точки зрения управления портфелем, как бы исходит из гипотез, что чем больше компания, тем больше она вырастет, в противном случае, зачем вкладывать в нее больший объем средств? То же самое можно сказать про ограниченный список компаний, входящих в индекс. Это значит, что остальным компаниям автоматически присваивается доля, равная нулю. Это — здравая логика с точки зрения надежности, но сомнительная с точки зрения максимизации доходности. Это — жертва доходности в пользу надежности. Кстати, эти особенности индексного инвестирования побудили когда-то нас сравнивать результаты управления не только с индексом ММВБ, но и с так называемым бенчмарком (где присутствуют все акции из группы риска, включенные в виртуальный портфель бенчмарка равными долями).

Еще одна неприятная особенность индексных фондов – они не могут участвовать в бай-бэках и дополнительных эмиссиях даже несмотря на то, что это может быть выгодно для пайщиков.

Если Вы решили воспользоваться индексным инвестированием, на что стоит обратить внимание

Первый критерий — размер (стоимость чистых активов — СЧА) индексного фонда. В больших индексных фондах относительный размер сопутствующих расходов может быть минимальным в процентах от СЧА. Отсюда естественным образом вытекает второй критерий — размер комиссии УК и размер расходов. Среди индексных фондов с большим СЧА лучше выбрать тот фонд, где эти показатели меньше. Третий критерий — максимально точное соблюдение структуры индекса. Структура активов фонда должна в точности повторять структуру индекса (если Вы не поленились, то можно сверить структуру активов фонда, раскрываемую в соответствии с законодательством, со структурой

индекса ММВБ). Четвертый критерий — удобство приобретения. В первую очередь это ширина сети продаж — офисов, где можно оформить заявку на приобретение или погашение паев, внести деньги и т. д. Крупные фонды компаний с хорошо развитой инфраструктурой, как правило, тут имеют преимущество. В «небольших» индексных фондах крупные вводы и выводы денег могут оказать существенное влияние на результаты управления. Следует отметить один недостаток крупного индексного фонда по сравнению с небольшим — при изменении расчетной структуры индекса (например, включение новой бумаги) им сложнее совершить данную операцию на реальном рынке из-за абсолютного объема сделки.

Почему у нас нет индексного фонда

Раз индекс — это система управления капиталом, то работать лучше может только система, учитывающая недостатки индекса. Результат индекса — это средневзвешенный результат 30 акций, входящих в него. Внутри этого результата есть лучшие, есть и худшие. Для того чтобы сработать лучше среднего, нужно выбрать из всего множества множество лучших. Тем более для решения этой задачи мы не ограничены только акциями, уже входящими в индекс. Для сравнения акций между собой и выбора наиболее интересных мы используем такой показатель, как потенциальная доходность. Ее расчет опирается на прогноз экономических показателей деятельности компаний.

Для нас конкуренция с индексом является принципиальным моментом. Мы не считаем себя компанией, имеющей такое преимущество, как развитая инфраструктура, поэтому понимаем, что наши инвестиционные продукты будут востребованы только в том случае, если мы сможем своим управлением на длинных временных интервалах обеспечивать результат лучше индекса. Как в основе поступательного роста стоимости бизнеса, например строительного, лежит человеческий труд, так и преимущество над индексом должно стать следствием труда команды аналитиков и трейдеров. Этот труд — не деятельность по черчению и трактовке фигур на графике, а проведение экономического анализа, изучение огромного количества данных, содержащихся в отчетности, прогнозирование потребностей человечества в будущем, и, как итог, расчет потенциальной доходности вложения средств в тот или иной бизнес. Если мы этого не будем уметь делать, то мы Вам не нужны! Но это лишь значит, что можно воспользоваться простой и эффективной системой управления под названием индекс! И еще, обязательно вкладывайте деньги в фондовый рынок, будьте хозяевами своей страны!

Выводы

- Индекс – это простая и эффективная система управления капиталом.
- У индекса есть не только преимущества, но и недостатки.
- Критерии выбора индексного фонда достаточно просты.
- Продукты УК «Арсатера» будут востребованы, если мы сможем на длинных временных окнах работать лучше индекса.

В рамках курса «Университет» следующей читайте статью 6.1. Доверять или работать самостоятельно».

5.4. Надежность инвестиционных решений

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

Основные варианты активов, доступные для вложения денег большинству людей, — это банковский депозит и акции. Сравнить депозиты и акции бессмысленно. Бессмысленно говорить, что акции лучше депозитов или наоборот. Критерии для оценки одних неприменимы к другим.

Акция и депозит — это как «инь» и «янь». Депозит — это стабильность, предсказуемость, определенность со сроком вложения и в большинстве случаев доходность ниже инфляции. Акции — это очень «капризный» вид вложений, сочетающий непредсказуемость колебаний стоимости, неопределенность по времени вложений, риски банкротства отдельных компаний и (!) статистически доказанная максимальная доходность в долгосрочной перспективе.

Задача человека — грамотно сочетать эти активы, а не выбирать между ними. Их соотношение зависит от ряда факторов: возраста, стабильности доходов, целей и сроков вложений.

Когда соотношение акций и депозитов выбрано, надо определиться со способом инвестирования. С банковским депозитом все просто: обычно люди самостоятельно выбирают банк и параметры депозита (некомфортный фактор — это потери в случае досрочного прекращения).

Инвестировать в акции можно самостоятельно и с помощью ПИФа. У каждого способа есть свои плюсы и минусы.

Если Вы выбрали ПИФ как способ инвестирования в акции, то надежность будут определять два фактора:

- качество инвестиционных решений (выбор конкретных акций);
- надежность инфраструктуры, обслуживающей операции ПИФа.

Качество инвестиционных решений

Управляющая компания — это наемный интеллект, и пайщику необходимо выяснить, насколько надежно он работает. Некоторые компании не дают полного описания своего подхода к выбору акций. Зачастую это общие фразы и утверждения типа «Управление — это особое искусство», «У нас работают высокие профессионалы» и т. д.

Лучший дружеский совет, который можно дать нашим читателям: если компания не может объяснить свои подходы и принципы, не приводит обоснований своих инвестиционных решений и анализ своих ошибок, не рассказывает о том, что делает для повышения качества работы, то лучше выбрать индексный фонд и не зависеть от управляющего.

Преимущества и недостатки индексного инвестирования мы уже рассматривали. В противном случае пайщику остается только ВЕРИТЬ в управляющего, который показал ранее хороший результат, а также внимательно отслеживать его судьбу: не уволился ли он, не заболел ли, все ли в порядке у него с личной жизнью, не случилось ли чего с его «даром» управления.

Такая ситуация некомфортна и для пайщика, и для компании. Никто не любит находиться в зависимости,

Покупая телефон или автомобиль известного бренда, Вам нужно лично знать их разработчиков или менеджмент? Нет. Люди убедились в надежности технологий этих и многих других компаний.

Когда клиент не знает технологий управляющей компании, надо быть мужественным человеком, чтобы доверить ей управление (если, конечно, лично не знаком с сотрудниками и/или менеджментом).

но у менеджмента порой не хватает квалификации для того чтобы правильно выстроить процессы и технологии управления, структурировать задачи и обеспечить заменяемость персонала. Со стороны управляющих такие идеи, как правило, не находят горячей поддержки: кому хочется перестать быть незаменимым?

Законодательство о ПИФах очень надежно защищает инвесторов. Однако всегда можно придумать ситуацию, когда любая защита будет «взломана». Законодательство не может исключить злоупотребления, но должно сделать их экономически нецелесообразными и обеспечить их выявление на ранних стадиях.

Принципиальные механизмы обеспечения сохранности имущества в ПИФе

Во-первых, имущество ПИФа хранится отдельно от имущества самой управляющей компании (УК) и других ПИФов, на отдельных счетах и отдельных балансах.

Во-вторых, за сохранность имущества ПИФа отвечает независимая организация — специализированный депозитарий (спец. деп.). Поэтому один из ключевых параметров, который должен проверить пайщик, — выяснить, кто является спец. деп. ПИФа.

Почему это так важно? Законодательство устанавливает специальные правила проведения операций с имуществом ПИФа. В частности, деньги, которые пайщик вносит в ПИФ, могут быть направлены только на покупку активов, предусмотренных инвестиционной декларацией ПИФа. Деньги со счета фонда могут быть выведены только на счет пайщика. Спец. деп. обладает правом «третьей подписи». Это значит, что без его проверки и одобрения не проводится ни одна транзакция. Кроме того, спец. деп. следит за правильностью расчета стоимости пая и корректностью операций, связанных с выдачей, погашением и обменом паев.

Спец. деп. несет ответственность своим имуществом и лицензией совместно с управляющей компанией, а в случае банкротства УК или отзыва у нее лицензии именно спец. деп. будет отвечать за организационные мероприятия, связанные с дальнейшей деятельностью фонда. Фактически это сторож и хранитель имущества, потому так важно, чтобы он имел отличную репутацию и не зависел от УК (не был аффилирован).

Пайщику также надлежит выяснить, какой аудитор, брокер, банк, оценщик и регистратор обслуживают ПИФ.

Выводы

- Бессмысленно сравнивать надежность акций и депозитов и выбирать между ними — надо сочитать оба вида вложения. Преимущества депозита в стабильности, а у акций — в долгосрочной доходности.
- Надежность вложений в ПИФ (помимо состава активов) зависит от качества инвестиционных решений (не ленитесь разобраться в этом) и надежности инфраструктуры, обслуживающей операции ПИФа (спец. деп. должен иметь первоклассную репутацию и быть независимым от УК).

В наших материалах мы уже поднимали вопрос обеспечения будущей пенсии. Сейчас мы хотим более подробно остановиться на сравнении разных способов формирования будущей пенсии, их недостатках и преимуществах. В заглавие мы вынесли только ПИФ и НПФ. К этому, с одной стороны, можно добавить самостоятельное инвестирование как альтернативу или дополнение к ПИФам. С другой стороны, можно рассматривать и накопительную часть трудовой пенсии, накопительное страхование жизни как дополнение к программам НПФ. Однако на примере этих двух продуктов можно продемонстрировать принципиальные отличия и провести сравнение.

Использование различных пенсионных программ негосударственных пенсионных фондов (НПФ) — это первое, что приходит в голову, когда задумываешься о будущей пенсии, это первое, что попадается на глаза, когда начинаешь искать информацию.

Однако свой персональный «пенсионный фонд» можно создать самому, осуществляя регулярные инвестиции в ПИФы или сформировав портфель ценных бумаг самостоятельно. При этом к процессу формирования портфеля стоит подходить «с умом» и проявлять осторожность, ведь речь идет о Ваших сбережениях. Подробнее о том, чего стоит опасаться при самостоятельном инвестировании, можно прочитать в материале «О вреде деловых СМИ, или как купить акции».

Регулярность инвестирования в ПИФ и НПФ

Это ключевое условие успеха и в том, и в другом варианте. В случае с НПФ заключается договор на регулярное внесение взносов. При самостоятельном инвестировании у Вас нет такого обязательства. Это, с одной стороны, дает свободу маневра, с другой стороны, требует от Вас высокой внутренней дисциплины. В случае с НПФ невыполнение обязательств по взносам, как правило, не ведет к санкциям и является дисциплинирующим фактором только номинально.

Возможность управления риском

Определенное влияние на доходность своих инвестиций — это, пожалуй, ключевое преимущество ПИФов и самостоятельного инвестирования и главный аргумент за их использование.

НПФ, как правило, придерживается консервативной политики на протяжении всего периода управления средствами клиента, поэтому и доходность соответствует рискам, которые принимают на себя НПФ. При самостоятельном инвестировании Вы можете сами управлять мерой риска, а риск и доходность — это две стороны одной медали.

В молодости (на начальном этапе формирования своего «пенсионного фонда») Вы вполне можете позволить себе принимать очень высокую меру риска и составить свой портфель полностью из акций. По статистике, в долгосрочной перспективе акции являются наиболее доходным финансовым инструментом по сравнению с другими вложениями (облигации, депозиты, недвижимость), даже учитывая периоды снижения рынка. В дополнение к этому акции обладают максимальной волатильностью, а при совершении регулярных инвестиций эти два фактора, особенно на начальной стадии формирования портфеля, могут обеспечить поразительный результат.

По мере приближения к пенсии Вы можете изменять структуру своего портфеля, увеличивая долю консервативных инструментов. Это можно делать, приобретая облигации напрямую или покупая паи ПИФов облигаций и смешанных инвестиций. В рамках НПФ эту тактику практически невозможно

реализовать, хотя именно доходность инвестиций оказывает ключевое влияние на размер будущей пенсии.
<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

ПИФ или НПФ: досрочное использование накоплений

Очевидно, что своим «собственным пенсионным фондом» Вы можете управлять самостоятельно. Вы сами решаете, когда выйти на пенсию, а не дожидаетесь наступления пенсионного возраста. В экстренных жизненных ситуациях Вы также можете использовать свой «пенсионный фонд», при этом Вы являетесь полноправным владельцем полученного результата.

У негосударственных пенсионных фондов тоже предусмотрено досрочное расторжение договора и возврат денег (выкупной суммы), при этом в некоторых случаях (согласно договору) Вы получаете лишь часть инвестиционного дохода.

В случае с накопительной частью пенсии или при накопительном страховании жизни в принципе нереально получить деньги досрочно.

Двойная комиссия НПФ

Управление капиталом не является специализацией НПФ. Зачастую НПФ передает управление пенсионными резервами управляющей компании. Само собой, управляющая компания это делает не бесплатно. Получается, что из Ваших денег уплачивается комиссия за работу и негосударственного пенсионного фонда, и управляющей компании.

А если Вы сами управляете своим «пенсионным фондом» и покупаете в него паи ПИФов, Вы можете обойти посредника в виде НПФ.

Риск нехватки накопленных денег при инвестировании в паевые инвестиционные фонды

Пожалуй, главное преимущество НПФ состоит в том, что у негосударственного пенсионного фонда при использовании соответствующей схемы выплат есть обязательство — выплачивать пенсию на протяжении всей Вашей жизни с момента появления у Вас права требования на негосударственную пенсию. В случае с Вашим персональным «пенсионным фондом» есть риск, что денег может не хватить, особенно если Вы собираетесь жить долго.

Риск неиспользования накопленных денег при инвестировании в негосударственные пенсионные фонды

В НПФ предусмотрен механизм наследования, обычно эта возможность действует только до Вашего выхода на пенсию. Однако в зависимости от условий конкретной пенсионной программы может быть предусмотрен срок передачи пенсионных накоплений по наследству.

Понятно, что в случае со своим персональным «пенсионным фондом» с накопленным капиталом Вы можете делать все что захотите, а неиспользованная часть в соответствии с Вашей волей может достаться Вашим родным.

Выводы

- Каждый вариант имеет свои плюсы и минусы, поэтому благоразумным поведением является использование каждого инструмента в определенном объеме.

• Отличные возможности предоставляет государственная программа софинансирования пенсии, когда на каждые 12 тыс. руб. в год государство добавляет Вам еще 12 тыс. и еще 12 тыс. может добавить работодатель.

• Если Ваш компенсационный пакет предусматривает отчисления работодателя в НПФ, это тоже является прекрасной возможностью использовать услуги негосударственного пенсионного фонда.

• Однако не стоит надеяться только на государство и НПФы. Создание и управление своим «персональным пенсионным фондом», в состав которого могут входить паи ПИФов, акции и облигации, позволит Вам чувствовать себя независимо и уверенно. Кроме того, этот вариант может дать и максимальный по эффективности результат.

Характеристика	ПИФ	НПФ
Регулярность инвестирования	Зависит от Вас	Устанавливается договором
Возможность выбора меры риска и, как следствие, потенциальной доходности	Да	Нет
Возможность досрочного использования (в том числе в экстренных случаях)	Да	Да
Риск, что накопленных денег не хватит	Есть	В зависимости от схемы выплат
Риск, что накопленные деньги не будут использованы (не перейдут по наследству)	Нет	Есть

5.6. ПИФ vs накопительное страхование жизни

В данной статье мы хотим сравнить паевые инвестиционные фонды с таким инструментом сохранения средств, как накопительное страхование жизни (НСЖ).

Накопительное страхование жизни: накопление или страхование?

Классическое накопительное страхование заключается в том, что страховщик аккумулирует денежные средства клиента, наращивает их в результате инвестиций и гарантирует страховую защиту жизни и здоровья клиента на период накопления.

Рассматривая накопительное страхование жизни, необходимо задуматься о том, что основной функцией данного продукта является именно страхование жизни. А за страхование нужно платить достаточно много. Эта плата выражается в том, что обычно начисленный доход по НСЖ довольно скромен.

Создание такого продукта как «накопительное страхование жизни» — это хороший маркетинговый ход, ведь обычное страхование ассоциируется с расходами и тратами. На первый взгляд кажется, что при использовании НСЖ Вы ничего не платите за страховую защиту. Но стоит помнить, что бесплатный сыр бывает только в мышеловке.

Для сравнения: уровень начисленного дохода по программам накопительного страхования жизни в среднем составляет 7% (по данным allinsurance.ru). В то же время, фондовый рынок России с момента начала расчета индекса ММВБ показывает прирост в 19% годовых. На длинных временных отрезках (20 лет и более) эта процентная разница становится огромной в абсолютных цифрах.

Стоит отметить, что инвестиционный доход по договорам НСЖ начисляется не сразу с момента заключения договора. *Только через несколько лет Ваши средства будут участвовать в инвестиционной деятельности страховой компании.* Следовательно, Вам будут начислять инвестиционный доход в полном объеме только через несколько лет после начала действия договора.

Скромный инвестиционный доход страховых компаний во многом связан с законодательными ограничениями по возможности инвестирования средств страховых резервов. Так, согласно приказу Минфина № 100н от 8 августа 2005 года, доля акций в структуре страховых резервов не может превышать 15%, а именно акции, по нашему мнению, наилучшим образом подходят для увеличения благосостояния долгосрочных инвесторов.

Минимальная гарантированная доходность

Конечно, по программам НСЖ предусмотрена минимальная гарантированная доходность, но она также довольно скромна: от 2 до 5% в зависимости от программы, срока, порядка уплаты взносов, получения выплат.

Ставки по МГД утверждаются в момент заключения договора и распространяются на все время действия договора. Законодательно их понижать нельзя, а страховые компании вряд ли будут их добровольно повышать. При этом процентные ставки в стране могут значительно меняться: инфляция может быть как 5%, так и все 50%, а именно от нее и зависит эффективность Ваших накоплений.

Многие специалисты в данной области утверждают, что в Европе этот инструмент очень популярен, но они умалчивают, что МГД в 5% при инфляции в 3% (как в Европе) — это чистый доход и защита от инфляции, а МГД в 5% при инфляции в 6-8% — это чистый убыток и потеря покупательной способности Ваших накоплений.

Сравнение доходности НСЖ, депозитов и фондового рынка

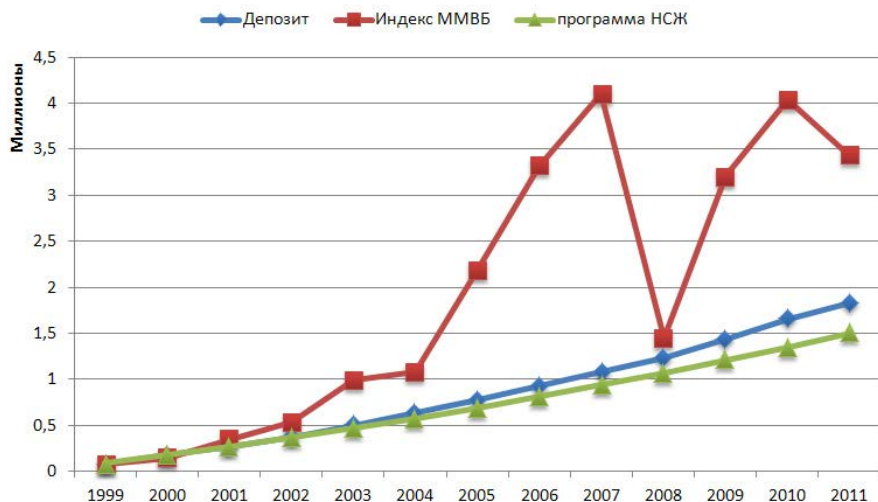
Давайте рассмотрим пример: Вы хотите накопить деньги (к примеру, 1 млн руб.) на образование своему ребенку.

При обращении в страховую компанию за программой накопительного страхования жизни Вам понадобится делать ежегодные взносы около 85 000 руб. на протяжении 10 лет (при существующей средней процентной ставке МГД в 3%). В этом случае по окончании программы Вы получите 1 млн руб. Итоговая сумма, конечно, может быть и больше за счет начисленного инвестиционного дохода.

Сравним данный вариант с возможностью самостоятельного вложения средств на депозит. Необходимо учесть, что при НСЖ Вы получаете и страховую защиту. На сегодняшний день можно приобрести годовую страховку на случай смерти или потери трудоспособности со страховым покрытием 1 млн руб. за 2 500 руб. в год. Поэтому вычтем из имеющейся суммы годовых инвестиций 2 500 руб., которые мы ежегодно будем тратить на страховку от несчастных случаев. Таким образом, мы получаем продукт, идентичный НСЖ.

При текущей средней процентной ставке по депозиту в 6,5%, вкладывая по 82 500 руб. в год, Вы сможете накопить 1 млн на 2 года раньше, а за 10 лет получите более 1,3 млн руб.

Если рассматривать данную ситуацию ретроспективно (допустим, инвестор начал использование аналогичных инвестпродуктов в 1999 году), то можно увидеть, что банковские депозиты и вложения на фондовом рынке более интересны.



Источники: ЦБ РФ, ММВБ, расчеты по НСЖ сделаны исходя из МГД в 5%.

Надежны ли вложения по программам накопительного страхования жизни?

Заключая программу накопительного страхования жизни, Вы подписываете договор, по которому обязуетесь периодически отдавать часть средств страховой компании, а потом, к примеру, через 10 лет забираете их вместе с начисленным доходом. Учитывая большой горизонт инвестирования, достаточно сложно предполагать, что случится с той страховой компанией, в которую Вы вкладываете деньги. Ведь в период кризиса даже самые крупные компании стояли на грани банкротства. Например, американский AIG. Если бы власти США не выделили крупнейшую в своей истории материальную помощь в 155 млрд долл., то компания могла рухнуть и утянуть за собой многие другие страховые компании, ведь AIG являлась еще и одним из крупнейших перестраховщиков. В такой ситуации страховым компаниям не до выплат начисленного дохода своим клиентам.

К тому же представьте себя на месте клиентов AIG: компания находится на грани банкротства, а Вы должны уплачивать очередной взнос, иначе договор с Вами будет расторгнут и Вы получите так называемую выкупную сумму, которая может быть даже меньше уплаченных Вами страховых взносов.

Плюс НСЖ – регулярность инвестирования

Однако «обязательность» инвестирования — это все же плюс НСЖ. В этой ситуации Вы уже не сможете отказаться от уплаты очередного взноса ради потребления. Вероятно, что воспользовавшись один раз услугой накопительного страхования жизни, Вы будете и в дальнейшем регулярно инвестировать, не ограничивая себя одним инструментом.

Выводы

- Услуга накопительного страхования жизни сочетает в себе сразу два продукта: возможность накопления средств и страхование жизни. Однако, в первую очередь, НСЖ стоит рассматривать как страховой продукт.

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

работ

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

- В рамках НСЖ начисляется минимально гарантированная доходность и инвестиционный доход, которые, как показывает статистика, довольно скромны относительно других инвестиционных продуктов.
- В программах накопительного страхования жизни закреплена регулярность инвестирования, которая является залогом успешного инвестора и при использовании других инвестиционных продуктов, например, ПИФов.

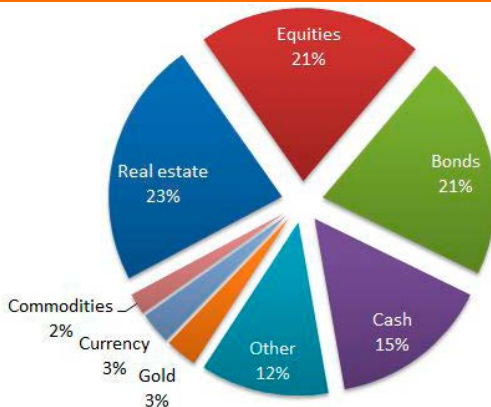
В рамках курса «Университет» следующей читайте статью 6.3. Чем опасен низкий «порог» в ИДУ?

5.7. Международная практика инвестирования в фонды недвижимости ▢

До тех пор, пока в 20 веке рынки финансовых инструментов — акций и облигаций — не получили своего масштабного развития, недвижимость, или Real Estate, была доминирующим классом активов в портфелях инвесторов.

В наши дни недвижимость уже не является основным объектом инвестиций, однако до сих пор занимает существенную долю. Например, инвесторы с состоянием более 25 млн долл. основную часть своих сбережений держат именно в недвижимости инвестиционного класса.

Доля классов активов в структуре сбережений инвесторов с состоянием более 25 млн долл., 2011 г.



Источник: The wealth report 2012, april 2012

Исторически включение Real Estate в портфель означало прямое инвестирование в недвижимость — приобретение прямых прав собственности на физическое имущество.

Однако новым словом в области инвестирования в недвижимость во всем мире стали инструменты портфельного инвестирования — фонды недвижимости (Real Estate Investments Trusts, Property Investments Funds, Listed Property Trusts, ЗПИФН). Появление и последующая популяризация таких инструментов, как фонды недвижимости, открыло перед инвесторами всех уровней широчайшие возможности.

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

Движущей силой в развитии фондов недвижимости стали их диверсификация, прозрачность, ликвидность и доходность. Первые фонды недвижимости были созданы в США в 1960 году. Вслед за США многие ведущие страны мира активно начали развивать способы портфельного инвестирования в Real Estate.

Режимы портфельного инвестирования в недвижимость в отдельных странах

Регион/страна	Аббревиатура фонда	Год введения	Регион/страна	Аббревиатура фонда	Год введения
Азиатско-Тихоокеанский регион			Европа		
Австралия	LPT	1971	Бельгия	SICAFI	1995
Гонконг	REIT	2003	Франция	SIIC	2003
Япония	J-REIT	2000	Италия	FII	1994
Южная Корея	RETF, K-REIT, CR-REIT	2001	Люксембург	FCP, SICAV, SICAF	1988
Малайзия	REIT	Конец 1980-х	Нидерланды	BI	1969
Сингапур	S-REIT	2002	Испания	REIF, REIC	1994
Тайвань	REIT	2003	Великобритания	PIF	2006
Латинская Америка			Северная Америка		
Бразилия	FII	1993	Канада	REIT	1994
Мексика	Fibras	2004	США	REIT	1960
СНГ и Восточная Европа					
Россия	ЗПИФН (REIF)	2003			

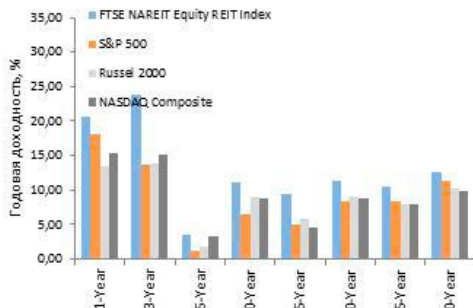
Источник: Conner P., Falzon R. *Rational Differences Between Public and Private Real Estate*. – Pramerica Real Estate Issues, May, 2004.

Несмотря на то, что первые фонды недвижимости появились достаточно давно, настоящее развитие этих инструментов началось лишь с середины 1990-х годов.

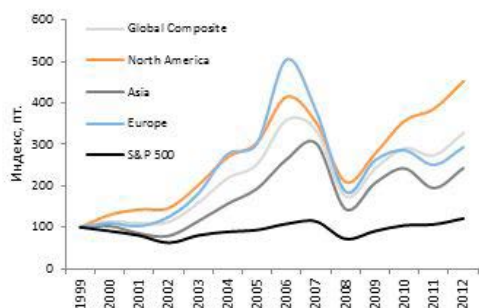
Последние полтора десятилетия стали для фондов недвижимости эпохой расцвета, и лишь мировой финансовый кризис на время замедлил бурное развитие данной отрасли. Проблемы с ликвидностью и опасения по поводу перспектив рынка послужили для инвесторов причиной вывода средств из фондов недвижимости, что привело к существенному падению рыночных цен на ценные бумаги последних.

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

Историческая доходность по регионам (по состоянию на конец августа 2012 г.), значение 1999 года взято за 100



Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, september 2012.

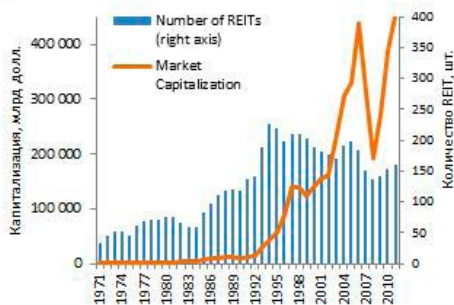


Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, september 2012.

Тем не менее, за период с 1999 по 2012 год общий прирост капитала от вложений в Real Estate оказался значительно выше, нежели от вложений в рынок акций.

Во многом популярность фондов недвижимости была обусловлена появлением у недвижимости как класса несвойственной ей ранее характеристики — высокой ликвидности инвестиций. Это было достигнуто благодаря листингу фондов недвижимости на крупнейших мировых фондовых биржах.

Динамика рыночной капитализации REITs, обращающихся на NYSE, 1971-2011



Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, september 2012.

Среднедневной объем торгов ценными бумагами U.S. REITs на NYSE, млрд долл. США



Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, september 2012.

Биржевые обороты крупнейших фондов недвижимости сопоставимы с оборотами «голубых фишек» фондового рынка. Среднедневной объем торгов по всем фондам растет от года к году. Если в 2001 году он составил 714 млн долл., то в 2012 году — уже 3,8 млрд (по данным за 8 месяцев).

США является крупнейшим в мире рынком с точки зрения общей капитализации фондов недвижимости, прошедших листинг фондовых бирж. В 2006 году суммарная рыночная капитализация фондов недвижимости США, входящих в состав FTSE NAREIT All REIT Index, превышала 400 млрд долл. По итогам 2011 года рыночная капитализация превысила рекорды 2006 года и достигла 450 млрд долл.,

то есть можно говорить о восстановлении данного рынка после кризиса.

Привлечение капитала в фонды недвижимости является традиционным инвестиционно-банковским продуктом на развитых рынках наравне с размещением облигаций, проведением IPO и частных размещений. В 2006 году в ходе первичных и вторичных размещений ценных бумаг фондами недвижимости в США было привлечено около 50 млрд долл. В 2011 году было привлечено более 51 млрд, а за 8 месяцев 2012 года — почти 45 млрд долл.

Заключение. Real Estate как класс активов занимает существенную часть инвестиционного пространства, именно поэтому он должен рассматриваться инвесторами наряду с другими традиционными классами активов. Изучая возможности стратегических инвестиций в Real Estate, инвесторы наряду с прямыми вложениями должны принимать во внимание возможности портфельного инвестирования. Для большого числа инвесторов портфельное инвестирование в Real Estate является наиболее приемлемым способом включения этого класса активов в свой инвестиционный портфель.

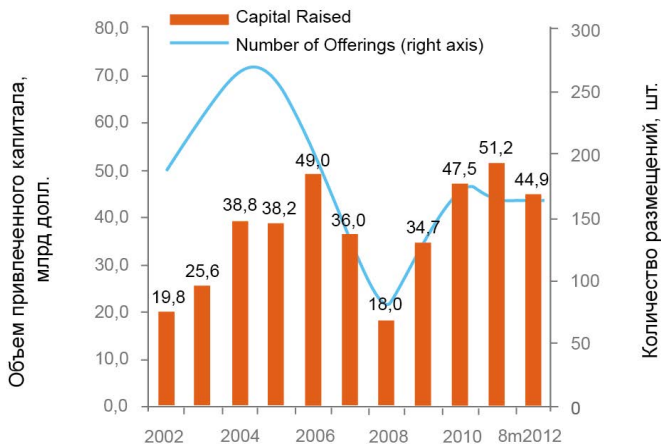
Преимущества портфельных форм инвестирования в Real Estate по сравнению с прямым инвестированием состоят в ликвидности, прозрачности корпоративного устройства, ценообразовании в режиме real-time и относительно низких транзакционных издержках. Эти преимущества создают естественное преимущество фондов недвижимости. Многие эксперты полагают, что значительные объемы прямых инвестиций в Real Estate в будущем будут секьюритизированы. По мере того, как фонды недвижимости будут продолжать свое развитие, их доля в общей капитализации рынка Real Estate будет возрастать, как и их признание в качестве метода включения Real Estate в инвестиционные портфели как класса активов разработчиками инвестиционной политики.

5.8. Финансовые коэффициенты фондов ▽

«Как оценить эффективность инвестиций?» Общепринятым ответом на этот вопрос стало применение статистических коэффициентов. Считается, что они позволяют оценить эффективность работы по управлению активами. В данном материале мы хотим рассмотреть, действительно ли при помощи данных коэффициентов возможно оценить эффективность результатов управляющего.

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

Количество и объемы привлечения капитала в REITs в США, 2002-2012 годы



Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, september 2012

Вспомогательные	Предполагающие оценку качества управления
<ul style="list-style-type: none"> • R2 • β-коэффициент 	<ul style="list-style-type: none"> • α-коэффициент • Коэффициент Шарпа • Коэффициент Сортино

Коэффициент детерминации (коэффициент R2)

Коэффициент детерминации фонда демонстрирует тесноту взаимосвязи между динамикой результатов фонда и динамикой результатов рынка (индекса). Обычно показатель детерминации выражается в процентах и, соответственно, его значение может быть от 0 до 100%. Чем больше коэффициент детерминации, тем больше взаимосвязь между движением результатов фонда и соответствующего для этого фонда индекса.

Косвенно данный коэффициент позволяет определить состав активов фонда. К примеру, если у фонда смешанных инвестиций высокий коэффициент детерминации, рассчитанный на индекс ММВБ, то это может свидетельствовать о том, что в активах фонда значительную долю занимают акции.

Кроме того, коэффициент детерминации позволяет определить, корректно ли был выбран индекс для расчета коэффициентов α и β. Если значение коэффициента детерминации к определенному индексу ниже 75%, то расчеты β и α коэффициентов по данному индексу будут некорректны.

Коэффициент бета (β-коэффициент, coefficient beta)

Классическое представление о коэффициенте бета (β) сводится к тому, что он характеризует волатильность инвестиционного инструмента, в данном случае ПИФа, относительно волатильности рынка (индекса).

Формула расчета β на отрезке в 3 года:

$$\beta = \text{cov}(\text{Ind}, y) / s^2, \text{ где}$$

s — стандартное отклонение (волатильность) месячного прироста индекса за 36 месяцев, предшествующих дате расчета;

cov(Ind, y) — ковариация (мера зависимости) доходности фонда и индекса ММВБ. Вычисляется по формуле:

$$[\sum(\text{Ind}_i - \text{IND}) * (y_i - Y)] / 35, \text{ где}$$

Ind_i / y_i — значение прироста индекса/доходности фонда за i-тый месяц;

IND/Y — среднее значение прироста индекса/доходности фонда за 36 месяцев.

Значение β, равное 1, говорит о том, что если рынок (индекс) изменится на 10%, то и результат портфеля фонда изменится на 10%. Если β > 1, то, соответственно, изменение результата портфеля будет больше изменения рынка (индекса), β < 1 — изменение результата портфеля меньше рынка. В случае, если β отрицательна, то результат фонда будет противоположен рыночному.

Необходимо отметить, что для фонда необходимо корректно подбирать индекс, относительно которого и будет рассчитан коэффициент β . Например, для фонда акций, активами которого являются акции первого эшелона, таким индексом может служить индекс ММВБ. Но глупо использовать индекс ММВБ при расчете β для фонда облигаций.

Коэффициент альфа (α -коэффициент, coefficient alpha)

Коэффициент альфа (α) показывает превышение среднего результата фонда над нормативным результатом, который рассчитывается в соответствии с полученным ранее коэффициентом β (бета).

Формула расчета α на отрезке в 3 года:

$$\alpha = Y - (r + \beta * (IND - r)), \text{ где}$$

r — средняя доходность безрискового актива (обычно за ставку безрискового актива принимают процентную ставку по депозитному вкладу);

IND/Y — среднее значение прироста индекса/доходности фонда за 36 месяцев, предшествующих дате расчета.

Считается, что данный коэффициент характеризует вклад управляющего фондом в итоговый результат. Предполагается, что, исходя из этого, следует искать ПИФы с высокой α . Ведь это те фонды, управляющие которых смогли показать результаты выше расчетных. Но тут есть свои нюансы:

- Необходимо, чтобы индекс для расчета α был подобран корректно, иначе их расчет бесполезен.
- Отрицательное значение α может быть как следствием «некомпетентного управления», так и следствием высоких комиссий за управление. Рассмотрим данный нюанс на примере индексных фондов. В данном случае управляющие не занимаются выбором ценных бумаг, а просто копируют индекс, поэтому роль управляющего здесь сведена к минимуму, а α индексного фонда должна быть равна нулю. Но многие индексные фонды имеют отрицательную α , что связано с расходами ПИФа, которые в данном примере и выражает α .
- Наиболее важный нюанс заключается в том, что α не предоставляет аналитических данных, то есть по α невозможно понять, почему результат фонда превосходил расчетный. Что это было: искусство одного управляющего, налаженная система по управлению капиталом или просто везение?

Для того чтобы понять, какой же вклад внес управляющий в итоговый результат, можно использовать систему MARQ — Measurement Arsaqera Reallocation Quality (статья 6.6. книги). В отчете MARQ содержится детальная информация об эффективности совершенных в отчетном периоде переключений из одних активов в другие, то есть информация о том, правильные ли решения принимал управляющий в отчетном периоде.

Коэффициент Шарпа

Коэффициент Шарпа показывает превышение фондом результатов безрискового актива (в большинстве случаев процентной ставки по депозиту) с учетом волатильности фонда.

Формула расчета коэффициента Шарпа на отрезке в 3 года:

$$\text{Sharpe Ratio} = (y - r)/36/\sigma, \text{ где}$$

y — значение доходности фонда за 36 месяцев, предшествующих дате расчета;

r — процентная ставка по депозитам в рублях для населения за 36 месяцев (ставка безрискового актива);

σ — стандартное отклонение (волатильность) доходности фонда за 36 месяцев.

Коэффициент Шарпа характеризует эффективность сочетания доходности и риска (риск в данном случае выражается через волатильность) в рамках управления фондом. Чем выше данный показатель, тем лучше.

Однако коэффициент Шарпа обладает существенным недостатком ввиду того, что риск в рамках данного коэффициента воспринимается как стандартное отклонение. Стандартное отклонение — это колебания результатов фонда относительно средней доходности для данного фонда. Данные колебания могут быть как положительными, так и отрицательными. Отсюда вытекает, что при прочих равных коэффициент Шарпа может быть одинаков для фондов с положительным и отрицательным колебанием доходности. Поэтому наравне с коэффициентом Шарпа используют и коэффициент Сортино, который лишен упомянутого недостатка.

Коэффициент Сортино

Коэффициент Сортино так же как и коэффициент Шарпа, характеризует эффективность управления фондом с точки зрения сочетания доходности и риска. Но расчет риска здесь базируется не на всех колебаниях результатов фонда относительно средней доходности (стандартное отклонение), а только на отрицательных колебаниях.

Формула расчета коэффициента Сортино на отрезке в 3 года:

Sortino Ratio = $(y - r)/36/\sigma'$, где

y — значение доходности фонда за 36 месяцев, предшествующих дате расчета;

r — процентная ставка по депозитам в рублях для населения за 36 месяцев (ставка безрискового актива);

σ' — стандартное отклонение (волатильность) отрицательной доходности фонда за 36 месяцев.

Из базы расчета исключаются данные положительной доходности фонда.

Недостатки коэффициентов

Необходимо знать об общих недостатках, присущим каждому из перечисленных коэффициентов.

1. Использование данных прошлого. Все расчеты обозначенных коэффициентов базируются на исторических данных. Получается, что эти коэффициенты выражают показатели деятельности фондов, которые были показаны ранее, и ничего не говорят о будущей ситуации.
2. Из первого недостатка следует и второй. Так как расчет ведется на исторических данных за определенный период (обычно за 3 года), то изменения в качестве управления (как улучшение, так и ухудшение) находят свое отражение в коэффициентах довольно медленно. Этот недостаток особенно опасен в случае ухудшение качества управления. К примеру, управляющий фондом 2 года показывал отличные результаты, затем его место занял другой управляющий с уже не такими выдающимися результатами. Коэффициенты же, рассчитанные на отрезке в три года, все равно будут говорить о том, что «в фонде высокое качество управления», хотя на деле это может быть не так.

3. Также недостатком данных коэффициентов можно считать то, что при их расчете под риском понимается волатильность инструмента. В таком определении есть своя логика, которая была высказана Марковицем: большая амплитуда колебаний, по его мысли, свидетельствует о большей непредсказуемости поведения цены. Однако в своих материалах мы уже описывали, что для долгосрочного инвестора, который осуществляет вложения регулярно, волатильность инструмента только на пользу.

Стоит ли использовать коэффициенты

Безусловно, каждый сам определяет, стоит ли ориентироваться на значения коэффициентов при выборе фонда. На наш взгляд, использовать коэффициенты можно, но лишь как вспомогательную информацию. При этом необходимо использовать информацию по коэффициентам в совокупности, а не опираться только на один из них. И, конечно же, значения коэффициентов должны быть рассчитаны относительно корректного эталона (индекса).

Окончательным критерием, по которому следует определять эффективные управляющие компании и фонды, является наличие системы по управлению капиталом. Если у фонда высокий результат и хорошие показатели по коэффициентам, то необходимо разобраться в способах, которыми этот результат достигается. В случае, если результаты зависят от одного-единственного управляющего, то Вам предстоит внимательно следить за его карьерой, ведь только от него будет зависеть результативность Ваших инвестиций. Если же в компании выстроена система по управлению капиталом, то в данном случае эффективность Ваших инвестиций не будет зависеть от одного человека. Напротив, человеческий фактор здесь уже сведен к минимуму, а сама система является интеллектуальной собственностью компании.

Выводы и рекомендации

- Рассмотренные коэффициенты обладают рядом недостатков, а потому не в полной мере позволяют оценить эффективность результатов, которые демонстрирует управляющий.
- При выборе управляющей компании и фонда можно использовать коэффициенты как вспомогательную информацию. Принимая окончательное решение, необходимо ориентироваться на систему (способы) по управлению капиталом, которая используется в той или иной компании.
- Стоит помнить о том, что основная задача управляющей компании заключается в формировании эффективной системы управления капиталом. Высокое качество управления капиталом и значения коэффициентов будет являться следствием выполнения этой задачи.

△ *В рамках курса «Аспирантура» следующей читайте статью 7.8. «Клин Арсагеры» или особый взгляд на диверсификацию активов.*

6.1. Доверять или работать самостоятельно Δ

После того как человек принял решение об инвестировании средств, перед ним встает очередной важный вопрос: самому принимать инвестиционные решения или доверить управление своими деньгами команде профессионалов.

Ниже мы постарались перечислить все возможные преимущества и недостатки самостоятельного инвестирования.

	Самостоятельное инвестирование	Инвестирование через УК
Преимущества	<ul style="list-style-type: none"> • Минимизация издержек, связанных с инвестированием (только комиссия брокеру и депозитарию) • Отсутствие каких-либо ограничений на объекты инвестирования • Самостоятельное принятие инвестиционных решений (психологическое) 	<ul style="list-style-type: none"> • Наличие системы управления активами • Более тщательный анализ активов • Выгоднее с точки зрения налогообложения прибыли (ПИФ) • Возможность широкой диверсификации при небольших объемах инвестирования (ПИФ) • Ликвидность пая может быть выше, чем ликвидность отдельного актива (ПИФ)
Недостатки	<ul style="list-style-type: none"> • Невозможность такого же качественного анализа активов, как в случае с УК • Необходимость тратить большое количество времени для качественного анализа активов • Некомфортный режим налогообложения 	<ul style="list-style-type: none"> • Комиссия за управление УК • Дополнительные комиссии инфраструктурным организациям (оценщик, аудитор) • Наличие некоторых ограничений на объекты инвестирования (в случае ПИФа) для обеспечения ликвидности и диверсификации вложений (хотя это сложно отнести к недостаткам)

Теперь давайте взвесим некоторые «за» и «против» более подробно

Минимизация издержек. На первый взгляд наиболее очевидным преимуществом самостоятельного инвестирования является минимизация издержек. При самостоятельном инвестировании инвестор не оплачивает административные расходы фонда и не платит комиссию управляющей компании (в случае с ПИФом стоимость пая автоматически уменьшается на величину указанных расходов).

Однако при самостоятельном инвестировании сделки совершаются через брокера. За совершение сделок брокеру уплачивается комиссия. Так как доход брокера напрямую зависит от оборота, который делают его клиенты, вся его маркетинговая активность направлена на увеличение объема

сделок его клиентов. Для этого выпускают аналитические материалы, предлагают покупать акции в кредит, бесплатно обучают техническому анализу.

Необходимо обладать колоссальной волей, фундаментальными знаниями в экономике и пониманием, как необходимо правильно управлять портфелем, чтобы не поддаться на все эти искушения брокеров. В противном случае инвестиции превращаются в спекуляции, попытку играть на колебаниях курса и в конечном итоге приводят к потерям. Более подробно эта тема раскрывается в разделе «Как выбрать управляющего».

Отсутствие ограничений на объекты инвестирования. Вторым преимуществом самостоятельного инвестирования является отсутствие ограничений на объекты инвестирования. Для ПИФов установлен ряд ограничений на состав и структуру активов (например, требование об обязательной диверсификации портфеля или о минимально допустимой ликвидности входящих в его состав ценных бумаг).

Эти ограничения были наложены государственным регулятором (Федеральной службой по финансовым рынкам, ФСФР) с целью защиты интересов пайщиков и минимизации рисков (ограничения на объекты инвестирования при ИДУ регламентируются внутренними документами компании и в меньшей степени — ФСФР). Подобные требования в определенной степени ограничивают и инвестиционные возможности.

В случае же самостоятельного инвестирования никаких ограничений на состав и структуру активов Вашего инвестиционного портфеля не устанавливается. Однако для осуществления инвестиций в высокорискованные и низколиквидные активы необходимы знания, опыт и существенные финансовые возможности. В противном случае такие самостоятельные инвестиции могут привести к большим потерям.

Некомфортный режим налогообложения. В случае самостоятельного инвестирования довольно существенным минусом является действующая практика налогообложения доходов, полученных на фондовом рынке. Налоги по доходам от сделок с ценными бумагами уплачиваются ежегодно. В случае же паевого инвестиционного фонда, согласно действующему законодательству, сам фонд налоги на прибыль не платит, а обязательства по уплате налога на прибыль (или налога на доходы физических лиц) возникает только тогда, когда инвестор продает пай.

Принятие инвестиционных решений — крайне трудоемкий процесс. Для принятия инвестиционных решений необходимо проведение глубокого всестороннего анализа всех доступных на рынке активов. Один человек будет просто не в состоянии анализировать все обращающиеся на рынке активы с тем же качеством, с каким это делает профессиональная команда. Кроме того, при самостоятельном управлении есть большой соблазн скатиться от инвестирования в предприятия, привлекающие своей экономикой, к краткосрочным спекуляциям на изменении курса.

Взвесив все «за» и «против», Вам необходимо принять решение, как осуществлять инвестиции — напрямую через брокера или воспользовавшись услугами профессионального управления.

Если Вы считаете себя достаточно квалифицированным инвестором, то выбрать брокера с учетом Ваших инвестиционных предпочтений не составит для Вас никакого труда.

Если Вы хотите воспользоваться услугами профессионального управления, Вам будет полезно прочитать главу «Как выбрать управляющего».

6.2. Как выбрать инвестиционный паёв

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

Основной продукт управляющей компании — это подход к выбору активов для инвестиций. Однако этот продукт может быть «упакован» в разном виде. Наиболее привычные виды «упаковки» — это паевые фонды (ПИФы) и индивидуальное доверительное управление (ИДУ).

ПИФ является коллективной формой инвестирования, когда средства большого количества инвесторов объединяются в одном фонде. Это позволяет инвесторам становиться собственниками крупных предприятий и иметь диверсифицированный портфель ценных бумаг.

Услуга индивидуального доверительного управления заключается в формировании инвестиционного портфеля в соответствии с предпочтениями конкретного клиента. В отличие от ПИФа, где владельцами портфеля ценных бумаг являются все пайщики фонда в той пропорции, в которой они владеют его паями, портфель ценных бумаг клиента ИДУ принадлежит только учредителю управления.

Основные отличия ПИФа и ИДУ

	ИДУ	ПИФ
Мера риска	Есть возможность самостоятельно составить инвестиционную декларацию – определить свою индивидуальную меру риска и в последующем изменять ее.	Приобретая пай фонда, инвестор присоединяется к уже установленной инвестиционной декларации. Мера риска выбирается в момент выбора ПИФа и не меняется по воле пайщика.
Круг инструментов инвестирования	Более мягкие по сравнению с ПИФаами ограничения на состав и структуру активов, что обуславливает большие риски, но и большие инвестиционные возможности.	Жесткие законодательные ограничения на состав и структуру активов ПИФов с целью защитить интересы пайщиков.
Принципы вознаграждения УК	Success fee – процент от дохода, получаемого учредителем управления. Процент от стоимости активов инвестиционного портфеля.	Надбавки/скидки при приобретении/погашении паев фонда. Процент от активов ПИФа.
Величина средств, передаваемых в управление	Минимальная сумма, передаваемая в ИДУ, начинается от нескольких миллионов рублей.	Минимальная сумма приобретения паев может начинаться от 1 000 руб.
Налогообложение (для физических лиц)	Налоги по доходам от сделок с ценными бумагами уплачиваются ежегодно	Необходимость уплачивать налог на доходы физических лиц возникает только при погашении паев

ОАО «УК «Арсатера»» развивает услугу ИДУ, предлагая своим клиентам ряд особенностей и дополнительных возможностей, которые являются следствием инвестиционного подхода, принятого в компании.

△ В рамках курса «Школа» следующей читайте статью 7.1. Куда вложить деньги? Производительные и непроизводительные активы

6.3. Чем опасен низкий порог в ИДУ? □

Согласно правилам индивидуального доверительного управления ОАО УК «Арсатера» минимальная сумма вложений составляет 5 млн руб., минимальная сумма инвестирования в ПИФы — 1 тыс. руб. Многие наши читатели задают вопрос: «Почему мы установили такой высокий порог для ИДУ?», в то время как другие компании предлагают минимальный порог от 500 тыс. руб., а иногда даже от 200 тыс. руб. В этом материале мы постараемся объяснить нашу позицию, а также рассказать, чем опасен низкий порог ИДУ для клиентов.

Один из наших читателей провел ценовое сравнение ИДУ и ПИФов и выяснил, что ПИФы (особенно при небольших объемах) более выгодны для клиента с точки зрения сопутствующих расходов. На наш взгляд, расходы — это далеко не главный фактор.

Низкий порог ИДУ опасен в первую очередь НИЗКИМ качеством управления. При низком пороге ИДУ очень часто применяются следующие два подхода:

1 подход. Набираются на работу «нулевые управляющие». Зачастую, это даже студенты без опыта работы, с недельными курсами технического анализа за спиной (что скорее является минусом). Зарплата, которая им устанавливается, минимальная или вообще отсутствует — основной заработок они получают от результатов управления портфелями клиентов. Им даются в управление минимальные по размеру портфели РЕАЛЬНЫХ клиентов. Если они показывают неплохой результат, им дают дополнительные портфели и/или увеличивают их размер. Показавших плохой результат просто выгоняют и набирают новых на их место. Что такое хороший результат оставшихся? Удачное стечение обстоятельств или результат их расчетов? В этом обычно никто не разбирается.

Возможно, иногда в результате такой селекции появляются неплохие специалисты, которые потренировавшись на клиентских деньгах, делают карьеру в инвестиционном бизнесе. Это, безусловно, очень хорошо для НИХ. А Вы хотите, чтобы Ваши деньги использовались как полигон для поиска звезд инвестиционного бизнеса?

Такой подход особенно часто применяется в инвестиционных группах, где управляющая компания является «продуктовым придатком» к брокерскому бизнесу. А также при так называемом «псевдо-доверительном» управлении непосредственно в брокерских компаниях. Клиента убеждают разрешить «псевдо-управляющему» совершать сделки на его (клиента) брокерском счете. В этом случае «псевдо-управляющий» не имеет юридических ограничений, связанных с доверительным управлением, и может «вволю покуражиться» с «шортами», «плечами», «опционами», «фьючерсами» и прочим безобразиями. В любом случае «правильно обученные» управляющие своими активными спекуляциями обеспечат хорошие комиссии брокерскому бизнесу.

Кстати, обеспечить единый уровень качества управления при таком подходе нереально. Два клиента могут задать одинаковые параметры для своих портфелей. Если эти портфели попадут к разным «управляющим», то в одно и то же время один из них может с «плечом» покупать Газпром в портфель для своего клиента в надежде на рост, а другой «шортить», ожидая падение. И это совершенно типовая ситуация для такого подхода.

Да, в этом случае Вашим портфелем управляет персональный управляющий. Для Вас это важнее, чем результат управления?

2 подход. Клиенты в инвестиционной декларации устанавливают соотношение акций и облигаций. Средства всех клиентов объединяются в «общий котел». Далее за счет этих средств формируются и управляются два больших портфеля: один из акций, другой из облигаций. В отчетах клиентов по итогам торгового дня в определенной пропорции отражаются ценные бумаги из каждого такого портфеля.

Никакого ИНДИВИДУАЛЬНОГО управления в этом случае НЕТ. Оно существует только в отчетности. Фактически это как бы два ПИФа, только ХУЖЕ. Они никак не оформлены юридически, а следовательно, не имеют тех строгих ограничений, которые призваны обеспечить соблюдение прав и интересов пайщиков. Соблюдение пропорций при распределении конкретных акций и облигаций по счетам клиентов обеспечивается исключительно добросовестностью бэк-офиса.

Если какая-то часть клиентов решит забрать свои средства, то особенно серьезно могут пострадать права тех клиентов, которые остаются. Чтобы обеспечить вывод денег, управляющий, скорее всего, продаст наиболее ликвидные активы. «Неликвид», который остается при этом, пропорционально распределится среди оставшихся клиентов, а в отчетности у этих клиентов можно будет увидеть продажу ликвидных активов и покупку вместо них неликвидных.

Неприятная ситуация может возникнуть, если клиент примет решение получить свое имущество не деньгами, а ценными бумагами. Это, в первую очередь, касается акций и облигаций «второго эшелона», которые торгуются крупными лотами. Клиент просто ничего не сможет сделать с «обрывками» лотов, которые ему вернет управляющий.

Пожалуй, единственное преимущество данного подхода — это обеспечение единого качества управления, и то при условии корректного распределения активов по счетам клиентов. Но в ПИФах это достигается гораздо лучше.

Стоит отметить, что с юридической точки зрения ни первый, ни второй подход не являются формальным нарушением или злоупотреблением. Это, скорее, вопрос качества предоставляемой услуги.

Очень часто индивидуальное доверительное управление позиционируется и воспринимается как некий привилегированный продукт для избранных. Многие клиенты стремятся «дорости» до ИДУ, наивно полагая, что получают там более качественное управление и большую защищенность, чем в ПИФе.

Это не так! Качество управления и защищенность в ИДУ могут быть либо такими же, как в ПИФе, либо даже ХУЖЕ!

Мы уже упоминали в наших материалах, что ИДУ — это всего лишь «упаковка». По нашему мнению, основным продуктом управляющей компании является система принятия инвестиционных решений.

В нашей реализации «индивидуальность» ИДУ — это, в первую очередь, система индивидуальных настроек с лимитами на каждую группу акций и облигаций и на отдельные эмитенты в каждой группе. Это обеспечивает возможность выбора индивидуальной меры риска для каждого клиента. Практика показывает, что такие настройки нужны далеко не всем клиентам, имеющим достаточно средств для ИДУ. Единое качество управления обеспечивается единым хит-парадом, но каждый портфель при этом является автономным. По каждому портфелю готовятся развернутая отчетность, аналитическое обоснование выбора активов и система показателей (MARQ, бенчмарки), позволяющих корректно оценить качество управления.

Ведение индивидуальных (автономных) портфелей — это трудоемкий и затратный процесс. По нашим расчетам он становится рентабельным для компании при сумме от 5 млн руб. Кроме того, для работы во «втором эшелоне», где сделки проводятся крупными лотами, этой суммы едва хватает для того, чтобы обеспечить приемлемую диверсификацию. Но даже клиентам, имеющим достаточно средств для ИДУ, мы рекомендуем использовать ПИФы, если у них нет потребности в персональных настройках меры риска. На наш взгляд, для клиента имеет смысл использовать наш продукт ИДУ, если он готов передать в управление 10-15 млн руб. и более. В этом случае это становится выгодным с ценовой точки зрения, так как при увеличении размера портфеля снижается комиссия за управление. Следует отметить, что в рамках ИДУ УК «Арсатера» получает комиссию только от положительного результата управления (success fee).

Выводы

- При низком пороге ИДУ практически невозможно одновременно обеспечить качественное управление для клиента и рентабельность для компании.
- При низком пороге ИДУ практически невозможно обеспечить приемлемую диверсификацию в акциях «второго эшелона».
- При низком пороге ИДУ нередко используются подходы, не обеспечивающие качественное управление, либо управление вообще не является индивидуальным, а его качество такое же, как в ПИФе или даже хуже.

6.4. Почему непродукто гарантировать доходность инвестиций?

К нам часто обращаются люди с вопросом: «Хочу вложить такую-то сумму, на такой-то срок, какая будет доходность? Сколько я заработаю?» Для большинства людей, имеющих ТОЛЬКО опыт банковских вкладов, является ШОКОМ то, что в денежном выражении их вложения в ПИФы, акции, облигации могут не только увеличиться, но и уменьшиться. Для многих эта информация выглядит как безответственность и приносит такое разочарование, что они даже не хотят дальше разбираться в этом вопросе. Этот материал для тех, у кого достаточно интеллекта, чтобы попытаться понять: почему все-таки неправильно гарантировать доходность инвестиций! И почему надо ОПАСАТЬСЯ тех, кто это делает!

Сразу оговоримся: для банков гарантировать доходность абсолютно нормально и естественно. Депозиты и кредиты — это основные продукты для большинства банков. Банки принимают вклады по одной ставке, а кредиты выдают по другой, более высокой. Разница этих ставок, как правило, обеспечивает расходы на текущую деятельность и прибыль для акционеров банка (мы не рассматриваем случай расчетных банков, где основной доход обеспечивается комиссией за проведение платежей).

Гарантированная доходность по депозитам обеспечивается более высокой доходностью по кредитам. При этом банки находятся под очень строгим контролем со стороны государства. Они постоянно отчитываются перед Центральным Банком о достаточности собственного капитала, о соблюдении нормативов, обеспечивающих выплаты по вкладам, и о финансовом состоянии тех, кому они выдали кредиты.

Многие люди даже не задумываются, что обязательство банка по депозитному договору все равно не является 100% гарантией. Это обязательство юридического лица, ведущего коммерческую деятельность, подверженную целому ряду рисков. Современная банковская история имеет множество примеров дефолтов даже со стороны очень крупных банков, позиции которых казались незыблемыми. Хорошо, конечно, что заработала система страхования вкладов, но и это не защищает вкладчиков на 100%, а лишь снижает вероятность потерь.

За прошедшие 10 лет банковские вклады только дважды показали результат лучше официальной инфляции. Поэтому говорить о защищенности Вашего благосостояния в депозите можно лишь номинально. Реальная стоимость имущества в банковском вкладе, как правило, уменьшается, а денежное выражение создает лишь иллюзию сохранности. Понятный и предсказуемый процент — это главное и очевидное преимущество вклада, но расплатой за эту предсказуемость является низкая доходность депозитов.

Когда Вы вкладываете деньги в акции, например через паевые фонды, то тут нет ситуации, как на банковском депозите. Управляющая компания (УК) по закону не может взять у Вас деньги под один процент, чтобы вложить под другой. Здесь принципиально другая природа отношений. Вы нанимаете УК, чтобы профессионально выбирать наиболее интересные акции, а компания получает фиксированный процент за свою работу.

В отличие от банковского депозита результат инвестиций (минус фиксированные расходы на управление) полностью принадлежит ВАМ. УК не уменьшит его, каким бы большим он не был, но возьмет свою комиссию, даже если он будет отрицательным. Последнее обстоятельство обычно особенно раздражает новичков, потому что как раз и выглядит как безответственность. Находясь

в «денежной» системе координат, очень трудно принять идею о том, что снижение денежной оценки стоимости активов вовсе НЕ ЯВЛЯЕТСЯ показателем качества управления. Если Ваш портфель упал на 20%, а рынок в целом (индекс ММВБ) — на 40%, трудно рассматривать это как превосходный результат управления, хотя это так. Если Ваш портфель вырос на 30% и существенно обогнал депозиты и инфляцию (!), это выглядит впечатляюще до тех пор, пока не знаешь о том, что рынок в целом дал +60%.

Вывод 1. Доходность в денежном выражении не отражает качество управления.

Продолжаем рассуждение. Если поставить управляющему задачу обеспечить доходность в денежном выражении, для него это будет мощнейшим стимулом начать игру на колебаниях. Вместо того, чтобы сравнивать акции между собой и выбирать лучшие по соотношению их стоимости и экономических показателей деятельности эмитентов, управляющий будет пытаться угадать, когда их продать перед падением и когда купить перед ростом.

Попытки угадать колебания — это тупиковый путь! Никому это не удастся на длительных интервалах времени. Статистика показывает: на интервале в пять лет 80% участников рынка проигрывают индексу. Надо понимать, что акции — это бизнес, за ними стоят реальные активы и труд людей, направленный на создание «полезности» для общества. В долгосрочной перспективе акции (как класс активов) наиболее хорошо подходят для увеличения благосостояния, несмотря на то что в краткосрочных периодах их денежная оценка может снижаться, а некоторые компании могут даже обанкротиться. Задача управляющего — наращивать количество «хороших» акций в портфеле и делать это как при росте рынка, так и при снижении. Настоящая безответственность, по нашему мнению, — это создание у клиента иллюзии, что надо зарабатывать на колебаниях стоимости акций.

Вывод 2. Гарантированная доходность стимулирует управляющего неправильно выполнять свои функции: играть на колебаниях вместо того, чтобы сравнивать активы и выбирать лучшие. Это дополнительно повышает риски, связанные с угадыванием и, как правило, приводит к тому, что ухудшается результат, который мог бы получить клиент без всякой дерготни.

Ну и наконец, давайте представим, что УК все-таки взяла на себя обязательство по некой минимальной гарантированной доходности (МГД) инвестиций. Юридически это возможно в рамках договора индивидуального доверительного управления (ИДУ). Если результат инвестиций окажется хуже, то компенсировать убытки УК будет за счет собственных средств.

На первый взгляд можно сказать: «Супер! Пускай отвечают своими деньгами за снижение рынка, мне как клиенту только лучше». На самом деле это весьма сомнительная «страховка». Вы, как клиент, можете узнать, сколько таких обещаний уже выдано? А сколько еще будет выдано после Вас? В отличие от банков, НИКТО НЕ ОТСЛЕЖИВАЕТ, сколько таких гарантий выдано и хватит ли УК средств, чтобы рассчитаться со всеми такими клиентами. У молодых и/или не очень успешных компаний может возникнуть соблазн использовать МГД как маркетинговый ход, рассчитанный на неинформированных и/или не очень умных клиентов.

По договорам с МГД управляющего сразу же появляется мощнейший стимул скомпенсировать свои расходы в убыточные периоды за счет доходов клиента в прибыльные периоды и сделать это с хорошим запасом на случай будущих убыточных периодов.

Кроме того, МГД — это обычно привилегия крупных институциональных клиентов, таких как пенсионные фонды и страховые компании. В наших материалах о злоупотреблениях при доверительном управлении мы уже писали, что МГД разделяет клиентов на два сорта. Если недобросовестному управляющему не удастся скомпенсировать убытки за счет прибыльных периодов клиента, то можно попробовать скомпенсировать их за счет клиентов, у которых нет такого условия.

Все это еще и искажает информацию о качестве управления (хотя на фоне вышеописанных возможных злоупотреблений искажение информации о качестве управления — это сущие пустяки).

Вывод 3. У клиента НЕТ возможности контролировать объем гарантий УК, что может привести к банкротству УК, и эти обязательства так и не будут исполнены. Гарантированная доходность создает конфликт интересов, который может привести к злоупотреблениям! Это повышает риски и ставит под угрозу интересы других клиентов, не имеющих таких условий.

Мы советуем нашим читателям хорошо подумать, прежде чем использовать продукты с МГД!

Отсутствие гарантии доходности инвестиций в денежном выражении не означает, что отсутствуют гарантии сохранности имущества клиентов: денег и ценных бумаг. Юридические механизмы контроля за сохранностью имущества и надзор со стороны ФСФР России за соблюдением этих правил в отношении УК, ПИФов, ИДУ, брокерских компаний, депозитариев обеспечивает, возможно, даже более высокую сохранность активов, чем в банках. В первую очередь это касается ценных бумаг. В отличие от банков (которые деньгами одних клиентов кредитуют других клиентов) никто не передает ценные бумаги кому-то в пользование*. В случае банкротства УК или брокера активы клиента защищены от требований кредиторов.

В термине «ценная бумага» слово «бумага» давно ушло в прошлое. Акции и облигации существуют в безналичном виде. На наш взгляд, это огромное преимущество с точки зрения обеспечения сохранности такого имущества. Безналичные деньги злоумышленники могут так или иначе перевести в наличные или увести в офшоры, откуда их уже никто не вернет. Безналичные акции или облигации никак не перевести в наличные. Их сохранность обеспечить проще, чем сохранность денег.

Начиная инвестиции, необходимо помнить о созидательной составляющей, лежащей в основе акций, и не бояться колебаний стоимости акций. Статистика показывает: в долгосрочной перспективе акции обеспечивают существенно более высокую доходность, чем депозиты. Необходимо осуществлять инвестиции регулярно и не паниковать во время кризисов. Наоборот, в эти периоды инвестиции особенно выгодны. Необходимо соблюдать диверсификацию, чтобы проблемы одной или нескольких акций (компаний) не могли принести существенный вред Вашему благосостоянию.

Выводы

- Защита имущества клиентов на фондовом рынке обеспечивается не гарантией денежной доходности, а созданием условий для сохранности активов. В первую очередь для сохранности ценных бумаг — акций и облигаций.

* Исключения составляют клиенты брокерских компаний, использующие «шорт» и «плечо» или добровольно разрешившие брокеру использовать свои активы для этих целей.

• Мы считаем, что гарантировать доходность инвестиций в денежном выражении неправильно, потому что:

- это не снижает, а, наоборот, повышает риски для клиента;
 - это стимулирует не к выбору лучших активов, а к игре на колебаниях и злоупотреблениям;
 - это может привести к снижению доходности инвестиций на фоне возрастающих рисков;
 - доходность в денежном выражении не отражает качество управления (особенно на краткосрочных периодах).
- Доходность по банковским депозитам — это не 100% гарантия, а лишь вероятность исполнения банком своих обязательств. При этом стабильность по депозиту компенсируется его низкой доходностью.

6.5. Как оценить качество управления

Когда управляющая компания оказывает услугу по доверительному управлению Вашими финансами, основным показателем ее работы является доходность инвестиционного портфеля. Но как по полученному результату оценить качество оказанных управляющей компанией услуг? Например, доходность портфеля составила 30% годовых. На первый взгляд, это больше, чем доходность депозита, значит, профессионалы из управляющей компании сработали качественно. Объясним, почему такая оценка не является правильной. Для этого введем понятие *рынка*.

Рынок — это множество инвестиционных инструментов (акции, облигации и т. д.), которые возможно приобрести в Ваш инвестиционный портфель. Если за год в среднем цены на рынке выросли на 50%, а доходность Вашего портфеля за тот же период составила всего 30%, то, соответственно, можно сделать вывод, что полученный доход на 20% ниже среднерыночного. Соответственно, можно говорить о плохом качестве управления. И, наоборот, уменьшение инвестиционного портфеля на 20% в ситуации, когда рынок упал на 50%, говорит, несмотря на отрицательный результат, о качественной работе управляющего. Соответственно, методы, используемые в УК «Арсатера» для оценки результатов управления, основаны на постулате инвестирования: качество результатов управления познается в сравнении с рынком, а основное различие заключается в способе вычисления среднерыночного изменения цен.



Все, кто интересуется российским фондовым рынком, слышали про такие понятия, как индекс ММВБ или РТС. Индекс — это виртуальный инвестиционный портфель, составленный из наиболее репрезентативных инвестиционных инструментов, обращающихся на рынке. Изменение значения индекса отражает среднее изменение цен на рынке. Существуют индексы рынка акций (ММВБ и РТС), индексы облигаций (Cbonds) и так далее. Один из способов оценки результатов управления заключается в сравнении полученной доходности с соответствующим индексом, либо сочетанием индексов в зависимости от структуры Ваших инвестиций.

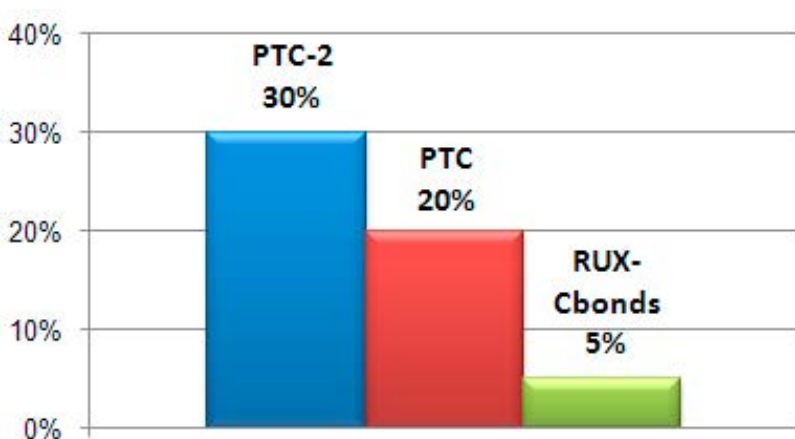
Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

На этом в УК «Арсатера» основан метод упрощенной оценки результатов по индексам. Суть метода заключается в сравнении полученного результата с изменением взвешенного сочетания индексов PTC, PTC-2 и RUX-Cbonds за тот же период. Индекс PTC отражает поведение рынка акций первого эшелона, PTC-2 — акций второго эшелона, индекс RUX-Cbonds служит для оценки средней доходности на рынке облигаций. Вес каждого индекса вычисляется согласно ограничениям, установленным инвестиционной декларацией.

Например, если инвестиционный портфель, состоящий из акций и облигаций, имеет структуру:



а индексы за период показали следующую динамику:



то результат управления сравнивается с показателем, который рассчитывается по формуле:

$$\Delta I = 30\% \cdot \Delta(\text{PTC}) + 30\% \cdot \Delta(\text{PTC} - 2) + 40\% \cdot \Delta(\text{Rux} - \text{Cbonds}) = 17\%.$$

Достоинством вышеприведенного метода является относительная простота вычисления показателя, с которым сравнивается результат, полученный по портфелю. К недостаткам можно отнести

приблизительность такой оценки, поскольку любой биржевой индекс отражает поведение только ограниченной выборки обращающихся на рынке активов. Чтобы максимально корректно оценить качество управления, необходимо проанализировать среднее поведение всех возможных активов в рамках Вашей инвестиционной декларации, то есть построить индивидуальный рыночный индекс (бенчмарк) для Вашего портфеля. УК «Арсатера» на сегодняшний день, пожалуй, единственная управляющая компания в России, которая дает возможность оценить качество своего управления относительно рынка с использованием индивидуального индекса для каждого клиентского портфеля.

В соответствии с разработанной в УК «Арсатера» методикой ранжирования акции и облигации делятся на однородные группы, обладающие приблизительно схожими рисками инвестирования. Акции делятся на пять групп (6.1–6.5), облигации — на шесть (5.1–5.6). Для построения индивидуального индекса сначала вычисляется средняя доходность в каждой группе согласно ранжированию на выбранном временном интервале. То есть доходности всех активов, входящих в группу, складываются; полученная сумма делится на их количество. Таким образом, можно смоделировать поведение инвестора, который не знает, как будут себя вести те или иные активы, и приобретает все возможные для инвестирования активы в данной группе равными долями. Каждая инвестиционная декларация содержит ограничения на каждую группу активов. Поскольку мы уже посчитали средние доходности групп, то для того, чтобы оценить поведение рынка в рамках данной инвестиционной декларации (инвестиционного портфеля), необходимо сложить полученные средние доходности с определенными весами, соответствующими долям в Вашем портфеле той или иной группы. Сумма долей должна равняться 100%.

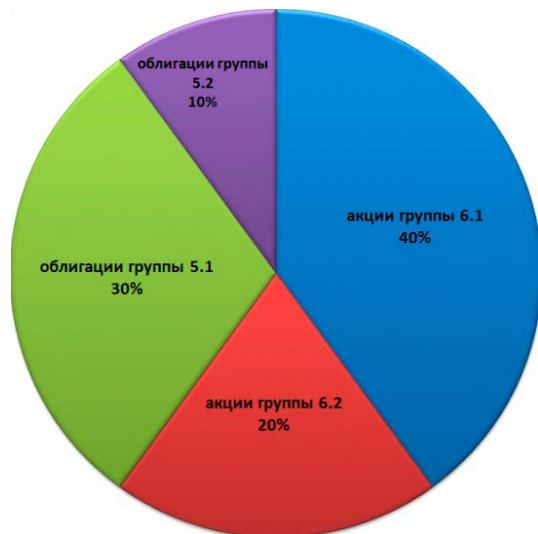
Таким образом, мы получим доходность искусственного портфеля, в котором есть некая комбинация групп, в каждой из которых все активы данной группы представлены равными долями. Доходность такого портфеля — бенчмарк — является изменением индивидуального индекса и показывает, как вел себя рынок по отношению к конкретному инвестиционному портфелю в выбранном временном интервале. Результаты данного расчета предоставляются клиенту, и на основании этих данных клиент может корректно оценить качество работы управляющей компании. Сравнение с грамотно составленным бенчмарком — залог качественной оценки работы управляющего.

Приведем пример составления бенчмарка. Допустим, в Вашем портфеле 60% акций и 40% облигаций, а доходность за год составила 20%. Много это или мало? Построим бенчмарк для того чтобы определить доходность рынка за год и сделать корректное сравнение полученного результата.

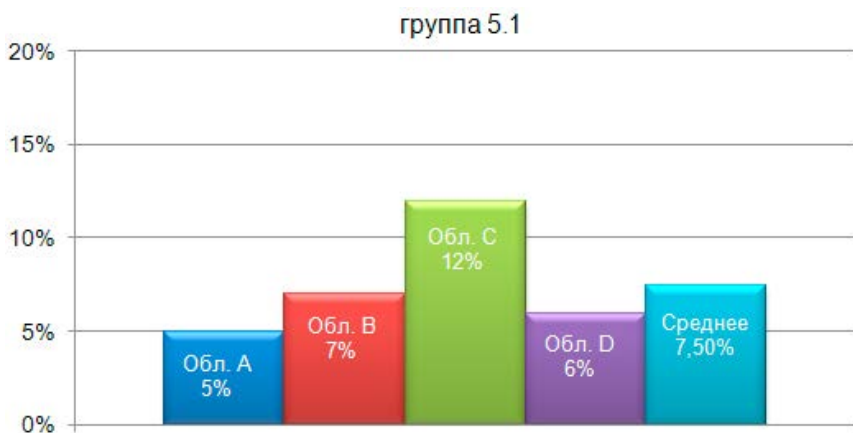
Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

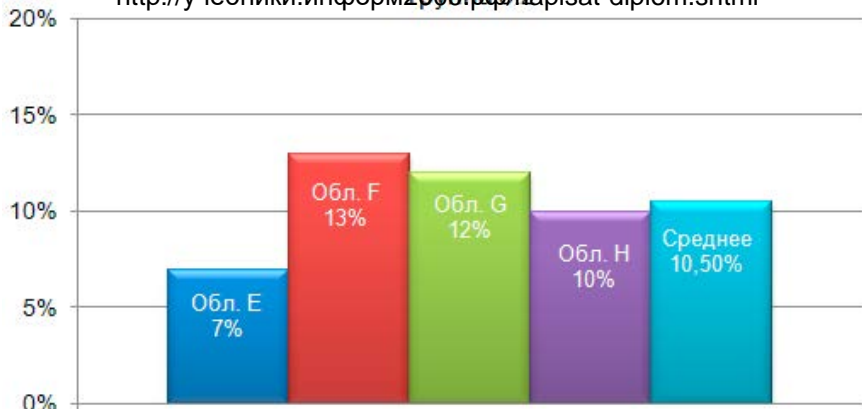
работ

Инвестиционная декларация определяет структуру инвестиционного портфеля следующим образом:
<http://учебники.информ2000.рф/narisat-diplom.shtml>

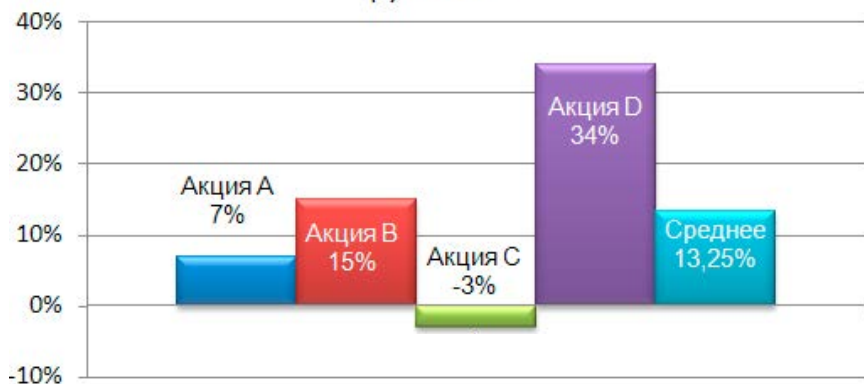


Допустим, в каждой из указанных групп находится всего по 4 различных ценных бумаги, которые показали некую вымышленную доходность за год. Рассчитаем среднюю доходность каждой группы.

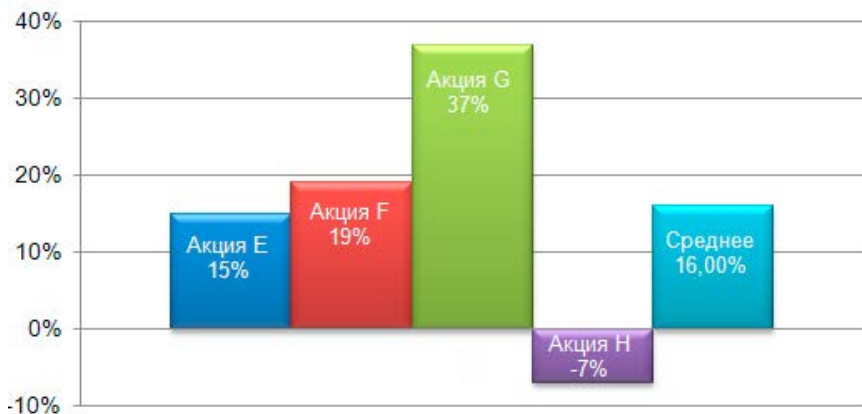




группа 6.1



группа 6.2



Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

Так как мы уже определили доли в портфеле различных групп (6.1 — 40%; 6.2 — 20%; 5.1 — 30%; 5.2 — 10%) и среднюю доходность в каждой группе, то мы можем рассчитать индивидуальный рыночный индекс для портфеля, сложив произведения доходностей на долю ценных бумаг соответствующей группы. Получаем:



Таким образом, среднерыночная доходность Вашего портфеля составила 11.8%. Доходность же Вашего реального портфеля равнялась 20%. На основании этих данных можно сделать вывод о том, что если Ваша инвестиционная декларация не нарушалась, то управляющая компания сумела показать по Вашему портфелю результат, существенно опережающий среднерыночные показатели.

Помимо бенчмарков, которые иллюстрируют только итоговый результат, наша компания предоставляет клиентам отчет MARQ (Measurement Arsagera Reallocation Quality), который содержит детальную информацию об эффективности совершенных в отчетном периоде перекладок из одних активов в другие. Этот отчет показывает, насколько правильным было решение о продаже, к примеру, акций Газпрома в отчетном периоде и покупке, к примеру, акций Сбербанка.

Одним из важнейших аспектов доверительного управления является оценка качества управления. Девятый постулат инвестирования нашей компании гласит: «Качество результатов управления познается в сравнении с рынком». Логическое объяснение этого и других постулатов инвестирования можно найти на сайте в разделе «Мы не работаем с клиентом, если он не разделяет наш подход».

Самая распространенная характеристика поведения фондового рынка — это индексы. На российском рынке наиболее часто используются индексы РТС и ММВБ.

Построение и использование рыночных бенчмарков

Задача корректной оценки результатов управления осложняется несколькими причинами. Во-первых, ключевые российские индексы акций несовершенны. Например, некоторые из них рассчитываются в долларах США, а значит, изменение такого индекса помимо движения цен на акции отражает еще и изменение курса доллара. Во-вторых, любой биржевой индекс отражает поведение лишь ограниченной выборки среди обращающихся на рынке ценных бумаг. Кроме того, эти бумаги еще и отобраны в определенных пропорциях в соответствии с предпочтениями составителей индекса. Поэтому для оценки качества управления сравнивать изменения индекса и конкретного портфеля — не совсем корректно, так как каждый портфель индивидуален и может состоять в разных пропорциях из акций различных групп риска и облигаций. Поэтому для того чтобы получить корректное сравнение доходности портфеля с доходностью рынка для каждого портфеля, необходимо составлять индивидуальный индекс — рыночный бенчмарк.

Для построения бенчмарков мы анализируем среднее поведение всех возможных активов, которые могли быть приобретены в равных долях в портфель в рамках инвестиционной декларации. Это позволяет получить действительно среднее значение, отражающее поведение рынка в отчетном периоде.

Индивидуальные бенчмарки являются неотъемлемой частью системы управления капиталом, применяемой в УК «Арсгера». Превышение доходности портфеля над доходностью бенчмарка является, по нашему мнению, показателем эффективности действий управляющей компании.

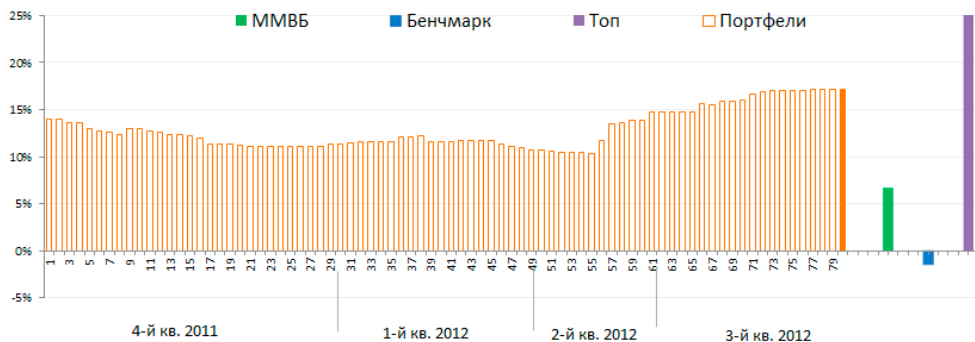
Помимо бенчмарков, которые иллюстрируют только итоговый результат, наша компания представляет клиентам отчет MARQ (Measurement Arsagera Reallocation Quality), который содержит более детальную информацию об эффективности управления.

Пассивное и активное управление портфелем ценных бумаг, сравнение данных подходов в рамках MARQ

Существует два подхода к инвестированию. Первый — это стратегия пассивного инвестирования, которая заключается в том, что портфель формируется на первичном этапе и его структура остается неизменной (например, индексный портфель). Второй подход — это активное управление, то есть периодическое совершение сделок с целью превзойти индекс. При активном управлении, в свою очередь, существуют два крайних способа работы. Первый — это ежедневные спекуляции и игра на колебаниях в попытке обогнать индекс. Второй способ заключается в стремлении сформировать портфель, состоящий из такого множества активов, которое в среднем будет показывать доходность лучше, чем множество активов, входящих в индекс. Такой способ применяется в работе УК «Арсгера».

Приведенные в отчете MARQ графики позволяют Вам сделать вывод о том, насколько эффективным было активное управление портфелем по сравнению с пассивной стратегией. Хотелось бы отметить, что MARQ является универсальной системой оценки качества любой системы управления капиталом и может применяться для оценки качества управления любым портфелем.

Эффективность изменения состава и структуры портфеля за последний год (30.09.2011 - 28.09.2012)



На графике представлены столбики отчета MARQ за последний год. Методика построения каждого столбика следующая:

1. На конец отчетного периода (указанного в заголовке диаграммы) оценивается стоимость гипотетического портфеля, сформированного по итогам торгового дня, в котором были осуществлены сделки с активами или перекладки из одних активов в другие.
2. Количество гипотетических портфелей в отчетном периоде равняется количеству дней, в которые осуществлялись операции с активами (номера на диаграмме приведены в хронологическом порядке).
3. Высота столбика обозначает относительную разницу между стоимостью гипотетического портфеля и фактической стоимостью портфеля на начало периода.
4. Высота последнего (оранжевого) столбика соответствует фактическому результату портфеля.
5. Результаты изменения стоимости эталонных портфелей приведены в правой части диаграммы (зеленый, синий и фиолетовый столбики).

То, насколько правильным было решение управляющего продать в отчетном периоде один актив и купить вместо него другой, можно понять, сравнивая между собой высоту соседних столбиков. Общий наклон линии, проведенной по вершинам столбиков, характеризует то, насколько эффективными в итоге оказались действия управляющей компании.

Зеленый столбик ММВБ показывает, какой был бы результат портфеля, если бы его структура полностью повторяла структуру индекса ММВБ на выбранном временном окне.

Фиолетовый столбик Топ (крайний правый на графике) показывает, каков был бы результат портфеля, если бы управляющая компания в начале отчетного периода выявила ряд акций, максимально выросших в отчетном периоде, и сформировала из них инвестиционный портфель. Количество акций в Топ зависит от инвестиционной декларации портфеля. Так как заранее выбрать акции, которые вырастут по итогам отчетного периода больше всех, практически невозможно, то этот столбик показывает максимальную границу доходности, к которой необходимо стремиться.

Синий столбик Бенчмарк демонстрирует результат гипотетического портфеля, повторяющего структуру индивидуального рыночного бенчмарка.
<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

Оценить эффективность действий управляющей компании можно по двум критериям:

- динамике оранжевых столбиков от первого к последнему (возрастающая или убывающая). Возрастающая динамика говорит о том, что активное управление оказало положительное влияние на результат;
- высоте последнего (оранжевого) столбика относительно столбиков индекса (зеленого) и бенчмарка (синего). Если он выше, то это означает, что управляющая компания смогла превзойти индекс и рыночный бенчмарк на рассматриваемом периоде управления.

Использование этих графиков позволяет Вам оценить эффективность применения активной стратегии управления, при которой управляющая компания совершает операции с целью поддержания в составе портфеля клиента активов с максимальной потенциальной доходностью.

Выводы

- MARQ — это универсальная система оценки качества любой системы управления капиталом, которая может дать представление о целесообразности действий управляющего.
- Эффективность активной стратегии управления подтверждается положительной динамикой столбиков на графиках и превышением результата портфеля над результатами индекса и бенчмарка.
- Если на графиках наблюдается обратная тенденция, а результат управляющего хуже значения рыночного бенчмарка на протяжении длительного периода времени, то Вам стоит задуматься о целесообразности такого доверительного управления.

Наша компания готова предоставить технологию MARQ в свободное использование любому финансовому институту при условии сохранения оригинального названия и ссылки на правообладателя. Скачать методику MARQ можно на данной странице.



6.7. Что нужно знать о доверительном управлении

Если не выносить сор из избы, то в избе будет грязно. (Наблюдение)

В этом материале мы расскажем о возможных злоупотреблениях при доверительном управлении и о том, как можно защититься от них.

Занижение доходности результатов управления

Это манипуляции с активами, изменяющие фактическую доходность портфеля. Например, по портфелю клиента удастся получить хорошую доходность 80-100% (благодаря росту рынка или

правильному выбору активов управляющим, или в результате спекуляции, которая по счастливой случайности оказалась удачной). Но после этого может появиться идея: а зачем ему (клиенту) так много, он и от 40% будет прыгать до потолка. Ведь в банке он все равно больше 10% не получит. После этого проводится ряд убыточных сделок, и «лишний» результат оседает на нужной компании-«прокладке».

Сброс на клиента «плохих» активов

Это частный случай занижения результатов управления. Если компания при управлении собственными средствами приобрела неудачные активы, то возникает соблазн «перекинуть» их на клиента. Естественно, «законным» путем: не напрямую, а через «прокладку». Это, например, бывает с облигациями, по которым ожидается дефолт, но клиент этого еще не знает, а компания уже в курсе (особенно если она же выступала организатором размещения этих облигаций и хорошо знает экономическую ситуацию у заемщика).



Завышение доходности результатов управления при ДУ

Технически это те же самые манипуляции с активами, только «в плюс» клиенту. Кажется нелепым? Все очень просто: клиенту рисуют красивую доходность на начальном этапе сотрудничества для того чтобы стимулировать его «добавить» денег. Потом эти деньги забирают, иногда вместе с деньгами клиента. А еще это может быть связано с получением дополнительной комиссии за хороший результат.

Иногда такую тактику применяют ПИФы, особенно молодые, для раскрутки, когда посторонних клиентов еще мало и большинство паев принадлежат собственнику, тесно связанному с управляющей компанией. ПИФ проводит «выигрышные» сделки с компанией-«прокладкой». Собственник практически всех паев как бы «выигрывает» деньги у компании-«прокладки» (в которой тоже его деньги) в пользу ПИФа. Реальных потерь он при этом не несет — деньги просто перетекают из одного кармана в другой. На графике это выглядит как впечатляющий результат управления. Однако при внимательном изучении видно, что изменение стоимости пая при таких манипуляциях вообще не совпадает с динамикой фондового рынка (индексов).

Манипуляции с ценами на акции

Для описанных выше махинаций, как правило, выбираются низколиквидные акции «третьего-четвертого эшелонов», по которым очень велика разница между ценой спроса и предложения (спрэд). Тогда манипулятивную сделку можно провести «внутри» спреда. Если Вы увидели в своем портфеле сделку, совершенную с такими бумагами — это повод потребовать разъяснений. Иногда сделка и не проводится: для получения комиссии управляющий сам (своими деньгами) «нарисует» котировку по таким бумагам к концу отчетного периода.

Использование средств клиентов для манипуляций ценами на акции
<http://учебники.информ2000.рф/warisan-diplom.shtml>

Первый вариант: купить низколиквидных акций; «разогнать» их стоимость, рисуя большой потенциал роста в своих аналитических обзорах; перепродать в портфели клиентам существенно дороже.

Второй (более мягкий) вариант: купить акции, а для «разгона» их стоимости использовать средства клиентов.

Возможность сотрудников управлять личными портфелями тоже создает широкий спектр конфликтов интересов, например соблазн использовать информацию о сделках клиента в личных целях.

Конфликт интересов: андеррайтер — управляющий

В крупных финансовых группах (ФГ) обычно представлен широкий спектр возможных услуг. Это приводит к конфликту интересов между подразделениями. Например, ФГ организует размещение акций или облигаций (IPO). В ходе размещения эти ценные бумаги очень часто попадают в портфели клиентов по доверительному управлению. И неважно: выгодно это для клиента или нет. Когда ФГ выступает организатором размещения, ее задачей становится продать ценные бумаги как можно дороже. Когда ФГ управляет портфелем клиента, ее задачей становится покупка акции как можно выгоднее (то есть дешевле). К сожалению, встречаются совершенно безобразные случаи, когда перед IPO организаторы рисуют фантастические перспективы, «вдувая» акции клиентам, а через несколько месяцев после IPO уменьшают свою оценку стоимости акций в разы. И им наплевать на клиентов, купивших эти акции по высоким ценам, — свою комиссию они получили от компании, выпускавшей акции.



Конфликт интересов: брокер — управляющий

Если ФГ одновременно предоставляет брокерские услуги и услуги по управлению капиталом, то возникает другой конфликт интересов. Вознаграждение брокера зависит от того, как часто клиент совершает сделки. Его задача — максимально стимулировать клиента к совершению сделок. Задача управляющего — минимизировать расходы клиента при управлении и совершать сделки как можно реже, только когда это действительно выгодно для клиента.

Необоснованные сделки при доверительном управлении

Описанная ситуация хорошо объясняет, почему в некоторых компаниях очень любят закреплять каждый портфель за индивидуальным управляющим, который является убежденным спекулянтом и искренне верит в то, что совершая 200-300 сделок в день, приносит пользу клиенту. Зачастую это ведет к немыслимым ситуациям: в рамках одной компании в некоторых портфелях ДУ акции Газпрома

могут продаваться, а в других покупаться, потому что управляющие этими портфелями имеют разную точку зрения на эти акции (и у них это считается нормальным). Брокер при этом очень доволен.



www.investars.ru

Конфликт интересов: минимальная гарантированная доходность (МГД)
<http://учебники.информ2000.рф/mapisa-diplom.shtml>

Законодательство не запрещает принимать средства по индивидуальным договорам доверительного управления с минимальной гарантированной доходностью. Более того, для пенсионных резервов НПФов МГД напрямую предусмотрено законодательством.

Само по себе это не является злоупотреблением, но ведет к ситуации, когда у компании появляются портфели «разного сорта». Особенно остро этот конфликт интересов проявляется в ситуациях, когда по портфелям с МГД получены убытки. Возникает соблазн компенсировать эти убытки за счет портфелей, где нет МГД.

Парадоксально, но даже портфели с МГД не особо защищены. В отличие от банков, где строго отслеживается достаточность собственного капитала для покрытия обязательств, управляющая компания может выдать любой объем гарантий. Если Вам предлагают доверительное управление с МГД, поинтересуйтесь размером собственного капитала УК и объемом средств, принятых на условиях МГД. А заодно постарайтесь узнать, какой объем средств на условиях МГД они планируют привлечь в будущем (пока Вы будете их клиентом)

Вольная трактовка результатов доверительного управления

Если клиент при передаче средств в управление нечетко определил меру риска, управляющий сможет обосновать любой результат своей работы, свободно перемещаясь по всему полю «риск-доходность» и утверждая, что высокая доходность получена при минимальном риске, а низкая доходность — результат высокой надежности. На деле высокая доходность может означать, что клиент реально нес высокий риск, а управляющий его об этом не предупредил. В другом случае низкая доходность может объясняться плохой работой управляющего, а не высокой степенью надежности.

«Эффект храповика» при выплате вознаграждения управляющей компании

Вознаграждение управляющей компании, как правило, состоит из двух частей: 1) фиксированный процент от объема портфеля, 2) процент от результата. Иногда во второй части возникает «эффект храповика». Когда портфель растет, то берется вознаграждение. После этого он падает, и в этом случае вознаграждение не взимается. Но когда портфель снова начинает расти, то с этого роста опять берется вознаграждение. И так может повторяться много раз. Возникает забавная ситуация: портфель клиента практически не изменился, а клиент заплатил управляющему огромную комиссию за результат. Необходимо проверять в договоре условие о том, что комиссия за результат выплачивается только в случае превышения предыдущей максимальной стоимости портфеля.



*«За закрытыми дверями многое можно скрыть,
поэтому у нас их нет».*

В статье «Что нужно знать о доверительном управлении» мы подробно описали варианты злоупотреблений при доверительном управлении. Будет неконструктивно обозначить проблему и не предложить решения. На примере системы, действующей в УК «Арсатера», мы расскажем, что мы придумали, чтобы защитить клиента от подобных ситуаций. Кто-то обвинит нас в том, что это реклама УК «Арсатера». Возможно, это отчасти и так — нам есть чем гордиться. Гораздо хуже лицемерие, когда кто-то предлагает решение, но сам его не использует. Что же касается рекламы, то Вы можете использовать наши технологии, не являясь нашим клиентом и не платя нам ни копейки. Предложите своей УК использовать приведенные здесь решения и закрепите это в Вашем договоре индивидуального доверительного управления. Мы надеемся, что это повысит стандарты деятельности в нашей отрасли.

Концентрация и независимость

Исключительным видом деятельности УК «Арсатера» является управление капиталом. Эта деятельность не совмещается с какой-либо другой деятельностью и ведется в рамках одного юридического лица — нет ни дочерних, ни материнских компаний. УК «Арсатера» не зависит от финансово-промышленных групп и имеет диверсифицированную структуру акционеров. Это позволяет свести к минимуму конфликты интересов.

Некоторые наши потенциальные клиенты считают, что наличие крупной структуры за спиной — это плюс, в случае чего подстрахуют. Только надо понимать, что в этом случае клиент принимает и все риски головной организации.



Запрет на личные портфели

Кодексом корпоративного поведения сотрудникам УК «Арсатера» запрещено иметь индивидуальные портфели в брокерских компаниях (исключением является владение акциями самой УК «Арсатера»). Однако разрешено и даже приветствуется участие в паевых фондах. Механизм паевого фонда как инструмент коллективных инвестиций эффективно защищает от возможности получить личное преимущество одного пайщика за счет других. Наличие персональных средств в ПИФах УК «Арсатера» повышает личную материальную заинтересованность сотрудников. В то же время клиентам важно знать, что они вместе с сотрудниками и менеджментом компании находятся «в одной лодке». Информация об операциях менеджмента и сотрудников подлежит раскрытию в соответствии с положением об инсайдерской информации.

Специализация функций при управлении капиталом

По нашему мнению такие функции, как выбор активов для инвестирования, осуществление сделок и риск-менеджмент в принципе нельзя совмещать. В рамках УК «Арсатера» эти функции выполняют обособленные подразделения. Такой подход имеет свои преимущества и снижает целый спектр рисков.

Для того чтобы клиент имел представление об обоснованности каждой сделки, предоставляется аналитическая отчетность по ценным бумагам, представленным на рынке. Она состоит из:

- сводных отраслевых хит-парадов, содержащих информацию о средней потенциальной доходности акций эмитентов, принадлежащих одной отрасли, рассчитанной по нашей методике;
- оценки потенциальной доходности по большинству акций, ликвидность которых позволяет купить их в портфели клиентов;
- подробного расчета потенциальной доходности по тем эмитентам, которые представлены в портфеле клиента.

Понятно, что такая работа на регулярной основе осуществляется командой аналитиков — это просто не под силу индивидуальному управляющему.

Предоставление клиенту этой информации затрудняет совершение необоснованных сделок, которые могут быть вызваны конфликтом интересов, и необоснованных спекуляций индивидуальных управляющих.

Ранжирование активов — Arsagera Asset Certification

На фондовом рынке такие понятия как «голубые фишки» и «второй эшелон» сложились стихийно и имеют размытые границы.

Arsagera Asset Certification устанавливает четкие критерии для разделения ценных бумаг на однородные по мере риска группы. Такое ранжирование осуществляется ежеквартально и его результаты приводятся на сайте.

Само по себе ранжирование ни от чего не защищает, но в последующем оно используется для составления инвестиционной декларации и является фундаментом для защиты от манипуляций, для корректной оценки результатов управления и исключения конфликтов интересов.

Ограничение уровня риска — инвестиционная декларация

Базируясь на системе ранжирования Arsagera Asset Certification, инвестиционная декларация позволяет четко и предельно конкретно установить меру риска, которая должна соблюдаться при управлении портфелем.

Устанавливая лимиты (предельные доли) в портфеле на каждую группу ценных бумаг, можно, например, ограничить совершение сделок с низколиквидными акциями.

Инвестиционная декларация, построенная на четком ранжировании активов, позволяет осуществлять корректную оценку результатов управления и не допускать их вольную трактовку.

По итогам каждого отчетного периода клиенту предоставляется отчет о соблюдении инвестиционной декларации, где фиксируются все случаи нарушения установленных ограничений.

Особый режим для низколиквидных акций

Клиент может минимизировать или вообще закрыть лимиты для активов с ограниченной ликвидностью (группы 6.3 и 6.4), а сделки с низколиквидными акциями (группа 6.5) вообще предварительно согласуются с клиентом. Дополнительно к этому действует особый порядок их оценки в портфеле (по худшей из двух оценок). Если котировки на такие акции вырастают, то для оценки стоимости

портфеля и расчета вознаграждения используется документная стоимость. Если они падают, то используется стоимость по котировкам. Такой подход позволяет клиенту платить комиссию только после фактического закрытия сделки (не ориентируясь на переоценку). В то же время, если цена на эти акции падает, это позволяет клиенту даже уменьшить комиссию за управление.

Корректная оценка результатов управления

Для корректной оценки результатов управления, помимо отчета о самих результатах, приводятся еще три отчета:

- Бенчмарк. Отчет, показывающий, как соотносятся результаты управления с изменением рынка в целом и в разрезе каждой группы с учетом ограничений (лимитов), установленных инвестиционной декларацией.
- MARQ (Measurement Arsagera Reallocation Quality) ретроспективно показывает эффективность изменения состава и структуры портфеля, то есть насколько правильным было каждое решение управляющего о совершении сделки.
- Вклад отдельных инструментов в финансовый результат управления. В этом отчете отражены акции, которые присутствовали в портфеле, и то, какую прибыль или убыток они принесли в отчетном периоде. Из отчета также видно, какая часть прибыли уже получена в результате закрытых сделок, а какая является результатом переоценки.

Предоставление этих отчетов позволяет клиенту контролировать ситуацию с манипулированием результатами. Однако, для максимальной прозрачности предоставляется и полный реестр сделок. По этому отчету всегда можно проверить, какие сделки фактически совершал управляющий, и были ли их условия рыночными.

Оплата комиссии «за прибыль»

В УК «Арсагера» по договорам индивидуального доверительного управления клиент платит комиссию ТОЛЬКО как процент от прибыли, заработанной по портфелю. Как правило, у большинства компаний комиссия складывается из двух составляющих: процента от прибыли и процента от стоимости активов, что, по нашему мнению, снижает мотивацию.

Правила расчета вознаграждения «за прибыль» исключают «эффект храповика». То есть вознаграждение взимается, только если портфель превысил свое предыдущее максимальное значение.

Ограничение на договоры с минимальной гарантированной доходностью (МГД)

Устав УК «Арсагера» ограничивает возможность Правления заключать договоры займа, кредитные договоры, выдавать поручительства и совершать операции с векселями. Заключение договоров с МГД подразумевает принятие на себя обязательств, исполняемых за счет собственных средств. За все время деятельности компании не было заключено ни одного договора с МГД. Это позволило минимизировать конфликт интересов между разными клиентами. В свое время было очень непросто принять такое решение и отказаться от огромного сегмента рынка пенсионных резервов НПФов и клиентов, требующих МГД. Но 2008 год подтвердил правильность этого решения.

В дополнение несколько слов про конфликт интересов: с одной стороны, законодательство требует, чтобы управляющий относился к управлению средствами клиентов с той же заботой, что и к своим. С другой стороны, при совершении сделки с большим количеством обособленных портфелей всегда может возникнуть рыночная ситуация, при которой для одного портфеля сделка была более выгодной, для другого — менее. Это происходит из-за постоянного колебания цен. Мы для себя выработали следующую практику: при необходимости совершить сделку по ряду портфелей в первую очередь совершать сделки по ПИФам, затем по индивидуальным портфелям, и только после этого

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

осуществлять сделки по собственному портфелю. Но даже при этом может возникнуть ситуация, когда в силу изменения конъюнктуры рынка сделка по собственному портфелю окажется более выгодной. Но такие отклонения обычно носят незначительный характер, и разница составляет максимум 1-2%. В любом случае это реальные сделки, заключенные на рыночных условиях. При злоупотреблении речь идет о разнице в десятки, сотни или даже тысячи процентов или о совершении сделок с подставными компаниями.

В приведенной таблице перечислены злоупотребления и ситуации, содержащие риск для клиентов, а также то, как предложенные меры помогают защититься от них.

Способы защиты	Злоупотребления и ситуации, содержащие риск для клиентов (подробно описаны в статье «Что нужно знать о доверительном управлении»)								
	Занижение/завышение (доходности) результатов управления	Манипуляции с ценами на акции	Сброс на клиента «плохих» активов	Использование средств клиентов для манипуляций ценами на акции	Конфликт интересов: андеррайтер – управляющий	Конфликт интересов: брокер – управляющий	Необоснованные сделки	Конфликт интересов: МГД	Вольная трактовка результатов управления
Концентрация и независимость						+	+		
Запрет на личные портфели	+	+	+	+					
Специализация функций при управлении капиталом	+		+				+		+
Обоснованность сделок	+	+	+	+		+	+		
Ранжирование активов — Arsagera Asset Certification	+	+	+						+
Ограничение уровня риска — инвестиционная декларация	+	+	+						+
Особый режим для низколиквидных акций	+	+	+	+					
Бенчмарк	+								+
MARQ (Measurement Arsagera Reallocation Quality)	+		+				+	+	+
Вклад отдельных инструментов в финансовый результат	+	+					+	+	+
Комиссия «за прибыль»							+	+	
Ограничение на договоры с МГД								+	
Раскрытие операций по собственным средствам		+	+						

В рамках курса «Университет» следующей читайте статью 7.4. «Волатильность» может приносить доход! Но не спекулянтам!

Новый Год, праздники, дни рождений — время корпоративов, поздравлений, дорогих подарков. В это время компании часто устраивают для своих партнеров и клиентов, причем как текущих, так и потенциальных, богатые тусовки. Считается, что все это повышает лояльность уже имеющихся клиентов и возможность установить новые полезные контакты. Другими словами, это элемент продвижения.

Есть категория людей, на которых весь этот лоск и гламур производят впечатление солидности компании. Но, наверное, любому думающему человеку понятно, за чей счет компании устраивают пышные фуршеты и делают дорогие подарки. Источником существования и заработка любой компании являются ее клиенты.

По дороговизне подарков, размаху фуршетов, стоимости костюмов, часов, автомобилей и домов менеджеров можно судить о том, сколько зарабатывает компания на своих клиентах и на что расходует эти деньги.

Когда благополучие сотрудников и менеджмента компании есть результат высокой эффективности и производительности — это здорово, таким бизнесом можно гордиться. В таких ситуациях компании, как правило, не нужно добиваться лояльности клиентов и партнеров дорогими подарками и фуршетами. Продукты компании, результаты труда ее сотрудников сами по себе обеспечат хорошее отношение. В этом случае нет необходимости (да и неправильно) тратить на это деньги акционеров.

А когда для поддержания лояльности дарят дорогие подарки и «накрывают поляну», не является ли это способом замаскировать низкое качество продукта, свою неэффективность или завышенные цены?

Но самое неприятное в том, что все эти дорогие подарки, фуршеты и тусовки оплачиваются в конечном итоге за счет клиентов. Получая очередной презент, Вы тут же должны вспомнить, что «сами его оплатили». Это даже стало отдельным видом «бизнеса». К нам постоянно обращаются какие-то странные лавки, которые предлагают организовать для наших VIP-клиентов экзотический тур, поездку на игру Лиги чемпионов или еще что-нибудь в таком же духе.

Мы считаем, что клиент сам гораздо лучше знает, как ему потратить СВОИ деньги. Возможно, кто-то из клиентов относится к этому, как к возможности хотя бы в таком виде вернуть часть своих денег. Но тогда им должно быть вдвойне обидно, когда такие промо-акции компания устраивает для потенциальных клиентов.

Управляющая компания — это лакомый клиент для брокерской компании. Мы постоянно получаем предложения о сотрудничестве со стороны крупных брокерских домов, которые дарят VIP-подарки ко всевозможным праздникам. Проведенное нами исследование стоимости их услуг показало: чем «круче» подарки, тем выше стоимость услуг. Корреляцию между «крутизной» и качеством обнаружить не удалось.

Другой пример. Мы тесно сотрудничаем с одной небольшой IT-компанией. Когда мы встретились с ними в первый раз, то были даже несколько шокированы их внешним видом. Ребята выглядели чересчур простовато даже для «ай-тишников». Хотя уже в ходе пилотной встречи они продемонстрировали свой профессионализм, мы все равно обратились с вопросом к человеку, который их нам порекомендовал: не мешает ли их бизнесу такой имидж? Тот посмеялся и ответил: это часть их стратегии — хотят показать клиенту, что не берут лишнего. В итоге они успешно и качественно

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

реализовали нам крупный проект за вполне приемлемый бюджет и обеспечили отличное сопровождение. Зато теперь стало понятно, что предыдущий проект, который делала «солидная» компания, стоил безумно дорого, качество было «так себе», а сопровождение — «ни в какие ворота».

Выбирая контрагентов, мы с предубеждением относимся к компаниям, набивающим себе цену. А еще мы для себя решили: лучший подарок нашим клиентам — это хорошее качество и эффективность нашей работы, а также минимизация расходов на сомнительные промо-акции.

Выводы

- Бизнес в России очень хорошо научился пускать «пыль в глаза» и, к сожалению, это часто делается в ущерб эффективности и качеству.
- Профессионалы, которые действительно умеют что-то делать, существуют, их просто надо поискать.
- Соотношение первых и вторых показывает, кому нужна «солидность», а кому «результат».

○ *В рамках курса «Факультатив» следующей читайте статью 7.9. Кто продает на максимумах и покупает на минимумах?*

7.1. Куда вложить деньги? Производительные и непроизводительные активы Δ

Вариантов того, в какие виды активов можно вложить свободные деньги, на первый взгляд не так много. Средства могут быть инвестированы в бизнес (в том числе посредством приобретения акций), в облигации, депозиты, недвижимость, на них можно купить товары (золото, нефть и т. д.) или валюту, антиквариат или драгоценности. Других вариантов нет, так как все остальные случаи — это производные от вышеупомянутых инструментов (например, инструменты срочного рынка).

Для того чтобы понять логику инвестиций профессиональных инвесторов, которые стремятся получать прибыль от вложений денег в долгосрочной перспективе, перечисленные выше виды активов необходимо разделить на две большие группы: активы, предполагающие создание добавленной стоимости, и активы, в которых отсутствует созидательная составляющая.

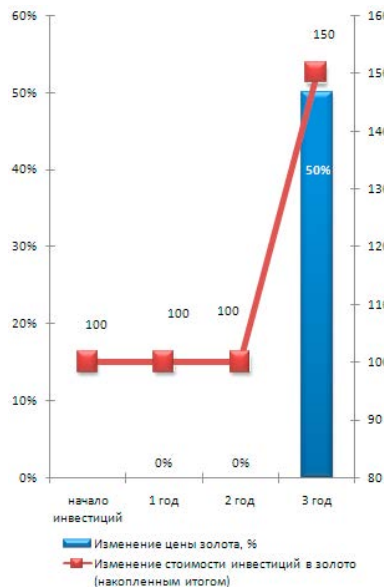
Активы, предполагающие создание добавленной стоимости

К активам, предполагающим создание добавленной стоимости, относятся:

- бизнес (акции) как организация, основной целью деятельности которой является извлечение прибыли;
- облигации и депозиты как инструмент, в котором заранее определенный денежный поток является платой за пользование заемными средствами;
- недвижимость, которая при сдаче ее в аренду приносит рентный доход, а при строительстве увеличивается в цене в результате увеличения строительной готовности.



© www.investars.ru



Активы, в которых отсутствует созидательная составляющая

Товары и валюта являются активами, которые не генерируют денежный поток, поскольку сама природа этих активов не предполагает создания какой-либо добавленной стоимости.

Человек, владеющий бизнесом (акциями), облигациями или недвижимостью, может получить прибыль от своих активов в виде генерируемого ими денежного потока (в виде дивидендов, купонного и рентного дохода соответственно) даже в случае, если их рыночная стоимость не будет изменяться.

В случае же вложения денег в товары (золото, нефть и т. д.) или валюту человек не становится богаче просто от владения этими активами, поскольку сами по себе они не создают добавленной стоимости и, как следствие, денежного потока (исключением является случай с депозитами в драгоценных металлах). Весь расчет сводится к ожиданию

увеличения рыночной стоимости этих активов, которая довольно часто определяется изменчивой конъюнктурой рынка.

Таким образом, если активы, генерирующие прибыль, дают возможность инвестору зарабатывать от самого владения активом, то при приобретении активов, не генерирующих денежный поток, человек рассчитывает заработать на спекуляциях.

В долгосрочной перспективе невозможно получить стабильную прибыль от игры на колебаниях стоимости активов (спекуляций). Кроме того, стоимость активов, создающих добавленную стоимость, как правило, растет быстрее, чем стоимость активов, которые добавленной стоимости не создают. Это происходит потому, что помимо инфляции, увеличивающей стоимость продаваемых предприятием товаров, на увеличение выручки компании работает еще и увеличение эффективности самого бизнеса.

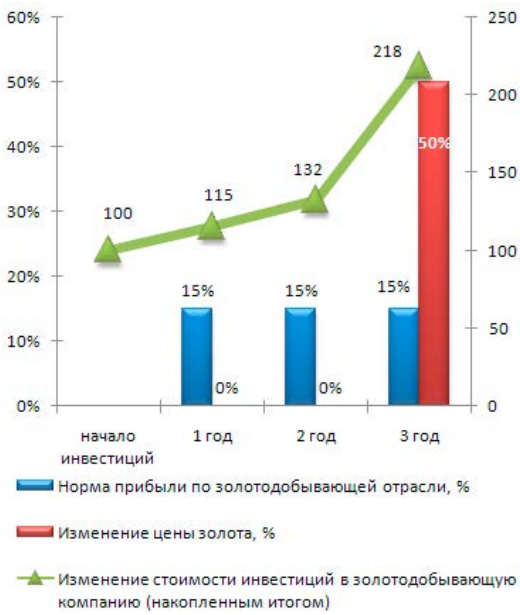
Для большей наглядности рассмотрим сказанное выше на примере с золотом. Часто люди, пытающиеся сохранить заработанные деньги, вкладывают их в золото (в виде золотых слитков или монет).

Другой альтернативой, которую видят очень немногие, является вложение заработанных денег в акции золотодобывающей компании.

Человек, купивший на свои сбережения золотой слиток, получит прибыль только в результате роста стоимости золота. В то же время инвестор, который приобрел акции золотодобывающей компании, будет получать свою прибыль ежегодно, даже если цена золота в течение года не менялась. Произойдет это потому, что компания будет продавать свои изделия с определенной наценкой. При этом прибыль от инвестиций в золотодобывающую компанию выразится либо в росте стоимости акций компании, либо в объеме выплачиваемых на акцию дивидендов.

Таким образом, мы видим, что вложение средств в акции золотодобывающей компании более привлекательно в плане инвестиций, чем покупка золота (например, в виде золотых слитков).

Секрет процветания профессиональных инвесторов заключается во владении активами, генерирующими денежный поток. Это обусловлено тем, что увеличение стоимости таких активов происходит быстрее, чем увеличение стоимости активов, в которых созидательная составляющая отсутствует.



Здесь стоит отметить, что, по нашим оценкам, акции золотодобывающих компаний обладают низким уровнем потенциальной доходности, поэтому мы рекомендуем обратить внимание на акции, обладающие более высоким потенциалом.

Какой главный мотив большинства частных трейдеров, которые играют на фондовом рынке, а также фьючерсах, опционах и FOREXе? Это — неугасаемая надежда на внезапное обогащение. Биржи вместе с брокерами организуют курсы, где учат «зарабатывать своим умом», проводят всевозможные конкурсы на звание «лучшего инвестора». Победители показывают результат — сотни, даже тысячи процентов. Правда, называть победителя «инвестором» немного неправильно. Когда человек совершает в среднем десяток операций в минуту, это не подходит под определение «инвестор». Здесь лучше подойдет термин «спекулянт». Или — это звучит гордо — «скальпер». В этом материале мы попробуем разобраться в том, кто выигрывает на фондовом рынке и что для этого нужно делать?

Природа заработка на фондовом рынке

Начнем с фондового рынка. Нам поможет небольшое исследование о природе заработка на нем. Общий результат всех участников на фондовом рынке — это не что иное, как изменение капитализации компаний за отчетный период плюс выплаченные ими дивиденды.

Среднерыночная теоретическая доходность за период = (Изменение капитализации фондового рынка + Дивиденды) / Капитализация на начало отчетного периода.

Данный показатель весьма близок по смыслу к фондовому индексу, хотя и несколько отличается от него в лучшую сторону. Индекс не учитывает выплаченные дивиденды; имеет более узкую базу расчетов (меньшее число эмитентов, чем на рынке в целом); к тому же, в большинстве индексов считается не капитализация всей компании, а только ее части (фри-флоата). Тем не менее, для характеристики среднерыночной доходности индекс вполне приемлем.

Уточним понятие среднерыночной доходности. В общем виде ее можно записать следующим образом:

$$Y = (\Delta MC + D - C) / (MC + \text{Cash}),$$

где

Y — среднерыночная доходность инвесторов;

ΔMC — изменение капитализации компаний за отчетный период;

D — выплаченные дивиденды;

C — издержки по транзакциям (спрэды, комиссия брокера, биржевой сбор, вознаграждение депозитария, % по маргинальному кредитованию);

MC — капитализация компаний на начало отчетного периода;

Cash — среднедневная сумма денежных средств в портфелях инвесторов (размер всех средств инвесторов, не вложенных в ценные бумаги).

Так как C и Cash всегда > 0, то даже несмотря на выплачиваемые дивиденды, среднерыночная доходность инвесторов становится хуже индекса.

В результате мы приходим к важному выводу: все участники рынка никогда не смогут обыграть фондовый индекс.

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

Фактические данные по результатам работы за 3-5 лет выглядят так: 80% проигрывают индексу, 13% работают с той же эффективностью и 7% выигрывают.

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

В сознании людей все происходит иначе — эффект Лейк-Уобегона: 90% игроков считают себя выдающимися, а коллег середнячками.

Обучающие курсы, технический анализ, пропаганда брокеров и бирж, конкурсы среди частных инвесторов, где победители показывают 1000% роста. Все это должно вызвать следующее состояние сознания: на финансовом рынке можно внезапно обогатиться и «мне надо чуть-чуть подучиться и я тоже быстро разбогатею».

Интересы брокеров на фондовом рынке

Биржевиков и брокеров понять можно — в этой формуле они борются за максимизацию (С). Им все равно, куда двинется рынок, поэтому в сознание трейдеров вживляется еще один стереотип: «не важно — рост или падение, зарабатывать можно на любом движении рынка».

Большинство игроков даже не интересуется среднерыночная доходность. Игроки достаточно честолюбивы и рассчитывают на тысячу или, при плохом раскладе, хотя бы на несколько сотен процентов в год.

Откуда берется эта массовая самонадеянность, что именно Вы обыграете всех остальных?

Чтобы заработать 1000%, должно быть 10 игроков с таким же размером счета как у Вас, и они должны проиграть ВАМ все без остатка.

Про фьючерсы, опционы и Forex

Теперь несколько слов о фьючерсах, опционах и Forex. На фондовом рынке хотя бы есть положительная среднестатистическая доходность. Там сам актив – акция — имеет свойство увеличивать свою стоимость, то есть является производительным активом.

Фьючерсы, опционы и Forex, в отличие от фондового рынка, — это чистой воды тотализатор. Объем выигранных денег равен объему проигранных минус комиссия организаторов. Выигранные деньги забираются из карманов проигравших. Учитывая злоупотребления со стороны крупных игроков и организаторов торговли, вся армия самонадеянных скальперов — это «мясо», «кормовая база».

Можно ли быстро обогатиться на рынке ценных бумаг?

Поэтому иллюзия того, что на финансовом рынке можно сказочно обогатиться (надо только чуть-чуть доработать свою систему торговли), будет всячески поддерживаться. В первую очередь теми, кто за счет (С) привык покупать дома, дорогие автомобили и много путешествовать. Особенно в этом преуспели Forex-клубы. Они добились поистине впечатляющих успехов: за небольшой промежуток времени все деньги игроков переходят в «С».



Самое сложное в пенении алкоголизма — при-
[знать себе, что ты алкоголик](http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml)

На самом деле не все так грустно. Надо только победить свою самонадеянность. Отказаться от иллюзии внезапного обогащения — самое сложное. А дальше все становится просто — возможно, это даже покажется Вам скучным, но зато это гораздо более реалистично — регулярная покупка акций без попыток играть на колебаниях, особенно на понижение, может приносить доход выше, чем банковский депозит. Потому что бизнес, который лежит в основе акций, работает и создает добавленную стоимость.

Быть среди 13% и получать доходность, которую приносит фондовый индекс, — уже неплохо (если не рассчитывать на мифические 1000%, а просто стремиться быть лучше, чем 80% других).

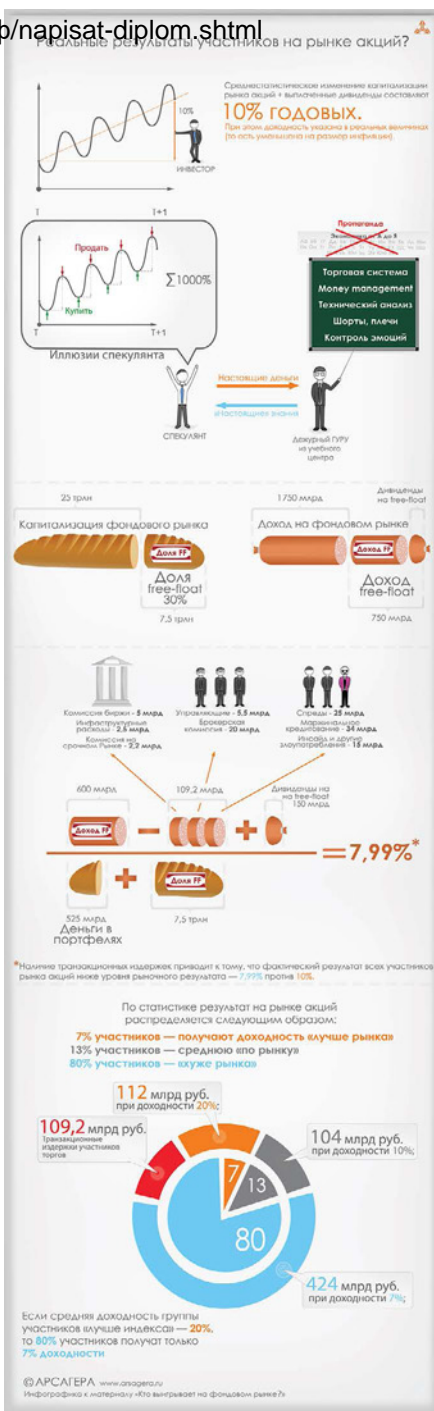
Теперь про заветные 7%, которые лучше других. Как заработать больше, чем приносит рынок? Мы не будем обсуждать тему «Купил по минимуму, продал по максимуму, и так 200 раз подряд.»

Наши советы — как работать на фондовом рынке

Во-первых, использовать стратегию полного инвестирования. В рыночном индексе по определению отсутствуют деньги — он весь состоит из ценных бумаг. Индекс не пытается сыграть на колебаниях рынка и обыгрывает при этом целую армию профессиональных управляющих.

Во-вторых, оптимизировать транзакционные издержки. Инфраструктура фондового рынка может ежегодно отбирать у участников существенную часть зарабатываемого дохода. Перекладки в портфеле должны осуществляться только при покупке потенциально более доходного актива.

В-третьих, самое главное — это правильно выбирать активы. Фондовый рынок — это множество акций, а значит всегда будут такие, которые показывают результат лучше или хуже. Вопрос «как выбрать лучших» не удастся подробно изложить в этом материале. Если кратко: необходимо оценивать акции с точки зрения соотношения «экономика — стоимость» и продавать одни, только когда выявлены другие, более



7.3. О вреде деловых СМИ, или как покупать акции? △

У большинства людей, которые задумались о вложении денег в акции, эта идея идет рука об руку с опасением, что у них мало опыта и знаний и неплохо бы узнать мнение специалистов. После этого они неизбежно сталкиваются с деловыми СМИ. ТВ, радио, газеты и интернет соревнуются в привлечении таких «специалистов». Они-то и вовлекают тех немногих смельчаков в «волшебный мир спекуляций». Опыт огромного количества людей показывает — попытки играть на колебаниях заканчиваются потерей денег. Однако регулярное и дисциплинированное инвестирование в акции, напротив, дает фантастические результаты.

Что же мешает людям инвестировать в ценные бумаги?

Поступать таким образом Вам будут мешать два мощнейших фактора.

1. Соблазн потребления. Найдется немного людей, способных делать инвестиции регулярно и дисциплинированно. Всегда придется бороться с непреодолимым желанием «в этом месяце пропустить». Всегда будут появляться срочные и непредвиденные расходы.

Этот фактор зависит от самого человека и его силы воли, второй — куда сильнее и коварней.

2. Внешнее информационное давление. У людей, которые начинают вкладывать средства в акции, есть большая и очень разрушительная иллюзия: они думают, что дополнительная информация от «экспертов» и «аналитиков» поможет им принимать «грамотные решения» в вопросе, когда лучше купить или продать акции.



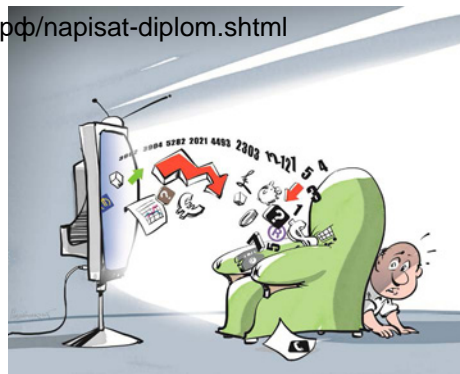
Как могут деловые СМИ повлиять на людей, желающих стать инвесторами?

Мнение так называемых «специалистов» многократно усиливают деловые СМИ. Ведь обычный человек полагает что раз кого-то позвали на ТВ, радио, значит, это человек, который «знает» будущее. Хотя зачастую эти «эксперты» даже ни разу не вкладывали в акции свои личные деньги.

Коллективное мнение, сформированное «экспертами» и «специалистами», заставляет людей поступать прямо противоположно здравому смыслу. Усиленные эффектом общественного мнения «хорошие» новости заставляют людей покупать и без того подорожавшие акции. «Плохие» новости, наоборот, заставляют людей избавляться от подешевевших акций, имеющих отличный потенциал.

Когда обычные люди, вовлеченные в спекуляции, теряют деньги, они чувствуют себя обманутыми. А это, как правило, наиболее активные, любознательные и энергичные люди. На их опыт смотрят десятки их менее решительных знакомых. В дополнение к ощущению «обмана» первые чувствуют себя еще и «полными лузерами».

«Специалисты» и «эксперты» будут подбадривать вас, дескать, Вы приобрели «бесценный» опыт, надо не останавливаться на достигнутом и продолжать попытки «спекулировать», теперь уже с «новыми знаниями». Но потом появляется еще более новый опыт, и еще более «бесценные» знания, и уж теперь-то точно все будет «в шоколаде». Однако на практике ситуация с годами не меняется, а все это равносильно тому, что человек, стремящийся избавиться от наркотической зависимости, будет считать, что с каждой новой дозой он набирается опыта по отказу от наркотиков.



В результате, потеряв все деньги, эти люди (и другие, которые смотрят на них) получают «стойкую прививку» к инвестициям на фондовом рынке. Это общая вина деловых СМИ и «экспертов», которых они приглашают.

У людей закрепляется неверный стереотип: им кажется, что на фондовом рынке можно заработать только за счет спекуляций. Обычный человек думает: «Раз я не умею спекулировать, то не надо совать нос на фондовый рынок.»

ЭТО ДВОЙНАЯ ЛОЖЬ!

Ложь № 1: на фондовом рынке можно заработать ТОЛЬКО за счет спекуляций.

Ложь № 2: за счет спекуляций МОЖНО регулярно зарабатывать.

Фондовый рынок может увеличить благосостояние людей, но не благодаря колебаниям и попыткам играть на этом. Стоимость бизнеса растет благодаря тому, что тысячи людей изо дня в день трудятся и создают стоимость для акционеров.

Инвестируйте в ценные бумаги и остерегайтесь советов деловых СМИ

Самое грамотное решение — регулярно покупать акции и не слушать никаких «авторитетов». Морально тяжело покупать акции в кризисы, на фоне общей паники, уныния и истерик «экспертов». В такие моменты, как правило, и с деньгами туговато.

Однако именно эти покупки оказываются потом самыми удачными — именно в эти моменты Вы получаете максимальное количество акций за то же самое количество денег. Хотя непосредственно в момент покупки это кажется чистым безумием — не у многих хватит на это смелости.

Тем не менее, регулярная покупка акций «убивает двух зайцев»: 1) не надо думать о минимальной сумме, с которой начать инвестирование — можно начать с любой, 2) не надо ломать голову, когда покупать акции: какие-то



покупки будут более удачными, какие-то менее. ДИКТО ЗАРАНЕЕ НЕ ЗНАЕТ, какая покупка будет удачнее.
<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

Регулярная покупка акций не является еще одной новой идеальной торговой системой. Это использование фондового рынка по его прямому назначению и в соответствии с его физическим смыслом. Это удобный и технологичный способ вложить свои деньги в работающий бизнес. Это способ обменять свои деньги, то есть результаты своего труда в настоящем на труд других людей в будущем.

Конечно, не все акции дают одинаковый результат, но тут поможет диверсификация. Есть простая, но очень эффективная методика — индекс ММВБ, в его расчет входят ключевые акции в определенной пропорции. Сформируете портфель в соответствии с этой пропорцией, и через пять лет Вы обыграете 80% профессиональных «экспертов», которые дают советы с экранов.

Есть еще один полезный ментальный прием: отказаться от измерения своего благосостояния в деньгах и перейти к его измерению в акциях. Надо копить не деньги, которые обесцениваются, а акции как часть бизнеса, нацеленного на прибыль и создание стоимости.

Выводы

- Надо использовать фондовый рынок по своему прямому назначению — как технологичный способ приобретения бизнеса.
- При вложении в акции необходимо сознательно изолировать себя от мнения «экспертов», которые учат играть на колебаниях — это бесперспективно.
- Осуществлять вложения регулярно, дисциплинировано и соблюдать диверсификацию.
- Помнить, что по статистике в долгосрочной перспективе акции растут, а деньги дешевеют.

△ В рамках курса «Школа» следующей читайте статью 11.1. Сравнительное исследование эффективности инвестиций в России с 1997 по 2011 годы.

7.4. Волатильность может приносить доход! Но не спекулянтам! □

«Фондовый рынок устроен так, чтобы перераспределять деньги от Активных к Терпеливым.»

Уоррен Баффет

Для инвесторов на фондовом рынке уже стало аксиомой, что из двух финансовых инструментов при прочих равных необходимо выбрать тот, который обладает меньшей волатильностью. Но это не всегда так! Оказывается, что при условии регулярности инвестиций вложение средств в волатильный финансовый инструмент в итоге может показывать большую доходность, нежели вложения в стабильный инструмент.

Это утверждение подтверждается следующим условным примером. Предположим, что ежемесячно инвестор вкладывает в акции трех компаний по 1000 руб., при этом на 12-й месяц акции всех компаний продаются.

Наибольшую волатильность показывают акции компании «А», акции компании «В» демонстрируют равномерный прирост цены каждый месяц.

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

работ

За год цена акций всех трех компаний выросла одинаково. Доходность вложений одинакова для инвестора, который купил акции в 1-м месяце и больше не вкладывал средств. В нашем случае, инвестор, не обращая внимания на колебания цен, планомерно инвестировал по 1000 руб. в месяц в акции каждой из компаний.

Условный график изменения цен акций



В итоге, наибольшую доходность продемонстрировал не тот инструмент, у которого наблюдался постоянный прирост цены, а тот, колебания цены которого (волатильность) были наибольшими.

Эффект базы

Эту ситуацию можно объяснить эффектом базы.

Эффект базы заключается в следующем: если цена акции упала на 50%, то, чтобы вернуть стоимость Ваших вложений на прежний уровень, она должна вырасти уже на 100%. Если посмотреть на эту ситуацию с позиций терпеливого инвестора, то при падении

цены акции на 50% он не думает о том, что он что-то потерял, он понимает, что в этой ситуации может приобрести на ежемесячную сумму инвестиций в 2 раза (на 100%) больше акций. В дальнейшем при росте цены инвестор на ежемесячную сумму вложений приобретет меньше акций. Но в итоге у него будет 205 акций компании «А», это на 33 акции больше, чем если бы график изменения цены был похож на прямую линию, как у компании «В», и на 25 акций больше, чем при инвестировании в компанию «Б». То есть за счет покупок акций «А» в нижних точках, на руках у инвестора оказывается больше акций, продав которые, в случае если цена выровняется, он получит наилучший результат.

Таким образом, для терпеливого инвестора, осуществляющего регулярные инвестиции, лучшим выбором для вложения средств могут стать именно волатильные финансовые инструменты. Почему же тогда большинство инвесторов так боятся волатильности на рынке? Данный страх вытекает из устоявшейся финансовой практики и психологических аспектов.

Доходность		
А	Б	В
55%	36%	30%

Волатильность в теории портфеля Марковица

Теория портфеля Марковица гласит, что при одинаковой доходности акций (одинаковом наклоне линий доходности) стоит выбирать актив с меньшей волатильностью. Данное утверждение незаметно стало аксиомой, а базируется оно на том, что если Вам, как инвестору, срочно понадобится наличность, то Вы продадите финансовый инструмент по той цене, которая в данный момент сложилась на рынке. Для высоковолатильных инструментов эта цена может быть гораздо ниже цены приобретения. Следовательно, по теории Марковица, чем ниже волатильность, тем ниже риск. К тому же, учитывая психологический аспект инвестирования, инструмент, который показывает равномерный прирост цены во времени (наподобие банковского депозита), крайне привлекателен для инвестора своей стабильностью, и ему кажется, что и доходность по такому инструменту выше, чем доходность по акции, которая сегодня стоит 50 руб., завтра 70, а послезавтра 10. Но, как видно из нашего примера, стабильный актив при регулярном инвестировании существенно проигрывает волатильному активу с позиции доходности. В результате мы приходим к выводу, отличающемуся от теории Марковица: в случае регулярных вложений при выборе более волатильного актива инвестора может устроить меньший итоговый рост цены, чем у стабильного инструмента, то есть меньший наклон линии доходности.

Психологический аспект инвестирования в волатильные финансовые инструменты

Инвестирование в волатильные финансовые инструменты — дело нелегкое, в первую очередь, с психологической точки зрения. В материале про интеллект фондового рынка мы объясняем (глава 5), что когда участники фондового рынка действуют по принципу «куда все, туда и я», то тогда и возникают колебания стоимости финансовых инструментов — волатильность. График изменения цен волатильных финансовых инструментов похож на синусоиду, за волной роста следует волна падения. То есть когда волна роста проходит, то цены на тот или иной инструмент начинают падать. Психологически человек устроен так, что при росте цены на акцию он вложит в нее больше денег, чем при падении. Рост всегда ассоциируется с чем-то положительным, с ощущением того, что выбор финансового инструмента был сделан правильно и надо побыстрее вложить туда еще средств. При падении все происходит с точностью до наоборот: инвестор стремится или вложить меньше, или вовсе избавиться от этой «ошибки». Дисциплинированность инвестирования позволяет преодолевать эти сиюминутные эмоции и не поддаваться движениям толпы на фондовом рынке.

Выводы

- Учитывая, что у большинства инвесторов вложения в волатильный финансовый инструмент стереотипно ассоциируются с высоким риском, то сам по себе такой инструмент является интересным для вложения с точки зрения доходности, а рассмотренный нами положительный

Человек с очень скромным уровнем дохода каждый месяц покупал акции Газпрома на 1 000 руб., начиная с августа 1997 года. В августе 2012 года, несмотря на два тяжелейших кризиса, его благосостояние составило около 2 млн руб. При этом он потратил на покупку 183 тыс. руб., а в виде дивидендов получил 338 тыс. руб. Акции Газпрома — далеко не самые выдающиеся на российском рынке. И это является средним результатом. Показатели инвестирования в акции Норильского никеля гораздо лучше. Единственная ошибка этого человека – низкая диверсификация вложений.

эффект базы от регулярных инвестиций увеличивает привлекательность волатильных активов для терпеливых инвесторов.
<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

- У инвестора, который регулярно вкладывает средства на фондовом рынке, волатильный финансовый инструмент не должен вызывать чувства страха, наоборот, если Вы дисциплинированно подходите к инвестированию и умеете преодолевать эмоциональные порывы, то волатильность может принести Вам доход.
- Этот необычный подход идет вразрез с портфельной теорией Марковица, но, тем не менее, это действительно так, а большинство «инвесторов», которые пытаются угадывать колебания цен, лишь сами создают волатильность, от которой терпеливый инвестор только выигрывает.

7.5. Как инвестировать в облигации? □

Облигации принято считать более надежным инструментом, чем акции, и, в тоже время, менее доходным. В этом материале мы хотим дать несколько простых и полезных советов тем, кто инвестирует в облигации. Мы расскажем о том, как можно повысить эффективность при работе с облигациями, как сравнивать облигации между собой и как отличить «хорошие» облигации от «плохих».

Сравнение облигаций с банковским депозитом

Облигацию можно сравнить с банковским депозитом, но, в отличие от депозита, у облигации есть ряд преимуществ. Во-первых, надежность, или, другими словами, платежеспособность облигаций таких компаний как Газпром или ЛУКОЙЛ превосходит надежность большинства российских банков.

Во-вторых, банк принимает деньги на депозит и потом выдает их в виде кредитов. Оценить качество кредитного портфеля (надежность банка) — практически невыполнимая задача для вкладчика.

В-третьих, банк принимает депозиты по одним ставкам, а кредиты выдает по более высоким, оставляя разницу себе. Покупая облигации, Вы кредитуете компанию напрямую, без посредников, и можете управлять кредитным качеством своего портфеля.

Ну и наконец, при досрочном прекращении депозита обычно теряются проценты и применяются штрафные санкции. Вы можете распродать портфель облигаций в любой момент и при неизменных процентных ставках в стране не сильно потеряете в доходности.

Управление доходностью облигаций

Чтобы объяснить, как повысить эффективность портфеля, надо объяснить, как работает облигация. Облигация — это, с одной стороны, обязательство вернуть сумму вложения плюс доход, с другой стороны, это ценная бумага, которая может свободно покупаться и продаваться.



Рассмотрим самый простой случай — дисконтная бескупонная облигация. У облигации есть номинальная стоимость, то есть стоимость, которую компания обязуется вернуть при погашении. Цена, по которой облигация продается при размещении, меньше, чем номинальная стоимость. Разница между текущей стоимостью и номиналом называется дисконтом. Размер дисконта у такой облигации определяет ее доходность.

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

Еще один важный параметр — срок до погашения. Например, возьмем облигацию со сроком погашения 1 год и текущей стоимостью 80% от номинала. Дисконт равен 20%. Доходность такой облигации составляет 25% годовых ($20/80 \cdot 100\% = 25\%$).

Главный параметр, который влияет на стоимость облигаций, — это общий уровень процентных ставок. Когда уровень ставок растет, растет и доходность, которую хотят получить инвесторы при вложении в облигации => увеличивается дисконт => падает цена облигации. При снижении процентных ставок все происходит наоборот: инвесторы готовы довольствоваться меньшей доходностью => уменьшается дисконт => растут цены на облигации.

Если предположить, что доходность нашей облигации точно соответствует уровню процентных ставок, можно увидеть (см. таблицу), как будет меняться ее стоимость в зависимости от этого параметра.

Уровень процентных ставок	Размер дисконта	Стоимость облигации
25%	20%	80%
10%	9,2%	90,8%
50%	33,3%	66,6%

Поэтому для эффективного управления портфелем облигаций важно уметь точно прогнозировать будущий уровень процентных ставок.

При неизменном уровне процентных ставок с течением времени стоимость облигации будет плавно приближаться к номинальной стоимости. В идеальном случае график текущих цен будет выглядеть

как почти прямая линия или дуга, слегка выпуклая вверх. В случае нашей облигации, если процентные ставки будут сохраняться на уровне 25%, ее стоимость через полгода будет составлять примерно 89% от номинала, дисконт — 11%.

Формула для расчета доходности облигации к погашению выглядит так:

Доходность к погашению = Дисконт/Текущая стоимость/Число дней до погашения * 365 * 100%.

Уровень процентных ставок	Размер дисконта	Стоимость облигации
25%	11%	89%
10%	4,7%	95,3%
50%	20%	80%

Но если общий уровень процентных ставок будет падать, то цена на облигацию будет расти быстрее. И наоборот, при росте процентных ставок цена на облигацию будет расти медленнее или, при значительном росте, может даже временно снизиться. В таблице показано, какой будет цена нашей облигации через полгода при разном уровне процентных ставок. Мы видим, что если уровень процентных

ставок вырастет до 50% годовых, цена нашей облигации останется на том же уровне, что и полгода назад, то есть не принесет владельцу за это время никакой выгоды. Но в случае снижения процентных ставок владелец облигации получит за эти полгода гораздо большую доходность, чем изначально рассчитывал. Допустим, что номинальная стоимость облигации составляет 100 руб. Вложив 80 руб., владелец облигации получит за полгода 15,3 руб., что означает доходность облигации 38,25% годовых вместо ожидаемых 25%.

Формула для расчета доходности облигации от владения выглядит так:

Доходность от владения = Прирост/Стоимость приобретения/Число дней владения * 365 * 100%.

Цена облигаций с разным сроком до погашения при изменении уровня процентных ставок будет меняться по-разному. Цена облигаций с большим сроком до погашения более чувствительна к изменению уровня процентных ставок.

Отсюда вытекает простое правило: при ожидаемом снижении уровня процентных ставок более выгодно покупать «длинные» облигации с большим сроком до погашения. При ожидании роста процентных ставок лучше покупать «короткие» облигации.

УК «Арсегера» постоянно анализирует уровень процентных ставок и рассчитывает вектор процентных ставок для корпоративных и муниципальных облигаций. Этот показатель характеризует наши ожидания по изменению процентных ставок в ближайший год. Положительный вектор процентных ставок означает ожидание роста общего уровня процентных ставок и снижение цен на облигации. По нашему мнению, при положительном векторе процентных ставок целесообразно покупать короткие облигации. При отрицательном наоборот.

Значение вектора по модулю характеризует силу изменения уровня процентных ставок по облигациям в течение ближайшего года. Например, вектор процентных ставок +20% означает, что мы ожидаем роста процентных ставок по облигациям на 20%. При текущем уровне процентных ставок, скажем 10%, это будет означать, что мы ожидаем их роста до 12%.

Формирование портфеля облигаций

Теперь, когда мы объяснили механизм формирования цены и управления доходностью, несколько слов о формировании портфеля и о сравнении облигаций между собой. Все облигации, которые обращаются на рынке, разные. Мы делим все множество облигаций на однородные по мере риска группы, используя систему ранжирования Arsagera Asset Certification. При ранжировании учитываются такие показатели как ликвидность, кредитное качество и уровень корпоративного управления эмитента. Первая и вторая группы — наиболее надежные и ликвидные облигации, третья и четвертая — «второй эшелон», пятая и шестая — высокорисковые облигации. Каждый инвестор формирует портфель с учетом собственного аппетита и отношения к риску.

УК «Арсегера» в рамках каждой группы, так же как и при управлении портфелем акций, строит хит-парад облигаций по потенциальной доходности. Для каждой облигации рассчитывается потенциальная доходность с учетом текущей стоимости, будущей стоимости (прогнозируемой с учетом наших ожиданий по изменению уровня процентных ставок), промежуточных выплат и офферт (обязательств эмитента по досрочному погашению).

Клиенты компании «Арсегера» с помощью инвестиционной декларации могут установить лимиты на каждую группу облигаций и на одного эмитента в каждой группе. Таким образом, устанавливаются требования к диверсификации. Задача компании — сформировать и поддерживать в портфеле набор облигаций, имеющих максимальную потенциальную доходность, и изменять структуру портфеля при изменении уровня процентных ставок.

Выводы

- При ожидаемом снижении уровня процентных ставок более выгодно покупать «длинные» облигации, при ожидании роста — «короткие» облигации.
- Необходимо выбрать меру риска для портфеля облигаций, которая соответствует Вашему «аппетиту к риску». При выполнении данной задачи Вы можете использовать систему ранжирования Arsagera Asset Certification.

- Для повышения эффективности управления портфелем необходимо сравнивать облигации между собой в рамках каждой группы, а также рассчитывать и постоянно отслеживать их потенциальную доходность. Это трудоемкий процесс, который мы можем выполнить для Вас в рамках управления портфелем облигаций.

7.6. Как инвестировать в акции, используя потенциальную доходность? □

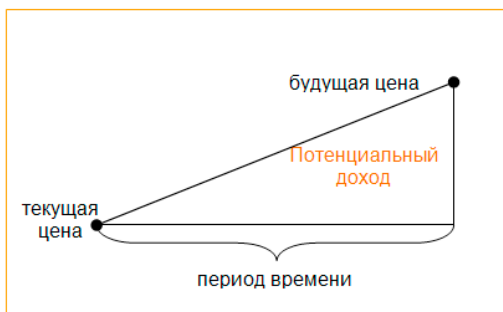
Когда Вы приходите в банк положить деньги на депозит, Вы смотрите на доходность, которую установил банк и которую Вы получите в будущем. Вас не интересует, какие проценты получили люди, которые принесли в банк деньги год назад. И это абсолютно здравый и правильный подход к размещению денег на депозите.

Когда речь идет о покупке акций, людям кажется, что информация о том, сколько принесло владение той или иной акцией тем, кто купил ее год (месяц, неделю, день) назад, окажет влияние на то, сколько именно им принесет владение этой акцией. На похожей идее основывается технический анализ, главный постулат которого — вся информация о будущих ценах содержится в графике, отражающем прошлые изменения цен.

Однако к покупке акций можно подходить так же, как к банковскому депозиту — покупать те акции, которые обладают более высокой доходностью. Но на акциях не написана их будущая доходность, поэтому мы называем этот показатель «потенциальная доходность». Такое название отражает вероятностный характер получения доходности.

Расчет потенциальной доходности акций

Как узнать потенциальную доходность от инвестирования в акции? Расчет очень простой — есть текущая цена, есть период времени (например, год) и есть будущая цена (через год). Разница между будущей и текущей ценой отражает потенциальный результат за период. Самый сложный и трудоемкий процесс — сделать прогноз будущих цен акций. Мы рассчитываем будущие цены, исходя из фундаментальных показателей деятельности бизнеса (прибыли, выручки, балансовой стоимости).



После того как сделаны все расчеты, мы получаем потенциальную доходность по всем акциям и можем отсортировать полученный список, исходя из размера потенциальной доходности каждой из акций. У нас получится своеобразный хит-парад акций.

Как управлять портфелем акций, используя хит-парад?

При управлении портфелем мы ставим перед собой задачу обеспечивать максимальную потенциальную доходность портфеля при заданном клиентом уровне риска.

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

работ

Если у клиента четко сформированы его инвестиционные приоритеты, то при передаче средств в управление он составляет инвестиционную декларацию, в которой задает определенный уровень риска портфеля. Если у инвестора нет индивидуальных требований к инвестиционной декларации, то он может присоединиться к портфелю инвестиционного фонда, в котором существует своя, общая для всех инвесторов декларация (регламент управляющего трейдера).

В инвестиционной декларации устанавливаются требования и ограничения к составу и структуре портфеля. В частности, она позволяет установить соотношение акций и облигаций в портфеле, лимиты на каждую группу ценных бумаг, лимиты на одного эмитента в каждой группе.

Обозначение категории ценных бумаг	Обозначение группы ценных бумаг	Ограничение на максимальную долю ценных бумаг одного эмитента данной группы, % от стоимости портфеля	Ограничение на максимальную долю ценных бумаг данной группы/ суммарной доли ценных бумаг данной групп, % от стоимости портфеля	Ограничение на максимальную долю ценных бумаг данной категории, % от стоимости портфеля
1	2	3	4	5
ГЦБ субъектов федерации и муниципальные облигации + Корпоративные облигации	5.1+2.1	20	100	100
	5.2+2.2	15	80	
	5.3+2.3	10	60	
	5.4+2.4	5	35	
	5.5+2.5	5	15	
	5.6+2.6	0	0	
Акции	6.1	5	50	50
	6.2	5	50	
	6.3	5	40	
	6.4	5	25	
	6.5	0	0	

В инвестиционной декларации, которую мы используем для примера, установлен лимит на долю акций в портфеле в 50%. Это означает, что когда рынок акций растет и доля акций в портфеле увеличивается, соблюдение выбранного соотношения акций и облигаций приводит к необходимости продать небольшую часть акций. При снижении рынка акций, наоборот, увеличивается доля облигаций. Тогда продается часть облигаций и приобретаются акции. Это, как правило, позволяет продавать некоторую часть акций по более высоким ценам и покупать по более низким. В то же время строго соблюдается мера риска, установленная клиентом в инвестиционной декларации.

Перейдем теперь на уровень отдельных акций. В нашем примере лимит на группу 6.4 составляет 25%, лимит на одну акцию в этой группе — 5% (3-й и 4-й столбики в таблице). Это означает, что при соблюдении установленных клиентом требований к диверсификации и с целью максимизации потенциальной доходности в портфель будут приобретены 5 акций (25%/5%) с вершины хит-парада.

Однако цены акций, входящих в портфель, меняются неравномерно. Какие-то акции растут быстрее и быстрее увеличивается их доля в портфеле. Однако при их росте снижается и их потенциальная доходность. Другие акции, входящие в портфель, растут медленнее или даже падают (что приводит к росту потенциальной доходности). Для соблюдения установленных лимитов (долей в портфеле) часть выросших акций продается для того чтобы соблюсти требование декларации. На вырученные деньги приобретаются те бумаги, доля которых снизилась. Если в последующем цена выросших акций снижается, снижается и их доля в портфеле, а также восстанавливается потенциальная доходность. Необходимое количество акций для восстановления доли вновь приобретается в портфель, для этого из портфеля продаются бумаги с наименьшей потенциальной доходностью. Это позволяет дополнительно повышать эффективность портфеля при резких колебаниях стоимости акций, находящихся в портфеле. Процесс восстановления доли актива в портфеле называется *ребалансировкой*.

Обратите внимание, что продается не весь пакет данных акций, а только корректируется их доля в портфеле. Определенная акция полностью продается из портфеля только в том случае, если в хит-параде появляются другие, более потенциально доходные.

Похожие эффекты возникают и при соблюдении лимитов на группы (4-й столбик в таблице), но здесь нужно пояснение. В нашем примере лимит на группу 6.4 — 25%, следующий лимит (40%) устанавливается суммарно на группы 6.4 и 6.3. Это выражено в таблице объединяющим «уголком». В портфель может быть приобретено 8 эмитентов (40%/5%) из групп 6.3 и 6.4 с максимальной потенциальной доходностью, но не более 5 (25%/5%) из группы 6.4.

Легендарный инвестор Уоррен Баффет сказал: «Лучшее время для продажи акций — никогда.» Можно развить эту мысль так: «Лучшее время для продажи акций — когда найдены другие, более потенциально доходные.» Мы используем именно такой подход.

Вывод

При управлении портфелем акций надо следить за изменением хит-парада, продавать акции, которые ушли с лидирующих позиций, и покупать новых лидеров. То есть держать в портфеле набор акций с максимальной потенциальной доходностью и соблюдать диверсификацию, которая установлена инвестиционной декларацией. При таком подходе главной задачей при управлении портфелем является выбор акций, которые растут быстрее других, а снижаются медленнее. При этом соблюдается важное правило — Вы всегда владеете акциями.

7.7. Как рассчитать доходность? □

«Как рассчитать доходность?» На первый взгляд этот вопрос не должен вызывать ни малейшего затруднения. Многие знают, что для того чтобы посчитать доходность, необходимо результат инвестиций разделить на сумму вложенных средств и перевести полученное значение в годовые проценты.

Формула расчета доходности (в процентах годовых), если не происходило вводов/выводов):

$D = ((\Delta S)/S_{\text{нач}}) * 365/T * 100\%$, где

D — искомая доходность;

ΔS — результат инвестирования в абсолютные;

$S_{\text{нач}}$ — сумма первоначальных инвестиций;

T — количество дней в рассматриваемом периоде.

Но задача расчета доходности многократно усложняется в случае, если в течение рассматриваемого периода осуществлялись вводы или выводы средств в рамках инвестиционного портфеля. В таком виде она вызывает затруднения даже у опытных специалистов в области инвестиций.

Мы предлагаем свое решение данной задачи.

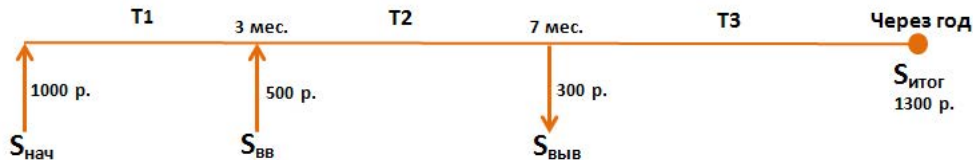
Начнем с определения того, что же такое вводы и выводы денежных средств. Ввод денежных средств — это направление денег на инвестиции. К примеру, Вы приобрели инвестиционные паи фонда или внесли деньги на брокерский счет — все это является вводом средств. Изъятие инвестиционных средств является выводом, то есть, в рамках наших примеров, выводы возникают при погашении инвестиционных паев или выводе денег с брокерского счета.

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

Зная, что такое вводы/выводы, рассмотрим конкретную ситуацию, которая поможет понять логику решения задачи по корректному определению доходности с учетом вводов/выводов средств.

1. Некий инвестор приобрел акций на сумму в 1000 руб. ($S_{\text{нач}}$).
2. Через 3 месяца он купил акций еще на 500 руб. ($S_{\text{вв}}$).
3. Еще через 4 месяца инвестору срочно понадобились деньги, поэтому он был вынужден продать часть акций на сумму в 300 руб. ($S_{\text{выв}}$).
4. Через год после первоначального приобретения стоимость акций составила 1300 руб. ($S_{\text{итог}}$).

В виде графика данную ситуацию можно представить следующим образом:



Чтобы корректно рассчитать доходность от инвестиций, нам по-прежнему необходимо разделить результат инвестиций на сумму вложенных средств. Остается только определить, что в рассматриваемой ситуации является результатом и какова корректная сумма вложенных средств.

Первым шагом будет расчет результата инвестиций. Интуитивно понятно, что результат инвестиций — это разница между теми средствами, которые были получены, и теми, которые были вложены. То есть необходимо из суммы итоговой стоимости инвестиций и всех выводов вычесть сумму начального и последующих вводов.

Формула для определения результата инвестирования с учетом вводов/выводов:

$$\Delta S = (S_{\text{итог}} + \Sigma S_{\text{выв}}) - (S_{\text{нач}} + \Sigma S_{\text{вв}}),$$

где

ΔS — результат инвестирования за период в абсолют;е;

$S_{\text{итог}}$ — итоговая оценка инвестиций (1 300);

$\Sigma S_{\text{выв}}$ — сумма всех выводов средств (300);

$S_{\text{нач}}$ — сумма первоначальных инвестиций (1000);

$\Sigma S_{\text{вв}}$ — сумма всех вводов средств (500).

Применим данную формулу к рассмотренной ситуации:

$$\Delta S = (1300 + 300) - (1000 + 500) = 100.$$

Таким образом, инвестор заработал 100 руб.

Есть любители считать сумму вложенных средств без учета денег, которые были введены на брокерский счет, но на которые не приобретались ценные бумаги. Такой расчет может резко зависеть доходность, хотя прибыль по инвестициям от этого не увеличится. Этот расчет неверен, денежная составляющая инвестиционного портфеля при расчете суммы вложенных средств должна учитываться в полном объеме. Неверно рассчитывать доходность только на часть портфеля, ведь средства, введенные на счет, отвлечены от других целей (потребления, накопления и др.) и являются инвестициями, доходность которых и необходимо узнать.

Второй шаг в расчете доходности является наиболее важным: необходимо корректно определить, с какой суммой соотносить рассчитанный результат инвестирования, то есть правильно определить сумму вложенных средств.

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

В каждый временной подпериод (T1, T2, T3) сумма вложенных средств была разной. В подпериод T1 — 1000 руб., T2 — (1000 + 500) руб., T3 — (1000 + 500 — 300) руб. Кроме того, сами по себе эти временные подпериоды не равны. T1 — 90 дней, T2 — 120 дней, T3 — 155 дней. Поэтому необходимо согласовать суммы вложенных средств с количеством дней в подпериоде, определив таким образом среднюю «рабочую» сумму (средневзвешенную по времени сумму вложенных средств) на рассматриваемом периоде.

Формула для определения средневзвешенной суммы вложенных средств с учетом вводов/выводов:

$$V = (T1 * S_{нач} + T2 * (S_{нач} + S_{вв}) + T3 * (S_{нач} + S_{вв} - S_{выб}) + \dots + Tn * (S_{нач} + \sum S_{вв} - \sum S_{выб})) / \sum T,$$

где

V — средневзвешенная сумма вложенных средств;

T1, T2, T3, Tn — количество дней в подпериоде;

$\sum T$ — суммарное количество дней на рассматриваемом временном отрезке.

Применим данную формулу к рассмотренной ситуации:

$$V = (90 * 1000 + 120 * (1000 + 500) + 155 * (1000 + 500 - 300)) / 365 = 1249,32.$$

Средневзвешенная сумма вложенных инвестором средств составила 1249,32 руб.

Теперь известны все элементы, необходимые для непосредственного расчета доходности.

Третий шаг — расчет доходности из полученных значений. Для этого поделим рассчитанный ранее результат инвестирования на средневзвешенную сумму вложенных средств и переведем полученный результат в годовые проценты.

Формула следующая:

$$D = (\Delta S / V) * 365 / T * 100\%.$$

Получается, что в рассмотренной ситуации доходность составляет

$$(100 / 1249,32) * 365 / 365 * 100\% = 8\% \text{ годовых.}$$

Используя данные формулы, Вы всегда сможете корректно оценить доходность Вашего инвестиционного портфеля и при помощи полученных значений оценить эффективность Ваших инвестиций.

Выводы

- Рассмотренный алгоритм не является простым, но когда дело касается расчета доходности и прибыли, то главным здесь является точность. Данный алгоритм позволяет учесть все нюансы, связанные с вводами/выводами средств, и получить корректный расчет доходности.

Если Вы хотите рассчитать доходность на периоде, который не включает в себя первоначальный ввод средств, то за Снач необходимо принять стоимость инвестиционного портфеля на ту дату, с которой Вы хотите начать расчет доходности.

• Если Вы пользуетесь услугами доверительного управления, узнайте, каким образом происходит расчет прибыли и доходности по Вашему портфелю и, если он отличается от обозначенного выше алгоритма, то это является поводом проверить корректность применяемого алгоритма.

• Необходимо внимательно относиться к расчету доходности Ваших инвестиций, так как этот показатель является определяющим при проведении анализа эффективности инвестирования и, если он будет рассчитан неверно, то это создаст неверное представление об эффективности Ваших инвестиций.

В рамках курса «Университет» следующей читайте статью 8.1. Прибыль компаний и курсовая стоимость акций.

7.8. «Клин Арсагеры», или особый взгляд на диверсификацию активов ▽

О таком понятии, как «диверсификация», написано много материалов. Разные авторы пытаются раскрыть и донести до читателей смысла диверсификации. Суть всех этих изысканий сводится к словарному определению:

«Диверсификация — распределение инвестируемых денежных капиталов между различными объектами вложений с целью снижения риска возможных потерь капитала.»

Мы решили пойти немного дальше и взглянуть на понятие «диверсификация» несколько по-иному.

Какая существует связь между крупным сетевым магазином продуктов и инвестициями на фондовом рынке? На первый взгляд связи нет, что тут может быть общего? Но, оказывается, и там, и там активно используется диверсификация.

Ни для кого не секрет, что в крупных магазинах существует определенный уровень воровства товаров, который влияет на прибыль магазина. Если один покупатель купил товар за 100 руб., а другой «покупатель» украл товар на 100 руб., то, чтобы получить прибыль, магазин будет вынужден поднять стоимость товара до 200 руб. Для того чтобы избежать такой ситуации, сетевые магазины в первую очередь стремятся к увеличению числа покупателей: ведь если в магазине побывала тысяча покупателей, то они потратят 100 тыс. руб.. Уровень воровства в абсолютных цифрах также может возрасти, но тут вступает в действие «закон больших чисел». При превышении определенного количества покупателей в процентном выражении уровень воровства не изменяется.

То есть за счет увеличения числа покупателей сетевые магазины не защищают себя от воровства, а увеличивают определенность получения заданного уровня потерь в процентах от выручки. Для них это и есть диверсификация. Кстати, когда Вы видите, что кто-то ворует в магазине, Вы должны понимать, что этот кто-то ворует у Вас, ведь магазин, зная о постоянном проценте потерь, включает в наценку не только прибыль для себя, но и эти потери.

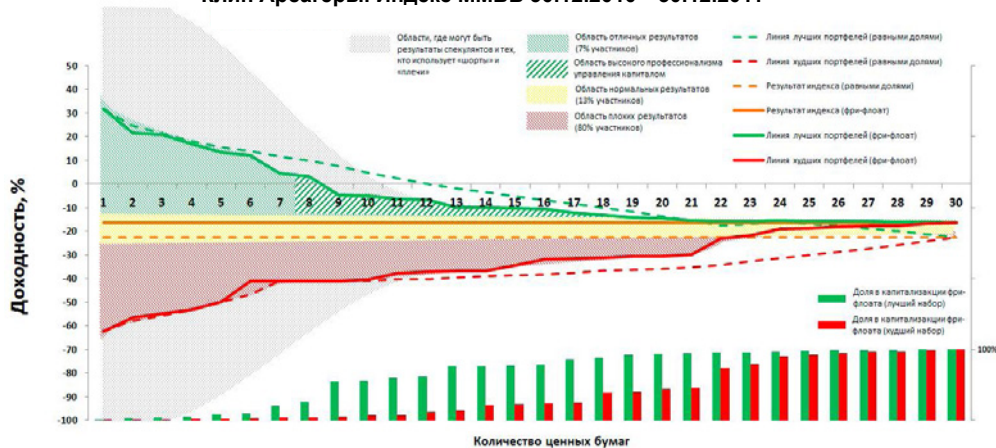
Суть диверсификации

Диверсификация на фондовом рынке также заключается в повышении уровня определенности, а вовсе не в защите от падения, как многие полагают.

Подтверждением этой мысли может служить график (так называемый «Клин Арсагеры»), на котором отражена зависимость между числом эмитентов в портфеле и результатом портфеля. Стоит оговориться, что данный график применим при использовании стратегии полного инвестирования,

то есть когда в портфеле доля денежных средств стремится к нулю (при использовании «шортов», «плечей», попытках спекулировать на акциях), то результат может быть вне «Клина».

Клин Арсагеры. Индекс ММВБ 30.12.2010—30.12.2011



Мы построили данный график по результатам российского рынка акций за 2011 год, причем рассматривались только 30 акций, входящих в индекс ММВБ. Стоит отметить, что на эти акции приходится свыше 90% капитализации фри-флоата (free-float — доля акций, находящихся в рыночном обращении и не принадлежащая мажоритарным акционерам) всех акций, обращающихся на ММВБ.

Клин, нарисованный пунктирной линией, характеризует результаты портфелей, сформированных по принципу равных долей (каждая акция при покупке имеет одинаковый вес в портфеле). Например, цифре 7 на оси X соответствуют доходности портфелей из семи акций, показавших лучший (верхняя линия клина) и худший (нижняя линия клина) результат. Очевидно, что результаты остальных портфелей из семи акций находятся между этими линиями. Клин, нарисованный сплошной линией, — это результат портфелей, где доля акции в портфеле пропорциональна капитализации ее фри-флоата. Здесь цифре 7 соответствует доходность портфеля из тех же семи акций, но их доли в портфеле пропорциональны капитализации их фри-флоата (при этом за 100% берется суммарный фри-флоат этих семи акций). Важно отметить, что внизу столбиками показано, какую долю взвешенный портфель (в который, например, выкупается фри-флоат всех семи акций) занимает в суммарной капитализации фри-флоата этих 30 акций. При этом левый (зеленый) столбик характеризует лучший набор портфеля, правый (красный) — худший. Естественно, заканчивается все 100% по обеим линиям, так как это соответствует всем 30 акциям.

Посмотрите, как различаются средние результаты по итогам года: портфель, куда акции входят равными долями, по итогам года показал минус 22,51%. Портфель, где акции представлены пропорционально капитализации фри-флоата — минус 16,40%. Сам индекс ММВБ при этом показал минус 16,94%. Отличие от индекса возникает из-за искусственного ограничения в индексе доли (15%) ЛУКОЙЛа и Газпрома по сравнению с фактической долей этих бумаг в капитализации фри-флоата всего рынка.

В начале 2011 года капитализация фри-флоата, равная стоимости рыночных портфелей без учета денег, составляла около 7 трлн руб. По итогам года этот показатель уменьшился примерно на 1 трлн руб. Этот результат как-то распределился между участниками рынка.

Лучший результат по итогам 2011 года (31,64%) показала Транснефть. У кого-то ее вообще могло не быть, в индексных фондах ее доля была близка к 0,91% (фактически доля от общей капитализации фри-флоата акций), ну а похвастаться результатом +31,64% может тот, у кого ее доля была 100%. Доля во фри-флоате и отражает степень влияния на результат участников рынка.

Среди акций, входящих в индекс ММВБ, суммарная капитализация фри-флоата ЛУКОЙЛа, Газпрома и Сбербанка составляет 55,06%. Соответственно 7-й, 9-й и 13-й столбики показывают, какое влияние эти акции оказали на итоговые результаты участников.

Коллизия денег

Результат рыночного портфеля, где доля каждой акции пропорциональна фри-флоату, характеризует средний результат, и именно на него правильно смотреть, когда речь идет о коллективном результате всех участников рынка. Тем не менее, статистика показывает, что этому результату проигрывает 80% участников из-за транзакционных издержек и наличия денег в портфеле. Если рынок вырос, деньги ухудшают средний результат участников. Если рынок упал — улучшают (результат денег всегда равен нулю). Так как по статистике в долгосрочном периоде рынок акций растет, то в итоге деньги приводят к проигрышу. Да, можно ошибиться в оценке потенциала той или иной акции, но не в случае с деньгами. Их потенциал всегда равен нулю, а с учетом инфляции — отрицателен. Поэтому мы придерживаемся принципа полного инвестирования. По нашим оценкам, доля денег в портфелях участников рынка в среднем составляет 7-10%, хотя у спекулянтов она может достигать 50% и более.

Стопроцентная диверсификация

Ранее мы выяснили, что диверсификация не защищает от падения рынка, а обеспечивает определенность результата. Введем понятие стопроцентной диверсификации. Чтобы согласиться с этой аксиомой, необходимо согласиться со следующим: портфель, составленный из всех эмитентов долями, равными доле их капитализации фри-флоата к суммарной капитализации фри-флоата этих акций, 100% диверсифицирован, потому что:

- такой портфель покажет результат, равный среднему результату участников. И никогда не будет лучшим или худшим, а всегда только средним (хотя мы знаем, что ему проиграют 80% участников);
- такой портфель будет показывать результат, характеризующий результат целого сегмента (в нашем случае акций).

Таким образом, определенность этого портфеля задана в относительных величинах на 100%, или его можно считать полностью (на 100%) диверсифицированным. Еще раз отметим, что мы говорим о диверсификации внутри сегмента.

Уровень диверсификации и мера риска

Если кто-то не согласен с аксиомой, озвученной выше, то дальнейшие умозаключения не будут иметь смысла. Следующий важный вывод: уровень диверсификации — это совпадение со 100% диверсифицированным портфелем. Таким образом, портфель из трех акций может быть более диверсифицированным, чем из 20-ти, а индекс ММВБ не совсем отражает средний результат участников. Например, портфель, повторяющий структуру индекса ММВБ, диверсифицирован на 72% (отклонение от рыночного портфеля 28%). Любопытно, что если бы не искусственное ограничение капитализации фри-флоата Газпрома и ЛУКОЙЛа в индексе ММВБ, индексный портфель был бы

диверсифицирован на 92% (отклонение 8%). Мера же риска в этом понимании является обратной стороной уровня диверсификации и означает возможное отклонение портфеля от среднерыночного результата.

Выбор управляющего и меры риска инвестиционного инструмента

Ранее мы уже писали о том, что задача управляющего — показывать результат лучше среднего по рынку, и о том, как можно этого достигать. Отклонение структуры портфеля от рыночного (где доля каждой акции пропорциональна фри-флоату) создает как возможности, так и риски отличия от среднерыночного результата. Недаром в развитых странах самыми популярными фондами являются индексные. Поэтому портфель, составленный из трех эмитентов: Газпром, ЛУКОЙЛ и Сбербанк (равными долями), будет более диверсифицирован, чем, например, портфель из 20-ти компаний «второго эшелона». Важно также отметить, что если управляющий не отклоняет портфель от рыночного, то результат такого портфеля не будет лучше среднего.

Портфель, где инвестиционная декларация устанавливает лимит на одного эмитента на уровне 10%, может быть совершенно по-разному диверсифицирован. Мы пришли к выводу, что калибровку инвестиционных продуктов по уровню риска необходимо осуществлять на основе уровня диверсификации (отклонения от 100% диверсификации), а не на основе лимита на эмитента и их количества. На это же, в числе прочих факторов, следует ориентироваться клиенту при выборе инвестиционного продукта.

В этих терминах наши портфели акций диверсифицированы на 20-25% (отклонение от рыночного портфеля составляет 75-80%). На наш взгляд, этот уровень диверсификации является приемлемым с точки зрения защиты от сильных неблагоприятных отклонений от средних результатов рынка. В то же время такой уровень отклонения может обеспечить результат существенно лучше рынка.

С технической точки зрения мы вполне сможем удерживать уровень диверсификации в диапазоне 20-30% при увеличении объема портфелей в разы. При очень сильном увеличении объемов уровень диверсификации будет тоже естественным образом увеличиваться. По нашим оценкам, при объеме портфеля 10-20 млрд руб. уровень диверсификации будет в районе 40-50%. Если уровень диверсификации будет высоким, то результат будет приближаться к результату индексных фондов.

Все вышесказанное справедливо и для попыток играть на колебаниях, «выходить» в деньги, использовать «плечо» и «шорты», так как при этом структура активов в портфеле естественным образом отклоняется от рыночного портфеля, в котором доля денег равна нулю. Это создает риски отклонения результата портфеля от среднерыночного.

В заключение отметим интересный момент: такое понятие, как оптимальная диверсификация, становится очень трудно формализуемым. Решение этой задачи уходит в плоскость оптимизации результата, объема портфеля, соотношения фри-флоатов. Так как при составлении портфеля необходимо учитывать прогноз потенциальной доходности (от нее зависит результат) по той или иной акции, а он может содержать ошибки, то на практике решить это уравнение по оптимизации становится крайне сложным.

Выводы

- Диверсификация на фондовом рынке заключается в повышении уровня определенности получения заданного результата, а вовсе не в защите от падения.

- У любого портфеля есть уровень диверсификации (соответственно мера риска), но многие не знают о его значении. Результат может быть отличным от рынка (например, намного лучше всех), но только по уровню диверсификации можно судить, случаен он или нет.
- Уровень диверсификации портфеля зависит не от количества эмитентов, а от капитализации фри-флоата акций, входящих в него. Лимит на одного эмитента в инвестиционной декларации не определяет уровень диверсификации, хотя косвенно и влияет на него.
- Выбирайте инвестиционный продукт в соответствии с его уровнем диверсификации. Оценивайте действия управляющего в этом отношении.

Определив понятие диверсификации на фондовом рынке, мы можем дать несколько советов относительно ее применения.

Совет 1. Выбирайте уровень диверсификации, исходя из Вашего аппетита к риску. Ведь низкая диверсификация — это, с одной стороны, возможность получить результат лучше рынка, но, с другой, большая опасность (риск) получить результат хуже рынка.

Следует помнить и об относительности уровня диверсификации. Если на российском фондовом рынке торгуются акции всего нескольких крупных компаний, то при 10 крупнейших по капитализации фри-флоата акциях в портфеле уже можно говорить о том, что результат такого портфеля будет близок к среднерыночному. К примеру, в США торгуются более 8000 акций различных компаний. Даже 30 акций индекса Доу Джонса в портфеле — это крайне мало (27% от капитализации рынка США).

По мере роста числа эмитентов на рынке повышается ценность качества работы профучастников фондового рынка, в первую очередь, управляющих компаний. Ведь чем больше эмитентов, тем сложнее управляющей компании сделать правильный выбор, так как необходимо проанализировать и сравнить большее число эмитентов.

Совет 2. Если Вы не уверены в качестве выбора ценных бумаг своей управляющей компанией, то задавайте высокий уровень диверсификации при соблюдении стратегии полного инвестирования.

В таких условиях результат портфеля будет стремиться к среднерыночному результату, тем самым вероятность неправильного выбора стремится к 0. Ведь в ситуации, когда все деньги в портфеле вложены в большое количество акций, управляющему сложно ошибиться, сделав неправильный выбор ценных бумаг.

Также следует отметить, что диверсификация — это способ защититься от нерационального поведения рынка по отношению к определенным бумагам. Оно выражается в том, что часто акции с высоким потенциалом достаточно долгое время могут быть не оценены рынком и, как следствие, не демонстрируют соответствующую курсовую динамику. В случае же, когда в портфеле находится пул схожих по характеристикам (потенциалу) акций, инвестор может чувствовать себя комфортнее, так как возрастает вероятность реализации потенциала одной из них в краткосрочной перспективе, что будет сглаживать динамику портфеля в целом.

Совет 3. Если, на Ваш взгляд, перспективной является та или иная отрасль, а у Вас нет времени или умения для скрупулезного анализа эмитентов отрасли и выбора наилучших, то разумно будет скупать акции всех эмитентов данной отрасли. Даже в том случае, если какие-то из компаний отрасли обанкротятся, платежеспособный спрос на их товары или услуги

уйдет к оставшимся компаниям, увеличивая их рентабельность и, в конечном итоге, стоимость их акций.
<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

Рассмотрим гипотетический пример. В некоей отрасли существует 10 компаний-эмитентов с суммарной капитализацией в 100\$. Существует два варианта развития событий.

1 вариант. Допустим, через год все компании выжили, успешно работали и заработали прибыль себе и акционерам, что может увеличить стоимость их акций (у каких-то компаний больше, у каких-то меньше). Предположим, что на конец года их суммарная капитализация составила 150\$. Вложив средства в акции всех компаний, доходность составила бы 50%.

2 вариант. Через год из 10 компаний осталось только 8. Казалось бы, что если в Вашем портфеле находились акции всех эмитентов, то Вы понесли потери по двум из них, которые обанкротились. Но это не совсем так. Из отрасли ушли две компании, которые обслуживали существующий спрос, а значит, этот спрос переместится на оставшиеся компании, они будут больше продавать или оказывать услуг, в итоге заработают больше прибыли и, вероятно, увеличат свою капитализацию. Таким образом, на конец года суммарная капитализация 8 эмитентов отрасли, вероятнее всего, будет составлять 150\$, а доходность — 50%.

Большинство предпочло бы первый вариант: кажется, что Ваша доходность здесь выше. Но получить более высокую доходность в данной ситуации можно только за счет выбора лучших эмитентов в отрасли. Этот пример показывает, что не стоит сильно бояться банкротства эмитентов в Вашем портфеле. Безусловно, если Ваш портфель недостаточно диверсифицирован, то банкротство одного из эмитентов ведет к серьезным потерям. Но задумайтесь, сильно ли переживают собственники продуктовых сетей о том, что у них обязательно своруют определенный процент от выручки?

Совет 4. Необходимо соблюдать заданный уровень диверсификации. Это называется *балансировкой портфеля*. В процессе балансировки Вы продаете активы, доля которых выросла, и приобретаете те, доля которых сократилась. Проводить балансировку Вы можете тогда, когда Вам удобнее. Например, раз в квартал.

△ *В рамках курса «Аспирантура» следующей читайте статью 8.4. Что такое качество корпоративного управления и как оно влияет на стоимость акций.*

7.9. Кто продает на максимумах и покупает на минимумах? ○

Джон П. Морган в 1929 году за несколько дней до биржевого краха сумел избавиться практически от всех акций, которыми владел. Комиссия Конгресса США заподозрила Моргана в использовании инсайдерской информации и манипулировании рынком. Банкир объяснил, что решение о продаже он принял, когда его чистильщик обуви поинтересовался перспективами акций железнодорожной компании, которые он недавно купил в некотором количестве. «Когда на рынок приходят чистильщики обуви, профессионалам на нем больше делать нечего», — резонно решил финансист.

Известная байка

Из наших материалов Вы знаете, что мы в УК «Арсатера» не пытаемся играть на колебаниях рынка. Мы и Вам не советуем этим заниматься. Однако тяга людей к внезапному и стремительному обогащению непреодолима. Многим кажется, что можно научиться предугадывать минимумы и

максимумы рынка. Здесь мы решили поделиться интересным наблюдением относительно того, кому же это удастся. В этом материале не будет рассуждений на тему кукловодов и конспирологии, мы не сможем Вам назвать конкретные фамилии или названия компаний. Это просто наблюдение, а точнее — логическое рассуждение.

Начнем разматывать нашу логическую цепочку. Цена, которая в моменте сложилась на рынке, — это равновесие спроса и предложения. Причем равновесие, которое сложилось в денежном эквиваленте. Если объем торгов на бирже составил миллиард, это означает, что какое-то количество покупателей (обозначим это число Q_{buy}) потратило этот миллиард на покупку, а какое-то количество продавцов (обозначим это число Q_{sell}) получило этот миллиард от продажи своих акций.

Кстати, для «голубых фишек» в течение торгового дня оборачивается всего около 0,2-0,3% от общего количества всех акций, и эти сделки задают стоимость всей компании. Для акций «второго эшелона» этот показатель еще ниже.

Что часто происходит в пиковые моменты максимальной эйфории или глобального кризиса? В период кризиса царит тотальная депрессия, эксперты в деловых СМИ в один голос предвещают апокалипсис — вспомните осень 2008 года. Абсолютное большинство участников рынка пропитаны идеей продажи — их количество Q_{sell} в этот момент очень велико.

Вопрос: кто же покупает в этот момент? Мы не знаем их имена! Но акции не могут оставаться бесхозными, они не могут повиснуть в воздухе и не принадлежать никому.

Те, кто публично громко кричит о том, что все будет падать, как правило, уже продали и ждут момента, чтобы купить дешевле. Но они своими заявлениями оказывает информационное давление на тех, кто еще сомневается и не принял решения о продаже.

Общее настроение на рынке задается настроением участников по принципу «один человек — одно мнение». В спокойной ситуации количество покупателей примерно равно количеству продавцов ($Q_{buy} \approx Q_{sell}$). Но в пиковый (кризисный) момент количество продавцов намного больше, чем количество покупателей ($Q_{sell} \gg Q_{buy}$) и создается впечатление, что продают практически все.

Но мы помним, что цена — это равновесие спроса и предложения в денежном эквиваленте, а не по количеству участников. Запишем это в виде формулы (покупатели vs продавцы):

$$V_{buy} * Q_{buy} = V_{sell} * Q_{sell}$$

где

Q_{sell} — количество продавцов;

V_{sell} — средняя сумма, полученная продавцом;

Q_{buy} — количество покупателей;

V_{buy} — средняя сумма, заплаченная покупателем.

Средняя сумма, которую тратят покупатели, намного больше, чем средняя сумма, которую выручают продавцы ($V_{buy} \gg V_{sell}$). Иными словами, большому числу мелких продавцов противостоит небольшая, но «финансово могучая кучка» покупателей.

Например, складывается впечатление, что осенью 2008 года на рынке акций был вообще всего 1 покупатель — ВЭБ.

Похожая картина складывается, когда рынок достигает максимальных значений и царит всеобщая эйфория. Только в этот момент огромному количеству мелких покупателей противостоит небольшое количество крупных продавцов (как в байке про Моргана).

Выводы

- Это наблюдение объясняет, почему у большинства людей существует негативное отношение к фондовому рынку. Увлеченные массовой эйфорией, они купили на максимумах, а в период черной депрессии продали на минимумах, после чего стали чувствовать себя обманутыми.
- Это также объясняет, почему богатые богатеют, а бедные беднеют, и почему 20% населения контролируют 80% активов — их отличает разный менталитет.
- Вы можете попробовать сами покупать на минимумах, а продавать на максимумах. НО! На наш взгляд, гораздо лучший эффект дадут регулярные инвестиции.

○ В рамках курса «Факультатив» следующей читайте статью 8.11. Интеллект фондового рынка.



Людам, которые впервые сталкиваются с акциями, может показаться, что влияние на их стоимость оказывают самые разные, не связанные между собой факторы. Все это создает ощущение сложности и непонятности. Масло в огонь подливают любители технического анализа. Существует неподтвержденная гипотеза о том, что технический анализ позволяет предсказывать будущее поведение цен акций на основе прошлых данных. Мы хотим помочь Вам понять, какие простые фундаментальные причины оказывают влияние на стоимость акций, и предложить определенную систему, позволяющую «разложить все по полочкам» и ориентироваться в потоке новостей.

Начнем «от печки». Цель любого бизнеса — прибыль. Акции — это просто способ участия или владения бизнесом. Бизнесмены не альтруисты, а очень прагматичные люди. Поэтому первый и самый главный фактор стоимости акций — прибыль, которую зарабатывает компания.

Вот первый ключ к пониманию. Любая новость глобального характера может рассматриваться с точки зрения ее влияния на прибыль компаний. Если она позитивно влияет на прибыль компаний, это будет создавать предпосылки для роста рынка. Если новость носит отраслевой характер, например повысились цены на удобрения, то это окажет положительное влияние на цены акций компаний, производящих удобрения. Если новость касается конкретной компании, например удалось заключить крупный контракт, то, очевидно, это будет касаться только стоимости акций этой компании.

Но прибыль — это не единственный показатель, от которого зависит цена акций. Представьте две компании одной отрасли, зарабатывающие примерно одинаковую прибыль. Акции первой компании активно торгуются на бирже, компания придерживается высоких стандартов корпоративного управления, то есть соблюдает права акционеров. Вторая компания, наоборот, неоднократно их нарушала, ее акции трудно купить и еще труднее продать. Вопрос: акции какой компании охотнее купят инвесторы? Ответ очевиден — конечно, первой.

Есть такой удобный показатель — P/E. P — это Price, то есть цена акции (а точнее, суммарная стоимость всех акций компании — капитализация). E — это Earnings, то есть прибыль компании. Смысл этого показателя очень прост: он показывает, сколько годовых прибылей стоит акция или, другими словами, за какое количество лет окупятся вложения в акцию.

Вернемся к примеру с двумя компаниями. Мы договорились, что E (прибыль) у них одинаковая. Но акции первой компании инвесторы будут покупать более охотно, а вторую будут избегать. Это приведет к росту цен на акции первой компании и снижению цен на акции второй. И, как следствие, изменятся и показатели P/E этих компаний. Допустим, P/E первой будет 10, P/E второй — 5.

На первый взгляд по показателю P/E вторая компания более интересна — вложения в ее акции окупятся за 5 лет, а вложения в первую — только за 10. Но на этот факт можно взглянуть по-другому. Инвесторы настолько лояльно относятся к первой компании, что готовы вкладывать в нее деньги с доходностью 10% в год, и настолько избегают второй, что их не привлекает доходность в 20% годовых, так как из-за рисков этой доходности может и не быть. Уместна аналогия с банками — большинство вкладчиков выбирают банк не по размеру обещанного процента, а по надежности.

Таким образом, мы нашли второй ключевой фактор, от которого зависит цена акций. Это — минимальная доходность, которую хотят получить инвесторы, вкладывая деньги в акции (по-научному — ставка дисконтирования).



Если эта доходность слишком низкая, например ниже банковского депозита, это значит, что акция стоит слишком дорого, и инвестору проще, не принимая рисков акций, вложить деньги в банк.

Факторы, которые влияют на требуемую инвесторами доходность, известны, и их не так много. В первую очередь – это общий уровень процентных ставок в экономике. Он определяется уровнем депозитных и кредитных ставок, инфляцией, ставкой рефинансирования Центрального Банка. Этот показатель является общим для всей экономики. Если общий уровень ставок растет, то растет и требуемая инвесторами доходность, а цены на акции в целом падают.

Есть отраслевые показатели, влияющие на доходность, требуемую от вложений в акции компаний отрасли. Например, цены на нефть подвержены большим колебаниям. Вкладывая в акции нефтяных компаний, инвесторы хотят, как правило, большей доходности, чем при вложении в акции компаний, которые занимаются добычей драгоценных металлов.

Конечно, многое зависит от индивидуальных характеристик компании — ее кредитного качества (готовности банков давать в долг), уровня ликвидности акций — (если акции активно обращаются на бирже, их легко купить и продать). Если компания корректно ведет себя по отношению к миноритарным акционерам, то это тоже влияет на снижение ставки дисконтирования и возможный рост курсовой стоимости акций.

Вывод

В каждый конкретный момент на стоимость акций может влиять множество различных факторов. Но в долгосрочной перспективе именно размер получаемой прибыли и уровень ожидаемой инвесторами доходности (ставка дисконтирования) оказывают ключевое влияние на стоимость. Для успешного прогнозирования цен на акции необходимо анализировать, как в будущем будет меняться прибыль компании и ставка дисконтирования.

8.1. Прибыль компаний и курсовая стоимость акций

<http://учебники.информ2000.рф/parisat-diplom.shtml>

Два ключевых фактора, от которых в конечном итоге зависит курсовая динамика акций, — это прибыль компании и ставка дисконтирования (то есть доходность, которую хотят получить инвесторы при вложении денег в акции). В этом материале мы более подробно остановимся на том, от чего, в свою очередь, зависит прибыль. Понимание этого позволит инвесторам лучше ориентироваться в потоке экономических новостей и принимать взвешенные инвестиционные решения.

Факторы, определяющие прибыль компании

Два основных показателя деятельности предприятия, которые и определяют в конечном итоге уровень прибыли, — это выручка и себестоимость. Поэтому все новости и события, которые оказывают влияние на эти два показателя, влияют и на прибыль, и, следовательно, на курсовую стоимость акций.

Как правило, новости или события не говорят напрямую об изменении выручки или себестоимости той или иной компании. Но существует возможность читать между строк и строить простейшие логические цепочки. Для этого необходимо принять во внимание тот факт, что выручка от производственной деятельности зависит от цены на конечный товар и количества этого товара, которое производится предприятием.

Цены на товарных рынках и курсовая стоимость акций

Интуитивно понятно, что любые новости, связанные с повышением цен на том или ином товарном рынке, положительно отразятся на курсовой динамике акций компаний целой отрасли через рост выручки и прибыли. К примеру, любимый в России рост цен на нефть приводит к росту выручки нефтяных компаний — ЛУКОЙЛа, Роснефти, Башнефти и многих других. Однако если компания заявляет о расширении производства или внедрении новых технологий, то это является положительной новостью только для данной конкретной компании.

Если для компаний, производителей товара, новость о повышении цен на их товар — хорошая, ведущая к росту курсовой стоимости, то для других, потребителей товара, это плохая новость. Например, уже упомянутый рост цен на нефть приводит к росту себестоимости и снижению прибыли авиаперевозчиков в связи с тем, что продукты нефтепереработки являются основной затратной статьей их бизнеса. Курсовая стоимость акций, например Аэрофлота, снижается. Поэтому новости с товарных рынков являются одним из ключевых факторов при прогнозе курсовой динамики акций и построении моделей.



Величина налоговой нагрузки, реальных доходов населения и прибыль компании

Влияние на себестоимость (помимо цен на сырье) также оказывают налоговая нагрузка и уровень расходов на оплату труда. Поэтому новости об увеличении налогового бремени или росте реальных доходов населения для инвестора означают потенциальное снижение котировок акций.

В то же время, рост реальных доходов населения с некоторой временной задержкой ведет к увеличению спроса на товары и услуги, производимые в стране. Это проявляется в росте выручки и прибыли компаний, ориентированных на внутренний рынок, например компаний потребительского сектора (М. Видео, Магнит).

Влияние долговой нагрузки

Серьезную значимость с точки зрения курсовой динамики акций представляет информация о долговой нагрузке — ее общем размере и уровне процентных ставок в стране. С одной стороны, это оказывает влияние на себестоимость. С другой стороны кредиты, как правило, направлены на увеличение, расширение или модернизацию производства. Поэтому новости о крупных кредитах или заимствованиях на рынке облигаций и сопутствующих ставках имеют прямое отношение к курсовой стоимости акций.

Курс рубля и курсовая стоимость акций

Курс рубля по отношению к другим валютам тоже непосредственно связан со стоимостью акций. Ослабление рубля всегда приводит к росту выручки экспортеров. Иллюстрацией к данному фактору являются компании нефтяного сектора, большую часть выручки они получают в долларах, а себестоимость формируется в рублях, что приводит к росту прибыли при ослаблении курса рубля. Вместе с увеличением прибыли экспортеров ослабление курса национальной валюты приводит к повышению долговой нагрузки у компаний с кредитами в иностранной валюте. Хорошим примером

является потребительский сектор, так как компании данного сектора активно развиваются за счет валютных кредитов, а выручку получают в рублях, отсюда и снижение прибыли при снижении курса рубля.

В своих экономических моделях УК «Арсатера» учитывает все эти факторы и стремится выявить наиболее привлекательные для инвестиций компании. Подробнее с методиками компании Вы можете ознакомиться в разделе «Ключевые методики управления капиталом».

Выводы

- Для того чтобы ориентироваться в потоке экономических новостей при принятии инвестиционных решений необходимо понимать основные закономерности формирования прибыли, так как курсовая стоимость акций той или иной компании напрямую зависит от прибыли.
- Специалисты УК «Арсатера» рассматривают и учитывают в экономических моделях большое число факторов, которые в конечном итоге влияют на прибыль компании и денежный поток, который она создает для своих акционеров. Это дает возможность находить компании с наибольшей потенциальной доходностью и, в соответствии с инвестиционной декларацией, вкладывать денежные средства в их акции.

8.2. Доходность, которую хочет получить инвестор при вложении денег в акции...

...определяет ставку дисконтирования. Для того чтобы объяснить это, рассмотрим очень упрощенный случай. Некий человек X купил акцию компании Y за 100 руб. Компания Y раз в год выплачивает всю чистую прибыль в виде дивидендов. На одну акцию приходится 30 руб. дивидендов. Доходность от владения такой акцией — $30/100 = 30\%$ в год. На практике ситуация может оказаться гораздо интереснее...

Например, может появиться новый покупатель Z. Он будет готов владеть этой акцией, получая при этом доходность 20% годовых. Тогда он предложит за эту акцию 150 руб. Как получилась эта цена? $30/150 = 20\%$ в год. Все правильно... Но это проверка результата. Цена 150 руб. получилась благодаря тому, что прибыль компании – (30 руб. на акцию) мы «продисконтировали» по ставке 20%: $30/0.2 = 150$.

Это очень упрощенный пример, но он позволяет показать, что НЕ ТОЛЬКО ПРИБЫЛЬ предприятия влияет на цену акций. А какую доходность получил X? За год владения ему выплатили дивиденды в размере 30 руб., и за 150 руб. он продал акции, купленные за 100. Итого 80%.

Это еще один убедительный пример, показывающий, почему важно знать и уметь прогнозировать то, с какой доходностью инвесторы готовы вкладывать деньги в акции. Или, другими словами, уметь прогнозировать ставку дисконтирования. Так как при расчете стоимости ставка дисконтирования находится в знаменателе, то зависимость обратная: чем выше ставка — тем ниже стоимость. И наоборот.



Разложим на составляющие факторы, определяющие размер ставки дисконтирования. В первую очередь — это общий уровень процентных ставок. Это важнейший макроэкономический показатель, от которого зависит стоимость всего бизнеса в стране. Он зависит от уровня кредитных и депозитных ставок, уровня инфляции, ставки рефинансирования, кредитного рейтинга государства и еще целого ряда факторов. Можно сказать, чем лучше качество экономики страны, тем ниже общий уровень процентных ставок и тем дороже стоит бизнес в такой стране.

Помимо общего для страны уровня процентных ставок важно знать, в какой отрасли работает компания. Для разных отраслей характерен разный уровень ставок дисконтирования. Инвесторы ценят стабильность. Чем более стабильный денежный поток обеспечивают компании в отрасли, тем более охотно инвесторы покупают их акции и тем ниже ставка дисконтирования.

Например, цены на нефть подвержены большим колебаниям, чем цены на золото. Поэтому при одинаковых показателях прибыльности цена акции золотодобывающей компании может оказаться выше, чем цена акции нефтяной компании.

Ключевая индивидуальная характеристика компании, определяющая ставку дисконтирования — это кредитное качество. Другими словами, это способность компании брать деньги в долг. Чем более охотно кредитуют компанию, чем ниже при этом долговая процентная ставка, тем она дороже стоит. Поэтому когда у компании повышается кредитное качество, это создает предпосылки не только для роста стоимости ее облигаций, но и для роста стоимости акций.

Кроме кредитного качества важно оценить добропорядочность компании по отношению к акционерам, в первую очередь к миноритарным. Если менеджмент или крупные акционеры не злоупотребляют

своим положением и не выводят заработанную прибыль, то независимые инвесторы более охотно покупают такие акции.

Прозрачность компании — это прагматичное поведение, направленное на повышение стоимости. Чем больше потенциальный инвестор знает о компании, тем проще ему принять решение об инвестициях. Добропорядочность и прозрачность компании характеризуется качеством корпоративного управления (КУ). УК «Арсагера» проводит самостоятельную оценку качества корпоративного управления большого количества обращающихся на рынке компаний.

Ну и последний фактор, оказывающий непосредственное влияние на ставку дисконтирования — это уровень ликвидности акций. Чем легче купить и продать акции компании, тем ниже ставка и тем выше их стоимость. Уровень ликвидности определяется объемом биржевой торговли акциями. Ликвидность является одним из критериев, по которому УК «Арсагера» регулярно осуществляет ранжирование акций на однородные по уровню риска группы в рамках системы Arsagera Asset Certification.

Выводы

Ставка дисконтирования — это фактор, оказывающий существенное влияние на стоимость акций. На ставку дисконтирования оказывает влияние как общая экономическая ситуация в стране, так и особенности деятельности конкретного предприятия. Изучение составляющих, оказывающих влияние на ставку дисконтирования, — неотъемлемый элемент анализа при инвестировании в акции и управлении капиталом.

8.3. Уровень процентных ставок и курсовая стоимость акций □

Ставки по кредитам и депозитам в банках как-то связаны с курсовой стоимостью акций? Уровень инфляции может влиять на котировки акций? Есть зависимость между доходностью облигаций и стоимостью акций компании? Ответ на эти вопросы — ДА. Хотите узнать, как все это связано?

Все эти параметры оказывают влияние на общий уровень процентных ставок.

Общий уровень процентных ставок определяет ту доходность, которую инвесторы хотят получить при вложении в акции, то есть ставку дисконтирования. А от размера этой доходности зависит стоимость акций: чем большую доходность инвесторы хотят получить от владения акциями, тем дешевле они хотят купить их.

Зависимость обратная — чем ниже общий уровень процентных ставок, тем дороже стоят акции. Процентные ставки разных финансовых инструментов выстраиваются по росту: вначале идут самые маленькие, затем все большие и большие.

Самыми надежными считаются государственные облигации — они характеризуются самым низким уровнем доходности. Потом идут банковские депозиты, корпоративные облигации и ставки по кредитам.

Линейка доходностей финансовых инструментов



Вкладывать деньги в акции инвесторы готовы только ради высокой доходности. Вся эта линейка доходностей и определяет общий уровень процентных ставок. Если уровень доходности по корпоративным облигациям повысится с 10 до 30% в год, это повлияет и на ставки по кредитам и депозитам.

Повышение ставок говорит о страхе инвесторов и желании получить от вложения в тот же актив большую доходность. С другой стороны, более высокая ставка доходности по облигациям говорит о снижении надежности — кредитного качества компаний, ведет к понижению стоимости их акций. А снижение стоимости акций при сохранении экономических показателей работы предприятия ведет к росту потенциальной доходности от их покупки.

От чего зависит уровень процентных ставок в экономике? Влияние оказывает целый набор факторов: уровень инфляции, ставка рефинансирования и денежная политика Центрального Банка. В конечном итоге уровень процентных ставок зависит от силы экономики страны и обеспеченности экономики деньгами.

Чем сильнее экономика, тем проще государству и компаниям привлекать деньги инвесторов как в долг, так и для покупки акций. Тем ниже процентные ставки. Но существенное влияние оказывает и обеспеченность экономики деньгами — монетизация. Этот показатель рассчитывают путем сравнения ВВП и денежной массы. Денег должно как минимум хватать для расчетов (монетизация более 40%). Для капитальных вложений монетизация должна составлять более 80%.

В России монетизация находится на уровне 40%, то есть денег хватает исключительно для расчетов. Инвестиционная активность находится на низком уровне, инвесторы боятся высокого риска, а значит, за свои вложения хотят получать высокую доходность, что приводит к низкой стоимости акций.

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ
Влияние спроса и предложения денег на уровень процентных ставок

Общий уровень процентных ставок в экономике зависит от соотношения спроса и предложения денег



Зависимость между уровнем процентных ставок и курсовой стоимостью акций



Выводы

- Все разнообразие процентных ставок находится в постоянной взаимосвязи друг с другом, невозможен рост ставок одного инструмента без роста процентных ставок на другие инструменты.
- Общий уровень процентных ставок в стране напрямую влияет на ставку дисконтирования (желаемую доходность инвесторов), которая, в свою очередь, напрямую влияет на курсовую стоимость акций.

Таким образом, для принятия правильных инвестиционных решений необходимо отслеживать тенденцию изменения процентных ставок. Рост процентных ставок в стране приводит к снижению курсовой стоимости акций, снижение процентных ставок — к росту курсовой стоимости акций.

В рамках курса «Университет» следующей читайте статью 8.5. Линия Тишина.

8.4. Что такое качество корпоративного управления и как оно влияет на стоимость акций?

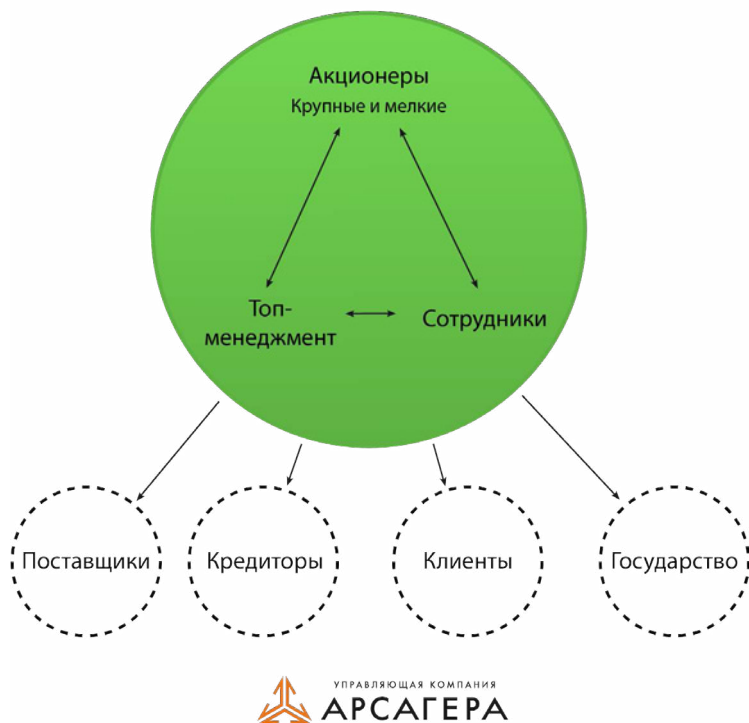
Давайте представим ситуацию. Есть акции некой компании. Они обращаются на бирже. Компания работает стабильно, из года в год ее выручка и прибыль держатся на стабильном уровне. Однако возможна ситуация, когда, несмотря на эту стабильность без особых улучшений экономики, акции компании могут существенно вырасти. Почему? Это будет интересно как для самих компаний, так и для тех, кто покупает их акции.

Различие между корпоративным и текущим управлением

Это может произойти потому, что существенно улучшится уровень корпоративного управления. Вы спросите — что это такое? Для многих даже непонятна разница между корпоративным управлением и текущим (операционным) управлением компаний.

Текущее управление направлено на повышение уровня рентабельности основной деятельности компании, то есть на увеличение прибыли.

Корпоративное управление нацелено на повышение прозрачности деятельности, соблюдение баланса интересов между топ-менеджментом компании, акционерами и сотрудниками и их эффективное взаимодействие с внешней средой. В идеале достигается гармонизация интересов всех сторон, имеющих непосредственное отношение к бизнесу, в частности крупных и мелких акционеров (или, другими словами, мажоритарных и миноритарных).



Возникает вопрос — а как это касается стоимости акций? Ну, взаимодействуют крупные, мелкие акционеры и менеджмент между собой, а при чем здесь цены на акции?

Начнем с самого простого. Цена акций в первую очередь зависит от экономики компании и рисков инвестирования в нее, то есть от прибыли и размера ставки дисконтирования. Уровень корпоративного управления (КУ) может оказывать влияние на оба этих фактора.

Влияние корпоративного управления на ставку дисконтирования

Прямое влияние уровень КУ оказывает на ставку дисконтирования. Чем выше КУ, тем ниже ставка дисконтирования и тем выше стоимость акций. В этом смысле уровень КУ характеризует добропорядочность и прозрачность компании по отношению к акционерам, в первую очередь к миноритарным.

Если наблюдаются факты вывода чистой прибыли и активов (например, наличие признаков продажи имущества по заниженным ценам, сомнительные сделки и т. д.), то при прочих равных акционеры менее охотно покупают акции данной компании.

Для исключения злоупотреблений в компании необходимо повышать уровень прозрачности. Это как в магазине: там, где ведется видеонаблюдение, сложнее воровать, а злоумышленники предпочитают «ловить рыбу в мутной воде».

В компании, где думают о создании стоимости для акционеров, повышение уровня прозрачности — вполне прагматичное поведение. Чем больше потенциальный инвестор знает о компании, чем более предсказуемо ее поведение, тем проще принять решение об инвестициях.

Для повышения прозрачности необходимо регулярно и оперативно публиковать отчетность. При этом она должна быть полной. Если это группа компаний, то консолидированная отчетность должна охватывать все организации, входящие в группу. Сведения о перспективах развития компании, регулярный выпуск отчетности по МСФО — все это повышает уровень прозрачности и уровень КУ. Это крайне важно, ведь даже если в непрозрачной компании не происходит никаких злоупотреблений, инвесторы все равно будут относиться к ней с подозрением.

Методика оценки уровня корпоративного управления, разработанная УК «Арсагера»

В УК «Арсагера» разработана собственная методика оценки уровня КУ и ведется аналитика по большинству обращающихся на рынке компаний. С результатами оценки КУ можно ознакомиться в нашем «Исследовании корпоративного управления в России», расположенном в разделе Аналитика на сайте компании www.arsagera.ru.

Чтобы показать, как КУ влияет на стоимость акций, рассмотрим пример. Две компании с одинаковой экономикой. Получают прибыль, к примеру, по 10 млн долл. в год. Работают в одной отрасли, их акции обращаются на бирже. У одной КУ идеальное и не увеличивает ставку дисконтирования, которая, допустим, составляет 10%. Ее капитализация в этой ситуации составляет 100 млн долл.

У другой компании очень низкое качество КУ. По нашим оценкам, это может увеличить требуемую инвесторами доходность на 30 процентных пунктов, а в особых случаях и более. То есть ставка дисконтирования второй компании будет 40%, ее капитализация — всего лишь 25 млн долл.

Здесь можно привести аналогию с банками — в один банк инвестор готов отдать деньги под 5%, а в другой не отдаст и под 15%.

Это значит, что только благодаря повышению качества КУ стоимость второй компании может вырасти в 4 раза.

Что влияет на качество корпоративного управления?

При составлении рейтинга мы учитываем следующие моменты:

- факты размывания долей в ходе дополнительных эмиссий;
- факты вывода чистой прибыли;
- факты несправедливых коэффициентов конвертации при сделках слияний и поглощений;
- факты рейдерства;
- размер доли крупных (аффилированных) акционеров;
- прозрачность структуры собственности;
- прозрачность дивидендной политики;
- регулярность, полнота и охват отчетности;
- соответствующая структура органов управления и др.

Повышение уровня КУ также может оказать влияние и на прибыль компании. В частности, к критериям оценки уровня корпоративного управления, которые могут его повысить, относятся такие параметры, как отсутствие конфронтации с сотрудниками компании, зависимость материального стимулирования менеджмента и членов совета директоров от эффективности деятельности компании. То есть если у менеджмента будет хорошая мотивация, то повысится эффективность работы и это повлияет на прибыльность. Прозрачность компании будет дополнительным плюсом в случае получения кредитов, так как может снизить стоимость заемного капитала и, как следствие, повысить прибыльность.

Выводы

- Повышение качества корпоративного управления — это не странный альтруизм, это прагматичное поведение собственников и менеджмента компании в целях повышения стоимости бизнеса.
- Для повышения качества управления капиталом при инвестировании в акции мы разработали собственную методику. Она позволяет оценить уровень корпоративного управления эмитентов в России. Чем ниже уровень КУ отдельного эмитента, тем выше премия за риск, которая является составной частью ставки дисконтирования.

P. S. Отдельно стоит отметить, что на фондовых рынках развитых стран премия за риск низкого КУ стремится к нулю. Если эмитент не будет удовлетворять высоким требованиям по качеству корпоративного управления, то его акции просто не будут допущены к торгам.

В России ситуация иная. При инвестировании в акции российских эмитентов уровень корпоративного управления является крайне важным параметром. Но ни одна компания (рейтинговое агентство) не проводит масштабных и всесторонних исследований уровня корпоративного управления в России. Поэтому для эффективного выполнения нашей работы по управлению капиталом мы были вынуждены разработать методику исследования КУ.

Наша методика универсальна, она позволяет технологично оценить качество корпоративного управления любой компании, даже той, которая не попала в наше исследование. Для этого необходимо иметь доступ в Internet и найти сайт интересующего Вас эмитента, затем, руководствуясь досье с критериями оценки уровня КУ, можно самостоятельно провести оценку. Для этого нет необходимости осуществлять личный контакт с представителями компании, все делается технологично и удобно.

Как мы говорили в самом начале статьи, она будет интересна как инвесторам, так и эмитентам. Поэтому, если компания заинтересована в повышении стоимости своего бизнеса, то использование нашей методики позволит ей обнаружить и исправить слабые места, которые снижают качество КУ.

△ *В рамках курса «Аспирантура» следующей читайте статью 8.10. Взаимосвязь экономики компаний и стоимости их акций.*

8.5. Линия Тишина □

Какая взаимосвязь между количеством денег в экономике и стоимостью акций? Деньги являются универсальным эквивалентом и нужны для выполнения трех основных функций:

- для обмена товарами и услугами;
- для обмена активами (бизнеса, компаний, недвижимости);

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

- для обмена ресурсами, в том числе и для обмена своего труда на товары, услуги и активы.

<http://учебники.информ2000.рф/parisat-diplom.shtml>

Получается, что стоимость товаров, услуг, ресурсов и, САМОЕ ГЛАВНОЕ, — АКТИВОВ зависит от того, какое количество денег в данный момент обращается в экономике.

«Количество денег в экономике» — это не формальный показатель. Для точной оценки используют макроэкономические показатели, которые называют «денежные агрегаты». Самый простой M0 — это объем всех наличных денег в обороте. Затем идет M1 — наличные + безналичные деньги (те деньги, которые находятся на счетах предприятий и вкладах до востребования). Показатель M2, или «денежная масса», наиболее широко характеризует «количество денег» и учитывает M1 + банковские депозиты.

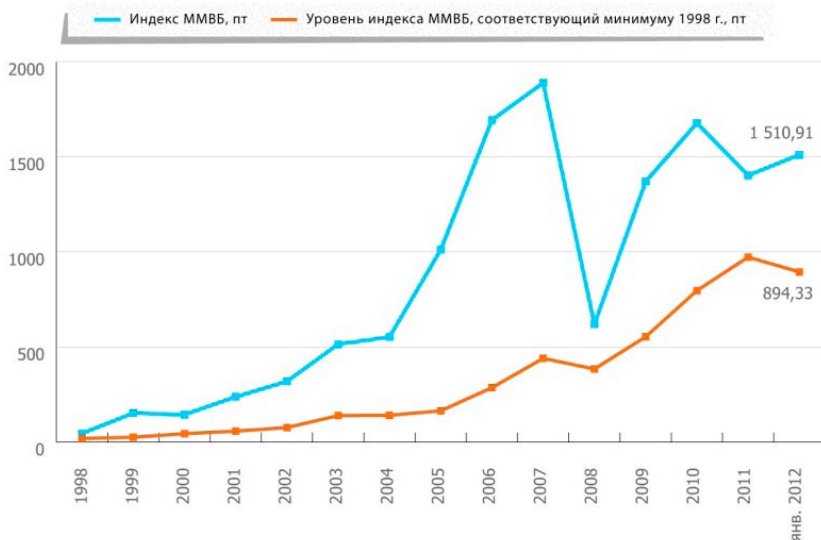
Монетизация экономики — это показатель, который характеризует насыщенность экономики деньгами. Он рассчитывается как отношение денежной массы (M2) к ВВП и позволяет сравнить объем товарной массы, производимой в экономике, с количеством денег.

Международная практика показывает, что для проведения расчетов (нормального обмена товарами и услугами) необходима монетизация на уровне 40%.

Для осуществления нормальных инвестиций в основной капитал уровень монетизации экономики должен быть не ниже 80%.

Линия Тишина

Индекс ММВБ

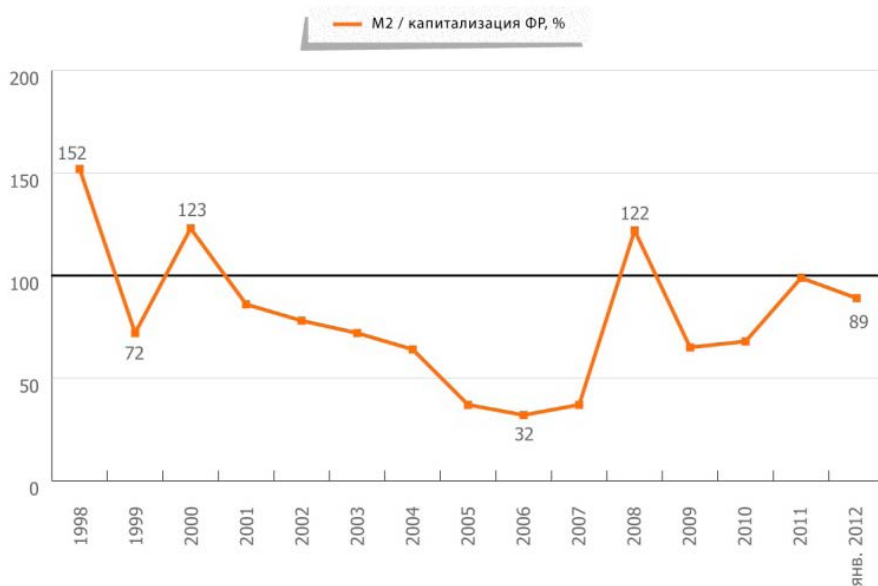


По итогам 2011 года монетизация экономики России составила 45,1%. В то же время значение этого показателя в развитых экономиках колеблется в диапазоне 80-100%, а у растущей экономики Китая — около 160%.

Фондовый рынок — это не рулетка, а способ обмена производительными активами в экономике. Если сравнить денежную массу с капитализацией фондового рынка ($M2/Капитализация$), то можно увидеть, достаточно ли денег в экономике для получения возможности адекватно оценивать бизнес.

Для любой экономики является нормальной ситуация, когда стоимость всех активов (капитализация) больше, чем количество денег, потому что не все активы выставлены на продажу, то есть $M2/Капитализация$ меньше 100%. Но эта небольшая часть, выставленная на продажу, задает стоимость для всех остальных (не выставленных на продажу) активов. Например, на ММВБ в течение дня в среднем обращается 0,2% от стоимости компаний, но именно эти 0,2% задают стоимость всей компании в этот день.

Соотношение денежной массы и капитализации фондового рынка



Превышение показателем $M2/Капитализация$ уровня 100% может свидетельствовать о радикальной недооцененности фондового рынка. В этот момент спрос на деньги столь высок, а активы выставлены на продажу по столь низким ценам, что суммарная стоимость активов становится ниже общего количества денег.

Минимальное значение индекса ММВБ – (18,53) было зафиксировано в 1998 году. Это худшая оценка стоимости российских компаний на фоне максимального уровня пессимизма. Соотношение

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

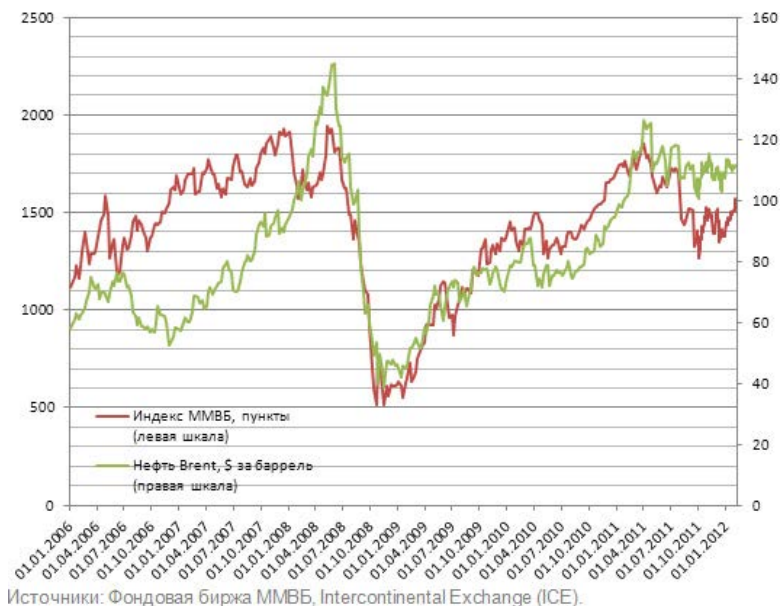
денежной массы (M2) к капитализации фондового рынка в августе 1998 года составляло 373%, а монетизация экономики в тот момент составляла 17,3%. Соотношение денежной массы, ВВП и капитализации фондового рынка в 1998 году позволило сформировать коэффициент, соответствующий худшим ожиданиям. В настоящее время с точки зрения экономического развития наша страна стала намного сильнее по сравнению с 1998 годом. Соответственно, используя полученный коэффициент для 1998 года с поправкой на текущие значения ВВП, денежной массы и монетизации, можно вычислять значения индекса, соответствующие худшим ожиданиям. Если рассчитать эти значения за некоторый период времени, то можно получить линию, характеризующую точки максимального пессимизма, ниже которых не должно опускаться значение индекса. Данная линия получила название линии Тишина в честь аналитика, предложившего данный подход. Она характеризует «последний рубеж обороны», своеобразное «дно» рынка, соответствующее уровню 1998 года, но с учетом текущих макроэкономических реалий.

8.6. Нефть и курсовая стоимость акций

Ни для кого не секрет, что цены на нефть непосредственно влияют на курсовую стоимость акций на фондовой бирже. Почти все видят эту взаимосвязь. Но почему результаты торгов этим товаром так сильно влияют на наш отечественный фондовый рынок? Не только на него, но и на всю российскую экономику? В рамках данной статьи мы подробнее осветим краеугольный камень российской экономической системы — цены на нефть.

Взаимосвязь изменений цен на нефть с динамикой изменений индекса ММВБ

Приведем график изменения цен на нефть марки Brent и индекса ММВБ с января 2006 по январь 2012 года.



Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

На этом графике ясно прослеживается корреляция между капитализацией фондового рынка и ценой на нефть марки Brent (от цены на данную марку нефти зависит цена основной производимой в России нефти — Urals).

Цены на нефть и курсовая стоимость акций нефтедобывающих компаний, а также компаний, не связанных с добычей нефти

Компании, добывающие и экспортирующие нефть, продают ее по рыночным ценам, которые складываются на международных товарных и специализированных нефтяных биржах. Выручка этих компаний напрямую зависит от мировых цен на нефть. Чем они выше, тем больше их доход, и, соответственно, это сказывается на их биржевых котировках.

При этом «нефтянка» составляет основу капитализации всего фондового рынка РФ. По состоянию на 30.12.2011 в структуре индекса ММВБ компании нефтегазового сектора составляли 52%. То есть рост цены на нефть оказывает влияние на котировки акций нефтегазовых компаний, что незамедлительно выражается в изменении всего индекса.



Но почему же тогда в период высоких цен на нефть растет и курсовая стоимость акций компаний, не имеющих отношение к нефтегазовой отрасли?

Во многом это связано с тем, что нефтегазовая отрасль служит локомотивом развития для многих сопряженных с ней отраслей. Выручка, получаемая нефтяными компаниями, распределяется по экономике, прибыль реинвестируется в развитие «нефтянки». То есть растет объем заказов и объем производства в смежных отраслях, что может привести к росту курсовой стоимости акций.

К примеру, цены на нефть выросли, компания ЛУКОЙЛ получила большой объем выручки, часть которой она направила на освоение новых нефтяных месторождений. Для этого ЛУКОЙЛ предъявляет заказы транспортным компаниям и производителям оборудования. Производители оборудования при выполнении заказов используют больше металлов. Из нашего примера следует, что благодаря повышению цены на нефть растет выручка и прибыль транспортных, машиностроительных и металлургических компаний. Изменяется курсовая стоимость их акций.



Нефть может даже служить индикатором изменения стоимости других сырьевых товаров. При росте стоимости нефти возрастает их потребление, а значит, как правило, растет цена.

Однако следует учитывать, что в структуре ВВП России, то есть в экономике страны, добыча нефти и газа составляет 8,5% (2011 год). Это очень большое значение. Именно из-за такого широкомасштабного присутствия в экономике страны «нефтянка» оказывает влияние на развитие смежных отраслей.

Уверенность в стабильности экономики при высоких ценах на нефть

Психологический аспект зависимости цены акций от цены на нефть выражается в уверенности инвесторов, в том числе и иностранных, в стабильности экономики страны при высоких ценах на нефть.

Высокие цены на нефть обеспечивают государство налогами и таможенными пошлинами, которые составляют основу всех доходов бюджета. Государство является одним из крупнейших заказчиков для многих отраслей, наиболее яркий тому пример — военно-промышленный комплекс. Стало быть, высокие цены на нефть вызывают рост заказов и производства не только в отраслях, непосредственно связанных с «нефтянкой», но и в тех, которые не имеют даже косвенного отношения к нефти.

Взаимосвязь цен на нефть с объемом денежной массы, оказывающим влияние на фондовый рынок

Еще одним важным фактором, связанным с ценами на нефть и влияющим на фондовый рынок, является объем денежной массы (M2) в стране. Нефтяные компании получают за экспортируемую нефть доллары, и именно столько, сколько она стоит на международных биржах, при этом зарплату и прочие расходы компании несут в рублях. Чем выше цена на нефть, тем больше долларов нефтяные компании обменивают в коммерческих банках на рубли. Рубли эмитируются центральным банком для скупки всех этих долларов, таким образом, увеличиваются золотовалютные запасы и, главное, денежная масса в стране. Рост M2 приводит к росту свободных денег, которые так или иначе попадают на фондовый рынок, увеличивая его капитализацию.

Хотелось бы отметить, что нефть — высоковолатильный актив. При сохранении зависимости нашей экономики от цен на нефть фондовый рынок страны будет повторять «движения» нефти.

Выводы

Раскрывая такую популярную и обсуждаемую тему, как связь цен на нефть со стоимостью ценных бумаг, хотелось, в первую очередь, показать основные причины этой взаимосвязи:

- Высокая доля компаний нефтегазового сектора в структуре отечественных фондовых индексов (52%) и, главное, структуре ВВП (8,5%).
- Распределение «нефтяных» денег в экономике страны через заказы от самих нефтяных компаний и через заказы от государства.
- Психологический аспект, то есть уровень уверенности инвесторов в стабильности экономики страны, которая зависит от цен на нефть.
- Уровень денежной массы в стране, который во многом зависит от выручки нефтеэкспортеров. Инвесторам необходимо вкладывать появляющиеся при росте M2 «свободные» деньги, что приводит к росту стоимости активов.

8.7. ВВП и курсовая стоимость акций

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

Увидев в заголовке статьи аббревиатуру ВВП, Вы, наверняка, сразу вспомните выступления политиков разных уровней и ведущих новостей, которые с нескрываемой радостью сообщают о том, что ВВП растет или сдержано констатируют факт снижения ВВП. В данном материале мы расскажем, почему же изменение данного показателя находит такое яркое отражение в поведении участников фондового рынка.

Физический смысл показателя ВВП

В экономическом словаре дается следующее определение: «ВВП, Валовой внутренний продукт — макроэкономический показатель, выражающий стоимость всех конечных продуктов (товаров и услуг), произведенных в стране в течение определенного периода.»

Физический смысл данного показателя заключается в том, что он отражает объем товаров и услуг, произведенных в стране. В расчет ВВП входят только те товары и услуги, которые были проданы конечному потребителю. В тот момент, когда деньги от потребителей переходят производителям, у них появляется выручка. То есть можно сказать, что ВВП показывает размер выручки всех производителей товаров и услуг.

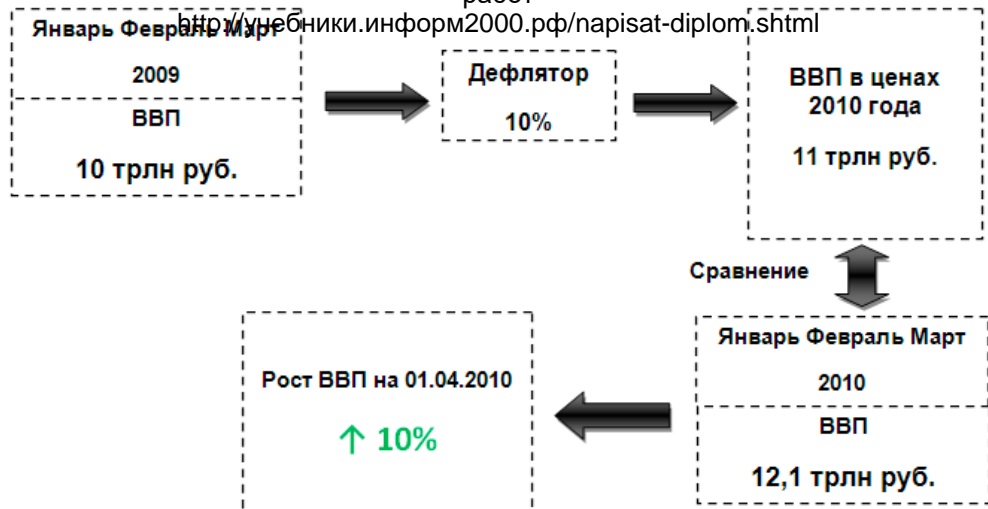
О чем нам может рассказать показатель валового внутреннего продукта

В абсолютных значениях показатель ВВП мало информативен, но если сравнивать ВВП данного периода с его значением за предыдущий период (или несколько периодов), то можно проследить динамику его изменения, которая, по сути, отображает вектор развития всей экономики страны.

ВВП — это реальный показатель, так как отражает объем реально произведенной продукции, но измерять все произведенные товары и услуги в штуках или тоннах нереально, поэтому ВВП измеряют номинально — в рублях (по тем ценам, по которым их купил конечный потребитель). Из этой особенности расчета ВВП возникает проблема его сравнения со значениями предыдущих периодов: как выяснить, на сколько ВВП вырос за счет реального увеличения производства, а не за счет инфляции (роста цен на продукцию)? Обозначенную проблему решают путем корректировки ВВП предыдущих периодов на индекс дефлятор (который и учитывает изменение цен на товары и услуги).

В видеоматериалах компании «Арсарга» (и в разделе IndicatArs) мы регулярно представляем изменение реального ВВП на скользящем окне.

Рассмотрим условный пример. Предположим, что в своем видео мы говорим о росте ВВП на 01.04.2010 на 10%. Данное информационное сообщение следует понимать следующим образом: объем всех произведенных в России и реализованных конечному потребителю товаров и услуг за первые три месяца 2010 года на 10% выше, чем за первые три месяца 2009 года.



Рост показателя ВВП и курсовая стоимость акций

Здесь мы говорим о реальном росте производства, так как уже сделана поправка на рост цен. Без поправки на дефлятор рост ВВП был бы 21%, что преувеличивает вектор развития экономики.

Рост производства, представленный в нашем примере, означает рост выручки производителей и сказывается на их прибыли, которая увеличивается. А при росте прибыли компаний растет и курсовая стоимость их акций.



Снижение показателя ВВП и курсовая стоимость акций

При снижении ВВП происходит обратный процесс. Однако данная ситуация характерна для рынка, на котором нет инфляции. В большинстве случаев необходимо соизмерять реальное изменение ВВП и уровень инфляции, так как прибыль производителей может расти и при росте цен, то есть мы можем получить рост курсовой стоимости акций даже в случае снижения реального объема производства.



Новости о росте или снижении ВВП оказывают влияние на весь фондовый рынок в целом. Это выражается в его фронтальном росте или падении.

Взаимосвязь с другими индикаторами

Также с ВВП сравниваются другие индикаторы (государственный долг, M2). Это позволяет давать относительную оценку данным показателям. Соотношение госдолга к ВВП показывает возможности государства по возврату долга кредиторам, ведь от объема производства зависит уровень налоговых доходов государства. Соотношение M2 (денежной массы) к ВВП показывает, достаточно ли в стране денежных средств для нормального обмена товарами и услугами, для обеспечения капитальных вложений.

Полную статистику изменения ВВП отслеживает Федеральная служба государственной статистики.

Выводы

Для того чтобы правильно интерпретировать новости об изменении ВВП, необходимо помнить, что:

- рост ВВП, как правило, приводит к росту курсовой стоимости акций компаний, производящих товары и услуги. При снижении ВВП необходимо сравнивать этот показатель с уровнем инфляции в стране, так как даже при снижении объема производства прибыль компаний-производителей может расти за счет роста цен на производимые товары и услуги;
- изменение ВВП оказывает влияние на весь фондовый рынок в целом.

Таким образом, при растущем ВВП на фондовом рынке наблюдается тенденция к росту стоимости акций, при падающем ВВП может наблюдаться тенденция к снижению. Однако это не единственный показатель, который оказывает влияние на стоимость акций, поэтому для принятия инвестиционных решений необходимо руководствоваться совокупностью факторов, которые оказывают влияние на рынок в целом или на конкретную компанию.

8.8. ИПП и курсовая стоимость акций □

В данном материале мы рассмотрим одну из составляющих частей ВВП — Индекс промышленного производства (ИПП).

Индекс промышленного производства как составная часть ВВП

Данный индекс можно считать одной из частей ВВП по той причине, что он выражает изменение объема производства в стране в следующих отраслях:

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

- добыча полезных ископаемых; <http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>
- обрабатывающие производства;
- производство и распределение электроэнергии, газа и воды.

Данный индекс характеризует изменение ВВП за счет фундаментальных отраслей экономики. Компании, представляющие эти отрасли, составляют основу капитализации всего фондового рынка РФ. К таким компаниям относятся Газпром, ЛУКОЙЛ, РусГидро, крупнейшие машиностроительные производители и т. д.

Рост ИПП свидетельствует о росте производства, который, в свою очередь, увеличивает прибыль, что может выражаться в растущей стоимости акций компаний, связанных с промышленным производством.



При снижении ИПП не обязательно будет происходить обратный процесс, так как инфляция может увеличить выручку и прибыль производителей даже в том случае, если реальное производство не растет.

Рассмотрим гипотетическую ситуацию, которая могла возникнуть в мае 2012 года.

Период	Уровень произведенных товаров и услуг в отраслях, принимаемых к расчету ИПП, трлн руб.
Январь–апрель 2011	8
Апрель 2011	2
Март 2012	3
Апрель 2012	2,3
Январь–апрель 2012	10

Из этих данных мы можем получить три показателя ИПП.

Период	ИПП, %
Январь–апрель 2012 к январю–апрелю 2011	125
Апрель 2012 к апрелю 2011	115
Апрель 2012 к марту 2011	77

Эти показатели можно интерпретировать следующим образом:

<http://учебники.информ2000.ru/narissat-diplom.shtml>

- за первые 4 месяца 2012 года было произведено на 25% товаров и услуг, принимаемых к расчету, больше, чем за первые 4 месяца 2011 года;
- при этом в апреле 2012 года было произведено на 15% больше, чем в апреле 2011 года;
- однако, в апреле 2012 года было произведено на 23% меньше, чем в марте того же года.

Сравнение динамики показателя ИПП с динамикой ВВП

Если сравнить представленные выше сведения с изменением ВВП за те же периоды, то можно будет сделать вывод о том, как изменился объем производства в фундаментальных отраслях относительно всех остальных сфер производства и услуг. То есть если ИПП растет быстрее ВВП, то это говорит о более быстрых темпах развития фундаментальных отраслей. В ситуации, когда ИПП отстает от прироста ВВП, наблюдается обратная тенденция.

Влияние показателя ИПП на курсовую стоимость акций

Что касается влияния ИПП на курсовую стоимость акций, то, несомненно, новости о росте ИПП оказывают положительное влияние на рынок. Однако, зачастую, эти новости уже заложены в цену акций за счет прогнозов, которые были сделаны ранее и поэтому не вызывают резкого роста акций. Бывает и так, что при прогнозировании более высокого роста ИПП, чем он состоялся по факту, стоимость акций может снижаться.

В УК «Арсатера» используется методика потенциальной доходности, суть которой заключается в сопоставлении прогнозной и текущей цен на акции. Изменение ИПП прогнозируется аналитиками и отражается в прогнозной цене на акции компаний, представляющих фундаментальный сектор экономики. Прогнозная цена сравнивается с текущей, что позволяет определить потенциальную доходность. Например, при прогнозе увеличения ИПП:

- если потенциальная доходность близка к нулю, то текущая цена на акции уже включает ожидания инвесторов по изменению ИПП;
- если у акции наблюдается высокая потенциальная доходность, то это означает, что предполагаемый рост промышленного производства еще не отражен в текущей цене.

Выводы

- Являясь частью ВВП, ИПП позволяет определить изменение реального объема производства в фундаментальных отраслях экономики страны.
- Через сравнение индекса промышленного производства и внутреннего валового продукта можно определить эффективность деятельности компаний фундаментальных отраслей относительно всех остальных отраслей экономики.
- Зачастую новости об изменении ИПП уже заложены в цену акций за счет прогнозов. Следовательно, при выходе фактических данных они не всегда оказывают существенное влияние на котировки.

8.9. Курс рубля и курсовая стоимость акций

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

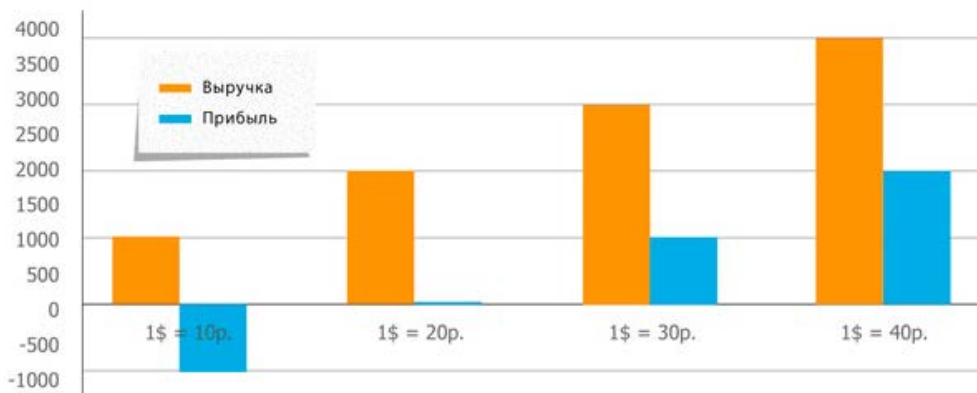
Новостные ленты ежедневно пестрят сообщениями о колебаниях курса национальной валюты. Рубль растет, и мы все думаем, что еще чуть-чуть, и вот мы уже живем не хуже, а то и лучше, чем в Европе. Рубль резко падает, и в магазинах сметается вся крупа и сахар — на случай долгого экономического кризиса. Но давайте рассмотрим, так ли все очевидно, когда дело касается валютного курса и его связи со стоимостью акций?

Влияние курса рубля на прибыль импортеров и экспортеров

Рубль укрепляется, и мы радуемся. Так происходит, когда мы путешествуем и покупаем товары за границей (мы — импортеры). Но радоваться ли нам в том случае, когда мы являемся владельцами крупного бизнеса, продающего товары за границу (мы — экспортеры)? В этом случае поводов для радости от укрепления рубля у нас немного, так как это снижает прибыль, получаемую нашей компанией. Простой пример. Экспортер А продавал свои товары за границу и получал выручку, равную 100 долл. При 1 долл., равном 40 руб., выручка составила 4000 руб.; себестоимость, измеряемая в рублях, равна 2000 руб. Следовательно, прибыль экспортера составляет 2000 руб. Затем курс рубля укрепился относительно курса доллара: 1 долл. стал равен 30 руб. Соответственно, при тех же объемах продаж выручка теперь равна 3000 руб.; себестоимость и объем продаж не изменились, прибыль сократилась до 1000 руб. Экспортер А совсем не рад новостям об укреплении курса рубля.

Зависимость прибыли компании-экспортера от курса национальной валюты можно увидеть на следующей диаграмме.

Зависимость прибыли экспортера от курса национальной валюты



При ослаблении валюты отечественная продукция становится более конкурентоспособной на мировом рынке. Именно для целей стимулирования экспорта Центральному Банку иногда приходится прибегать к девальвации национальной валюты.

Но стоит взглянуть на нашего экспортера А с другой стороны: а что, если для ведения своей деятельности он взял кредит в иностранной валюте? В этом случае ослабление национальной валюты вызывает у него уже смешанные чувства — он рад, что теперь его прибыль вырастет, но ее часть будет «съедаться» тем, что выплаты по обслуживанию кредита растут пропорционально ослаблению национальной валюты. Будем надеяться, что экспортер А справится с данной ситуацией, ведь он — опытный бизнесмен.

Изменение национального курса влияет на прибыль тех компаний, которые имеют значительные валютные запасы. Чем выше курс рубля, тем меньше стоят валютные запасы в пересчете на национальную валюту, и наоборот.

Влияние курса рубля на прибыль внутренних производителей

Так же на национальном рынке присутствуют внутренние производители, которые ориентированы на внутренний рынок страны и никак не связаны с заграничными поставщиками сырья для своего производства. При изменении курса национальной валюты себестоимость их производства не изменяется. А что происходит с прибылью? Прибыль падает из-за уменьшения спроса на их продукцию. Спрос падает ввиду того, что укрепление национальной валюты означает увеличение выручки иностранных компаний, которые продают свои товары в данной стране и могут снизить их стоимость, повысив конкурентоспособность и «отобрав» часть потребителей у внутренних производителей. То есть внутренние производители, как и экспортер А, не очень довольны укреплению рубля.

Когда укрепление рубля благотворно влияет на экономику страны?

В процессе прочтения данной статьи может сложиться впечатление, что ослабление рубля оказывает исключительно положительное влияние на экономику страны. Это не совсем так. Дело в том, что укрепление национальной валюты приводит не только к снижению прибыли экспортеров и внутренних производителей, но и позволяет приобретать зарубежные технологии по более низким ценам. Постоянное снижение курса национальной валюты приведет к тому, что новые зарубежные технологии на производстве просто перестанут внедряться, так как будут слишком дороги. Это, в конечном итоге, снизит конкурентоспособность и прибыль компаний.

Итак, давайте обобщим влияние курса национальной валюты на экспортеров, импортеров и внутренних производителей.

Влияние ослабления курса национальной валюты на стоимость



Выводы

Курс рубля непосредственно влияет на прибыль компаний, а прибыль, как мы уже знаем, напрямую влияет на курсовую стоимость акций. Таким образом, руководствуясь представленной выше таблицей, мы можем определить, как изменится прибыль той или иной компании, а следовательно, изменится и стоимость акций данной компании.

Но чтобы быть грамотным инвестором, необходимо не только следить за динамикой курса рубля, но и понимать специфику деятельности (импортер, экспортер и т. д.) каждой конкретной компании, ведь от этого и зависит уровень влияния курса национальной валюты на курсовую стоимость акций данной компании.

□ В рамках курса «Университет» следующей читайте статью 9.2. [Фундаментальная оценка российского фондового рынка – «Индекс Арсагеры».](#)

8.10. Взаимосвязь экономики компании и стоимости их акций

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

В наших материалах мы уже говорили, от каких экономических показателей деятельности компаний зависит курсовая стоимость их акций (P). Это прибыль (E), выручка (S), размер собственных средств (BV), ставка требуемой инвестором доходности, рентабельность выручки и собственного капитала. Тем не менее, для многих участников рынка под большим вопросом остается сам факт наличия такой зависимости. Многие полагают, что компании со своей экономикой живут сами по себе, а рынок их акций сам по себе. В этом материале мы расскажем об исследовании, которое мы провели, чтобы выявить, какая взаимосвязь существует между экономикой компаний и стоимостью их акций.

Представьте, что мы перенеслись во времени на 10 лет назад и прихватили с собой бухгалтерскую отчетность всех компаний, обращающихся на фондовом рынке в течение этого периода. Перед аналитиками была поставлена задача: используя только информацию из отчетов компаний, выбрать лучшие акции и сформировать портфель по ценам, которые 10 лет назад были на рынке. Естественно, по условиям эксперимента нельзя использовать информацию о текущих ценах. Можно опираться только на цену 10-летней давности и информацию из общедоступных отчетов за эти десять лет.

Сразу сообщим — портфель, составленный из акций, выбранных таким способом, существенно опередил результаты рынка (индекса ММВБ).

Вывод 1. Существует взаимосвязь между экономикой и стоимостью акций и, если точно спрогнозировать результаты будущей деятельности компании, то эти результаты рано или поздно найдут отражение в стоимости ее акций.

В этом выводе есть два тонких момента. Первый: «если точно спрогнозировать результаты будущей деятельности». В нашем эксперименте мы легко решили этот вопрос с помощью «машины времени», но на практике это очень трудная задача. Второй тонкий момент: «рано или поздно». Как быстро результаты деятельности находят отражение в стоимости?

Продолжая наше исследование исторических данных, мы стали искать период времени, в течение которого проявляется данная зависимость. Для каждой отчетной даты по каждой компании у нас имелись данные о фактической стоимости ее акций (P), текущей прибыли (E), выручке (S) и размере собственных средств (BV). Для каждой отчетной даты, опираясь на как бы известные нам в «будущем» показатели деятельности (информация из отчетности), мы могли рассчитать «справедливую» стоимость акций (P'). Естественно, что текущая рыночная стоимость (P) и будущая расчетная «справедливая» стоимость (P'), как правило, не совпадают.

Для рассматриваемого исторического периода мы брали разные временные интервалы (квартал, полгода, год, два года, три и т. д.) и сравнивали текущую и «будущую» расчетную стоимость, а затем выбирали акции, где разница этих стоимостей имела максимальное значение. Затем мы изучали, в течение какого времени в последующих периодах фактическая цена максимально приближалась к расчетной. Иными словами, как долго может сохраняться разница между расчетной справедливой стоимостью и фактической ценой.

Вывод 2. Мы выяснили, что для «голубых фишек» средний период времени, когда экономические результаты деятельности начинают отражаться в стоимости акций, составляет 1 год. Для «второго эшелона» этот период времени может составлять 2-3 года.

Наглядно были выделены четыре типовых ситуации (сценария), позволяющие изучать скорость проявления взаимосвязи стоимости акций и экономических показателей деятельности компании.

Первая ситуация. Хорошая динамика экономических показателей — высокая цена акций. В этом случае цена акций «догоняет экономику». Исторические данные показали, что иногда при этом стоимость акции может долго оставаться на одном уровне, а потом резко вырастает до экономически обоснованного уровня или даже превышает его. Внешним наблюдателям часто кажется, что скачок спровоцировала одна из последних новостей. Например, новость об интересе со стороны крупного инвестора или заказ на скупку. Но причиной появления такой новости является накопившийся потенциал, который и порождает заказ на скупку или интерес «стратега». Последующее превышение стоимости может быть результатом рыночной рефлексии.

Вторая ситуация. Плохая динамика экономических показателей — высокая цена акций. Эта ситуация противоположна первой. В этом случае стоимость акций снижается, догоняя «ухудшающуюся» экономику. В какой-то момент «отрицательный» потенциал накапливается, все большее количество держателей акций не могут игнорировать плохие результаты, разочаровываются и продают акции.

Третья ситуация. Плохая динамика экономических показателей — низкая цена акций. В этом случае цена акций уже отражает плохое состояние дел в компании и, как правило, снижается параллельно с ухудшением динамики.

Четвертая ситуация. Хорошая динамика экономических показателей — высокая цена акций. В этом случае цена с течением времени может снижаться или долгое время находиться «в боковике» до тех пор, пока не возникнет соответствия между ценой и экономикой. Иногда такие акции могут даже расти как бы «авансом», но темп их роста, как правило, ниже, чем темпы улучшения экономики.

Каждая из этих ситуаций доказывает взаимосвязь «экономики» и стоимости акций и может характеризовать скорость проявления данной зависимости.

Еще возможна ситуация, когда фактические цены акций соответствуют расчетным, а их динамика соответствует изменению экономических показателей деятельности (положительному или отрицательному). Эта ситуация доказывает взаимосвязь «экономики» компаний и стоимости их акций, но не дает информации о скорости проявлении данной взаимосвязи.

Очередным «тонким моментом» в исследовании является расчет справедливой стоимости (P) на основании экономических показателей, таких как текущая прибыль (E), выручка (S), размер собственных средств (BV). Для каждой отчетной даты в изучаемом историческом периоде по каждой компании мы определяли коэффициенты P/E , P/S , P/BV , которые в этот момент должны были бы нормально характеризовать стоимость компании на основании этих экономических показателей (E , S , BV). В результате для каждого показателя мы получили свою «справедливую» расчетную стоимость: стоимость, рассчитанную на основе прибыльности (PE), выручки (PS) и размера собственных средств (PBV). Точно так же, сопоставляя разницу между этими расчетными показателями и фактическими и изучая скорость, с которой эта разница сокращается, мы выяснили влияние, которое каждый из этих показателей оказывает на приближение фактической рыночной стоимости к расчетной.

Вывод 3. Разные экономические показатели оказывают разный эффект на стоимость акций. Мы остановились на следующем базовом соотношении влияния: 50% для прибыльности, 25% для выручки и 25% для размера собственных средств.

Данные показатели характерны для любой компании, но помимо них существуют показатели деятельности, характерные для каждой отрасли. В «нефтянке», например, это объем разведанных запасов, в «энергетике» — установленные мощности. Они тоже вносят свой вклад в проявление

этой взаимосвязи. Наши исследования нацелены на то, чтобы выявить их влияние. Для точности прогнозов критична как переоценка, так и недооценка этого влияния.

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

Следует отметить, что на практике фактическая стоимость почти никогда в точности не отражает «экономическую». В динамике это можно выразить в виде двух линий на графике. Первая отражает «справедливую» стоимость, рассчитанную на основе экономических показателей, вторая — фактическую рыночную цену на бирже. Вторая будет все время колебаться относительно первой, очень плавной линии. Эти постоянные колебания и создают иллюзию отсутствия взаимосвязи. Ежеминутные хаотичные колебания рынка превращаются в закономерность на длинных временных интервалах (год, три, пять). Конечно, рост акций зависит от того, покупают их или нет. Но готовность покупать зависит от результатов бизнеса.

Остался один «тонкий момент», который мы еще не обсудили: как максимально точно спрогнозировать результаты будущей деятельности? Это та задача, на которой сконцентрированы все усилия нашего аналитического подразделения. Как это делается? Наверное, это тема для отдельного материала.

Выводы

- Результаты наших исследований показали четкую взаимосвязь между экономическими показателями деятельности компаний и стоимостью их акций.
- В каждый отдельный момент времени фактическая рыночная цена акций почти никогда не совпадает со стоимостью, рассчитанной на основе экономических показателей деятельности компаний. Эта взаимосвязь носит динамический характер и проявляется в течение 1 года для «голубых фишек», и в течение 2-3 лет — для акций «второго эшелона».
- Разные показатели оказывают разное влияние на данную взаимосвязь.
- Можно не бояться текущих колебаний, если уверен в точности своего прогноза экономических показателей.

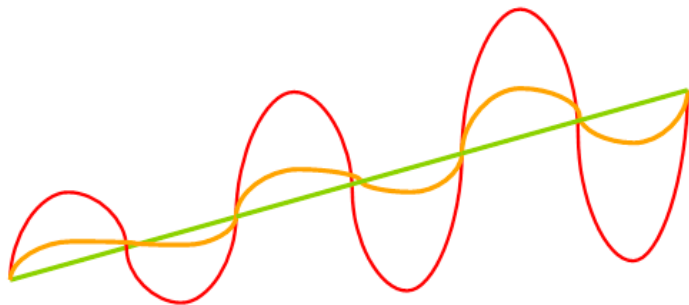
△ В рамках курса «Аспирантура» следующей читайте статью 9.1. Такой понятный и загадочный P/E.

8.11. Интеллект фондового рынка ○

Одна из гипотез теории Марковица о построении оптимального портфеля — уровень риска того или иного финансового инструмента определяется его волатильностью (или стандартным отклонением). Мы не будем здесь обсуждать саму теорию Марковица — это тема для отдельного материала. Постараемся разобраться, что же показывает волатильность. По нашему мнению, это своего рода индикатор интеллекта участников рынка: чем выше волатильность, тем ниже уровень знаний, и наоборот. Попытаемся объяснить логику этого утверждения.

Волатильность — это подверженность цены финансового инструмента (например, акции) колебаниям. Чем сильнее колебания (отклонение от среднего значения), тем выше мера риска такого актива. По логике Марковица, высокая волатильность свидетельствует о непредсказуемости поведения цены и делает актив более рискованным для вложения. Попытаемся посмотреть на это с другой стороны.

Когда цена акции начинает резко расти, это привлекает внимание ряда игроков, которые тоже пытаются поучаствовать в этом росте и своими покупками придают этому росту дополнительный импульс. Продолжающийся рост привлекает еще больше внимания и еще больше новых игроков. Это происходит до тех пор, пока не иссякнет количество вновь привлекаемых игроков, после чего ситуация может измениться на противоположную, особенно при возможности играть на понижение.



Чем больше на рынке игроков, пытающихся участвовать в таких «флэш-мобах», тем сильнее может быть амплитуда колебаний. Этот процесс известен под названием рефлексия рынка и хорошо описан Дж. Соросом в книге «Алхимия финансов».

Получается, что огромная масса людей приобретает или продает акции в попытке «проехать» на очередном колебании, не отдавая себе отчета и даже не задаваясь вопросом о том, сколько этот актив стоит на самом деле. Люди пытаются чем-то торговать, не зная, сколько это что-то стоит на самом деле, а просто пытаются угадать настроение толпы. Такой легкомысленный и самонадеянный подход не может свидетельствовать о высоком уровне знаний. Это, скорее, свидетельство игровой зависимости.

Почему, чем больше инвесторов совершают сделки осмысленно, тем ниже волатильность?

Когда предприниматель покупает товар (сырье, материалы) для своего бизнеса, он имеет план того, как будет их использовать и сколько заработает. Он четко знает, по какой цене выгодно покупать товар, а по какой нет. Если товар удалось купить дешевле, чем рассчитывал — это удача для предпринимателя. Если товар стоит дороже — его просто нет смысла покупать.

Так же может рассуждать инвестор, ориентируясь на соотношение «цена акции — экономика компании». По одной цене купить ЛУКОЙЛ или Норильский никель — это хорошее вложение денег в бизнес этих компаний, по другой цене — нет. Если цена на акцию упала, а с экономикой компании все в порядке — это удача и хорошая возможность для инвестора докупить этих акций. Если он покупал их дороже, то это вовсе не повод сильно расстраиваться. Главное, что в момент покупки соотношение «цена акции — экономика компании» устраивало инвестора.

Так рассуждают крупные инвесторы. Они и не могут рассуждать и действовать по-другому. Зачастую у них просто нет возможности купить или продать свой пакет акций на открытом рынке. Своим объемом операций по покупке они могут взвинтить цену акции до такой степени, что она будет неинтересна для инвестиций, а операциями по продаже могут обвалить до уровня, когда продавать уже не имеет смысла.

Поэтому крупные инвесторы охотно участвуют в IPO, где можно купить крупный пакет по фиксированной цене. По этой же причине цена на крупный пакет акций может отличаться от рыночной как в большую, так и в меньшую сторону.

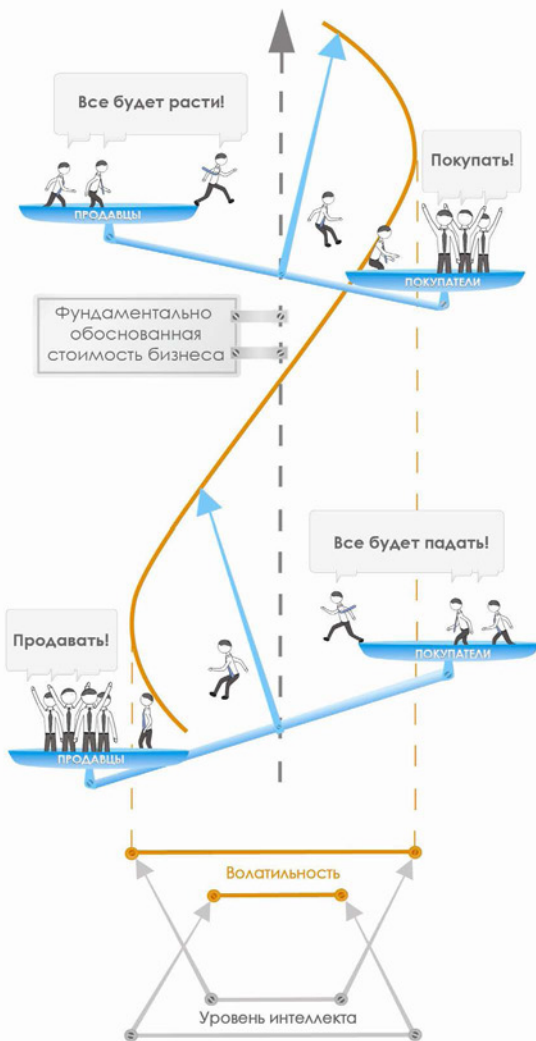
Поведение и логика крупных инвесторов могут служить хорошим примером для остальных. При совершении сделок с акциями (независимо от объема) имеет смысл ориентироваться на стоимость бизнеса, а не на поведение толпы игроков. Скорее наоборот — имеет смысл использовать поведение толпы.

Чем больше людей совершает сделки осмысленно, ориентируясь на стоимость и экономические показатели бизнеса, тем меньше возможностей у игроков раскачать рынок, тем ниже амплитуда колебаний, то есть ниже волатильность.

Кто-то может возразить, что дело не в уровне знаний, а в том, что у разных участников расходятся взгляды на стоимость бизнеса той или иной компании. Но на примере акций второго эшелона можно видеть, что это, скорее, ведет к расширению спреда (разницы между ценой покупки и продажи). Волатильность акций «второго эшелона», как правило, относительно невысокая, потому что операции с ними требуют высокой квалификации и чаще совершаются именно как вложение в бизнес, а не с целью сыграть на настроении рынка.

Выводы

- Высокая волатильность свидетельствует о большом количестве участников, которые действуют неосмысленно и не имеют представления о стоимости актива. А иметь большое количество таких участников рынка — это действительно рискованно: если резко понадобятся деньги — не факт, что в этот момент удастся продать актив за адекватную цену.
- Высокий риск — высокая доходность: именно высокая волатильность и неадекватность участников рынка могут позволить собрать хороший пакет акций по привлекательным ценам, а в последующем и реализовать его на выгодных условиях.



© АРСАГЕРА www.arsagera.ru
Инфографика к материалу «Интеллект фондового рынка»

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

- На наш взгляд волатильность рынка обратно пропорциональна общему уровню знаний его участников.
<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

P. S. Волатильность российского фондового рынка одна из самых высоких в мире.

- *В рамках курса «Факультатив» следующей читайте статью 9.10. Как мы прогнозируем цены акций строительных компаний.*

9.1. Такой понятный и загадочный P/E

P/E — коэффициент, который показывает время, за которое окупятся вложения в акции. Самое интересное в данном коэффициенте то, что его «переворот» (E/P) — это значение доходности, очищенной от инфляции, при условии нулевого развития компании. Это отличается от стандартных толкований этого коэффициента, но, как показывает практика, именно такая трактовка является правильной. Почему это так, Вы сможете узнать, прочитав материал до конца.

P/E, пожалуй, самый знаменитый из коэффициентов, которые используются при оценке стоимости акций. Много спорят, низко или высоко по этому коэффициенту стоят фондовые рынки тех или иных стран. Поговорим и мы.

1. Определение коэффициента P/E

Коэффициент P/E характеризует количество лет, за которые окупится цена акции. Считать его можно как в расчете на одну акцию, так и по компании в целом. Можно стоимость всей компании (P) разделить на ее чистую прибыль (E), а можно стоимость одной акции разделить на прибыль, приходящуюся на одну акцию, — результат будет одинаковым. Несложно посчитать данный коэффициент для отдельных отраслей (стоимость компаний отрасли делим на их суммарную прибыль) или даже для фондового рынка той или иной страны.

2. Переворот коэффициента P/E

P/E — это количество лет (оно же количество годовых прибылей).

Тогда что такое E/P?

E/P — это ежегодная процентная ставка, которую будет получать инвестор в процентах от вложений (цены приобретения акции) в виде чистой прибыли. Обозначим ее за $R = E/P$. Так как это ставка фактически возникает из реальной котировки акции на рынке, то ее порой называют «требуемая инвестором доходность». Что из себя представляет эта доходность, поговорим ниже.

3. Урок математики

Мы знаем, что согласно теории дисконтированных денежных потоков стоимость компании можно выразить (пускай несколько упрощенно, но будем использовать в качестве потоков значение чистой прибыли E) в виде бесконечного ряда:

$$P = \frac{E_1}{(1+R)} + \frac{E_2}{(1+R)^2} + \dots + \frac{E_n}{(1+R)^n}, \text{ если } E = E_1 = E_2 = \dots = E_n,$$

Сумма ряда стремится к значению E/R. Да, такая сложная, бесконечная сумма дробей стремится к такой простой дроби. Выкладки приводить здесь не будем, не верите — проверьте. Что интересно — получилась та же дробь, что из предыдущего абзаца. Таким образом, при условии постоянства прибыли (а об этом речь пойдет ниже) и, зная текущую стоимость, можно посчитать, какую ставку Вы будете получать. Впрочем, коэффициент P/E мы уже переворачивали ранее.

$$P = \frac{E_1}{(1+R)} + \frac{E_1(1+G)}{(1+R)^2} + \frac{E_1(1+G)^2}{(1+R)^3} + \dots + \frac{E_1(1+G)^{n-1}}{(1+R)^n},$$

и эта сумма стремится к $E/(R - G)$. Опять же выкладки приводить здесь не будем, не верите — проверьте.

Эти равенства очень важно запомнить! Также отметим, что в первом случае на сумму первых 10 членов (то есть прибыли за первые 10 лет) приходится 84% от общей стоимости компании, во втором случае — около 74%. То есть ближайшие десять лет вносят основной вклад в оценку текущей стоимости. Это необходимо отметить для понимания последующих расчетов.

4. Практика

На практике мы знаем текущую прибыль E (например, достаточно точно прогнозируем прибыль текущего года) и текущую цену P . Отсюда известно и значение P/E .

Согласно вышеописанному, $E/P = R - G$ или $R = E/P + G$. Правильно будет использовать именно эту формулу, так как именно она существует на практике. Сейчас объясним почему.

Что же такое G на практике и почему она не равна нулю? G — темп роста прибыли бизнеса в будущем, в нем непременно будет две составляющих:

$$G = (1 + i) * (1 + a) - 1,$$

или, можно проще:

$$G = i + a,$$

где i — инфляция.

Фактически, рост цен на продукцию компании при сохранении нормы прибыли (доля себестоимости, например, постоянна) приводит ровно к такому же номинальному росту прибыли, равным темпам инфляции (исторически инфляция > 0 , так как печатать деньги было и будет проще, чем производить блага); a — реальный рост прибыли из-за развития бизнеса, в среднем по экономике он равен реальному росту ВВП (который может быть и отрицательным, но все же прогресс берет свое, и в целом статистика говорит о положительном значении этого показателя), хотя у каждой конкретной компании он свой — больше или меньше среднего (a точнее — средневзвешенного) значения изменения ВВП.

Таким образом, например при $P/E = 10$, уровне инфляции в ближайшие 5-10 лет 5% годовых и росте ВВП на этот же срок в размере 3% в год, инвестор фактически будет получать номинальную ставку от владения таким бизнесом $R = 10\% + 5\% + 3\% = 18\%$. Согласитесь, несколько больше, чем кажется, глядя просто на P/E ?

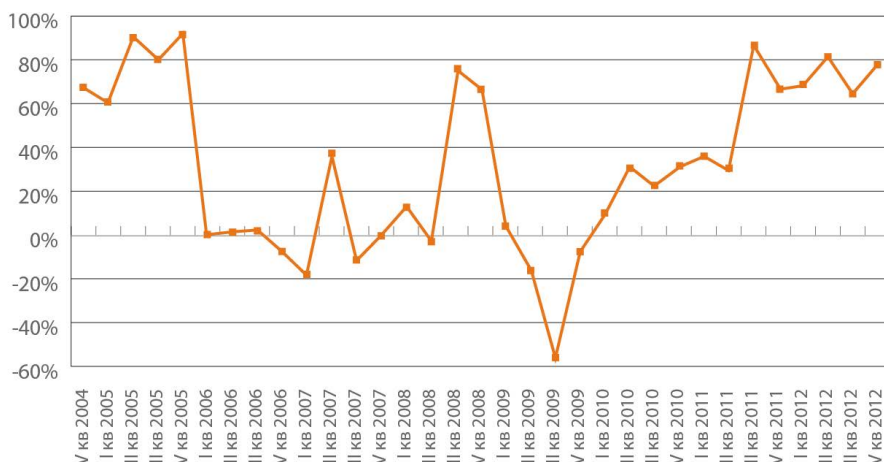
5. Пример. Газпром

При цене за акцию 200 руб. $P/E = 4$ на 2011 год, по нашим прогнозам среднегодовой рост на ближайшие 3-4 года (возможно и на десять лет): ВВП — около 4-5%, инфляция — 7-8%. Тогда $R = 25\% + 7\% + 4\% = 36\%$! В условиях укрепления рубля значения этих доходностей близки к валютной доходности.

Многие участники фондового рынка утверждают, что стоимость акций зависит от чего угодно, только не от фундаментальных показателей деятельности бизнеса (прибыли, выручки, балансовой стоимости). Другие говорят о том, что текущие значения стоимости акций не отражают их стоимости, базирующейся на фундаментальных характеристиках деятельности компании, то есть фундаментальной стоимости.

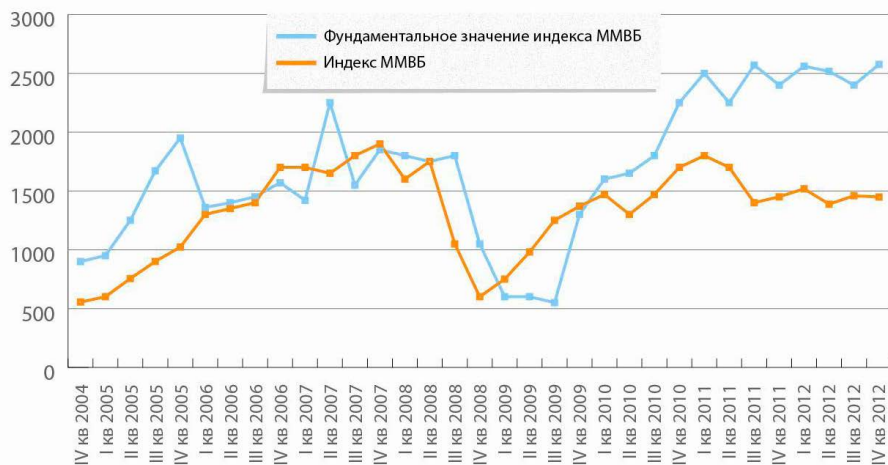
Мы уже проводили исследования относительно взаимосвязи фундаментальных показателей бизнеса и его стоимости. Однако, чтобы нагляднее продемонстрировать эту взаимосвязь, мы разработали показатель под названием «Индекс Арсагеры». Индекс Арсагеры — это расчетный индекс, который демонстрирует величину отклонения фундаментальной (расчетной) капитализации индекса ММВБ от его фактического значения.

Индекс Арсагеры



Глядя на значение индекса Арсагеры, можно сказать, насколько фундаментальная капитализация индекса ММВБ превосходит (либо меньше) фактической капитализации.

Индекс ММВБ и его фундаментальное значение, пт

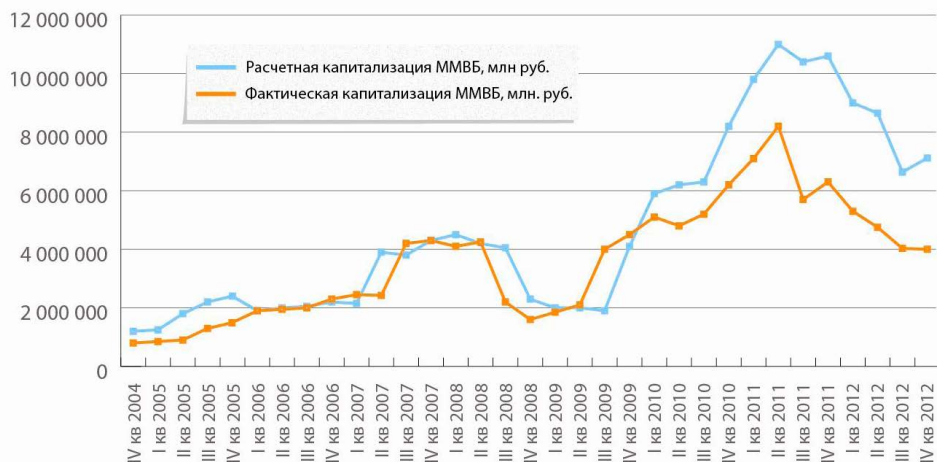


Если изменение индекса ММВБ выражает динамику фондового рынка России, то индекс Арсагеры демонстрирует в динамике отражение фундаментальных показателей в стоимости акций.

Хочется обратить внимание на то, что в расчете индекса Арсагеры используются фактические данные. Поэтому будет некорректно использовать само по себе отклонение индекса как сигнал для покупки или продажи акций. Необходимо оценивать перспективы бизнеса. Значительное положительное отклонение индекса Арсагеры (3 квартал 2008, 3 квартал 2011) может свидетельствовать как о фундаментальной недооцененности, так и об ожиданиях по снижению прибыльности компаний. И наоборот, значительное отрицательное отклонение (3 квартал 2009) может говорить не о переоцененности рынка, а об ожидании повышения прибыльности компаний в будущем.

Индекс Арсагеры демонстрирует взаимосвязь «экономика — стоимость акций»

Индекс Арсагеры позволяет наглядно продемонстрировать взаимосвязь между эффективностью работы компании и стоимостью ее акций. Постоянные колебания стоимости акций создают иллюзию отсутствия взаимосвязи. В то же время, ежеминутные хаотичные колебания рынка превращаются в закономерность на длинных временных интервалах — год, три, пять. Конечно, рост акций зависит от того, покупают их или нет. Но готовность покупать зависит от результатов бизнеса.



В расчете индекса Арсагеры мы опирались на прибыль, демонстрируемую компанией, как на базовый фундаментальный показатель эффективности бизнеса. Чем выше прибыль компаний, входящих в расчет индекса, тем выше расчетная капитализация. Как видно на графике, фактическая капитализация, складывающаяся из цен акций на фондовой бирже, совершенно явно коррелирует с расчетной капитализацией, что подтверждает тезис о взаимосвязи эффективности деятельности бизнеса и его рыночной капитализации.

Отметим, что график с фактической капитализацией индекса ММВБ отличается от графика со значением индекса. Связано это с тем, что база расчета индекса была расширена с 12 компаний в 2004 году до 28 в 2011 году, поэтому капитализация индекса выросла значительно, чем сам индекс. Кроме того, при расчете индекса ММВБ применяется так называемый весовой коэффициент, ограничивающий максимальную долю эмитента в индексе. Снижение данного коэффициента ведет к увеличению капитализации, тогда как роста цен на акции может и не наблюдаться.

Подробнее о расчете индекса Арсагеры

Первый этап расчета индекса — оценка доходности, требуемой от вложения в долевые инструменты. Для ее определения мы использовали информацию об уровне доходности долговых инструментов. В данном случае — корзины ОФЗ (облигации федерального займа), но, возможно, в дальнейшем мы будем использовать индекс CBonds. Доходность долговых инструментов с коэффициентом 1,5¹ позволяет определить доходность, требуемую от вложения в долевые инструменты, другими словами, получить коэффициент E/P (величина, обратная P/E).

¹ Как показывают исследования, требуемая доходность по долевым инструментам в 1,5 раза превышает доходность долговых. Данный коэффициент влияет на расположение нулевой отметки на оси Y графика «Индекс Арсагеры», сама форма графика при изменении коэффициента не меняется.

На втором этапе, используя информацию о прибылях компаний, входящих в индекс ММВБ, мы рассчитываем фундаментальную капитализацию индекса ММВБ по следующей формуле:

$$P_{\text{фунд}} = E/(E/P),$$

где

$P_{\text{фунд}}$ — фундаментальная капитализация индекса ММВБ;

E — прибыль компаний, входящих в индекс ММВБ (прибыль берется скользящим окном за 4 квартала);

E/P — доходность, требуемая от вложения в долевые инструменты.

Третий этап. Разделив фундаментальную капитализацию индекса ММВБ на фактическую (и выразив эту величину как процентное отклонение), получаем цифровую характеристику отклонения фундаментальной капитализации от фактической — индекс Арсагеры.

Исходя из значений индекса Арсагеры и ММВБ, рассчитывается фундаментальное значение индекса ММВБ, которое представлено на графике «Индекс ММВБ и его фундаментальное значение».

Выводы

- Индекс Арсагеры наглядно демонстрирует взаимосвязь между экономикой компании и стоимостью ее акций.
- Нельзя трактовать значения индекса механически. Так как индекс рассчитывается по фактическим данным, чтобы принимать инвестиционные решения, необходимо оценивать перспективы бизнеса.
- Индекс Арсагеры полезен в период паники, когда происходит значительный отрыв текущей стоимости активов на фондовом рынке от их фундаментальной стоимости. Индекс позволяет принимать инвестиционные решения даже в такие периоды, опираясь на фундаментальные показатели.

□ В рамках курса «Университет» следующей читайте статью 9.4. Фондовый рынок Японии: исключение, подтверждающее правило.

9.3. Коэффициент P/BV (P/B) △

В своих аналитических материалах компания «Арсагера» представляет прогноз различных финансовых коэффициентов. В данном материале мы подробно остановимся на таком финансовом коэффициенте, как P/BV (или P/B).

Как рассчитать P/BV (P/B)

Коэффициент P/BV (price-to-book value) состоит из двух показателей: в числителе — капитализация компании, в знаменателе — ее балансовая стоимость.

С расчетом капитализации все просто:

$$P = Q_s * P_s,$$

где

P — капитализация компании;

Теперь рассмотрим знаменатель. В литературе синонимом «балансовой стоимости» является «собственный капитал» и, если мы ведем речь об акционерном обществе, «акционерный капитал». Иными словами, это активы компании, сформированные за счет собственных источников средств. К примеру, в российских стандартах учета собственный капитал состоит из следующих составляющих:

- уставный капитал, который представляет собой номинальную сумму всех выпущенных в обращение акций;
- добавочный капитал, который состоит из:
 - разницы между средствами, полученными от реализации акций, и их совокупной номинальной стоимостью;
 - переоценки стоимости основных средств;
- резервы, предусмотренные законодательством и уставом компании;
- нераспределенная прибыль компании — кумулятивный показатель прибыли за предыдущие годы и прибыль текущего периода, которые не были распределены обществом.

Все эти данные можно найти в бухгалтерском балансе интересующей Вас компании.

В общем случае собственный капитал можно рассчитать как разницу между активами компании и ее чистым долгом.

Почему коэффициент P/BV (P/B) так важен?

Фактически, коэффициент P/BV (P/B) — это соотношение рентабельности собственного капитала (ROE) к требуемой доходности.

$$\frac{P}{BV} = \frac{P/E}{BV/E} = \frac{E/BV}{E/P} = \frac{ROE}{r}$$

где

P — капитализация компании;

BV — балансовая стоимость;

E — чистая прибыль компании;

ROE — рентабельность собственного капитала;

r — требуемая доходность (рыночная ставка).

Рассмотрим составляющие данной формулы подробнее.

Коэффициент цена/прибыль (P/E) показывает количество лет, за которое окупаются инвестиции в тот или иной бизнес. Если мы перевернем данный коэффициент, то получим соотношение E/P (соотношение чистой прибыли к стоимости компании), которое представляет собой ставку доходности (в процентах годовых), которую будет получать инвестор в виде чистой прибыли. Обозначим данную ставку как g . Фактически g — это требуемая рыночная доходность от вложений в тот или иной бизнес.

Соотношение E/BV показывает, сколько было получено чистой прибыли на рубль собственного капитала, то есть это эффективность (рентабельность) собственного капитала, или, другими словами, ROE (return on equity).

Итак, ROE — ставка, под которую в компании работают средства акционеров, а r — рыночная ставка доходности. Таким образом, P/BV (P/B) отражает эффективность работы средств акционеров в сравнении с рыночной доходностью, которую может получить инвестор.

Чем эффективнее используются собственные средства, тем больше может быть отрыв ставки, под которую работают средства акционеров в компании, от требуемых ставок доходности на рынке.

В связи с этой особенностью коэффициента P/BV (P/B) стоит рассмотреть одно из распространенных заблуждений, присутствующих на фондовом рынке: «Если коэффициент P/BV больше среднеотраслевого, то компания переоценена рынком». На самом деле это может быть не так. Если по компании прогнозируется стабильно высокий уровень ROE (выше r), то абсолютно нормально, что коэффициент P/BV у нее будет выше среднеотраслевого, это лишь означает, что средства акционеров в данной компании работают эффективнее, чем в других компаниях той же отрасли. Зная об этом, можно не бояться приобретать акции компаний с высоким показателем коэффициента P/BV (P/B), ведь теперь Вы знаете, что он выражает эффективность использования средств акционеров по отношению к требуемым ставкам доходности на рынке.

Как используется коэффициент P/BV (P/B) в УК «Арсатгера»

При оценке компаний и прогнозировании их будущей стоимости мы используем коэффициент P/BV (P/B) следующим образом.

1. На первом этапе, согласно методике прогнозирования цен на акции, мы прогнозируем требуемую доходность для данной компании (то есть ставку r).
2. Далее, помня о том, что $P/BV = ROE/r$, нам необходимо спрогнозировать стабильный уровень ROE для данной компании.
3. Таким образом, мы получаем прогнозное значение коэффициента P/BV (P/B). Если мы умножим его на прогноз балансовой стоимости компании (BV), то получим стоимость компании в будущем.
4. Далее производится прогнозирование стоимости компании на основании других прогнозных коэффициентов (P/E , P/S) и согласование полученных значений.

△ В рамках курса «Аспирантура» следующей читайте статью 9.5. Коэффициент P/S . А что он может?

9.4. Фондовый рынок Японии: исключение, подтверждающее правило □

Почему фондовый рынок Японии падает последние 20 лет? Правы ли те, кто на примере Японии утверждают, что акции — это далеко не самый лучший инструмент инвестирования?

На первый взгляд кажется, что такие рассуждения вполне справедливы. Индекс NIKKEI, достигнув своего пика в конце 1989 года, начал падать и до сих пор не вернулся к тем значениям.

Основной причиной столь затяжного падения стал внушительный рост экономики и фондового рынка Японии перед падением. С 1949 по 1959 годы «японское экономическое чудо» дало невероятные результаты: реальная доходность акций в Японии за этот период составила 1565%. Поражительными темпами фондовый рынок Японии продолжил расти и в последующие 30 лет. В начале 1990-х японский фондовый рынок был наибольшим в мире с долей в 40% против 32% у фондового рынка США. За период с 1985 по 1990 годы индекс Nikkei 225 вырос более чем в 3,5 раза, достигнув своего исторического максимума 29 декабря 1989 года (составив на закрытии 38 915,87

График индекса Nikkei 225



пунктов). Стоимость недвижимости также возросла до небес: земля под дворцом императора в Токио стоила больше, чем вся земля штата Калифорния. Как оказалось, это было «надуванием финансового пузыря», во время которого уровень P/E японских акций достигал 100.

По состоянию на начало 2012 года индекс Nikkei находился у отметки в 9000 пунктов, а P/E японского фондового рынка составляет 15, что превышает показатели многих развитых стран (12-13), не говоря уже о развивающихся экономиках, в том числе и России, где P/E = 5.

Инвестиционная культура

Японский менталитет устроен таким образом, что японцы стремятся больше работать, больше сберегать и меньше потреблять. В этих условиях спрос на инвестиционные инструменты крайне высок и значительно превышает предложение, что, в свою очередь, может послужить причиной раздувания финансового пузыря. Считая, что огромные темпы роста японской экономики сохранятся и в будущем, инвесторы оправдывали приобретение активов по столь завышенным ценам.

Структура индекса и дивиденды

По динамике индекса NIKKEI 225 судят о развитии фондового рынка и экономики Японии. Индекс выражает динамику стоимости акций 225 наиболее торгуемых японских компаний. Однако японская экономика не ограничивается только этими компаниями (в Японии несколько тысяч публичных компаний), и на любом временном отрезке можно найти акции, которые показали рост.

В расчете индекса не учитываются дивиденды. Если предположить, что средняя дивидендная доходность японских акций составляет 2% (что согласуется с данными MSCI), то при вложенных 100 условных единицах в 1989 году к 2012 году Вы получите дивидендами 12,6 единиц при реинвестировании дивидендов в акции индекса NIKKEI и 19,8 без реинвестирования. При реинвестировании дивидендов в индекс результат ниже, так как в данном случае происходит покупка акций, которые показывают отрицательную динамику.

Укрепление йены

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

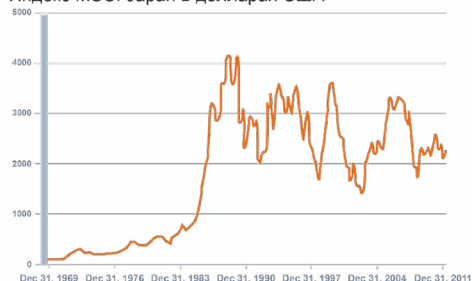
С 1990 года японская экономика смогла повысить производительность труда и снизить производственные издержки до такой степени, что параллельное укрепление курса йены (почти в 4 раза), не снизило конкурентоспособность экспортных японских товаров.

Для иностранных инвесторов, которые занимают значительную часть в структуре акционерного капитала японских компаний (26% по данным за 2010 год), укрепление йены — это скорее позитивный момент. В этой ситуации падение индекса не выглядит столь удручающе. Приведем график индекса MSCI Япон в йенах и в пересчете на доллары США. Отметим, что в данных индексах не учтены дивиденды, с которыми результат был бы выше.

Индекс MSCI Япон в йенах



Индекс MSCI Япон в долларах США



Рынок капитала в Японии на отрезке в 111 лет

Рынок акций в Японии зародился еще в 1878 году, на этом фоне отрезок в 20 лет выглядит не столь долгосрочным. Исследование доходности инвестиций в финансовые активы Японии за 111 лет (с 1900 по 2011 годы) показывает, что несмотря на Вторую мировую войну и «финансовый пузырь» 1990-х годов, акции являются наиболее доходными активами. Номинальная доходность по вложениям в акции в Японии — 11,1% годовых, в облигации — 5,8%, в казначейские векселя — 5,0%. При этом, если учесть инфляцию и посмотреть на реальную доходность, то только вложения в акции смогли превысить уровень инфляции, показав результат 3,8% годовых, облигации — -1,1%, казначейские векселя — -1,9%.

Выводы

Япония — доказательство, а не исключение. Ситуация на фондовом рынке этой страны подтверждает следующие утверждения.

- Существует четкая зависимость между курсовой динамикой акций и экономикой компаний. Рано или поздно корреляция между ними проявляется, даже если на это требуется 20 лет. И если в России мы видим существенную недооцененность некоторых компаний, то в Японии обратная ситуация. Постепенное снижение котировок акций означает приближение публичной оценки стоимости бизнеса (которая была значительно завышена в период финансового пузыря) к экономически обоснованной стоимости.
- В любой экономической ситуации на длинных временных отрезках акции — наиболее доходный финансовый инструмент. В Японии это единственный финансовый инструмент, который показал положительную реальную доходность за последние 111 лет.

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

- В условиях глобализации экономики стоит учитывать и положение иностранных инвесторов на фондовом рынке Японии. Для них укрепление курса иены по отношению к курсу доллара США является положительным моментом, который повышает эффективность инвестиций.
- Любой рефлексивный процесс рано или поздно заканчивается. Цены на активы формировались исключительно благодаря представлениям участников биржи о будущей тенденции к их росту. Акции покупали, потому что они росли, а росли они, потому что их покупали. При этом на фундаментальные показатели деятельности бизнеса никто внимания не обращал. Практика показала, что это не может длиться вечно.
- Залог успешных инвестиций — точный расчет. Даже инвестируя в акции — производительный актив, основанный на труде людей, необходимо опираться на расчеты и анализировать соотношение «цена акций — экономика компании» или иначе анализировать потенциальную доходность активов.

P. S. Сравнение экономики и фондового рынка Японии и России

Некорректно проецировать ситуацию на фондовом рынке Японии на фондовый рынок России. Та ситуация, которая сложилась в Японии, уникальна и на данный момент нет никаких предпосылок возникновения аналогичной ситуации в России.

	Япония	Россия
Инвестиционная культура	Ориентация на сбережение и инвестирование	Низкая доля сбережений, на фондовом рынке инвестируют порядка 1% населения
Производительность труда	Высокая производительность труда	Экономика ориентирована на экспорт сырья. Производственные компании развиты слабо
Уровень P/E фондового рынка	15	5
Курс национальной валюты	Значительно укрепился за последние 20 лет	Ослабление курса национальной валюты для поддержания конкурентоспособности производителей и экспортеров ресурсов

В рамках курса «Университет» следующей читайте статью [9.7. Взаимосвязь доходности акций и облигаций](#).

9.5. Коэффициент P/S. А что он может?

Ранее мы рассказали о таких важных коэффициентах, как P/B и P/E. Но понимание бизнеса компании не будет полным, если не уделить внимание такому показателю как P/S.

P/S — соотношение рыночной капитализации (стоимости) компании (P) к ее годовой выручке (S), или сколько годовых выручек стоит компания.

Какое отношение это имеет к вложенным средствам, что топку инвестору от убыточной компании, даже если у нее огромная выручка? Если P/E — это характеристика требуемой доходности на средства, вложенные в акции компании, а P/B — информация о том, за сколько можно купить компанию относительно того, что у нее уже есть (данный коэффициент иллюстрирует также и рентабельность собственных средств), то с P/S все гораздо менее очевидно. Часто аналитики игнорируют этот коэффициент, но правильно ли это?

Немного математики для понимания «физики»

$$P/S = \frac{P * E}{S * E} = \frac{E/S}{E/P} = \frac{ROS}{R}; \quad P_{б\text{уд}} = \frac{ROS_{б\text{уд}} * S_{б\text{уд}}}{R_{б\text{уд}}};$$

где

ROS — рентабельность выручки (отношение чистой прибыли компании E к годовой выручке S);

R — требуемая доходность, она же E/P, знакомая нам по изучению коэффициента P/E.

Фактически это соотношение рентабельности выручки и требуемой доходности. А если прибыль отрицательная? Выручка же не может быть отрицательной. Тогда, зная фактическое значение коэффициента P/S и требуемой доходности, можно вычислить, какой может или должна быть прибыль от такой выручки. А вот для вычисления цены акции в будущем необходимо спрогнозировать выручку, ее рентабельность и уровень требуемой доходности.

Выручка — показатель полезности и нужности продукта/услуги людям

Выручка — это фактическая реализация товара/услуги за деньги. Если выручка есть, значит товар/услугу купили, это кому-то нужно и обладает полезностью. (Вспоминается способ подсчета ВВП при социализме — считали не то, что потребили, а то, что произвели. И то, что миллионы сандалий «Скороход» просто лежали на складах, а народ стоял в очередях за импортной обувью, предпочитали не замечать.) Таким образом, выручка показывает, что у предприятия есть товар или услуга, востребованные в определенном объеме и обладающие определенной конкурентоспособностью, в противном случае это бы не купили. А это уже ценность и, как следствие, стоимость! Любой бизнес в рыночной экономике может получать прибыль. Если товар или услуга не будет оплачена с прибылью, то их производство просто потеряет смысл, и они рано или поздно исчезнут. Поэтому извлечение из выручки чистой прибыли — дело в большей степени техническое и зависит от того, кем и как управляется компания. Необходимо отметить, что часто размер чистой прибыли занижают с целью уменьшения налога, поэтому выручка порой дает даже лучшее представление о потенциале и масштабе бизнеса, нежели чистая прибыль. Но еще раз оговоримся о рыночной экономике и об отсутствии серьезного вмешательства в деятельность компаний со стороны государства (например, жесткое регулирование тарифов).

P/S — возможно самый отраслевой из всех финансовых коэффициентов

Как же понять, какой рентабельности можно добиться от выручки компании в той или иной отрасли? Смотрите на конкурентов! Если определенная рентабельность выручки (E/S) удастся другим, значит, это возможно и в отдельно взятой компании, по крайней мере, на среднем уровне. Ну а если вырисовывается размер чистой прибыли (появление или увеличение), то и другие

коэффициенты (P/E, P/B) помогают Компании с низкими (ниже среднеотраслевых) показателями P/S — кандидаты на поглощение или покупку.

Компания с низкой рентабельностью выручки или даже с убытками стоит по коэффициенту P/S, как правило, дешевле своих конкурентов по отрасли. Здесь и заложен потенциал роста стоимости. Так как если эффективная компания будет покупать этот низкорентабельный бизнес, то может заплатить стоимость исходя из среднеотраслевого коэффициента, потому что получит следующие выгоды:

- резко увеличит долю рынка;
- имея эффективные технологии управления подобным бизнесом, добьется необходимой рентабельности выручки (по крайней мере на среднеотраслевом уровне);
- сэкономит на масштабе, что, в свою очередь, увеличит рентабельность собственного капитала;
- уберет конкурента.

Именно поэтому поглощаемую компанию покупатель часто оценивает, ориентируясь на размер выручки (доли рынка) и платит хорошую премию к текущей рыночной цене, так как акции такой компании торгуются, как правило, с ориентацией на размер фактической, то есть низкой прибыли.

Время все ставит на свои места

На практике есть большое количество примеров поглощений компаний с рентабельностью выручки ниже в среднем по отрасли. Мы не будем рассматривать случаи рейдерства или просто корпоративного воровства, так как это не совсем экономическая составляющая. В качестве примера можно вспомнить поглощение с хорошей премией сверхэффективными мировыми пивными гигантами мелких и средних российских пивных заводов. Есть примеры и в розничном бизнесе (Вим-Биль-Данн, Концерн «Калина»), и в нефтяном (поглощение небольших нефтяных компаний и НПЗ компанией ТНК-ВР). Для инвесторов подобные события всегда достаточно выгодны — либо акции выкупались с премией к рынку, либо цена их росла из-за увеличения эффективности самой компании. Оценить сроки таких событий достаточно сложно (достоверно их знают только инсайдеры, чем порой и пользуются, но пусть это будет на их совести, и борются с этим правоохранительные органы), но для инвестора важно иметь это в виду.

Выводы

- Выручка и, как следствие, коэффициент P/S — важная характеристика для оценки стоимости того или иного бизнеса, она отражает размер полезности бизнеса и возможную его прибыль.
- Большое значение для стоимости компаний с коэффициентом P/S ниже среднеотраслевых имеют сроки наступления возможных перемен — смена менеджмента, приобретение другой более эффективной компанией и пр.
- При прогнозировании будущих стоимостей акций происходит согласование прогнозов, полученных с использованием различных коэффициентов (P/E, P/BV, P/S). При этом аналитиками УК «Арсгера» показателю P/S присваивается весовой коэффициент в 25%.

9.6. Бай-бэк (buyback). Помощь инвесторам

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

В последнее время многие российские компании объявляют о выкупе своих акций. Так называемые бай-бэки (от англ. buyback) были объявлены такими компаниями, как Норильский никель, АФК Система, МТС, ОПИН, Черкизово, Уралкалий. И это не случайное совпадение. С чем это связано и при каких условиях стоит в этом участвовать?

Чтобы лучше разобраться в природе этого корпоративного действия, начнем немного издалека. В общем случае любая компания может распорядиться деньгами следующими способами.

1. Использовать их в своей основной деятельности.
2. Положить на депозит (или купить облигации).
3. Использовать для приобретения другого бизнеса (M&A).
4. Выплатить акционерам в виде дивидендов или через бай-бэк.

Депозит (или облигации) могут использоваться только как краткосрочное решение. Иначе лучше вернуть деньги акционерам, которые сами примут решение, как их использовать.

Эффективность использования денег в своем бизнесе характеризует такой параметр, как ROE — рентабельность собственного капитала, который определяется как прибыль (E), деленная на размер собственных средств (BV).

Если рентабельность основной деятельности высокая, то, естественно, имеет смысл использовать деньги в этом направлении. Особенно если удастся поддерживать рентабельность при увеличении объемов деятельности.

Вопрос об участии в другом бизнесе (M&A) — это вопрос оценки доходности такого вложения и возможной выгоды от объединения.

Buyback можно рассматривать не только как возврат денег акционерам, но и как приобретение своего же бизнеса, который для такого покупателя максимально понятен. При этом в качестве критерия для принятия решения можно использовать показатель $ROE/(P/BV)$. Несложными математическими преобразованиями этот показатель можно представить как E/P , где P — цена выкупа. По своему физическому смыслу это соотношение характеризует ожидаемую доходность вложения.

Очевидно, что если рыночная цена становится ниже балансовой ($P/BV < 1$), это делает доходность (эффективность) вложений выше фактического ROE компании, и наоборот. Естественно, что абсолютное значение рентабельности (ROE) очень важно, при этом надо ориентироваться на то, каким оно будет в долгосрочной перспективе.

Кроме того, важным показателем является соотношение долга и собственных средств и наличие свободных денежных потоков. Иногда целесообразно даже привлечь кредит для проведения обратного выкупа. Только при этом стоит учитывать, что соотношение долга и собственных средств будет меняться быстрее, так как увеличению размера долга будет соответствовать такое же уменьшение размера собственных средств.

Законодательство устанавливает ограничение на размер обратного выкупа — не более 10% от количества акций, находящихся в обращении. По сложившейся практике, если объем заявок на продажу превысит заявленный объем выкупа, то заявки будут удовлетворяться пропорционально.

В предельном случае, если все акционеры все пользуются этой возможностью, то результат будет максимально близок по своей сути к выплате дивидендов: доли всех акционеров сохранятся, и все получают денежную выплату от компании, пропорциональную своей доле. Разница только в налоговом режиме такой выплаты.

Преимущество бай-бэка для желающих продать крупный пакет акций заключается в возможности сделать это по фиксированной цене, не оказывая давления на рынок.

Теперь давайте разберемся, как бай-бэк влияет на тех, кто остается.

Если цена обратного выкупа близка к рыночной, то это действие может оказаться выгодным для тех акционеров, которые остаются. Так как их доля увеличивается, то в будущем результаты компании будут делиться на меньшее количество собственников. Если бизнесу удастся при этом сохранить размеры прибыли, то автоматически растет рентабельность.

Теперь давайте разберемся с ситуацией, когда компании объявляют цену бай-бэка выше текущих рыночных цен. Это делается для того, чтобы повысить вероятность выкупа запланированного объема. В этом случае, чтобы не понести потери, участвовать в бай-бэке рекомендуется даже тем акционерам, которые не планировали продавать свои акции. Для повышения эффективности им следует использовать полученные деньги для приобретения этих акций на рынке по цене ниже цены выкупа.

Поясним эту идею на упрощенном примере. Представим компанию, у которой есть 100 акций по цене 1 руб. Для наглядности будем считать, что их рыночная цена (P) равна балансовой (BV), и это соотношение сохраняется. Компания объявляет выкуп 10% по цене 1,5 руб. Компания потратит на выкуп 15 руб., что уменьшит BV до 85 руб., а рыночная цена оставшихся в обращении 90 акций должна опуститься до 94 коп. (при условии сохранения соотношения $P = BV$).

Одним из примеров упрощенной модели является следующий пример – это очень упрощенная модель. Цель – наглядно продемонстрировать, что выкуп акций выше рыночной цены – это дополнительная «премия» акционерам, которую компания выплачивает за счет собственных средств.

В реальной жизни все сложнее. Если акционер, который получил в результате выкупа 1,5 руб., купит на вырученные деньги 1,59 акции по цене 94 коп., его пакет составит 10,59 акций или 11,76% от оставшихся 90 акций. Акционер «В» сможет купить 11,18 акций, или 12,42%. Но если все акционеры после выкупа захотят провести такую операцию, то соотношение $P = BV$ не сможет сохраниться, рыночная цена возрастет. Поэтому если позволяют финансовые возможности, целесообразно заранее приобрести акции на тот объем средств, который будет выручен в результате выкупа. Задача становится еще более многофакторной, если учитывать стоимость финансирования для такой покупки и т. д., и т. п.

Любопытно, что объявление цены выкупа выше рыночной имеет зеркальный эффект к дополнительному размещению по цене ниже рыночной. В этом случае акционеру также необходимо участвовать в дополнительной эмиссии, чтобы не понести потери.

Допустим, та же компания вместо выкупа объявляет дополнительное размещение 200 акций по цене 50 коп. Если акционер, владеющий 10%, воспользуется преимущественным правом и купит еще 20 акций за 10 руб., то у него будет 30 акций, на которые он потратил 20 руб. При этом рыночная стоимость акций опустится до 66 коп. (при условии $P = BV$). В этом случае наш акционер получит убыток 34 коп. по 10 акциям и прибыль 16 коп. по 20 акциям. Иначе говоря, «выйдет в ноль».

Если он сможет купить больше акций при реализации преимущественного права, то будет в выигрыше.

Что делать акционеру, у которого 10% или 10 акций? При соблюдении пропорциональности у него будет выкуплена как минимум одна акция по цене 1,5 руб. Стоимость оставшихся 9 акций составит $0,94 \times 9 = 8,50$ руб. плюс 1,5 руб. Акционер «остался при своем».

Теперь сравним двух акционеров, владеющих 10%: акционер «А» не воспользовался возможностью бай-бэка, а акционер «В» предъявил к погашению две акции. Результат акционера «А»: стоимость пакета из 10 акций равен 9,44 руб., то есть убыток составил 56 коп. от снижения рыночной цены (так как $P = BV$). Результат акционера «В»: плюс 56 коп.: стоимость пакета из 8 акций — 7,56 руб., выручка от выкупа — 3 руб.

Объявление бай-бэка, как правило, свидетельствует о высокой экономической и корпоративной квалификации менеджмента и собственников. В западной практике это явление очень распространено из-за более высокого качества корпоративного управления. Там компании умеют не только привлекать средства на развитие, но и возвращать их акционерам, если это повышает эффективность бизнеса.

В России еще до августа 2011 года для многих компаний, особенно из сырьевого сектора, было целесообразно провести бай-бэки. Так как уже тогда было очевидно несоответствие текущей, очень низкой курсовой стоимости акций и финансовых результатов компаний, что отражалось в их показателе P/BV , а также соотношении ROE и рыночных процентных ставок. Но только после серьезного снижения котировок акций в августе и сентябре наиболее продвинутые компании решились на это действие. Это говорит о том, что менеджменту и собственникам большинства компаний еще надо многому учиться.

Мы призываем крупных акционеров и менеджмент российских компаний, заинтересованных в повышении эффективности своего акционерного общества, оценить возможности этого механизма.

Государство также может обратить внимание на текущие показатели эффективности компаний и вместо кредитования нездоровой американской и европейской экономик купить миноритарные пакеты эффективных российских компаний. Такая операция в 2008 году уже подтвердила свою эффективность. Пожалуй, это была одна из самых эффективных антикризисных мер правительства. Тем более, что текущее соотношение капитализации к денежной массе, а также экономические мультипликаторы компаний близки к значениям 2008 года.

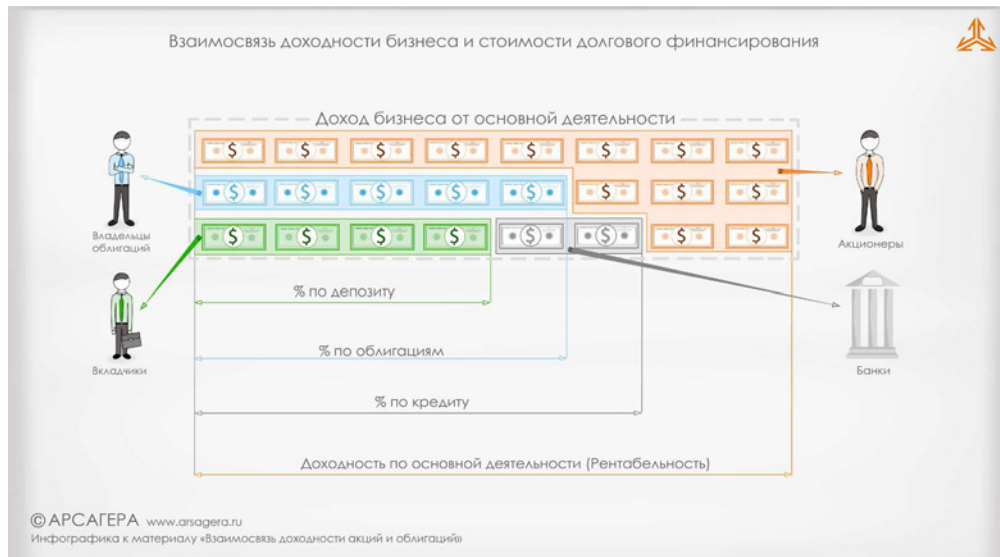
Выводы

- Бай-бэк — это корпоративное действие, позволяющее повысить эффективность акционерного общества.
- Есть формальные показатели ROE и P/BV , которые позволяют оценить целесообразность бай-бэка и выплаты дивидендов.
- Акционерам для избежания потерь рекомендуется участвовать в бай-бэке и дополнительной эмиссии, если цена отличается от рыночной.

△ В рамках курса «Аспирантура» следующей читайте статью 9.9. Откуда берется дисконт между обыкновенными и привилегированными акциями?

9.7. Взаимосвязь доходности акций и облигаций <http://учебники.информ2000.рф/narisat-diplom.shtml>

Известно, что доходность облигаций (и депозитов) выражается в номинальных величинах. Так как в момент покупки она известна, то они называются инструментами с фиксированной доходностью (или fixed income). А вот сможет ли инвестор получить положительную реальную доходность от своих вложений (превысит ли номинальная доходность уровень инфляции) в момент покупки неизвестно.



Для оценки потенциала акций часто используется коэффициент P/E. Примечательно, что обратный коэффициент E/P характеризует уровень реальной доходности, которую может получить инвестор в долгосрочной перспективе (также можно использовать показатель EPS – (от англ. earnings per share).

Акцию можно представить как облигацию без срока погашения (консоль), доходность которой рассчитывается по формуле ренты: размер купона / стоимость облигации (практически E/P). Продолжая аналогию, можно сказать, что акция — это облигация, по которой не определен размер будущего купона.

Долгосрочная статистика развитых рынков показывает, что долговые инструменты (с приемлемым уровнем надежности) показывают более низкую доходность, чем акции. В течение последних 14 лет в России годовая доходность депозитов превосходила уровень инфляции только в 3 раза.

С точки зрения инвестора, рационально требовать от вложений в акции более высокой доходности в силу неопределенности «размера купона и срока погашения».

Облигации (и депозиты, которые потом выдают в виде кредитов) используются для долгового финансирования бизнеса. В общем случае бизнес будет брать в долг, только если может заработать доходность, превышающую стоимость долгового финансирования. Если бизнес приносит существенно большую доходность, чем проценты по долгам, то бизнесмены будут увеличивать объем долга и расширять бизнес. Расширение бизнеса, как правило, ведет к снижению его доходности и

Если стоимость долгового финансирования будет слишком высокой (сопоставимой или выше, чем доходность бизнеса), это приведет к сокращению использования долгового финансирования и снижению спроса на кредитование со стороны бизнеса. Это в свою очередь снизит ставки долгового финансирования.

Ставки по депозитам < **Ставки по кредитам** < **Доходность**
Ставки по облигациям < **бизнеса**

Исторически средняя доходность вложений в акции в 1,5-2 раза превосходит доходность вложений в облигации. На этом базируется наше мнение об аномально низком уровне P/E для российского рынка – (5). Это означает, что реальная доходность вложений в российские акции находится на уровне 20%. Для справки: в Бразилии этот показатель находится на уровне 13 (реальная доходность 7,7%), в ЮАР — на уровне 10 (реальная доходность 10%). У развитых стран этот показатель находится на уровне 15-17 (реальная доходность 5,8-6,6%).

С математической точки зрения для развивающихся стран (emerging markets) с укрепляющимся курсом национальной валюты коэффициент P/E должен быть выше, а реальная доходность ниже, чем в развитых странах. Это происходит потому, что в развивающихся странах выше уровень инфляции и выше темпы экономического роста. Однако инвесторы закладывают в оценку этих акций риски развивающихся рынков.

Рост коэффициента P/E (снижение реальной доходности) может привести к резкому росту российских акций. Но даже если P/E не будет расти, это делает вложения в акции очень привлекательными. Что произойдет с ценой акции через год, если прибыль E растет, а коэффициент P/E не меняется? Она вырастет! А на сколько? Правильно, на размер роста прибыли в процентах! Текущий P/E = 5 или $P_{\text{тек}} = E_{\text{тек}} * 5$. Например, рост прибыли составит 17%, тогда $E_{\text{буд}} = E_{\text{тек}} * (1 + 17\%)$. При условии сохранения коэффициента на уровне 5 $P_{\text{буд}} = P_{\text{тек}} * (1 + 17\%)$. Для того чтобы цена акции в будущем не выросла, необходимо, чтобы коэффициент снизился на величину $(1 - 1/(1 + 0,17)) = 15\%$ и стал равным 4,3.

Ситуацию, при которой прибыли компаний растут, а цены их акций снижаются (коэффициент P/E снижается еще сильнее), мы в компании называем «сжимающейся пружиной». Это хорошая возможность для инвесторов, занимающихся регулярным инвестированием, сделать как можно больше вложений с высокой потенциальной доходностью. И здесь уж непонятно, чему больше радоваться: росту рынка или падению. В итоге такие инвестиции будут выгоднее, чем в случае поступательного роста, хотя психологическое спокойствие от того, что предыдущие вложения уже выросли в цене, безусловно, вещь важная.

Выводы

- В текущей ситуации существует неадекватно большая разница между доходностью долговых и долевого инструментов, которая со временем будет сокращаться. Инфляционная накачка мировой экономики будет вести к росту прибылей корпораций. Рост доходности долгового финансирования при этом маловероятен. Следовательно, сокращение разницы в доходностях между вложениями в облигации и акции, скорее всего, будет происходить за счет курсового роста последних.

- Даже при сохранении текущего уровня Р/Е российского фондового рынка доходность вложений в акции может быть достаточно высокой. В случае увеличения этого показателя рост стоимости акций будет очень значительным.

9.8. Суть привилегированных акций □

Привилегированные акции («префы») — это что-то среднее между долговыми инструментами (облигациями) и долевыми инструментами (акциями).

С точки зрения прав кредитора у компании есть обязательства выплатить определенный доход по привилегированным акциям. Именно поэтому дивиденд по «префам» должен быть очень четко определен. Эти обязательства закрепляются в главном документе общества — уставе. Поэтому мы считаем, что если в соответствии с уставом по привилегированным акциям есть дивиденд, то это обязательство общества и объявление этих дивидендов на собрании владельцами обыкновенных акций — не более чем техническая процедура! Фактически, если решение не принято, то владелец имеет право требовать (как и обычный кредитор) погасить задолженность перед ним через суд. У судов по этому поводу другое мнение – об этом и о том, что если дивиденды объявлены (принято решение на собрании), но не выплачиваются чуть ниже.

С точки зрения прав собственника (акционера) у владельца привилегированной акции тоже появляются права (право голоса) в ситуации, когда, например, у общества убыток и дивидендов по привилегированным акциям нет. Это логично, так же как у кредитора появляются права (вплоть до банкротства и назначения конкурсного управляющего, фактически исполнительного органа) при невыплате долга. То есть участвуя в собрании, владельцы привилегированных акций получают возможность повлиять на оперативное управление компанией для исправления ситуации. Также у владельцев «префов», как правило, есть право на ликвидационную стоимость (отдельно оговаривается в уставе) наравне с обыкновенными акциями, что является сутью долевого инструмента «префов».

Если общество функционирует с прибылью и исправно выплачивает дивиденды по «префам» в соответствии с уставом, привилегированные акции превращаются в облигацию с переменным купоном (например, процент от прибыли), неопределенным сроком погашения (срок существования общества) и телом погашения (ликвидационная стоимость).

В случае, если по привилегированным акциям не принято решение о выплате дивидендов независимо от причины, они становятся голосующими. Существует интересная коллизия в причинах непринятия решения о выплате дивидендов по привилегированным акциям.

Отсутствие прибыли. Нет физической возможности выплатить дивиденды. И вполне логично, что у кредиторов появляется право вмешиваться в оперативное управление обществом. При этом следует отметить, что денежных обязательств может и не быть (например, дивиденды как процент от чистой прибыли), тогда владельцам «префов» требовать нечего (это и были их предпринимательские риски, а условия были закреплены уставом).

Прибыль присутствует. По уставу размер дивидендов определен и должен быть объявлен на общем собрании акционеров голосованием владельцев обыкновенных акций, но решение ими не принято (владельцев обыкновенных акций всегда большинство, так как «префов» не может быть больше чем 25% от уставного капитала). При желании акционеры «обычки» могут не захотеть платить

владельцам «префов», то есть не будут объявлять (голосовать) дивиденды по «префам». И так может длиться вечно! Именно поэтому мы считаем это неправильным и настаиваем на том, что обязательства по «префам» безусловны, и, по сути, не требуют одобрения общим собранием. Это не более чем техническая процедура: если она не реализована, то можно и нужно провести ее через суд.

В законе об АО есть пробел — не предусмотрено право требовать объявления положенных по уставу дивидендов по «префам». Мы считаем, что это ошибка перевода (наш закон об АО переводной) именно в понятие «объявленные дивиденды». Закону не хватает одной фразы: дивиденды, размер которых прописан в уставе, считаются объявленными при наличии чистой прибыли. Мы надеемся, что это будет внесено в закон об АО.

Но этого нет, и суды, не понимая смысла инструмента под названием привилегированные акции, строят свою позицию на том, что единственным последствием невыплаты считается наделение «префов» правом голоса. Но это право часто не дает ничего, так как из-за низкой доли «префов» они не могут изменить ситуацию при голосовании. Однако мы считаем, что рано или поздно суды придут к правильному отношению, сейчас же приходится рассчитывать на уровень корпоративного управления той или иной компании, на понимание своих истинных обязательств и прав владельцами обыкновенных акций.

Что же касается позитивных изменений в законодательстве, то они потихоньку идут в означенном направлении. В конце 2010 года в закон были внесены изменения, предусматривающие право требовать выплаты объявленных дивидендов (можно было объявить дивиденды и не платить), а также определен максимальный срок по выплате объявленных дивидендов — не более 2 месяцев с даты принятия решения.

Выводы

- Привилегированные акции — это финансовый инструмент, находящийся на стыке между облигациями и обыкновенными акциями. В случае, если дивиденды исправно выплачиваются, то привилегированная акция — это, скорее, облигация с переменным купоном. Если дивиденды не выплачиваются, то она ближе к обыкновенной акции.
- Мы не сомневаемся, что рано или поздно инвесторы, эмитенты, суды и законодатели разберутся в смысле механизма под названием привилегированные акции. Позитивные изменения в этом направлении уже идут.

Это первая, вводная часть материала про привилегированные акции. В следующем материале мы подробно расскажем о причинах возникновения дисконта между обыкновенными и привилегированными акциями.

В рамках курса «Университет» следующей читайте статью

10.1. «А че это вы тут делаете? А?»

9.9. Откуда берется дисконт между обыкновенными и привилегированными акциями?

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

На российском фондовом рынке обращается достаточно большое количество выпусков привилегированных акций. Исторически их дисконты (разница в цене) относительно обыкновенных акций являются достаточно высокими. При этом инвесторы зачастую не отдают себе отчета в том, почему вообще существует такой дисконт; должен ли он быть одинаков для всех привилегированных акций; если нет — от чего он зависит?

Разница в оценке привилегированных акций предоставляет дополнительные возможности по повышению результативности работы на фондовом рынке, так как здесь появляется вторая составляющая результата: помимо потенциальной доходности обыкновенной акции эмитента возникает еще и возможность сокращения дисконта между привилегированными и обыкновенными акциями.

Чтобы выявить возможность сокращения дисконта, необходимо понять, от чего зависит его размер.

От чего зависит размер дисконта?

В настоящий момент мы выделили три основных группы факторов, влияющих на размер дисконта.

- Соотношение ликвидности (размер среднедневного оборота) обыкновенных и привилегированных акций эмитента.
- Соотношение долей чистой прибыли, выплачиваемой акционерам обоих типов акций в течение определенного промежутка времени, и остаточной ликвидационной стоимости. Фактически, это соотношение размера дивидендов к остаточной ликвидационной стоимости.
- Уровень корпоративного управления (КУ) эмитента.

Каждый из факторов можно измерить количественно, и все они влияют на расчет справедливого дисконта.

Как использовать расчетный справедливый уровень дисконта?

После расчета справедливого дисконта мы корректируем потенциальную доходность обыкновенной акции на величину этого дисконта — мы увеличиваем ее (если дисконт должен сокращаться) и уменьшаем (если дисконт должен расти) на соответствующий коэффициент.

Пример анализа акций по группам факторов, влияющих на размер дисконта

Рассмотрим влияние данных факторов на примере компании, у которой в Уставе в части привилегированных акций:

- прописан дивиденд в виде процента от прибыли;
- есть оговорка, что дивиденд на 1 обыкновенную акцию не может быть больше дивиденда на 1 привилегированную;
- определена ликвидационная стоимость наравне с обыкновенными акциями.

В результате наших исследований выяснилось, что заметное влияние на дисконт оказывает наличие и объем позиций портфельных инвесторов на фондовом рынке. Если в структуре инвесторов растет доля «портфельщиков», дисконты сокращаются. Интересный момент — на пиках рынка (как правило, доля «портфельщиков» максимальна) дисконты между «префами» и «обычкой» минимальны. Но для прогнозирования дисконтов это наблюдение сложно использовать.

1. *Соотношение ликвидности.* Используя разработанную в компании шкалу, проводим сравнение ликвидности. Ликвидность, как правило, выше у обыкновенных акций, так как их количественно больше («префов» не может быть более 25% от уставного капитала), но бывают и исключения из-за разного размера фри-флоата. При наличии хорошего уровня ликвидности по обоим типам акций (например, как по акциям ОАО «Сбербанк») эта часть дисконта равна нулю.

2. *Соотношение долей чистой прибыли и остаточной ликвидационной стоимости.* При таком варианте устава эта часть дисконта нулевая, если же размер дивиденда на акцию по «префам» больше, то «преф» по этому критерию должен стоить дороже.

3. *Уровень КУ* — наиболее сложный и менее формальный фактор, поэтому его стоит рассмотреть отдельно.

Уровень корпоративного управления как фактор, влияющий на размер дисконта

Если уровень КУ у компании высокий, то дисконта быть не должно, так как владельцу «префов» нет никакой необходимости вмешиваться в деятельность эффективной компании и у него никто не ворует. И действительно, зачем право голоса портфельному инвестору, если не воруют и управляют хорошо, а финансовый результат делится честно в соответствии с Уставом?

Если все по-честному, то стоимость «префов» может и даже должна быть выше, чем «обычки».

Рассмотрим, какие риски (потери доходов на акцию) существуют у владельцев привилегированных акций в компаниях с невысоким уровнем КУ:

- риск размытия балансовой (по сути, ликвидационной) стоимости через дополнительную эмиссию;
- вывод чистой прибыли (формально и неформально) — занижение базы для определения дивидендов;
- непринятие решения о выплате.

В компании разработана специальная методика для оценки качества КУ, которая используется для прогнозирования дисконта привилегированных акций к обыкновенным.

В заключении хотелось бы отметить, что если внимательно проанализировать все группы факторов, то дисконт «префов» к «обычке» — это в большей степени характеристика качества КУ компании и, как следствие, страхов портфельных инвесторов по отношению к честности мажоритария. Если вспомнить корпоративные преобразования в компаниях с высоким уровнем КУ, то они конвертировали «префы» в «обычку» один к одному (например, ЛУКОЙЛ). Также важно отметить, что в дисконте заложен и уровень понимания смысла финансового инструмента под названием привилегированная акция. Есть такой фактор X, когда владельцы «префов» из года в год получают доходов на акцию больше, а курсовой рост одинаковый, но дисконт существует и он достаточно большой. Что это? Непонимание инвесторов или будущие риски КУ? Непонимание одних, что нельзя воровать, и неразумение других, что получаешь больше, приводит к такому явлению как «неправильный дисконт».

Выводы

- Дисконт между обыкновенными и привилегированными акциями возникает из-за различий в сути данных инвестиционных инструментов.

• Основные факторы возникновения дисконта
<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

— разница в ликвидности;

— разница в соотношении долей чистой прибыли и ликвидационной стоимости;

— уровень КУ.

• Обычно при высоком уровне КУ не возникает большого дисконта.

△ В рамках курса «Аспирантура» следующей читайте статью 10.6. Прогнозирование цен на акции.

9.10. Как мы прогнозируем экономические показатели деятельности компании ○

В данном материале речь пойдет о том, как специалисты управляющей компании «Арсатера» прогнозируют экономику компании, и на что стоит обращать внимание при чтении финансовых отчетов.

Для нас финансовая отчетность компании представляет интерес с позиции прогноза конкретных будущих экономических показателей и их трансформации в будущую курсовую стоимость акции. Мы хотим понять, какой компания планирует стать в будущем, какую прибыль она будет генерировать для своих акционеров и какова будет стоимость акции с позиции рационального инвестора.

Бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках составляют основу отчетности эмитента. Наибольший интерес для нас представляет отчет о прибылях и убытках компании. Для нас он является основным, так как содержит сведения о двух из трех прогнозируемых показателей, а именно — выручке и чистой прибыли. Именно на базе этого документа нами строится сердцевина модели оценки компании, откуда прогнозные показатели выручки, чистой прибыли и собственного капитала подставляются в формулу расчета потенциальной доходности и ставки владения.

Начнем с **выручки**. Проследив изменения в ее истории и структуре, мы приступаем к прогнозированию.

Базой для прогнозирования выручки является прогноз операционных показателей компании. При прогнозе мы опираемся на фактические данные, которые могут предоставляться самой компанией, либо публиковаться в специальных отраслевых ресурсах.

Средние цены реализации товаров и услуг являются еще одной важной группой данных для прогнозирования выручки. Они также могут системно раскрываться компанией, а могут быть получены обратным способом в виде частного от деления выручки в предыдущие периоды на объем реализации товаров и услуг. В последнем случае необходимо убедиться в сопоставимости финансовой и операционной отчетностей.

Прогнозирование будущих объемов производства осуществляется на основании планов компании по изменению мощностей, выпуска новых видов продукции и иных сведений. При прогнозе выручки мы стараемся избежать механистического подхода и пытаемся объективно взглянуть на планы компании. Аналитик оценивает в целом ситуацию в мире, в отрасли, в экономике России и только после этого приходит к выводу о степени реалистичности будущих планов эмитента.

Прогнозирование будущих цен на товары и услуги может осуществляться, исходя из прогнозных векторов по биржевым или родственным им товарам; темпов инфляции; прогнозных темпов, имеющих

корреляцию с макроэкономическими показателями и показателями развития соответствующих отраслевых рынков. В зависимости от специфики эмитента может применяться сводный или посегментный прогноз.

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

При оценке холдингов и многоsegmentных компаний из прогноза консолидированной выручки требуется исключить межsegmentные расчеты для целей избежания повторного счета.

Полученную линейку прогнозных выручек мы подвергаем критическому осмыслению, особенно, если внутри прогнозного периода наблюдаются существенные изменения выручки. Нужно четко понимать, за счет чего компания за короткий период способна кардинально изменить этот показатель.

Себестоимость — это следующий показатель, подлежащий прогнозу. Наша задача — отталкиваясь от исторических значений, спрогнозировать будущую себестоимость компании. Существует два основных способа — постатейный прогноз и прогноз ее доли от выручки.

Прогноз себестоимости как доли от выручки весьма прост. Опираясь на исторические данные, мы можем обнаружить достаточно устойчивое соотношение себестоимости и выручки. Если нет оснований прогнозировать существенные изменения этого соотношения в будущем, мы можем экстраполировать его при построении модели. Такой способ может использоваться при оценке так называемых «компаний-маржевиков» (розничные сети, нефтепереработка и сбыт нефтепродуктов), а также компаний, не раскрывающих структуру себестоимости.

Постатейный прогноз себестоимости может дать более точный результат. В этом случае требуется проверить итоговые значения себестоимости и соотнести их с выручкой. При наличии сильных отклонений от значений предыдущих периодов мы возвращаемся к постатейному прогнозу и пытаемся еще раз проверить его на здравый смысл.

При постатейном прогнозировании себестоимости также нужно обращать внимание на характер статей (постоянные, переменные), что позволит осуществить корректную привязку их динамики к динамике выручки, объемов производства, инфляции.

При прогнозировании таких статей себестоимости как «Сырье и материалы», «Топливо и электроэнергия» нужно убедиться в целесообразности применения прогнозируемых нами векторов цен на биржевые товары и электроэнергию. Вполне возможно, что при анализе некоторых эмитентов такой закономерности не будет (например, если компания имеет собственные мощности или специальные условия контрактов на поставку). Дополнительные сведения об этом могут содержаться в ежеквартальном отчете эмитента в разделе «Материалы, товары и поставщики эмитента», где указаны виды материалов и сырья, по которым наблюдался наибольший рост цен.

При прогнозировании статьи «ФОТ — фонд оплаты труда» необходимо учитывать возможное сокращение персонала или его дополнительный найм в связи с программами оптимизации численности персонала или расширении производства.

Следует помнить, что наличие в компании программы капитальных вложений может быть использовано для прогнозирования будущей величины основных средств и, как следствие, амортизации. При прогнозировании будущей стоимости основных средств может быть использована пропорция величины капитальных вложений и изменения основных средств на основании ретроспективных данных.

При прогнозировании коммерческих и управленческих расходов следует помнить, что в стабильной компании они очень хорошо коррелируют с выручкой. Однако при резких скачках выручки доля этих

расходов может существенно меняться. При росте выручки их доля в ней, как правило, снижается; при снижении выручки — может расти (особенно это касается управленческих расходов). Здесь стоит делать поправки на возможные скачки таких расходов как, например, расходы на IPO; расходы, связанные с началом реализации новых видов продукции; наличие экспортных пошлин и т. п.

Прочие доходы и расходы могут оказать существенное влияние на итоговый показатель прибыли.

При анализе прочих доходов и расходов крупные единовременные доходы и расходы используются при прогнозе чистой прибыли текущего периода, но обязательно исключаются для целей прогнозирования будущей стабильной прибыли (реализация активов, начисление резервов и т. д.). При этом необходимо понимать, что однажды созданный резерв может быть распущен в будущем, что способно сказаться на чистой прибыли будущих лет.

Величина долга прогнозируется исходя из фактических объемов в базовом периоде и планов компании по изменению своего долгового бремени. Эти планы мы подвергаем критической оценке. В частности, компаниям с высокой долговой нагрузкой сложнее привлечь новые займы, а эффективная ставка по их обслуживанию может оказаться выше средних ставок на рынке. В этой связи важным представляется уровень показателя (Чистый Долг/Собственный Капитал).

Существенное значение имеет и дюрация долга, которая может указывать на необходимость рефинансирования или даже замещения долгового финансирования долевым.

Наконец, величина чистой прибыли может указывать на способность компании обслуживать свои платежи. Собрав все воедино, мы можем составить предполагаемый график изменения долга компании. Добавив к этому прогнозы вектора процентных ставок, можно сделать вывод относительно будущих ежегодных процентов к уплате.

В ряде случаев эффективная ставка по выданным кредитам существенно отличается от среднерыночных ставок. Это может объясняться не только внутрифирменными займами, но и субсидированием государством части выплачиваемых компанией процентов.

Структура долга в разрезе валют заимствования может дать информацию относительно прогноза курсовых разниц. Они начисляются как по валютным пассивам, так и по валютным активам. В отдельных компаниях валютные активы могут составлять существенные суммы, поэтому для них имеет смысл исследовать в ретроспективе данные о финансовых вложениях, остатках денежных средств и доле, которую занимает в них валютная часть.

Если в составе финансовых активов есть публичные инструменты с биржевой котировкой, то мы прикладываем максимум усилий для прогнозирования их будущих цен, и, как следствие, их будущей переоценке. Несмотря на то что до момента продажи переоценка финансовых активов не отражается в составе отчета о прибылях и убытках, в отдельных случаях в модели могут учитываться будущие доходы от финансовых вложений в виде их ежегодной переоценки.

Если в компании существуют значительные финансовые активы, то мы стараемся отдельно прогнозировать процентный доход на эти вложения. Наличие значительных краткосрочных финансовых вложений и кэша на фоне высокой чистой прибыли и умеренных капвложений может быть предвестником значительных дивидендных выплат.

При прогнозировании налоговой ставки следует учитывать отраслевую и региональную специфику (некоторые отрасли и субъекты Федерации могут иметь специальный налоговый режим). Также на

итоговый показатель чистой прибыли могут влиять отложенные налоговые активы и обязательства, а также доли миноритариев в дочерних компаниях эмитента.

Исследуя величину чистой прибыли в ретроспективе, мы стараемся обращать внимание на основные источники ее формирования. Если чистая прибыль была подвержена существенным колебаниям, нам нужно четко понимать, из-за чего это происходит и критически осмыслить заложенные в модель предпосылки. Особенное внимание стоит обратить на компании, в которых главным источником формирования прибыли является неоперационная деятельность, например статьи финансовых доходов и расходов.

Бухгалтерский баланс является следующим важным документом в составе отчетности.

Он характеризует имущественное и финансовое состояние организации в денежной оценке на отчетную дату. Основная информация, которую несет баланс, — данные об активах, обязательствах и собственном капитале компании.

Активы показывают, какие средства использует бизнес, а пассивы (обязательства и собственный капитал) показывают, за счет каких источников они сформированы и в каком размере. Основное свойство отчета состоит в том, что суммарные активы всегда равны сумме обязательств и собственного капитала.

Для нас баланс компании является поставщиком фактических данных, необходимых для прогноза собственного капитала компании, величины долга и финансовых вложений, которые впоследствии используются для прогнозирования ряда финансовых статей отчета о прибылях и убытках. Также мы проводим его вертикальный и горизонтальный анализ, в ходе которых оцениваются удельный вес и структурная динамика отдельных групп и статей актива и пассива баланса.

В особых случаях мы строим прогноз бухгалтерского баланса, опираясь на фактический баланс и прогнозируя движение денежных средств от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности. Такой подход мы используем, когда компания осуществляет активную инвестиционную программу, используя различные источники средств. Зная объем инвестпрограммы, можно предположить, сколько и какие источники будут задействованы, что напрямую скажется на прогнозах будущих экономических показателей компании. Если источники финансирования нам неизвестны, мы вырабатываем наиболее логичный, на наш взгляд, сценарий. Нельзя увеличивать масштабы деятельности бизнеса, не закладывая соответствующего источника его расширения.

Также этот способ используется, когда на основе фактического баланса мы строим его проформу, корректируя ряд статей для истинного представления стоимости некоторых активов компании. Подобные процедуры мы проводим при оценке строительных компаний в силу специфики их бизнеса.

При построении экономических моделей и составлении аналитических прогнозов нужно понимать, что текущая отчетность — это хорошая обратная связь, которую можно и нужно использовать для повышения качества аналитической работы.

9.11. Как мы прогнозируем цены акций строительных компаний ○

Данный материал посвящен одному из самых злободневных и самых сложных вопросов: как оценить истинную стоимость акций строительных компаний.

Это тем более актуально, что на протяжении практически всей своей истории акции публичных строительных компаний, по нашим расчетам, практически никогда не торговались на адекватных ценовых уровнях. Если до кризиса компании размещались на IPO по заоблачным ценам, то сейчас они торгуются значительно ниже своей фундаментальной оценки. Однако чтобы это понять, нам пришлось приложить немало усилий и подробно разобравшись в специфике работы каждой компании. Сейчас мы хотим поделиться с Вами своими выводами и рассказать о самом подходе к тому, как правильно анализировать строительные компании.

Необходимость создания отдельной методики возникла не на пустом месте. Стандартные подходы к оценке не позволяют учесть специфику бизнеса девелоперов. В частности, такой показатель как выручка для строительных компаний не имеет большого смысла, так как без учета переоценки имущества этот показатель в основном отражает факт осуществления продаж недвижимости из состава активов. Например, нулевая выручка ничего не значит — компания просто могла осуществлять строительство и ничего не продавать за отчетный период.

По этой же причине не работает наша стандартная методика прогнозирования будущей стоимости акции через прогноз традиционных финансовых коэффициентов (P/E, P/S, P/BV). В поисках истины мы устремили свои взоры на финансовые рынки с богатой историей.

В результате проведенного нами исследования на основе данных западных финансовых рынков было выявлено, что курсовая динамика акций девелоперских компаний определяется их БАЛАНСОВОЙ СТОИМОСТЬЮ. Таким образом, наша задача сводится к прогнозированию будущей балансовой стоимости компании, для чего нам необходимо оценить будущую рыночную стоимость имеющих у девелопера проектов.

Такая задача резко увеличивает объем информации, который требуется аналитику для оценки компании. В нашем случае источниками информации о компании являются:

- отчетность по РСБУ;
- годовой и ежеквартальные отчеты компании;
- отчетность по международным стандартам и комментарии к ней;
- отчет оценщика;
- информация, предоставленная компаниями на корпоративных сайтах или презентациях для инвесторов;
- иные источники в открытом доступе (специализированные форумы, профильные статьи и новостные сообщения).

Однако здесь возникают новые сложности.

Неконсолидированная отчетность по РСБУ для оценки компании не подходит, поскольку, как правило, каждый проект — это новое юридическое лицо.

Стандарты отчетности МСФО воздвигают перед нами новые препятствия: проекты в сфере жилой недвижимости (а именно они зачастую доминируют в общем портфеле проектов девелопера) учитываются по статье баланса «Запасы» и переоцениваются не по справедливой стоимости, а по фактической себестоимости.

Ряд компаний предоставляют такой документ, как отчет оценщика. Обычно там приводится полный перечень проектов с основными параметрами, а также оценка оценщика по каждому из них. Казалось бы, все просто, берем итоговую цифру оценщика, делим на количество акций и получаем стоимость акции. НО! Во-первых, нам требуется БУДУЩАЯ цена акции, то есть БУДУЩАЯ стоимость портфеля проектов. Во-вторых, у нас могут очень сильно расходиться базовые предпосылки, исходя из которых оценщиком прогнозируется стоимость проектов. Речь идет, прежде всего, о прогнозе вектора цен на недвижимость и себестоимости строительства. В кризис мы были свидетелями того, как оценщики в течение года снижали кратно оценку стоимости проектов компании или наоборот, практически не меняли ее на протяжении ряда лет, несмотря на изменение тенденций на рынке жилья. Доверия к такого рода оценкам у нас нет. Поэтому в рамках построения моделей строительных компаний мы используем отчет оценщика как источник информации о проектах и их основных параметрах, таких как тип недвижимости, местоположение, классность, сроки строительства, полезная площадь, доля девелопера в проекте.

Перейдем к основным моментам, характеризующим наш подход.

В отличие от стандартов МСФО мы проводим переоценку ВСЕЙ недвижимости и отражаем ВСЮ нашу оценку в балансе компании. Общую схему оценки компании можно представить в виде следующего алгоритма.

Наш подход

В рамках нашего подхода мы:

- собираем исходные данные, необходимые для оценки проектов;
- оцениваем проекты в разрезе сегментов недвижимости;
- рассчитываем итоговую стоимость портфеля проектов;
- оцениваем будущее финансовое положение компании;
- составляем проформу баланса и отчета о прибылях и убытках;
- рассчитываем потенциальную доходность и ставку владения акции;
- рассчитываем агрегированную доходность акции.

Оценка жилой недвижимости

При оценке мы обращаем внимание на специфические особенности сегмента жилой недвижимости. В частности, учитываем различия в сроках реализации проекта (начало и окончание строительства) и реальных сроках продаж (которые, как правило, сдвигаются). Кроме того, мы стараемся отслеживать фактические объемы продаж (на квартальной, полугодовой или годовой основе). Например, в кризис продажи квартир остановились, и мы учли это в своих прогнозах.

Другой особенностью является дисконт за этапность. Это разница между ценой продажи объекта на стадии строительства и рыночной ценой аналогичного готового объекта. Дисконт за этапность объясняется с двух сторон. С позиции застройщика дисконт — это своеобразная плата за привлеченные средства дольщика (аналогично кредиту). С позиции инвестора дисконт объясняется рисками недостроя, а также возможностью арендовать жилье на период строительства. По мере строительной готовности риски и дисконт снижаются.

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

работ

Оценка стоимости проекта жилой недвижимости сводится к дисконтированию чистого денежного потока (доходов компании от продажи квартир за вычетом расходов на строительство). Для расчета притока денежных средств необходимо учитывать следующие параметры:

- продаваемая площадь;
- доля девелопера в проекте;
- цена продажи;
- дисконт за этапность.

Для расчета оттока денежных средств на строительство необходимо учитывать следующие параметры:

- построенная площадь;
- доля девелопера в проекте;
- себестоимость строительства.

Оценка коммерческой недвижимости

Специфическими параметрами данного сегмента недвижимости являются заполняемость, ставка аренды, ставка капитализации.

Заполняемость характеризует долю сданных площадей в общей полезной площади объекта.

Ставка капитализации — соотношение аренды и стоимости недвижимости. Она зависит от рыночной конъюнктуры и позволяет оценивать стоимость недвижимости, отталкиваясь от стоимости аренды, и наоборот.

При работе с коммерческой недвижимостью возможны две стратегии — продажа или аренда.

В обоих случаях стоимость недостроя оценивается дисконтированием денежных потоков аналогично жилой недвижимости. При продаже объекта одним лотом или распродаже крупных площадей может использоваться дисконт за объем.

Если в качестве стратегии для реализации проекта выбрана сдача в аренду, мы оцениваем денежные потоки, получаемые от аренды. При этом готовая недвижимость оценивается сравнительным подходом.

Величина портфеля представляет собой суммарную стоимость недостроенных и готовых объектов.

Оценка земли и проектов «бумажной» стадии

Наиболее распространены два вида земельных участков: земли под будущее строительство и сельхозземли. В обоих случаях они оцениваются сравнительным подходом.

Проекты, параметры которых не утверждены, не получена необходимая документация или реализация которых не планируется в ближайшие один-два года, мы оцениваем как землю.

Доходы от продажи земли в коттеджных поселках используются только для оценки денежной прибыли.

Некоторые предприятия помимо строительства могут заниматься смежными видами деятельности.

В зависимости от масштабов прочих сегментов бизнеса мы используем один из двух подходов:

- оцениваем сегменты компании обособленно, как обычную компанию, а потом учитываем по методу составных частей;
- учитываем показатели сегментов напрямую в отчете о прибылях и убытках.

Первый подход подразумевает оценку методом составных частей. Такая ситуация наиболее характерна для компаний, занимающихся строительством и производством стройматериалов. В таких моделях мы отдельно оцениваем дивизион производства строительных материалов и отдельно портфель проектов. Для получения общей прогнозной капитализации мы складываем эти составляющие.

Кроме того, возникает проблема межсегментных расчетов. Компании производят строительные материалы для себя и для продажи на рынке. Естественным образом в первом случае компании экономят на стоимости СМР. Но зачастую нам тяжело оценить, какая доля произведенных материалов будет использоваться для собственных нужд. В этом случае мы делаем допущение, согласно которому компания все произведенные материалы продает на рынке. И для компенсации устанавливаем рыночную стоимость СМР при расчете себестоимости строительства.

Сводная оценка проектов

После оценки сегментов необходимо рассчитать общую стоимость портфеля проектов и денежные потоки для прогнозирования финансового положения компании. По всем сегментам недвижимости суммируются следующие показатели:

- стоимость недостроя;
- стоимость готового имущества;
- расходы на строительство;
- доходы от продажи жилой недвижимости;
- доходы от продажи коммерческой недвижимости;
- доходы от сдачи в аренду.

Нужно отметить, что если первые два показателя на дату прогноза в полной мере попадают в будущий балансовый капитал, то доходы за вычетом расходов образуют денежную часть прибыли. Только часть из нее становится нераспределенной и также попадает в будущий балансовый капитал, в то время как другая ее часть идет на обеспечение компании средствами, необходимыми для ведения операционной деятельности до даты прогнозирования.

Внесение фактической отчетности. Корректировки

После оценки будущей стоимости портфеля проектов мы переходим к прогнозированию будущего финансового положения и, прежде всего, будущего балансового капитала строительной компании. Для этой цели мы прежде всего обеспечиваем сопоставимость будущего и текущего балансового капитала. Как мы уже отмечали, в отличие от международных стандартов мы проводим переоценку

всей недвижимости и отражаем всю нашу оценку в балансе. Переоценка включает только ту недвижимость, которая была на начало периода. Соответственно новое строительство, начатое в отчетном периоде, нами исключается. Далее, используя параметры проектов компании, мы прогнозируем ее операционную деятельность и связанную с этим потребность в финансировании. Она может быть реализована компанией через продажу своих проектов, управление долгом или допэмиссию акций. Наконец, параллельно изменению нераспределенной чистой прибыли будут расти отложенные налоговые обязательства, в рамках которых налоги выплачиваются при продаже объектов.

В результате в рамках активов основной прогноз опирается на корректировку статей «Запасы», «Инвестиционная собственность», «Денежные средства»; в рамках пассивов затрагивается раздел «Балансовый капитал», а также статьи долговой нагрузки и отложенные налоговые обязательства.

Расчет потенциальной доходности

Как и по другим компаниям, итоговый показатель инвестиционной привлекательности акций строительных компаний складывается из двух составляющих: потенциальной доходности и ставки владения.

Короткая потенциальная доходность рассчитывается путем сравнения текущей капитализации и прогнозного собственного капитала. При этом мы также принимаем во внимание рентные доходы компании и среднюю норму доходности в секторе коммерческой недвижимости.

Для того чтобы существующий подход учитывал риски корпоративного управления, мы корректируем величину будущего собственного капитала. Компании, где существует больший риск продажи проектов по нерыночным ценам, оцениваются нами с дисконтом, что снижает потенциальную доходность их акций.

Ставка владения, отражающая долгосрочную доходность владения бизнесом, рассчитывается нами также с учетом специфики проектов компании: для каждого вида недвижимости (жилая, офисная, торговая или земля) существует своя ставка владения, которая затем взвешивается на долю указанных видов недвижимости в структуре портфеля компании. Итогом является единая ставка владения по каждой компании.

Поскольку на текущий момент все девелоперские компании торгуются со значительным дисконтом к своей справедливой стоимости, мы корректируем ставку владения на этот дисконт.

Агрегированная доходность рассчитывается по стандартной методике с учетом срока прогнозирования компании.

Мы надеемся, что данный материал объяснит наш особый взгляд на принципы оценки строительных компаний. Мы отдаем себе отчет в том, что адекватная оценка стоимости таких компаний — достаточно сложный труд. Во многом поэтому степень нерационального поведения инвесторов, торгующих акциями строительных компаний, достаточно велика даже на фоне представителей других отраслей российского фондового рынка. Со своей стороны мы надеемся, что наш материал поможет Вам научиться оценивать истинный потенциал строительных компаний и использовать эти знания при вложении личных средств.

Метод DCF (discounted cash flow), или метод ДДП (метод дисконтированных денежных потоков), является одним из наиболее популярных методов оценки стоимости компании. Но популярность метода не означает его эффективность в практической деятельности. В этом материале мы подробнее рассмотрим прикладное значение данного метода.

Метод DCF базируется на утверждении, что стоимость компании является суммой дисконтированных денежных потоков компании.

Раскроем подробнее термины из данного определения:

Денежный поток — это денежные средства, остающиеся в распоряжении компании после финансирования всех ее инвестиций и операционной деятельности.

Дисконтирование — это способ сопоставления денежных потоков, получаемых в разные сроки. Дисконтирование осуществляется путем приведения размера будущих денежных потоков к их размеру в настоящем с использованием ставки дисконтирования.

Ставка дисконтирования — требуемая инвестором доходность от вложений в компанию.

Для оценки стоимости компании прогнозируются денежные потоки компании до определенного момента времени (например, на 5 лет) и потоки в постпрогнозный бесконечно длинный период. Затем рассчитывается ставка дисконтирования. С ее помощью прогнозы по потокам приводятся к текущему времени. Все полученные потоки суммируются и, таким образом, получается оценка стоимости на данный момент.

Рассмотрим упрощенный пример расчета стоимости компании по методу DCF.

1. Расчет и прогноз денежного потока в прогнозный период (млн руб.)

Чистая прибыль	100	110	120	150	150
+ амортизация	10	10	30	30	20
+/- изменение оборотного капитала	-20	-20	-50	-40	10
+/- инвестиционные вложения	-10	-50	-50	-150	-120
+/- изменение кредиторской задолженности	-50	0	0	50	0
Денежный поток	30	50	50	40	60

Поясним: изменение размера оборотного капитала идет со знаком «плюс» в случае уменьшения капитала, и со знаком «минус» — в случае увеличения (изменение может происходить, например в связи с изменением цен на сырье для производства). К инвестиционным вложениям относятся капитальные затраты (необходимые для развития или поддержания бизнеса), которые идут со знаком «минус». Продажа основных средств означает сокращение инвестиционных вложений и идет со знаком «плюс».

2. **На втором этапе рассчитывается ставка дисконтирования (ставка «г»).** В данном материале мы не будем подробно рассматривать способы расчета ставки дисконтирования.

В нашем примере мы будем использовать ставку дисконтирования 10%.

3. Для расчета денежного потока в постпрогнозный период необходимо определить ставку устойчивого роста денежного потока компании в этот период. Допустим, в нашем примере денежный поток компании будет увеличиваться с темпом в 2% в год (ставка «g»). Тогда, при помощи формулы Гордона, рассчитывается денежный поток в постпрогнозный период, приведенный к последнему прогнозируемому году:

$$CF_{\text{пост}} = CF_{n+1} / (r - g), \text{ где}$$

CF_{n+1} — денежный поток за первый год постпрогнозного периода (для расчета необходимо денежный поток за последний год прогнозного периода увеличить на темп роста по следующей формуле:

$$CF_{n+1} = CF_n * (1 + g);$$

g — предполагаемый (прогнозируемый) темп роста денежного потока на бесконечный по времени период;

r — ставка дисконтирования.

Подставляя значения составляющих в формулу Гордона, рассчитываем денежный поток в постпрогнозный период для нашего примера:

$$CF_{\text{пост}} = 60 * 1,02 / (0,10 - 0,02) = 765.$$

4. На четвертом этапе дисконтируются все рассчитанные денежные потоки. Для этого размер денежного потока делится на ставку дисконтирования по следующей формуле:

$$Cf_{\text{диск}} = CF_j / (1 + r)^j, \text{ где}$$

j — год прогноза;

CFj — денежный поток за определенный год прогноза.

	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год	Постпрог. период
Денежный поток	30	50	50	40	60	765
Коэффициент дисконтирования	1,10	1,102	1,103	1,104	1,105	1,105
Дисконтированный денежный поток	27	41	38	27	37	475

5. Итоговая стоимость по методу DCF получается суммированием полученных дисконтированных денежных потоков.

В нашем примере стоимость компании составила 646 млн руб.

Клиенты, которые платят за услуги по долговой нагрузке закладываются только ее увеличение (со знаком «плюс»), так как заранее спрогнозировать, что кредитор решит досрочно вернуть свои средства, проблематично. Это так называемая «концепция вечного рефинансирования», предполагающая, что компания в любой ситуации сможет рефинансировать свои долги. На практике всегда существуют условия, при которых кредитор может потребовать досрочно вернуть выданные средства. В кризис многие банки использовали для этого формальные поводы, взять же новые кредиты было практически невозможно. Это приводит к резкому сокращению денежного потока и может привести к банкротству компании.



1. Высокая чувствительность прогноза к ставке дисконтирования и размеру денежных потоков.

Допустим, спустя некоторое время после нашего первоначального прогноза (646 млн руб.) ставка дисконтирования увеличилась всего на 2 процентных пункта (до 12%). Это приведет к изменению текущей оценки стоимости на 21% (снижение цены до 509 млн руб.).

Изменение в прогнозе прибыли или других показателей, участвующих в расчете денежного потока, также приведет к существенному изменению в оценке компании. Допустим, закладываемая в расчет прибыль, начиная со второго года прогноза, уменьшилась на 20%. Это приведет к уменьшению оценки стоимости компании на 48% (до 333 млн руб.).



© АРСАТЕРА www.dpsdov.ru/
Информационно-консультационный центр «Бизнес и индустрия DCF»

2. Высокая чувствительность к входным данным является следствием другого недостатка — использования бесконечно длинного периода прогнозирования.

Если точно прогнозировать экономические показатели на 1 год вперед сложно, то на 5-10 лет вперед невозможно. Учитывая большое количество переменных, участвующих в прогнозе, вероятность ошибки очень высока. А высокая чувствительность к ошибкам приводит к значительным искажениям в прогнозе стоимости.

3. В рамках метода DCF считается, что весь денежный поток, используемый в расчетах, доступен акционерам. На практике ситуация, когда денежный поток в полном объеме является доступным для акционеров, является скорее исключением, чем правилом. Зачастую выплаты по дивидендам даже в ближайшие прогнозные годы меньше размера денежного потока.

4. Доля, которую вносит постпрогнозный период в оценку компании, может быть крайне высока (в нашем примере 74%). Такое соотношение может говорить о том, что в ближайшей перспективе денежные потоки компании не вызывают оптимизма, в то время как в отдаленной (а точнее — бесконечной) перспективе можно заложить внушительный рост, который и даст значительный вклад в сегодняшнюю оценку стоимости бизнеса. К сожалению, как мы писали ранее, прогнозировать с приемлемой точностью даже на 5-10 лет вперед невозможно.

Как видно, практическое использование метода DCF осложняется несколькими существенными недостатками. Более того, эти недостатки создают простор для манипуляций, который могут использовать в своих целях недобросовестные аналитики или инвестбанкиры. От одного и того же инвестиционного дома в короткий промежуток времени можно получить совершенно разные оценки

компании, планирующей проведение IPO, причем снижение оценки стоимости, как правило, происходит сразу после IPO.
<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

Тем, кто все же использует данный метод или ориентируется на оценки, полученные им, мы бы хотели дать несколько рекомендаций, на которые необходимо обращать внимание при использовании метода DCF.

Рекомендации

Ставка дисконтирования — это доходность, требуемая инвестором от вложений в оцениваемый бизнес (акции компании). Поэтому обращайте внимание на ее расчет и размер. Парадоксальной выглядит ситуация, когда размер ставки дисконтирования в DCF ниже, чем размер доходности по торгуемым в данный момент на рынке облигациям оцениваемой компании.

Необходимо обращать внимание на распределение денежных потоков в прогнозный и постпрогнозный период. Если вклад денежных потоков первых 5 лет в оценку компании меньше 30%, то это может говорить о крайне низкой вероятности реализации прогноза и «ставке на будущее», которое невозможно предсказать.

Несмотря на то что на практике денежный поток не в полном объеме выплачивается в виде дивидендов, это не повод для огорчения. Дивиденд — это всего лишь одна из форм извлечения выгоды акционером от вложений в долевые инструменты. Куда более важным является рост курсовой стоимости. Даже будучи направленной на капитальные затраты, прибыль остается в компании (увеличивая ее балансовую стоимость) и продолжает работать в интересах акционеров под ставку рентабельности собственного капитала (ROE). При этом, в случае если ROE компании выше рыночных ставок доходности, реинвестирование денежного потока может быть более выгодным для акционеров, нежели выплата дивидендов за счет более высокого темпа увеличения стоимости бизнеса. Поэтому наравне с денежным потоком необходимо учитывать размер чистой прибыли и долю инвестиций в чистой прибыли.

○ *В рамках курса «Факультатив» следующей читайте статью [11.8. Теория Марковица работает?](#)*

10.1. «А че это вы тут делаете? А?» □

Однажды один из наших клиентов, изучив аналитический отчет, спросил:

— А чем вы тут вообще занимаетесь? Почему в течение квартала было так мало операций, где же активные спекуляции? Я ведь могу и самостоятельно составить такой портфель на основе информации с вашего сайта... — посетовал он.

Когда клиенту перечислили все функции, которые необходимо выполнять, чтобы составить портфель и управлять им, он отказался от самостоятельных «опытов».

Мы решили опубликовать ответ на вопрос нашего клиента, чтобы Вы сами могли сделать вывод о том, как работает управляющая компания.

Как мы уже писали в своих статьях, управление капиталом в компании основано, прежде всего, на работе с потенциальной доходностью акций и облигаций.

Для того чтобы на практике эффективно применять данные методики, аналитическое подразделение и подразделение мониторинга и риск-менеджмента компании регулярно выполняют ряд функций, о которых и пойдет речь в данном материале.

Анализ отчетностей по РСБУ, МСФО, результатов операционной деятельности компаний и годовых отчетов

После того, как по эмитенту составлена модель, позволяющая прогнозировать уровень его потенциальной доходности, ее необходимо поддерживать в «рабочем» состоянии, то есть постоянно анализировать данные, которые могут повлиять на прогнозную стоимость акций эмитента и, возможно, корректировать экономические модели.

Для этого аналитическое подразделение компании ежеквартально анализирует свежие данные из финансовых отчетов эмитентов. При этом, чем больше информации будет указано в отчетности, тем точнее будет прогноз, поэтому аналитики компании всегда рады эмитентам, которые отчитываются по международным стандартам. Отчетность по МСФО строится на основе здравого смысла, содержит много полезной информации, а также является консолидированной, то есть отражает деятельность всего бизнеса, а не какой-то его части.

Также специалисты аналитического подразделения ежеквартально актуализируют в моделях данные по операционной деятельности (объемы производства, себестоимость произведенной продукции в разрезе конкретных трат и т. д.) тех эмитентов, которые публикуют данную информацию в открытом доступе.

Крайне полезным источником информации о деятельности эмитента является годовой отчет, в котором зачастую содержится информация, которая не отражена в отчетности по РСБУ.

О влиянии отчетности эмитента на прогнозы Вы можете регулярно узнавать из наших видеоматериалов на сайте компании www.arsagera.ru.

Мониторинг новостного фона с точки зрения влияния новостей на прогнозы <http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

Аналитики ежедневно производят мониторинг новостей и обзоров, которые непосредственно связаны с анализируемыми компаниями.

Аналитические модели, которые базируются на прогнозах финансовых показателей (чистой прибыли, выручки, балансовой стоимости) и ставке дисконтирования, позволяют фильтровать новости и оценивать их влияние на модели.

К примеру, новость об аварии на одной из шахт ОАО «Распадская» естественно ведет к ухудшению показателей деятельности компании. Сразу после этой новости наши аналитики оценили, как это скажется на выручке, время простоя и затраты на восстановление. Это позволило определить адекватное влияние данной новости на прогноз будущей цены акций.

Пересчет базовых ставок по эмитентам, премий за страновой риск, за неликвидность акций, за отраслевой риск и за риск некачественного корпоративного управления

Помимо изменения в прогнозах финансовых показателей на потенциальную доходность ценных бумаг эмитента может повлиять изменение ставки дисконтирования. Согласно действующей в УК «Арсатера» модели, ставка дисконтирования зависит от:

- базовой ставки по эмитенту. Эта ставка прогнозируемой доходности по валютным (долларовым) корпоративным облигациям данного эмитента учитывает в себе премию за кредитный риск и пересматривается ежеквартально;
- премии за страновой риск для владельцев долевых инструментов, которая учитывает риск вложения средств в долевые инструменты, характерный для российского рынка акций по сравнению с облигационным рынком и пересматривается ежеквартально;
- премии за отраслевые риски, которая учитывает в себе волатильность денежных потоков, обусловленную отраслевой спецификой и пересматривается ежегодно;
- премии, связанной с риском некачественного корпоративного управления (КУ), которая пересматривается ежегодно;
- премии за риск неликвидности акций эмитента, которая пересматривается ежеквартально.

В первую очередь, пересмотр ставки дисконтирования влияет на потенциальную доходность ценных бумаг эмитента, кроме того, он служит базой для пересчета моделей прогнозирования дисконтов привилегированных акций.

Подготовка рейтинга корпоративного управления

Для того чтобы корректно рассчитать премию, связанную с риском некачественного корпоративного управления, аналитики ежегодно проводят исследование КУ.

Ни одна компания (рейтинговое агентство) не проводит масштабных и всесторонних исследований уровня корпоративного управления в России. Поэтому для эффективного выполнения нашей работы по управлению капиталом мы были вынуждены разработать собственную методику исследования КУ.

Данная работа проводится после завершения всех годовых собраний акционеров, обычно в начале июня. Исследование охватывает более 240 эмитентов.

Аналитическое подразделение компании «Арсагера» в общем порядке проводит анализ не всех выпусков ценных бумаг, обращающихся на рынке, а в большинстве своем тех, которые относятся к «рыночным» группам (2.1-2.5, 5.1-5.5 и 6.1-6.4 согласно Arsagera Asset Certification).

Для того чтобы определить это поле деятельности, подразделение мониторинга и риск-менеджмента ежеквартально проводит ранжирование акций и облигаций, разделяя их на однородные по мере риска группы.

В рамках ранжирования по акциям оцениваются масштабы деятельности бизнеса и ликвидность. В рамках ранжирования по облигациям проводится оценка кредитного качества эмитента (поручителя), рисков корпоративного управления и ликвидности облигационных выпусков.



Мониторинг цен на сырье, пересмотр прогнозов по ценам на сырье и макропоказателям

Специалистами аналитического подразделения был разработан единый подход к прогнозированию вектора цен на любые биржевые товары. В модели, помимо соотношения спроса и предложения на тот или иной товар, учитываются инфляционная база и денежная масса, которые в последние несколько лет оказывают значительное влияние на цену биржевых товаров.

При помощи данной модели специалисты компании прогнозируют средние цены в течение года на тот или иной товар. Чтобы соотносить фактические цены с прогнозными, сотрудники проводят ежемесячный мониторинг цен на сырье, а на ежеквартальной основе пересматривают прогноз с учетом влияния внешних факторов.

Для чего необходимы прогнозы цен на товары

- Они выступают в качестве входных параметров в моделях по эмитентам, которые непосредственно связаны с производством или потреблением того или иного товара.
- С их помощью прогнозируются российские макропоказатели (ВВП, инфляция, реальные доходы населения), которые также оказывают влияние на уровень потенциальной доходности акций.

Расчет вектора процентных ставок

Для того чтобы на практике осуществлять инвестирование в облигации, необходимо иметь актуальные данные по вектору процентных ставок в экономике. Специалисты аналитического подразделения на еженедельной основе осуществляют расчет вектора процентных ставок в соответствии с методиками, которые подробно описаны на данной странице.

Построение хит-парадов по акциям и облигациям

Финальным этапом всех перечисленных функций является построение хит-парадов. Хит-парад составляется ежедневно и содержит информацию о потенциальной доходности всех анализируемых ценных бумаг, разделенных на группы в соответствии с ранжированием.

В случае если ценные бумаги переходят из одной группы в другую, или в случае появления новых ценных бумаг в «рыночных» группах, происходит изменение хит-парада, а также составление моделей по новым эмитентам и проведение исследования качества КУ.

Исходя из хит-парада управляющие трейдеры совершают операции по формированию портфеля, а в последующем следят за тем, чтобы портфель четко соответствовал хит-параду и выполнялись требования инвестиционной декларации (балансировка портфеля). Это ежедневный, кропотливый труд, требующий предельной внимательности, концентрации и аккуратности.



Мониторинг соблюдения инвестиционных деклараций и регламента управляющего трейдера

Все операции по покупке/продаже активов осуществляются в рамках инвестиционных деклараций клиентов и регламента управляющего трейдера, за соблюдением которых ежедневно следит подразделение мониторинга и риск-менеджмента.

Оценка результатов управления

Для корректной оценки результатов управления силами подразделения мониторинга и риск-менеджмента осуществляется расчет бенчмарков (индивидуальных рыночных индексов). Сравнивая фактическую доходность по портфелю с бенчмарком, можно оценить эффективность управления капиталом. На основании полученной оценки проводится анализ ошибок, что неоднократно приводило к модернизации системы управления капиталом, совершенствованию методик и началу новых исследований.

Предоставление данных для обновления информации на сайте и подготовки аналитической отчетности по результатам управления

Результаты работы аналитиков и риск-менеджеров выражаются, прежде всего, в качестве управления капиталом, однако, часть информации, отражаемая на нашем сайте, также является заслугой данных подразделений.

Мы следуем принципу максимальной открытости в нашей работе, поэтому регулярно публикуем на сайте плоды наших трудов и ежеквартально предоставляем в открытом доступе аналитическую отчетность по результатам управления.

В рамках акции «Коммент.Арс» Алексей Лаго Киньонес задает нам следующий вопрос: «Американские исследователи утверждают, что на доходность фонда большое влияние оказывают личные инвестиции его менеджеров. Согласно их данным, те фонды, управляющие которых сами вложили деньги в свой фонд, показывают большую доходность и меньшие издержки. Влияет ли, по Вашему мнению, вложение средств управляющих в свой ПИФ на доходность фонда, или это не играет никакой роли? Готова ли Ваша компания раскрыть данную информацию?»

Отчетность, которая представляется по портфелям клиентов и по фондам, четко показывает — разница в качестве управления статистически неотличима от нуля.
<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

Однако тема конфликта интересов очень важна при организации работы по управлению капиталом.

Внутренние правила компании запрещают менеджменту и сотрудникам иметь портфели как на стороне, так и в компании в рамках индивидуального доверительного управления. Это сделано для того чтобы исключить конфликт интересов и саму потенциальную возможность для злоупотреблений.

В то же время разрешается, и даже приветствуется инвестирование в ПИФы. Все члены Правления и очень многие сотрудники являются пайщиками фондов, а Председатель Правления имеет существенные вложения во всех пяти фондах компании.

Сама природа паевого фонда как формы коллективных инвестиций исключает возможность создания преимущества для одного пайщика в ущерб интересам другого.

Как я уже говорил, на практике мы обеспечиваем единое качество управления для всех индивидуальных портфелей и паевых фондов. Однако то, что менеджмент и сотрудники сами используют продукты компании, имеет немаловажное значение для наших клиентов и очень сильно их успокаивает. Всегда комфортнее себя чувствуешь, когда знаешь, что ты в одной лодке с теми, кто управляет твоими деньгами.

Мне часто приходится слышать от клиентов вопрос: «А Вы сами-то пользуетесь услугами своей компании?». Я горжусь тем, что могу ответить, что, управляя капиталом сам, я не смог бы обеспечить такое качество, которое обеспечивает при управлении моими деньгами УК «Арскагера».

Что касается раскрытия информации, то у нас действует положение об инсайдерской информации, где есть требования о раскрытии информации о сделках менеджмента и сотрудников с паями ЗПИФов на бирже. Для открытых ПИФов такого требования нет, поэтому эта информация является частной, но никто особой тайны из этого не делает: и я лично, и другие члены правления, и многие сотрудники имеют вложения в паевые фонды компании.

Вывод: мы не можем подтвердить или опровергнуть данные американских исследований, но абсолютно точно можем сказать, что клиенты охотнее выбирают фонды, когда знают, что управляющие хранят свои сбережения в тех фондах, которыми управляют.

На сайте компании в разделе «Практическое применение методик» Вы можете ознакомиться с результатами ранжирования и исследованием качества корпоративного управления, в разделе «Аналитика» содержатся аналитические обзоры по фондовому рынку, рынку недвижимости и макроэкономике. Также мы ежеквартально публикуем отраслевые хит-парады и аналитику по наиболее интересным, на наш взгляд, эмитентам на российском фондовом рынке.

На этом мы завершаем весьма поверхностное описание функций, которые выполняют сотрудники компании. Каждая из них, по моему мнению, является необходимой для обеспечения эффективного управления капиталом. Мы выражаем уважение всем, кто дочитал этот материал до этого момента. И помните, мы заинтересованы в том, чтобы клиент знал, как мы управляем его активами, и понимал, за что он платит нам вознаграждение.

Если при управлении своим капиталом Вы готовы самостоятельно выполнять все эти функции и делать это с той же эффективностью, тогда Вы вполне можете обойтись без нашей помощи и даже организовать свою управляющую компанию.

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

10.2. «Зачем Вам эта открытость?» □

Один наш клиент на переговорах (тогда он еще не был клиентом УК «Арсатера», а только собирался им стать) сказал следующее: «Я внимательно изучил Ваш сайт. Вы открываете все свои методики. Открываете список акций, которые считаете перспективными. Зачем Вам эта открытость? Вы не боитесь, что конкуренты будут дублировать Вашу технологию, а потенциальные клиенты просто сами составят портфель на основе этих исследований? Вы же останетесь без комиссии...» Ответ на этот вопрос приводится в этом материале.

Почему мы не боимся того, что конкуренты будут дублировать нашу технологию?

Hero vs TEAM

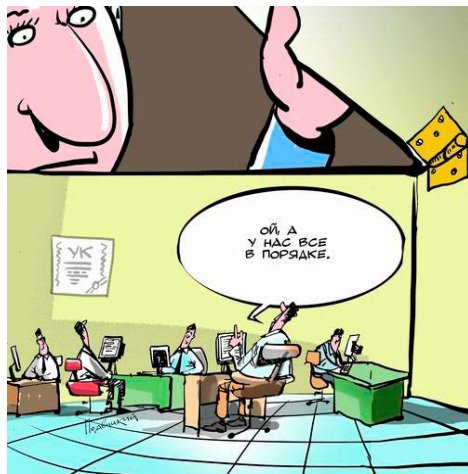
Во многих компаниях за управление активами отвечает так называемый «управляющий портфелем». Портфели распределены между некоторым количеством таких управляющих. Каждый из них самостоятельно принимает инвестиционные решения исходя из своих знаний, опыта, ощущений. При таком подходе им очень трудно скопировать нашу технологию, которая опирается на специализацию и разделение функций.

С одной стороны, одному человеку просто не под силу выполнять работу целой команды аналитиков: осуществлять мониторинг макроэкономических показателей (макромониторинг), прогнозировать процентные ставки, изучать отраслевую аналитику, товарные рынки и проводить анализ отчетности нескольких сотен эмитентов. С другой стороны, неправильно совмещать в одном лице такие разные функции как аналитика, операции на рынке и риск-менеджмент.

Организовать и структурировать работу команды гораздо труднее, чем отдать этот процесс «на откуп умельцам».

Различия в идеологии

Многие управляющие уверены в том, что их задача — угадывать колебания рынка и спекулировать на этом. Наш подход базируется на выборе лучших активов из всего множества имеющихся. Между этими подходами лежит огромная разница. Нам постоянно приходится слышать утверждения типа: «Было же всем «понятно», что все будет падать — почему бы не продать, а потом купить?» Если «всем» понятно, то кто же тогда покупает? Цена, которая в каждый отдельный момент складывается на рынке — это равновесие спроса и предложения. Наши действия на падающем и растущем рынке отличаются от действий спекулянтов.



Пока на рынке большинство управляющих пытается спекулировать, наш подход надежно защищен «различиями в идеологии».

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

Психология

Для некоторых использование наших подходов неприемлемо с психологической точки зрения. Уверенность в себе и чувство собственной значимости не позволяет им это делать. Некоторым просто лень менять устоявшиеся подходы. А бывает, что кто-то просто маскирует свою некомпетентность.

Никому не хочется ставить себя в жесткие условия

Прозрачность ставит управляющего в очень жесткие условия. Если клиент знает, как оценить работу управляющего, он может увидеть ошибки при управлении и уйти. Это было очень трудным решением для нас самих — дать клиенту такие эффективные инструменты для оценки нашей работы, как бенчмарк и отчет MARQ.

Тем не менее, это добавило нам тонуса и запустило контур обратной связи, развивающий и улучшающий систему.

Принимая это решение, мы сказали себе: «Да, клиент увидит наши ошибки. Однако ошибки при управлении возникают у любого управляющего. Кого он выберет? Управляющего, который скрывает от него свои промахи, или того, который о них рассказывает и исправляет?». Ведь если Вы не видите ошибок, это не значит, что их нет.

Попробуй, догони!

Допустим, что несмотря на все приведенные выше аргументы, кто-то захочет повторить наш подход к управлению. Это вполне можно сделать — большинство наших методик и результаты их применения действительно можно найти на сайте. Мы их не скрываем. Некоторые из них вполне автономны, и мы даже будем приветствовать, если кто-то будет их использовать, распространяя наши стандарты. Например, Arsagera Asset Certification может использоваться как частными, так и институциональными инвесторами.

Однако система управления капиталом — это совокупность подходов, методик и обратных связей. В любом случае, тот, кто копирует ее, будет в роли «догоняющего». Наша главная «военная тайна» не в том, что мы делаем, а в том, как мы это делаем. Как организована и структурирована работа, как реализован механизм обратных связей, развивающих систему, как поддерживается база знаний, как обеспечивается взаимозаменяемость сотрудников.

В любом случае, мы за конкуренцию. Это фактор, который держит в тонусе и заставляет развиваться. Все знают, что надо бежать, но побеждает тот, кто бежит быстрее.

Почему мы не боимся того, что потенциальные клиенты сами составят портфель на основе наших исследований?

Индексная стратегия

Мы всегда говорим нашим клиентам: один из самых простых и эффективных способов успешного инвестирования на фондовом рынке — это индексный портфель + регулярность инвестирования. С помощью этого подхода они смогут за 5 лет обыграть 80% участников. И для этого наши услуги им не нужны. Мы видим свою задачу в том, что бы работать лучше индекса.

Нас часто спрашивают: почему мы не предлагаем своим клиентам индексный фонд, хотя очень часто рассказываем о преимуществах индексного инвестирования. Индексный фонд — это продукт для компании с широкой сетью продаж. Мы не знаем, чем наш индексный фонд будет лучше аналогичного фонда другой управляющей компании.

Для нас соревнование с индексом — это своего рода «смысл существования». Только в случае статистически предопределенной работы лучше индекса в долгосрочной перспективе наш продукт и деятельность нашей компании будут востребованы клиентами.

Однако регулярное инвестирование в индекс — это первый шаг на пути к сотрудничеству с нами. Если человек делает регулярные инвестиции в индекс, это говорит о его глубоком понимании природы инвестирования. Такому человеку гораздо легче объяснить суть наших подходов.

Пробная версия

Раз в квартал мы публикуем результаты своих исследований по рынку акций. Эта информация достаточно долго сохраняет свою актуальность. Мы не возражаем против использования любым желающим этой информации. Это как бесплатная пробная версия продукта.

Рациональное доверие

Мы стремимся к тому, чтобы доверие клиента к нам было рациональным чувством, основанным на понимании того, что и зачем мы делаем при управлении его деньгами. Такие отношения создают базу для продолжительного и продуктивного сотрудничества. При таком подходе снижается риск того, что своими действиями клиент причинит вред своему благосостоянию (особенно в сложные периоды на рынке).

Повторение технологии

Ну и наконец, клиент должен понимать, какой объем работы мы проделываем при управлении его активами и за что он платит деньги. Клиент должен оценить, сможет ли он инвестировать самостоятельно или рациональнее нанять УК «Арсатера» для этой работы.

Выводы

- Мы не боимся, а скорее приветствуем использование наших технологий конкурентами — это является стимулом для нашего развития. Мы считаем, что это также приведет к развитию финансовой отрасли и экономики России в целом.
- Мы заинтересованы в том, чтобы клиент знал, как мы управляем его активами, и понимал, за что он платит нам вознаграждение, чего можно требовать от управляющего, а на что надеяться не нужно.

Арсатера — компания, которая занимается ремонтом компьютеров:

— Мой принтер начал плохо печатать!

— Вероятно, его надо просто починить. Это стоит \$50. Но для Вас будет лучше, если вы прочтете инструкцию и выполните эту работу сами.

Клиент, удивленный такой откровенностью, спрашивает:

— А Ваш босс знает, что Вы таким образом препятствуете бизнесу?

— На самом деле, это его идея. Мы получаем куда больше прибыли, когда позволяем нашим клиентам сначала самим попытаться что-то отремонтировать.

Управление рисками

Мера риска определяет доходность

Риск и доходность — две стороны одной медали. Чем выше уровень ожидаемой доходности, тем больший риск должен взять на себя инвестор. Чем выше риски инвестирования, тем более высокую доходность будут требовать инвесторы от данной инвестиции. Каждый инвестор стремится получить максимальную доходность при минимальном уровне риска.

Одним из наиболее важных моментов во взаимоотношении инвестора и управляющего является выбор оптимального соотношения «риск-доходность». Задача инвестора — определить комфортное для себя соотношение риска и доходности. Выбор этого соотношения определяет индивидуальный план инвестирования.

Что такое «индивидуальный план инвестирования»?

Как правило, клиент не обладает специальными навыками и опытом инвестирования. Ему сложно самостоятельно выбрать оптимальное для себя соотношение риска и доходности.

В УК «Арсатера» разработана технология, которая помогает клиенту выразить свое интуитивное отношение к риску в виде количественных характеристик и ограничений и закрепить его документально в инвестиционной декларации.

Что такое «максимизация доходности при ограниченном риске»?

Задача управляющей компании, с одной стороны, не нарушать установленного клиентом уровня риска, с другой стороны, необходимо при помощи технологий управления капиталом обеспечить максимальную доходность, соответствующую этой мере риска.

Соотношение «риск-доходность» определяет клиент

Комфортное соотношение «риск-доходность» — это индивидуальная (личная) характеристика каждого человека. УК «Арсатера» может помочь клиенту выразить это в количественных ограничениях, но выбрать это соотношение клиент должен самостоятельно.

Всех людей отличает разное отношение к риску. Один будет готов рискнуть пятью единицами, чтобы заработать одну, другой — только тремя. Это определяется индивидуальной склонностью человека к риску, и она может не совпадать у клиента и управляющего.

Относительная стоимость денег для каждого человека разная. Если Ваше состояние состоит из двух долларов, то, рискуя одним долларом, Вы рискуете половиной состояния. Если у Вас есть



© www.investars.ru

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

миллион долларов, то, рискуя одним долларом, вы рискуете всего лишь 0,000001 своего состояния. Рискнуть одним долларом для разных людей означает разный риск. Может быть именно поэтому иногда клиент дает задание «управлять как для себя».

Но управляющий не может знать лучше клиента, какой относительной ценностью обладает передаваемый в управление капитал для клиента.

Критерий для оценки эффективности управления

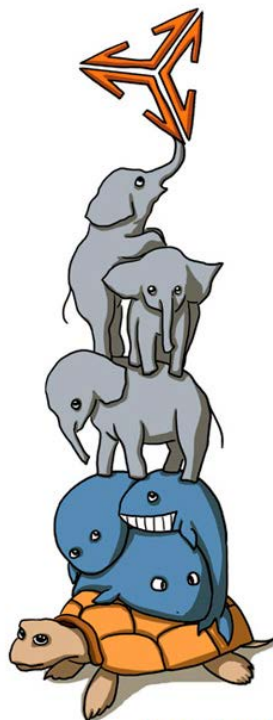
Если клиент не закрепил меру риска при передаче капитала в управление, управляющий сможет обосновать любой результат своей работы, свободно перемещаясь по всему полю «риск-доходность», и утверждая, что высокая доходность получена при минимальном риске, а низкая доходность является результатом высокой надежности. На деле высокая доходность может означать, что клиент реально несет высокий риск, а управляющий его об этом не предупредил. В другом случае низкая доходность может объясняться плохой работой управляющего, а не высокой степенью надежности.

УК «Арсатера» разработала технологию, которая помогает клиенту в виде количественных ограничений выразить индивидуальное отношение к риску и установить комфортное для себя соотношение «риск-доходность».

Инвестиционная декларация — это документ, который позволяет установить систему количественных ограничений при управлении инвестиционным портфелем и закрепить выбранную клиентом меру риска. Этот документ гарантирует клиенту, что, с одной стороны, не будет нарушен установленный им уровень риска, а, с другой стороны, будет реализована доходность, соответствующая этой мере риска. Не существует другого ограничения меры риска, кроме инвестиционной декларации. Управляющий может сколько угодно заверять, что не будет рисковать, но это всего лишь слова. Разумнее доверять инвестиционной декларации: это юридический документ, защищающий права клиента.

Регулярное ранжирование — лучший способ формирования однородных по мере риска групп активов

При разработке инвестиционной декларации нашей компанией были проанализированы все виды рисков, сопровождающие инвестирование на рынках ценных бумаг и недвижимости, и способы их ограничения. Инвестиционная декларация определяет объекты инвестиций и требования к составу и структуре активов. Состав и структура активов определяют меру риска портфеля и закрепляются в инвестиционной декларации в виде количественных ограничений.



© www.investars.ru

Лимит на категорию ценных бумаг (акции/облигации) и недвижимости (строящаяся, готовая) является инструментом грубой настройки уровня риска. Система ранжирования ценных бумаг и объектов недвижимости на группы позволяет осуществить тонкую индивидуальную настройку уровня риска, устанавливая лимиты на каждую группу ценных бумаг (недвижимости) и лимит на одного эмитента (застройщика) в рамках каждой группы. Требования к составу и структуре активов закрепляются в инвестиционной декларации в виде многоуровневой системы количественных ограничений.

Для ценных бумаг это выглядит следующим образом:

- лимит на категорию ценных бумаг (акции/облигации);
- лимит на группу ценных бумаг в рамках каждой категории (акции/облигации);
- лимит на одного эмитента в рамках каждой группы.

Для строящейся недвижимости:

- лимит на регион;
- лимит на вид недвижимости (жилая, коммерческая и т. д.);
- лимит на застройщика;
- лимит на объект;
- лимит на квартиру.

Для готовой недвижимости:

- лимит на регион;
- лимит на вид недвижимости (жилая, коммерческая и т. д.);
- лимит на объект;
- лимит на квартиру.

Количественные критерии ранжирования

Система ранжирования ценных бумаг и недвижимости устанавливает количественные и бальные критерии, по которым ценные бумаги и застройщики ранжируются на однородные по своим характеристикам группы:

- для акций — ликвидность (оборот) и капитализация (размер компании);
- для облигации — ликвидность (оборот), кредитное качество (надежность) и качество корпоративного управления (для корпоративных облигаций);
- для застройщиков — надежность (способность своевременно выполнить свои финансовые обязательства и производственные планы).

Каждой группе ценных бумаг присвоена количественная оценка меры риска — коэффициент риска. Система лимитов, установленная в инвестиционной декларации для каждой группы ценных бумаг, позволяет рассчитать коэффициент риска для всего портфеля, сформированного с учетом ограничения на каждую группу.

Система ранжирования ценных бумаг — гарантия для клиента
<http://учебники.информ2000.рф/warissat-diplom.shtml>

Система ранжирования ценных бумаг закреплена юридическим документом, сопровождающим доверительное управление. Устанавливая лимиты на те или иные группы ценных бумаг, например только на «голубые фишки» и высоконадежные облигации, клиент может быть уверен, что акции из «второго и третьего эшелона», а также высокодоходные («мусорные») облигации не окажутся в его портфеле.

Управление капиталом

Успешность инвестирования — точный прогноз процентных ставок

Уровень процентных ставок в экономике определяет стоимость финансовых активов.

Если инвесторы планируют вкладывать деньги в бизнес с доходностью 50% годовых (то есть они хотят, чтобы бизнес окупился за два года), то они будут готовы купить бизнес, приносящий \$100 000 в год за \$200 000.

Если инвесторы планируют вкладывать деньги в бизнес с доходностью 20% годовых (то есть они хотят, чтобы бизнес окупился за пять лет), то они будут готовы купить бизнес, приносящий \$100 000 в год за \$500 000.

Что же получается? Бизнес все так же приносит доход в \$100 000, но его оценка изменилась в 2,5 раза. Такая разница объясняется разной доходностью, которую требуют инвесторы от вложения в бизнес, а она, в свою очередь, зависит от уровня процентных ставок в экономике.

Это яркая иллюстрация того, как прогноз процентных ставок непосредственно влияет на успешность инвестирования!

Пример.

В какой-то момент можно вложить деньги в определенный бизнес (предприятие) с доходностью 50% годовых. Допустим, Инвестор сумел спрогнозировать, что в будущем (в течение года) произойдет снижение доходности, требуемой от такого рода бизнеса, до 20% годовых. В этом случае, купив бизнес, приносящий \$100 000 в год за \$200 000, Инвестор сможет через год продать этот же бизнес за \$500 000, плюс за год сам бизнес принесет \$100 000.

Итого: вложив \$200 000, получаем \$600 000, или 200% за год вместо ожидаемых 50% годовых.

Предположим, что на следующий год Инвестору удастся спрогнозировать, что через год уровень доходности, с которой инвесторы будут готовы приобретать такой бизнес, будет составлять 30–35% годовых. То есть инвесторы будут готовы приобрести его за три годовые прибыли — \$300 000. В такой ситуации рациональным поведением Инвестора будет продажа этого бизнеса, так как даже с учетом того, что за год бизнес принесет \$100 000, владелец такого бизнеса будет в убытке.

Этот пример иллюстрирует, как одно только прогнозирование процентных ставок позволяет осуществлять успешные инвестиции. При этом, надо заметить, экономические показатели самого актива вообще не изменялись.

Уровень процентных ставок — важнейший макроэкономический показатель.

Каждой группе активов в зависимости от меры риска соответствует определенный диапазон доходности, с которой инвесторы готовы их приобретать. Доходность наиболее надежных активов

определяет базовый уровень процентных ставок. От более рискованных активов инвесторы ожидают более высокую доходность. Изменение базового уровня процентных ставок влияет на доходность всех групп активов.

Линейка доходности финансовых инструментов



Применение экономических моделей — залог успешного прогнозирования цен финансовых активов и недвижимости.

Для прогноза базового уровня процентных ставок в нашей компании используются следующие экономические модели.

Инфляционная модель

В рамках этой модели базовый уровень процентных ставок связывается с показателями инфляции. Комплексное изучение макроэкономических показателей (денежных агрегатов, спроса на деньги со стороны экономики, изменение золотовалютных резервов и других макроэкономических показателей) с использованием материалов и документов правительства и Центрального Банка позволяет прогнозировать будущий уровень инфляции и, как следствие, уровень процентных ставок.

Модель паритета процентных ставок (МППС)

Модель основана на том, что инвесторы при прочих равных готовы получать одинаковую итоговую доходность вне зависимости от валюты, в которой номинирован актив. МППС позволяет через прогнозирование будущего кросс-курса валют (рубль/доллар и рубль/евро), а также процентной ставки по активам, номинированным в иностранной валюте, рассчитать ставку для рублевых активов.

Кредитные, депозитные, облигационные модели

Данная совокупность моделей базируется на том утверждении, что средний уровень ставок по банковским кредитам и депозитам оказывает влияние на базовый уровень процентных ставок. Анализ уровня процентных ставок на этих двух огромных сегментах финансового рынка позволяет

прогнозировать базовый уровень процентных ставок. При этом изучаются объемы, структура, сроки и ставки по кредитам и депозитам на основании информации, получаемой от крупнейших российских банков и эмитентов.

Расчет общего вектора изменения базового уровня процентных ставок

Каждая из описанных моделей характеризует рациональное поведение определенной группы инвесторов. В частности, инфляционная модель описывает поведение внутренних (национальных) инвесторов, а модель паритета процентных ставок — иностранных (внешних) инвесторов. Модели, позволяющие прогнозировать уровень кредитных и депозитных ставок, описывают поведение экономических субъектов, имеющих дефицит или избыток денежных средств. Влияние каждой модели (каждой группы) учитывается при расчете общего вектора изменения процентных ставок в будущем.

Прогноз уровня процентных ставок для конкретных активов

На основе прогноза базового уровня процентных ставок составляется оценка будущей доходности для всех активов, обращающихся на рынке, учитывающая индивидуальные и аспирантские характеристики этих активов.

Для каждого выпуска облигаций, обращающегося на рынке, составляется прогноз доходности, с которой инвесторы будут готовы покупать эти облигации в будущем. Данный прогноз учитывает будущее изменение кредитного качества (надежности) и ликвидность этого выпуска, а также сокращение срока до погашения выпуска.

Для каждого выпуска акций, обращающихся на рынке, составляется прогноз доходности, с которой инвесторы будут готовы вкладывать деньги в этот бизнес в будущем. Данный прогноз учитывает способность эмитента создавать денежные потоки (прибыль) для акционеров, отраслевые и страновые риски, ликвидность акций эмитента и качество корпоративного управления.

Для каждого объекта недвижимости составляется прогноз доходности от инвестиций в тот или иной проект. Данный прогноз учитывает будущую требуемую доходность от проектов в сфере недвижимости.

Инвестирование в акции — вложение в бизнес

Например, предприниматель может рассматривать возможность вложения денег в три разных бизнеса: ресторан, магазин или развлекательный центр. При этом предприниматель анализирует бизнес-планы, оценивает объемы требуемых вложений и возможные потоки доходов, после чего выбирает наиболее доходный бизнес и вкладывает в него деньги.

Если с течением времени ожидаемая доходность одного бизнеса уменьшится, а другого увеличится, предприниматель не будет иметь возможность технологично выйти из менее доходного бизнеса и вложить деньги в другой, более доходный. Если бы акции магазина, ресторана и развлекательного центра обращались на рынке и обладали хорошей ликвидностью, то предприниматель смог бы это сделать легко и технологично.

Ликвидный (биржевой) рынок акций — это, прежде всего, возможность технологичного входа в бизнес и выхода из него, а не механизм для игры на рыночных колебаниях курсовой стоимости. Поэтому система управления капиталом, применяемая в УК «Арсатера», изучает возможности эффективного вложения в бизнес, а не игры на курсовых колебаниях рынка.

- способностью этого бизнеса генерировать доходы для акционеров;
- минимальной требуемой доходностью, с которой инвесторы готовы в него инвестировать с учетом всех его рисков.

Способность бизнеса генерировать доходы

В рамках изучения эмитентов аналитики проводят комплексное исследование факторов, влияющих на деятельность компаний. Обстоятельному анализу подвергаются основные отрасли: роль и место в экономике страны, анализ спроса и предложения, ценовая конъюнктура на рынках товаров и услуг; изучаются особые условия функционирования (налоговый режим, законодательные ограничения, реформирование отраслей). Результатом этого этапа является определение наиболее перспективных отраслей и их сегментов.

На следующем уровне проводится анализ конкретных эмитентов. Задача аналитиков состоит в том, чтобы, используя результаты изучения отрасли, спрогнозировать основные финансовые показатели компаний в течение выбранного периода прогноза. При этом большое внимание уделяется учету основных видов рисков, сопровождающих инвестирование в конкретный актив. Результатом этого этапа является определение наилучших инвестиционных возможностей внутри выбранных отраслей экономики.

Что такое инвестиционная привлекательность?

Инвестиционная привлекательность — это доходность, ради которой инвесторы готовы инвестировать в бизнес. Для повышения точности прогноза этот показатель можно разложить на составляющие:

$$R_{\text{акц}} = R_{\text{долг}} + \Delta_{\text{стр}} + \Delta_{\text{отр}} + \Delta_{\text{лик}} + \Delta_{\text{ку}},$$

где

$R_{\text{долг}}$ — прогноз будущей стоимости долгового финансирования данного эмитента. Эта составляющая базируется на оценке кредитного качества эмитента и его способности генерировать поток доходов для обслуживания кредитов и займов. Задача аналитиков при прогнозе данной составляющей усложняется тем, что из сотен эмитентов акций, обращающихся на рынке, в лучшем случае половина имеет облигации. В этой ситуации для эмитентов составляется прогноз доходности, с которой эмитент смог бы разместить облигации;

$\Delta_{\text{стр}}$ — премия за страновой риск, характеризует уровень риска ведения бизнеса в стране.

Размер данной премии определяется статистическими методами, зависит от рейтинга национальной экономики и не зависит от конкретного эмитента. Чем лучше рейтинг, тем ниже риски инвесторов и размер требуемой инвесторами премии, соответственно, и выше стоимость бизнеса;

$\Delta_{\text{отр}}$ — премия за отраслевой риск, характеризует уровень риска, специфического для конкретной отрасли и зависит от стабильности денежных потоков, генерируемых компаниями данной отрасли. Данная премия носит наднациональный характер и не зависит от страны, бизнес в которой оценивается инвестором;

$\Delta_{лик}$ — премия за ликвидность, характеризует уровень ликвидности акций эмитента: чем лучше ликвидность, тем проще инвесторам осуществлять технологичный вход и выход из инвестиций, следовательно, тем ниже размер данной премии и выше стоимость акций;

$\Delta_{ку}$ — премия за качество корпоративного управления, характеризует качество корпоративного управления: чем выше качество корпоративного управления, тем лучше защищены права инвесторов, следовательно, ниже размер данной премии и выше стоимость акций. Качество корпоративного управления характеризуется прозрачностью эмитента, соблюдением и обеспечением равных прав для всех акционеров.

Влияние новостей на стоимость бизнеса

Все текущие новости рассматриваются с точки зрения их влияния на стоимость бизнеса. Общеполитические и общеэкономические новости могут оказать влияние на базовый уровень процентных ставок или на размер премии за страновой риск. Отраслевые новости или новости по конкретному эмитенту могут отразиться на способности эмитента генерировать доходы, его кредитном качестве, ликвидности акций или качестве корпоративного управления. Важна не спонтанная реакция на новости, которая характерна для игроков на курсовой стоимости, а оценка влияния этих новостей на будущие цены акций через денежные потоки и уровень процентных ставок.

Потенциальная доходность — главный критерий инвестирования

Прогноз будущей стоимости каждого актива

Будущая стоимость акций определяется на основании прогноза денежных потоков (прибыли), генерируемых бизнесом для акционеров, и прогноза минимальной требуемой доходности, с которой в будущем инвесторы готовы осуществлять вложение в данный бизнес. Для каждого актива, обращающегося на рынке, аналитики рассчитывают его будущую стоимость. На данный момент это около 700 выпусков облигаций и акции примерно 200 эмитентов.

Будущая стоимость облигаций определяется размером и графиком купонных выплат и прогнозом доходности, с которой инвесторы будут готовы приобретать эти облигации в будущем. Эта доходность зависит от прогноза кредитного качества эмитента, срока до погашения и ликвидности конкретного выпуска.

Будущая стоимость недвижимости определяется объемом средств, которые будут направлены на данный рынок, и объемом предложения на рынке недвижимости.

Потенциальная доходность и хит-парад

Текущая стоимость актива, прогноз будущей стоимости, а также период прогнозирования определяют потенциальную доходность от владения активом. Прогноз потенциальной доходности по всем активам, обращающимся на рынке, позволяет оценивать все поле инвестиционных возможностей и осуществлять инвестиции только в наиболее потенциально доходные активы. Результат своей работы Аналитическое Управление компании выдает в виде так называемого хит-парада — списка, в котором все активы внутри категорий (акции, облигации) отсортированы по потенциальной доходности.

Формирование и реформирование портфеля

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

Формирование портфеля производится на основании критерия максимальной потенциальной доходности и с учетом ограничений, установленных инвестиционной декларацией. Потенциальная доходность определяется текущей стоимостью актива и прогнозом будущей стоимости. Каждый из этих параметров подвержен изменению: текущая стоимость изменяется в результате колебания котировок ценных бумаг, а прогноз будущей стоимости активов подвергается постоянному пересмотру по итогам появления новой информации. В результате изменения текущей и прогнозной стоимости активов может меняться их потенциальная доходность и место, занимаемое в хит-параде. В этом случае может возникнуть необходимость реформирования портфеля таким образом, чтобы в нем снова оказались активы, обладающие максимальной потенциальной доходностью. Задача Управляющего Трейдера — постоянно поддерживать в портфеле наиболее доходные активы с учетом ограничений, установленных инвестиционной декларацией.

Стратегия полного инвестирования средств — лучший выбор инвестора в средне- и долгосрочном периоде.

Потенциальная доходность позволяет выбирать лучшие активы.

Уровень потенциальной доходности является динамическим критерием, так как постоянно меняется текущая стоимость актива и корректируется прогноз его будущей стоимости. Использование этого критерия позволяет в каждый момент времени выбирать наилучшие активы для инвестирования вне зависимости от текущей ситуации на рынке. Данный подход позволяет учитывать и использовать не только абсолютное изменение цены актива, но и относительное изменение цен на активы друг относительно друга.

Этот переход от расстояния к скорости — выбор наиболее быстро растущих активов. В случае ухудшения ситуации на рынке стоимость таких активов, как правило, снижается медленнее остальных и обеспечивает лучший результат по сравнению со среднерыночным.

Использование потенциальной доходности в качестве критерия инвестирования создает базу для применения «стратегии полного инвестирования». Это означает, что в портфеле нет денежных средств: они появляются только в момент реформирования портфеля, а в течение остального времени вложены в активы в соответствии с текущей оценкой потенциальной доходности и структурой, установленной инвестиционной декларацией.

Это происходит потому, что потенциальная доходность наличных денег равна нулю, и денежные средства могут оказаться в портфеле как актив только в том случае, если все остальные активы будут иметь отрицательную потенциальную доходность (если компания будет прогнозировать падение будущих цен по всем активам без исключения). Вряд ли такая ситуация возможна на практике, так как всегда остаются, по крайней мере, краткосрочные облигации с минимальной доходностью, которые просто будут погашены в ближайшее время.

Соотношение акций и облигаций в портфеле

Как правило, потенциальная доходность у акций более высока, чем у облигаций, так как акции — это актив с более высокой мерой риска. Если в портфеле клиента присутствует лимит на акции, то, скорее всего, он будет целиком заполнен. Управляющий Треjder будет замещать акции облигациями только в том случае, если облигации имеют большую потенциальную доходность, что случается достаточно редко.

Очень часто на рынке текущие котировки подвержены колебаниям. Эти ситуационные настроения рынка не всегда дают основания для пересмотра будущих цен активов, основанных на фундаментальных экономических показателях деятельности компаний. При росте рынка снижается потенциальная доходность акций и увеличивается объем облигаций в портфеле. При снижении рынка потенциальная доходность акций растет и увеличивается их доля в портфеле (в пределах лимита, установленного инвестиционной декларацией).

Качество результатов управления познается в сравнении с рынком

Рыночный индекс — главная характеристика рынка. Для оценки ситуации на фондовом рынке используются индексы. Наиболее известными рыночными индексами являются индекс DowJones и S&P 500. На российском рынке наиболее часто используются индексы РТС и ММВБ.

При этом статистика западного рынка показывает, что при интервале в 5 лет:

- 80% участников рынка проигрывают рыночным индексам;
- 13% работают с той же эффективностью;
- и лишь 7% удается показать результат лучше индекса.

Это означает, что любой человек, который сформирует портфель, совпадающий со структурой индекса, сможет обыграть за пять лет 80% всех участников. Именно этим объясняется то, что на Западе большинство фондов — индексные, и конкуренция между ними — это конкуренция методик составления индекса. При этом методика составления индекса может рассматриваться в качестве определенной формы инвестиционной декларации, но, прежде всего, как система управления капиталом.

Возникает естественный вопрос — почему же статистика столь удручающа? Разобраться в этом нам поможет небольшое исследование о природе заработка на фондовом рынке. Общий заработок на фондовом рынке (общерыночный доход) — это не что иное, как прирост капитализации компаний за отчетный период плюс выплаченные ими дивиденды. Соответственно, среднерыночная теоретическая доходность = (прирост капитализации + дивиденды)/капитализация на начало отчетного периода. Данный показатель весьма близок по смыслу к фондовому индексу, хотя и несколько отличается от него в лучшую сторону. Так, индекс не учитывает выплаченные дивиденды; имеет более узкую базу расчетов (меньшее число эмитентов, чем на рынке в целом); к тому же, в большинстве индексов считается не капитализация всей компании, а только ее части (фри-флоата). Тем не менее, для характеристики среднерыночной доходности индекс вполне приемлем.

С точки зрения теории вероятности статистика успешности работы на фондовом рынке должна быть иной: процент в каждой группе составил бы примерно 33%. Однако на практике это соотношение, как мы видим, не выполняется. Для понимания этого уточним понятие среднерыночной доходности инвестора. В общем виде ее можно записать следующим образом:

$$Y = \frac{\Delta MC + D - C}{MC + Cash},$$

где <http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

Y — среднерыночная доходность инвесторов;

ΔMS — изменение капитализации компаний за отчетный период;

D — выплаченные дивиденды;

C — издержки по транзакциям (спрэды, комиссия брокера, биржевой сбор, вознаграждение депозитария, % маргинальному кредитованию);

MS — капитализация компаний на начало отчетного периода;

Cash — средневзвешенная по сроку сумма наличных средств в портфелях инвесторов (размер всех средств инвесторов, не проинвестировавших в ценные бумаги).

Так как C и Cash всегда > 0 , то даже несмотря на выплачиваемые дивиденды, среднерыночная доходность инвесторов становится хуже индекса. В результате порядка 80% участников рынка показывают результаты хуже среднерыночного.

В результате мы приходим к важному выводу: все участники рынка никогда не смогут обыграть фондовый индекс.

Как работать лучше, чем работает индекс?

Что означает работать лучше, чем индекс? Все ценные бумаги, из которых составлен индекс, кому-то принадлежат, и если кто-то сработал лучше, чем индекс, значит, кто-то сработал и хуже. Что необходимо сделать для того чтобы попасть в заветные 7% участников рынка?

Во-первых, стратегия полного инвестирования. В рыночном индексе по определению отсутствуют деньги — он весь состоит из ценных бумаг. Индекс не пытается сыграть на колебаниях рынка и обыгрывает при этом целую армию профессиональных управляющих.

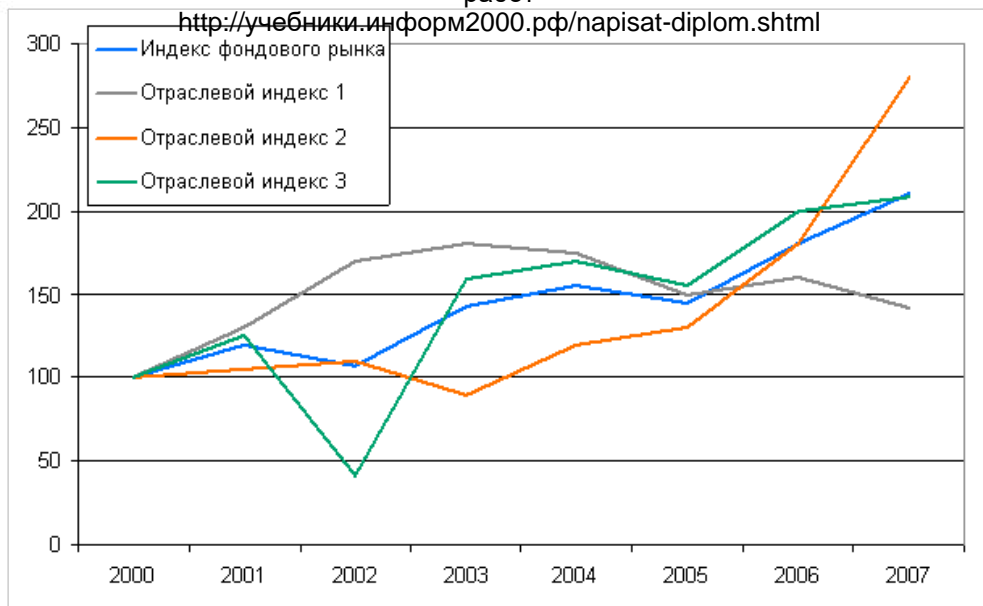
Во-вторых, оптимизировать транзакционные издержки. Инфраструктура фондового рынка может ежегодно отбирать у участников существенную часть зарабатываемого дохода. Перекладки в портфеле должны осуществляться только при покупке более потенциально доходного актива.

В-третьих, и это самое главное, только покупая активы, которые растут быстрее рынка в целом, а падают медленнее, можно работать лучше, чем индекс.

Как известно, состав и структура индекса достаточно жестко определены. Внутри индекса отдельные составляющие могут вести себя неодинаково. Индекс может не включать в себя активы, обращающиеся на рынке и показывающие динамику лучше, чем в среднем бумаги индекса. Если портфель инвестора будет состоять из множества активов, средняя динамика которых выше, чем составляющие индекса, итоговый результат по портфелю будет лучше индекса.

Так как курсовая динамика определяется экономикой бизнеса, а она, в свою очередь, доступна для прогнозирования аналитиками, то с помощью грамотного прогноза можно выбирать лучшие активы. Это означает, что динамика портфеля будет лучше среднерыночной, а следовательно, есть возможность обыгрывать индекс.

С учетом всего вышесказанного клиенту имеет смысл выбирать только того управляющего, который сможет работать лучше, чем индекс (в противном случае имеет смысл купить паи индексного фонда или самому сформировать индексный портфель).



Источник: УК «Арсатера»

Выбор лучших активов

Использование потенциальной доходности в качестве основного критерия инвестирования дает возможность выявлять лучшие активы из всего множества имеющихся на рынке. Лучшими, как мы уже заметили, являются активы, которые растут быстрее остальных, а падают медленнее.

Компания не обещает своим клиентам обеспечивать рост стоимости портфеля в любой ситуации: в большинстве случаев, когда рынок будет расти, будет расти и портфель клиента, а когда рынок будет падать, будет падать и портфель. (Существует стереотип представления, что управляющий точно знает, когда начнется падение цен, и продаст актив. А когда начнется рост, он тут же их купит. Это заблуждение. И зачастую оно поддерживается самими же специалистами по инвестициям.)

Главная задача управляющей компании — обеспечить ситуацию, при которой на росте рынка портфель клиента будет расти быстрее, а при падении падать медленнее. Клиент должен понимать, что если рынок акций (индекс) упал на 40%, а портфель акций упал на 20% — это хороший результат управления, несмотря на убыток в абсолюте. И, наоборот, если рынок акций вырос на 60%, а портфель акций вырос на 30% — это плохой результат, несмотря на то что в абсолюте получена прибыль.

Индивидуальный индекс для каждого портфеля

Задача корректной оценки результатов управления осложняется тем, что ключевые российские индексы акций несовершенны. Некоторые российские фондовые индексы рассчитываются в долларах США. Кроме того, портфель может состоять из акций и облигаций. Это приводит к необходимости взвешивать в определенной пропорции индекс акций и индекс облигаций.

Для решения этой задачи для каждой группы ценных бумаг, предусмотренной методикой ранжирования активов, составляется индивидуальный индекс. Далее, с учетом лимитов, установленных

инвестиционной декларацией в каждом конкретном портфеле, осуществляется взвешивание индексов по группам и по категориям (акции и облигации), в результате чего появляется индивидуальный индекс для соответствующего портфеля — бенчмарк.

10.4. Методика и критерии ранжирования ценных бумаг (Arsagera Asset Certification) □

Акции

Особенностью долевых инструментов (акций) является то, что это ценные бумаги с нефиксированными выплатами: по ним отсутствуют гарантии возврата средств и периодических выплат. Как следствие, долевые инструменты являются наиболее рискованными среди традиционного набора финансовых инструментов. Тем не менее, мера риска, сопровождающая инвестирование в различные акции, может существенно различаться. Например, мера риска при инвестировании в акции Газпрома явно отличается от меры риска, сопровождающей инвестирование в бумаги «второго эшелона». В этой связи мы считаем, что рациональный инвестор при покупке долевых инструментов будет делать различие с позиции масштаба компании и ликвидности ее акций. Таким образом, критериями выступают количественные показатели капитализации эмитента и среднедневного оборота сделок с акциями по итогам очередного квартала.

При ранжировании акции разделяются на 5 групп (6.1-6.5) в зависимости от риска, сопутствующего инвестициям в них. В результате в группу 6.1 попадают высоколиквидные акции крупнейших по капитализации компаний, в группу 6.5 — акции небольших предприятий, сделок по которым практически не совершается. Для большего понимания приведем несколько примеров.

6.1 — крупные компании, лидеры своих отраслей (ЛУКОЙЛ, Газпром, Сбербанк), ежедневно с акциями этих эмитентов совершаются сделки на сотни миллионов рублей.

6.2 — компании меньшего размера, чем в группе 6.1, тем не менее их акции обладают хорошей ликвидностью, а сами компании хорошо известны (Аэрофлот, Мечел). Объемы торгов этими акциями составляют десятки миллионов рублей в день.

6.3 — средние по размеру компании, большая часть которых неизвестна широкой публике. Среднедневной оборот по акциям таких компаний не превышает 10 млн руб. Во время напряженной ситуации с ликвидностью на рынке объем сделок с этими бумагами значительно сокращается, а спрэды увеличиваются. Примерами эмитентов из этого типа являются такие компании, как Дорогобуж, ОПИН. Как правило, эти компании участниками рынка относятся ко «второму эшелону».

6.4 — относительно небольшие предприятия, стоимость которых не превышает 200 млн долл., а среднедневной оборот их акций не превышает нескольких сотен тысяч рублей (Бурятзолото, Соликамский магниевый завод). Продать или купить значительный объем этих бумаг на бирже, не повлияв на котировки, достаточно сложно. Спрэд по этим бумагам может быть 10 и более процентов от их рыночной стоимости, а в моменты падения рынка он, как правило, увеличивается еще больше. Даже если компания из этой группы демонстрирует выдающуюся динамику развития, участники рынка могут ее не замечать достаточно долгое время. Кроме того инвестиции в такие компании часто бывают связаны с риском ущемления прав миноритарных акционеров. Участниками рынка эти компании обычно относятся к «третьему эшелону».

6.5 — мелкие предприятия, стоимость которых не превышает 50 млн долл., а торги их акциями практически не ведутся, поэтому эти компании относятся к нерыночному типу. Из-за больших рисков, сопутствующих инвестициям в эти компании, предприятия из этой группы, как правило, сильно недооценены рынком. Акции этих предприятий, как правило, не приобретаются в ПФО. Инвестициям в них присваивается статус «спецпроектов», которые по мере появления предлагаются клиентам в рамках ИДУ. При этом обыкновенные и привилегированные акции одного эмитента рассматриваются и относятся к соответствующим группам отдельно по каждой группе, а критерий капитализации применяется к эмитенту в целом независимо от типа акций (то есть у привилегированных акций капитализация совпадает с аналогичным значением у обыкновенных акций).

Отнесение акции к конкретной группе осуществляется по худшему из двух показателей — приведенной капитализации эмитента и приведенного среднедневного оборота сделок с акциями по итогам очередного квартала. Например, если капитализация эмитента позволяет ему попасть в группу 6.1, а ликвидность акций — в группу 6.3, то итоговой будет являться группа 6.3.

Что лучше — «голубые фишки» или «второй эшелон»?

В рамках акции «Коммент.Арс» Корнилов Андрей Александрович спрашивает: «Что выгоднее в долгосрочной перспективе, вкладывать деньги в крупные или небольшие компании?»

Опыт развитых рынков показывает, что в долгосрочной перспективе котировки акции компаний средней и малой капитализации (акции «второго эшелона») демонстрируют более впечатляющую динамику, чем акции крупных компаний («голубых фишек»).

На фондовом рынке такие понятия как «голубые фишки» и «второй эшелон» сложились стихийно и имеют размытые границы. Поэтому вместо такого стихийного разделения мы применяем систему Arsagera Asset Certification, которая устанавливает четкие критерии для разделения ценных бумаг на однородные по мере риска группы. Согласно данной системе все акции распределяются по группам в зависимости от капитализации компании и ликвидности ее акций. Наиболее крупные компании относятся к группе 6.1, небольшие компании — к группам 6.3 и 6.4.

На основании бенчмарков для данных групп (бенчмарк — среднее изменение стоимости акций, входящих в группу) мы можем сравнить их динамику. По состоянию на конец 2010 года бенчмарк группы 6.1 продемонстрировал результат в 180,98% на пятилетнем окне, в то время как бенчмарки групп 6.3 и 6.4 — 242,17 и 249,20% соответственно.

Также интересно рассмотреть динамику отдельных представителей групп 6.1 и 6.3/6.4.

На пятилетнем окне (по состоянию на конец 2010 года) акции групп 6.3/6.4 продемонстрировали следующие результаты: Вимм-Билль-Данн Продукты Питания +576%, Уралкалий +557%, Улан-Удэнский авиационный завод +523%, Башнефть (привилегированные акции) +427%. Однако не стоит забывать про диверсификацию, ведь есть и такие компании, которые продемонстрировали негативную динамику — Аптечная сеть 36,6 -87%, Метзавод им. А. К. Серова -75%, Седьмой Континент -64%.

Среди акций группы 6.1 наибольшие результаты были у акций следующих компаний: Норильский никель +181%, Сбербанк +176%, Ростелеком +141%. Но у большинства компаний «первого эшелона» результаты гораздо скромнее, к примеру, у Газпрома -0,3%, ЛУКОЙЛа +1,7%.

Мы, для сравнения перспектив вложений в акции, используем значения потенциальной доходности. Стоит оговориться, что значения потенциальной доходности необходимо рассматривать именно как инструмент сравнения, а не как показатель прогнозируемой доходности.

Информацию об акциях с наибольшей потенциальной доходностью в разрезе групп риска можно найти в регулярных выпусках видеопередачи «Рынок акций. Хит-парад». В ней можно увидеть, что потенциальная доходность лидеров группы 6.3 выше, чем у лидеров группы 6.1.

Более впечатляющая курсовая динамика акций «второго эшелона» объясняется тем, что небольшие компании могут увеличить свою долю на рынке в несколько раз, а следовательно, и вырасти в несколько раз в стоимости. В то же время представить, что Газпром увеличит свою долю в несколько раз очень сложно, размер данной компании настолько велик, что для такого роста может не хватить рынка.

Облигации

По своей природе долговые инструменты обладают меньшими рисками, нежели долевыми. Связано это с тем, что по облигации эмитент гарантирует возврат средств и выплату промежуточных доходов (купонного дохода для купонных облигаций). Иными словами, существует хорошая возможность просчитать причитающиеся владельцу облигации потоки платежей. В то же время очевидно, что мера риска при покупке различных облигаций далеко не одинакова. На наш взгляд, рациональный инвестор при покупке долговых инструментов будет делать различие с позиции кредитоспособности заемщика, уровня его корпоративного управления и ликвидности его облигаций. Таким образом, критериями выступают оценка кредитоспособности эмитента, уровень корпоративного управления и среднечасовой оборот сделок с облигациями по итогам очередного квартала.

При ранжировании облигации разделяются на 6 групп (5.1-5.6) в зависимости от риска, сопутствующего инвестициям в них.

5.1 — высоколиквидные облигации наиболее надежных эмитентов (Газпром, Транснефть). Эмитенты, относящиеся к этой группе, характеризуются относительно низким уровнем долговой нагрузки. Масштаб деятельности этих эмитентов и зачастую поддержка со стороны правительства предопределяют низкие риски неисполнения ими своих долговых обязательств.

5.2 — обладающие достаточно высокой ликвидностью облигации, выпущенные эмитентами с хорошим «запасом прочности» (Башнефть, НЛМК). Кредитное качество этих эмитентов высоко и позволяет им осуществлять займы не только внутри России, но и на зарубежных рынках. Как правило, эти эмитенты смогут самостоятельно погасить свои долги, не прибегая к рефинансированию.

5.3-5.4 — облигации, обладающие средней ликвидностью; эмитенты, которые их выпустили, характеризуются средней кредитоспособностью. У этих эмитентов нет возможности погасить свои долговые обязательства самостоятельно, еще при осуществлении займа такие эмитенты знают, что для исполнения своих обязательств им придется рефинансировать задолженность. Такая зависимость от внешних источников финансирования определяет большие риски приобретения облигаций, выпущенных этими эмитентами. При стабильной ситуации на рынке риски инвестирования в облигации типов 5.3-5.4 не намного выше, чем в облигации типа 5.2. Однако в случае возникновения напряженной ситуации с ликвидностью на рынке у этих эмитентов могут возникнуть проблемы с рефинансированием задолженности, что может привести к задержке исполнения этими эмитентами своих обязательств или их исполнению не в полном объеме.

5.5 — к этой группе относятся эмитенты, финансовое состояние которых характеризуется высоким уровнем долговой нагрузки. В случае отсутствия возможности рефинансировать долг, они будут неспособны самостоятельно погасить большую часть своих долговых обязательств.

5.6 — эмитенты из этой группы характеризуются крайне высоким уровнем договорной нагрузки. В случае, если такая компания начнет проигрывать конкурентную борьбу на рынке своего товара, снизится спрос на продукцию отрасли или на производимые товары упадут цены, то с очень высокой долей уверенности можно ожидать, что предприятие из этой группы станет убыточным и потеряет контроль над своим долгом.

Строительные компании Санкт-Петербурга

Недвижимость, в том числе и жилая, является специфическим активом, природа которого имеет сходные черты как с акциями, так и с облигациями. Владение недвижимостью и сдача ее в аренду генерирует периодический денежный поток на уровне 6-9% от стоимости недвижимости, называемой рентой, сходный с купонными выплатами для облигаций. Различие заключается в том, что рента, как и стоимость самой недвижимости, изменяется во времени, соответственно, размер платежей также может меняться. Фактически недвижимость представляет собой достаточно стабильный и прозрачный бизнес, в чем заключается сходство с таким инструментом, как акции.

Приобретение строящегося жилья (в отличие от готового) предполагает не покупку объекта недвижимости, а фактически участие в проекте в определенной доле. То есть лицо, приобретающее квартиру, становится соинвестором строительной компании в проекте строительства жилого дома. Таким образом, несмотря на то что недвижимость воспринимается как один из самых надежных активов, строительство жилья совместно со строительной компанией предполагает иные риски, нежели владение недвижимостью, и практически все они определяются именно компанией-застройщиком.

Исходя из вышесказанного, мы полагаем разумным оценивать риски вложения в объекты строящейся недвижимости в привязке к строительным компаниям и условиям взаимодействия с ними. Для этого собирается комплекс информации о каждой строительной компании, описывающий факторы, влияющие на оценку ее надежности.

К группе факторов высокой важности, характеризующих финансовое состояние, открытость, публичность и репутацию строительной компании, относятся:

- кредитное качество;
- структура собственников и их репутация;
- наличие факта двойных продаж.

Средними по важности являются факторы, позволяющие оценить текущее положение компании на рынке жилой недвижимости и сделать прогноз относительно ее перспектив:

- объемы деятельности (общая жилая площадь объектов недвижимости, сданных за текущий и предыдущие два года);
- суммарная площадь имеющихся в распоряжении банка пятен;
- организационная структура застройщика (группа, в которую входит застройщик);
- лояльность властей;
- работа с дольщиками по федеральному закону об участии в долевом строительстве 214-ФЗ (характеризует защищенность покупателя объекта строящейся недвижимости от невыполнения условий договора).

Факторы низкой важности помогают получить полное представление о застройщике. К ним относятся:

- срок существования компании;
- сотрудничество с банками;
- средняя просрочка сдачи по вине строительной компании;
- невыполнение инвестиционных условий, градостроительных норм, условий аренды земельных участков под строительство;
- качество строительства.

Затем дается числовая оценка значения фактора и производится расчет суммарного показателя, характеризующего надежность строительной компании, равного сумме оценок факторов, взвешенных по степени важности. В соответствии с полученным значением суммарного фактора компания относится к одной из групп: 7.1, 7.2 или 7.3.

7.1 — крупные строительные компании со значительными объемами деятельности, имеющие в своем распоряжении достаточно солидный запас пятен под застройку. Как правило, пользуются поддержкой органов государственной власти и имеют в своей организационной структуре, помимо строительных и девелопментских подразделений, собственные производственные мощности, позволяющие быть независимыми от поставщиков строительных материалов. При этом значения остальных факторов, используемых в методике, находятся на приемлемом уровне. Все вышеперечисленное значительно снижает риски неисполнения такими компаниями своих обязательств.

7.2 — крупные строительные компании с объемами деятельности, аналогичными компаниям из группы 7.1, но при этом структура собственников компании, просрочка сдачи объектов, качество строительства и т. д. не позволяют отнести их к этой группе. К этой группе также относятся строительные компании и девелоперы со средними объемами деятельности и небольшим запасом пятен под застройку, что позволяет продолжить работу на рынке жилья после реализации текущих проектов. При этом большое внимание уделяется структуре собственников компании, средней просрочке сдачи объектов, качеству строительства, сотрудничеству с банками и т. д. Риски неисполнения компаниями, отнесенными к группе 7.2, своих обязательств выше, поскольку они не обладают достаточной ресурсной базой, чтобы быть независимыми от подрядных организаций и/или поставщиков строительных материалов. Однако, как правило, потенциальная доходность при работе с такими компаниями больше.

7.3 — строительные компании со средними объемами деятельности, не попавшие в группу 7.2 из-за негативного значения дополнительных параметров, а также компании, занимающие незначительную долю рынка. В независимости от остальных факторов в случае, если имеются факты совершения строительной компанией двойных продаж в течение последних трех лет, она относится к группе 7.3. Риск недостроя или существенного срыва сроков строительства при работе с компаниями группы 7.3 является неприемлемо высоким, поэтому ОАО «УК «Арсатера»» в рамках доверительного управления фондами недвижимости не осуществляет инвестирование средств в строящиеся объекты компаний этой группы.

Для начала небольшая предыстория: несколько лет назад мы выбирали брокерскую компанию. На очередной презентации одна из крупнейших московских брокерских компаний с гордостью представляла свои аналитические материалы. Нас как VIP-клиента персонально знакомили с ведущими отраслевыми аналитиками. Каждый из них представлял небольшой доклад по своим исследованиям. Каждому из аналитиков мы задавали один и тот же вопрос: «Как Вы думаете, Ваша отрасль в ближайшем году будет вести себя лучше, хуже или по рынку?»

Только один из аналитиков ответил: «По рынку». НИ ОДИН ИЗ НИХ не сказал, что отрасль, в которой он специализируется, будет вести себя хуже рынка. Учитывая, что фондовый рынок — это совокупность всех отраслей, очевидно, что всегда будут отрасли лучше и хуже рынка. Данный эпизод четко продемонстрировал конфликт интересов, возникающий при отраслевой специализации — каждый лоббирует свою отрасль. Это помогло нам совершенно по-новому организовать работу своего аналитического подразделения.

Мы приняли очень смелое, нестандартное и даже немислимое, с точки зрения инвестиционного сообщества, решение. Мы полностью отказались от отраслевой специализации наших аналитиков. Вместо этого мы ввели систему ротации отраслей. Отрасль закрепляется за аналитиком на два квартала. Затем аналитик должен передать все материалы по каждому эмитенту из отрасли своему коллеге. Таким образом, все отрасли (и все компании) постепенно проходят через всех аналитиков.

Естественно, самую большую критику это решение вызвало у наших аналитиков. Основным аргументом было то, что специализация позволяет аналитику досконально, до мельчайших деталей изучить компании своей отрасли. Однако мы приняли это решение и ...

Результат превзошел наши ожидания!

Во-первых, резко повысился уровень ответственности аналитиков. Раньше они вели свое индивидуальное хозяйство и держали его в «удобном для себя состоянии хаоса». После запуска механизма ротации им пришлось навести порядок, понимая, что через несколько месяцев их материалами будет пользоваться их коллега. Это привело к повышению структурированности, а затем и стандартизации хранения информации и обновления данных по каждой компании.

Во-вторых, появился дополнительный уровень контроля. При передаче отрасли от одного аналитика другому происходит проверка данных. Снизилось количество ошибок, ведь никто не хотел выглядеть плохим специалистом в глазах своих коллег.

В-третьих, механизм внутренней конкуренции заработал в нужном направлении. Теперь усилия аналитиков направлены на повышение качества подготовки прогнозов, а не лоббирование своей отрасли.

В-четвертых, заработал новый контур обратной связи, направленный на развитие и модернизацию системы подготовки прогнозов. Каждый аналитик вносит свой вклад и свежий взгляд в развитие системы. Кроме того, это еще и отличный механизм передачи (обмена) опытом и накопления знаний, когда любое улучшение фиксируется и становится интеллектуальным достоянием компании.

В-пятых, появился очень удобный механизм контроля производительности работы аналитиков. Если один аналитик справляется с анализом и ведением 40-50 эмитентов, то это должно получиться и у другого.

В-шестых, упростился процесс подбора новых сотрудников и их интеграция в систему (обучение). Как таковая отпала необходимость в поиске отраслевых специалистов. В аналитическом подразделении появились резервные мощности, обеспечивающие стабильность работы и проведение принципиально новых исследований и разработок.

Ну и наконец, резко снизилась зависимость от конкретных аналитиков. Это очень важный фактор для стабильности функционирования аналитического подразделения и процесса управления капиталом в целом. Мы очень ценим своих сотрудников, но компания не должна находиться в критической зависимости от конкретных персоналий. И наши клиенты должны чувствовать себя спокойно: если тот или иной аналитик покинет компанию, качество работы не пострадает, просто на какое-то время вырастает нагрузка на других. С другой стороны, в компании появляются новые талантливые люди, которые привносят свой вклад в ее развитие.

Вывод

Смелое и нестандартное решение по реинжинирингу сложившегося бизнес-процесса позволило нам резко повысить производительность труда, качество подготовки информации и существенно снизить затраты на подготовку аналитических данных.

В рамках курса «Университет» следующей читайте статью 11.3. **Акции + недвижимость = любовь.**

10.6. Прогнозирование цен на акции

В рамках раздела «Система управления капиталом» уже говорилось о специфике прогнозирования будущих цен долевых инструментов. Основной проблемой, с которой сталкивается аналитик, являются нефиксированные потоки платежей по акции. Существующая теория оценки бизнеса уже выработала подходы к оценке компаний. Каждый из них (сравнительный, доходный, затратный) имеет свои плюсы и минусы. Разрабатывая собственный подход к прогнозированию цен на долевые инструменты, мы постарались взять лучшее из теории доходного и сравнительного подходов. При этом базовые предпосылки, на которых строится работа, диктуются здравым смыслом и общеэкономическими законами. К их числу можно отнести следующие:

- вложения в акции компании рассматриваются как вложения в ее бизнес, соответственно, привлекательность вложений определяется фундаментальными характеристиками деятельности эмитента;
- существует тесная связь между сегментами финансового рынка: уровень процентных ставок в экономике определяет поведение инвесторов, в том числе и на рынке акций;
- каждая компания рассматривается как эксклюзивный объект со всеми ее особенностями ведения бизнеса;
- существует тесная взаимосвязь между финансовыми результатами деятельности компании и ее курсовой стоимостью.

В рамках формирования собственной методики специалистами компании был проведен значительный объем исследований, который можно разбить на следующие этапы.

1. В ходе исследования фондовых рынков развитых стран (США, Западная Европа) была найдена корреляция по отраслям между долговыми инструментами и требуемой доходностью

по акциям (по физическому смыслу близко к ставке дисконтирования). Дополнительно было установлено, что отклонение требуемой доходности от долговой ставки различалось в зависимости от отрасли (то есть для каждой отрасли формируется свой коэффициент отклонения).

2. Дальнейшие расчеты могут быть разбиты на ряд этапов:

- производится расчет базовых (облигационных) ставок по эмитентам согласно методике прогнозирования, утвержденной в компании;
- с помощью средней базовой ставки и коэффициента отклонения, описанного в пункте 1, вычисляется прогнозная средняя требуемая доходность по отрасли;
- рассчитываются ставки дисконтирования по эмитентам согласно утвержденной методике прогнозирования ставок дисконтирования и средняя ставка дисконтирования по эмитентам отрасли;
- используя прогнозную среднеотраслевую требуемую доходность, ставки дисконтирования конкретных эмитентов и среднюю ставку дисконтирования по отрасли, вычисляются прогнозные требуемые ставки доходности по отдельным компаниям. Физический смысл этой процедуры заключается в том, что от каждого конкретного эмитента должна требоваться своя доходность, а так как ставка дисконтирования и является отражением индивидуального риска акции, то именно ее соотношение со средней ставкой дисконтирования по отрасли дает возможность скорректировать среднеотраслевую требуемую доходность для эмитента.

3. После вычисления долгосрочных требуемых доходностей по отдельным акциям наступает этап прогнозирования ключевых финансовых показателей любой компании — чистой прибыли, выручки, балансовой стоимости. Вначале для каждой компании выбирается оптимальный период прогнозирования. Это делается с таким расчетом, чтобы в конце данного периода можно было выйти на стабильные значения вышеуказанных показателей. Именно стабильность деятельности компании является ключевым показателем, позволяющим повысить точность прогноза стоимости компании на основании ее финансовых результатов. Если компания находится в стадии развития, прогнозный период превышает 1 год. Если же бизнес компании уже сейчас стабилен, то прогнозный период составляет 1 год.

Стоимость компании вычисляется при помощи сравнительного подхода с использованием основных финансовых коэффициентов (P/E , P/S , P/BV).

- Коэффициент P/BV представляет собой соотношение капитализации компании и ее балансовой стоимости. Этот коэффициент можно также записать как отношение рентабельности собственного капитала (ROE) к требуемой доходности. Физический смысл данного коэффициента заключается в том, что чем больше процент, под который работают средства акционеров в компании по сравнению с требуемой доходностью, тем больше значение коэффициента P/BV . Иными словами, происходит отрыв ставки, под которую работают средства акционеров в компании, от требуемых ставок. Прогнозируя стабильный уровень рентабельности собственного капитала и зная требуемую доходность, можно вычислить прогнозное значение коэффициента P/BV . Умножая это значение на прогноз балансовой стоимости компании, получаем стоимость компании в будущем.
- Коэффициент P/S представляет собой соотношение стоимости компании и ее выручки. Физический смысл коэффициента заключается в том, что он показывает, сколько выручек стоит компания. Этот коэффициент можно также записать как отношение рентабельности выручки (ROS)

к требуемой доходности. Прогнозируя ROS на основании анализа эмитента и зная требуемую доходность, получаем прогнозное значение P/S. Умножив его на прогноз выручки компании, получаем стоимость компании в будущем.

- Коэффициент P/E представляет собой отношение стоимости компании к ее прибыли. Физический смысл коэффициента заключается в том, что он показывает срок окупаемости инвестиций в бизнес. Зная требуемую доходность, можно вычислить прогнозное значение данного коэффициента. Перемножив прогноз чистой прибыли компании и зная прогноз коэффициента, получаем прогнозную цену акции.

Таким образом, необходимой предпосылкой для прогнозирования цены акции в будущем является прогноз стабильных значений рентабельности собственного капитала и выручки, а также ключевых финансовых показателей. В результате по каждой компании образуется линейка из трех прогнозных коэффициентов.

В некоторых отраслях (добыча нефти и газа) помимо трех финансовых коэффициентов для оценки используются также производственные коэффициенты (например, отношение капитализации компании к ее запасам нефти и газа). По сути, это резерв, который в долгосрочной перспективе может обеспечить денежный поток для акционеров.

В итоге прогнозные значения капитализации компании проходят процедуру согласования при помощи весов, при этом основной упор делается на оценку, полученную через коэффициент P/E. Тем самым подчеркивается то значение, которое рациональный инвестор придает прибыли компании — универсальной характеристике успешности ведения бизнеса.

В итоге, зная будущую и текущую цену, рассчитывается показатель потенциальной доходности.

Необходимо отметить, что при всей своей универсальности недостатком показателя потенциальной доходности является то, что он зачастую не учитывает долгосрочных перспектив бизнеса, а также представляет собой не гарантированный, а лишь вероятный результат инвестирования. Для того чтобы сгладить вышеуказанные недостатки, по каждому активу рассчитывается вторая важная характеристика — ставка владения. По сути это та доходность, на которую инвестор может рассчитывать в долгосрочном периоде, инвестируя в тот или иной бизнес. Соответственно, ставка владения есть производная величина от текущей цены акции и прогнозируемых прибылей.

В рамках хит-парада по акциям производится согласование потенциальной доходности («короткой доходности») и ставки владения. При этом вес показателей определяется сроком прогнозирования. Чем дальше прогнозный период, тем больший вес придается потенциальной доходности. Другими словами, вероятность того, что акция сможет реализовать свой потенциал на длинном временном окне выше, чем на коротком. И наоборот, при небольшом периоде прогнозирования больший вес придается ставке владения, что отражает более консервативный подход в части раскрытия потенциала акцией на коротком окне.

Отдельно стоит остановиться на особенностях прогнозирования стоимости привилегированных акций. Как известно, на российском фондовом рынке обращается немало выпусков таких бумаг. Исторически их дисконты относительно обыкновенных акций сложились достаточно высокими. При этом инвесторы зачастую не отдают себе отчета в том, почему вообще существует такой дисконт; должен ли он быть одинаков для всех привилегированных акций; если нет, то от чего он зависит.

А ведь совершенно очевидно, что диспропорции в оценке привилегированных акций предоставляют возможность дополнительного заработка на фондовом рынке, так как здесь появляется вторая составляющая дохода: помимо потенциальной доходности обыкновенной акции эмитента возникает еще и сокращение дисконта между привилегированными и обыкновенными акциями. В этой связи перед аналитическим управлением компании встала задача: с позиции рационального инвестора научиться прогнозировать дисконты для каждой конкретной пары акций эмитента, четко определив факторы, которые влияют на дисконты. В результате, на сегодняшний день в компании создана методика прогнозирования дисконтов, позволяющая, отталкиваясь от фактических значений дисконтов, прогнозировать их будущее изменение на годовом окне. При этом выделяются ключевые факторы, обуславливающие размер дисконта, а именно: разница в ликвидности привилегированных и обыкновенных акций; уровень корпоративного управления в компании; соотношение долей чистой прибыли и остаточной ликвидационной стоимости, выплачиваемой акционерам обоих типов акций в течение определенного промежутка времени; наличие права доступа к денежным потокам компании путем приобретения обыкновенных акций; зависимость динамики дисконта от тренда на рынке. Каждый из факторов, измеряемых количественно, влияет на расчет справедливого дисконта. Корректируя прогнозную цену обыкновенной акции на величину справедливого дисконта, мы можем рассчитать прогнозную цену и потенциальную доходность привилегированной акции эмитента.

10.7. Прогнозирование вектора процентных ставок

Для того чтобы результаты работы на рынке облигаций были лучше среднерыночных, простого приобретения облигаций с наибольшей доходностью к погашению недостаточно. Для того чтобы работать лучше рынка, необходимо знать, каким образом будет изменяться требуемая инвесторами от конкретного выпуска облигаций доходность (ожидаемое изменение уровня ликвидности и кредитного качества выпуска), и, что еще более важно, какой будет ситуация с уровнем процентных ставок в экономике в целом. Это позволит держать в портфеле преимущественно короткие бумаги в ожидании повышения процентных ставок (снижение их стоимости будет меньше, чем у длинных). В случае ожидаемого понижения уровня процентных ставок в портфеле преимущественно будут находиться облигации с большей дюрацией (рост их стоимости окажется существеннее, чем коротких).

Для того чтобы определить вектор уровня процентных ставок в экономике в целом, УК «Арсатера» использует 5 моделей. Все эти модели основаны на арбитражном принципе.

Вектор уровня процентных ставок

Для определения того, каким будет уровень процентных ставок в будущем, УК «Арсатера» использует несколько экономических моделей, каждая из которых описывает поведение различных групп экономических агентов в тех или иных экономических условиях.

Инфляционная модель

Инфляционная модель учитывает поведение внутренних инвесторов. В рамках этой модели уровень процентных ставок в стране сравнивается с уровнем инфляции в этой же стране (прогноз инфляции по России базируется на прогнозах МЭРТ). Основная предпосылка данной модели заключается в том, что инвесторы в разных странах ориентируются на один и тот же уровень реальной доходности (доходность, уменьшенная на уровень инфляции в стране) при осуществлении инвестиций

в инструменты с одинаковым уровнем риска. Таким образом, зная, какую реальную доходность ожидают инвесторы в различных странах от инвестиций с определенным уровнем риска, мы, прогнозируя уровень инфляции в России, можем сказать, какой должна быть доходность конкретных инструментов, чтобы инвесторам было интересно вкладывать средства внутри страны, а не за ее пределами.

Пример. Средний уровень доходности наиболее надежных корпоративных облигаций в России составляет 7,5%. Ожидается, что уровень инфляции составит в течение ближайшего года 9,9%. В США средний уровень доходности наиболее надежных корпоративных облигаций составляет 5%, а ожидаемая инфляция — 2,2%. Таким образом, получается, что в России реальная доходность инвестиций составит -2,4%, в США — +2,8%. Мы видим, что инвесторам интереснее вкладывать средства в рынок США до тех пор, пока реальная доходность инструментов с одинаковым уровнем риска не выровняется. Вектор уровня процентных ставок в России по этой модели составляет +520 п.п.

Модель паритета денежных ставок

Данная модель учитывает поведение глобальных игроков, занимающихся трансграничным инвестированием капитала. Поскольку инвестирование средств на иностранных (по отношению к такому инвестору) рынках предполагает перевод средств в валюту другой страны, то на итоговую доходность, которую ожидает такой инвестор, влияет ожидаемое изменение валютных курсов. Наличие большого числа инвесторов, занимающихся трансграничными инвестициями, приводит к выравниванию (в мировом масштабе) доходностей инструментов с одинаковым уровнем риска.

Таким образом, имея прогноз по будущему обменному курсу валют и зная уровень процентных ставок в одной из этих стран, мы можем сказать, какой уровень процентных ставок ожидают увидеть инвесторы во второй стране.

Пример. Предположим, что текущий курс рубля к доллару США составляет 25 USD/RUR. Курс, ожидаемый через год, составит 50 USD/RUR. Поэтому если текущая доходность инструментов с определенным уровнем риска в США составляет 10% годовых, то ожидаемая инвесторами доходность российских инструментов с таким же уровнем риска через год составляет 20% годовых (чтобы компенсировать ожидаемое снижение курса рубля). Поскольку прогнозные значения валютных курсов озвучиваются не только МЭРТ, но и ведущими инвестиционными институтами Запада, то мы можем рассчитать, какую доходность они ожидают от российских активов.

Кредитно-депозитная модель

Кредитно-депозитная модель состоит из трех подмоделей. Эти модели учитывают поведение различных групп внутренних инвесторов.

- Заемщиков (юридических лиц), которые выбирают способ привлечения средств для развития предприятия.

Предприятие выбирает из двух альтернатив: либо привлечь средства путем размещения облигационного выпуска, либо взять кредит в банке. Более дешевый способ будет более востребованным. Со временем ставки (с учетом всех затрат) на обоих рынках — облигационном и кредитном — выравниваются.

- Банков, выбирающих способ размещения средств, который принесет им большую доходность.

Размещая средства, банки выбирают между выдачей кредита предприятию и приобретением корпоративных облигаций. Расхождение доходностей на этих рынках неизбежно приведет к перетоку капитала и доходности выровняются. При этом ликвидность для банка кредита и облигации разная, что также учитывается в модели в виде премии за ликвидность.

- Предприятий и населения, которые пытаются разместить временно свободные средства с наибольшей доходностью.

Размещая временно свободные средства, предприятия и население выбирают между приобретением облигаций и открытием депозита в банке. Как и в предыдущей модели, действия участников, стремящихся максимизировать свою доходность, будут выравнивать доходность на этих рынках.

Описанные выше модели позволяют понять, какими инструментами будет пользоваться каждая из рассмотренных групп для достижения своих целей, и каким образом это повлияет на уровень процентных ставок на различных рынках. Результаты всех описанных выше моделей взвешиваются в зависимости от значимости группы экономических агентов, ориентирующихся на ту или иную модель.

Получив вектор процентных ставок, мы можем сказать, под какую доходность инвесторы через год будут готовы купить любой из обращающихся сейчас на рынке облигационных выпусков. Далее, дисконтируя купонные платежи и выплаты тела облигаций по ставке, которую будут требовать инвесторы через год от вложений в подобные бумаги, мы рассчитываем будущую стоимость облигаций.

Например, результаты расчетов по моделям говорят о том, что в ближайший год средний уровень требуемой инвесторами доходности увеличится на 0,5% по отношению к текущему уровню. При этом нам необходимо выбрать, какой из двух облигационных выпусков приобретать:

- компания-1 — дюрация 1 год, ставка купона 10%, выплаты производятся раз в квартал;
- компания-5 — дюрация 5 лет, ставка купона 10%, выплаты производятся раз в квартал.

Если в течение пяти лет процентные ставки и, как следствие, требуемая инвесторами доходность будут оставаться на текущих уровнях, то можно покупать любой из двух выпусков облигаций. Доходность обоих вложений будет одинаковой и составит 10% годовых.

В рассматриваемом же случае, когда мы ожидаем увеличения уровня процентных ставок на 0,5%, неправильный выбор может существенно снизить эффективность инвестиций.

В случае с выпуском Компании-1, несмотря на то что требуемая доходность от этих облигаций будет составлять 10,5% годовых, в то время как купонные выплаты по этим облигациям будут составлять 10% годовых, инвестор после погашения облигационного выпуска полностью получит его номинальную стоимость. Полученные средства он сможет вложить в облигации компании с таким же кредитным качеством и ликвидностью, но ставка купона по ним уже будет 10,5%.

Если же у инвестора средства будут инвестированы в облигации Компании-5, погашение которых произойдет только через пять лет, то доходность его вложений будет ниже.

- Если инвестор будет держать облигации Компании-5 до погашения в течение 5 лет, то, начиная со второго года (когда произойдет повышение уровня процентных ставок), он будет недополучать 0,5% доходности в год^[1].

[1] Купонные выплаты составляют 10% годовых, в то время как требуемая доходность от инвестиций в облигации, обладающие таким же кредитным качеством и ликвидностью, будет составлять 10,5% годовых.

- Если же инвестор решит продать облигации Компании-5, то сделать это по номинальной стоимости у него не получится. Поскольку купон составляет 10%, в то время как требуемая доходность от инвестиций в такие облигации поднимается с 10 до 10,5%, то 0,5% доходности будут компенсированы за счет падения стоимости облигации ниже номинала. Так, в случае, если до погашения облигации Компания-5 остается 4 года, то ее стоимость на бирже будет составлять 99,6% от номинальной стоимости.

Приведенный пример показывает всю важность правильного прогнозирования уровня процентных ставок при выборе облигаций.

10.8. Вычисление ставок дисконтирования

Для того чтобы вычислить будущую требуемую доходность по акциям, необходимо прогнозировать ставки дисконтирования (СД) по акциям. Специалистами Аналитического управления нашей компании осуществляется прогноз ставок дисконтирования по каждому долевному инструменту, который будет использоваться рациональными инвесторами. В основе прогнозирования СД лежит теоретическая предпосылка о тесной связи между доходностью долговых инструментов (облигаций) и долевыми инструментами (акций). В общем случае инвестор готов брать на себя больший риск (покупать акции) только в том случае, если прогнозируемая доходность по ним превысит доходность по облигации плюс определенные премии за риск. Согласно используемой УК модели, будущая требуемая инвестором ставка доходности представляет собой сумму:

- 1) базовая ставка по эмитенту — ставка прогнозируемой доходности по валютным (долларовым) корпоративным облигациям данного эмитента (учитывает в себе премию за кредитный риск);
- 2) премии за страновой риск для владельцев долевого инструмента (учитывает риск вложения средств в долевого инструмента, характерный для российского рынка акций по сравнению с облигационным рынком);
- 3) премии за отраслевые риски (учитывает в себе волатильность денежных потоков, обусловленную отраслевой спецификой);
- 4) премии, связанной с риском некачественного корпоративного управления;
- 5) премии за риск неликвидности акций эмитента.

В общем случае формулу для расчета будущей ставки дисконтирования можно записать следующим образом:

$$R_{\text{диск}} = R_{\text{баз}} + R_{\text{стр}} + R_{\text{отр}} + R_{\text{ку}} + R_{\text{ликв}}$$

1. Вычисление базовой ставки по эмитенту

Базовая ставка является составной частью ставки дисконтирования. По своему смыслу базовая ставка показывает, под какую минимальную доходность участники рынка готовы инвестировать средства в бизнес. В отличие от общепринятого мнения, которое считает значение базовой ставки единым для всех рассматриваемых компаний, мы стараемся учитывать различия в бизнесе даже на этом первоначальном этапе. Мы уверены, что базовая ставка для каждой компании индивидуальна. Эта ставка зависит от финансовой устойчивости конкретного предприятия.

Финансовая устойчивость компании определяется либо на основе кредитного рейтинга, присвоенного эмитенту независимыми рейтинговыми агентствами (S&P, Moody's, Fitch), либо путем анализа его финансового состояния. Итогом этой работы является разбиение всех эмитентов на 22 группы в зависимости от финансового положения компании. Для каждой из этих групп рассчитывается своя базовая ставка.

Таким образом, поскольку базовая ставка учитывает уровень финансовой устойчивости компании, то она действительно отражает степень риска (и, как следствие, минимальную требуемую доходность), которая соответствует инвестициям в конкретную компанию.

Данные ставки обновляются по мере существенных изменений в составляющих модели прогнозирования, но не реже 1 раза в месяц.

2. Вычисление премии за страновой риск

Страновой риск представляет собой риск неадекватного поведения официальных властей по отношению к бизнесу, работающему в рассматриваемой стране. Чем более предсказуемо отношение государства к бизнесу, чем больше проводимая государством политика способствует развитию предприятий, тем меньше риски ведения бизнеса в такой стране и, как следствие, меньше требуемая доходность.

Страновой риск можно измерить и выразить в дополнительной доходности, которую будут требовать инвесторы при осуществлении инвестиций в акции или облигации предприятий, работающих в рассматриваемой стране.

Для того чтобы понять, какова та дополнительная доходность, которую сейчас требуют инвесторы, чтобы компенсировать страновой риск, достаточно сравнить доходности государственных и корпоративных облигаций. При этом для увеличения точности вычислений сравниваемые облигации должны обладать примерно одинаковым уровнем ликвидности, кредитного качества и дюрацией. Таким образом, разница в доходности корзины корпоративных и государственных облигаций будет обусловлена только наличием странового риска для инвесторов, вкладывающих средства в корпоративные облигации (для государственных облигаций понятие странового риска не применимо).

Полученная разница в доходностях показывает величину странового риска для владельцев долговых инструментов. Для преобразования данного показателя при работе с акциями вычисленная величина странового риска умножается на поправочный коэффициент, определяемый экспертным образом.

3. Премия за отраслевой риск

Эта составляющая ставки дисконтирования носит наднациональный характер (то есть не зависит от страны, в которой ведется бизнес) и определяется исключительно внутренней особенностью отраслей — волатильностью их денежных потоков. Например, волатильность потоков в розничной торговле и добыче нефти будет совершенно неодинакова.

Наиболее полно отношение инвесторов к сравнительной мере риска отраслей выражено на развитых фондовых рынках. Именно они и являются источником вычисления отраслевых премий. По каждой интересующей отрасли определяется совокупность исследуемых компаний, по которым вычисляется среднеотраслевая ставка дисконтирования. В результате получается ранжирование отраслей по средней ставке дисконтирования.

Объективные основания для появления дополнительной премии за отраслевой риск возникают тогда, когда среднеотраслевая ставка дисконтирования (требование инвестора к минимальной доходности) превышает сложившуюся доходность по государственным облигациям США — наиболее надежному активу для инвестора. Отрасли со средними ставками дисконтирования меньшими, чем доходность гособлигаций США, считаются относительно безрисковыми, то есть инвесторы не закладывают дополнительные специфические требования, повышающие СД эмитентов данных отраслей. Для всех остальных отраслей премия за отраслевой риск считается как разница между средней СД отрасли и доходностью гособлигаций США. Соответственно, вычисленная премия по отрасли распространяется на всех ее эмитентов.

4. Премия за риск некачественного корпоративного управления (КУ)

Данная премия отражает риски владельца акций эмитента, связанные, прежде всего, с выводом чистой прибыли и активов из компании.

В настоящий момент в нашей компании разработана методика дистанционного определения качества КУ, применимая практически к любому эмитенту. Чем больше баллов набирает эмитент, тем выше его уровень КУ и тем меньше рациональный инвестор будет требовать дополнительных премий от вложений в компанию. Набранные компаниями баллы трансформируются в процентные премии за риск некачественного корпоративного управления.

5. Премия за неликвидность акций

Данная премия возникает из-за возможных затруднений инвестора в приобретении или продаже пакета акций без особых потерь в цене и во времени. При прочих равных условиях инвестор купит более ликвидный актив. Для того чтобы учесть влияние данного фактора, специалистами УК была разработана шкала, описывающая размер премии за неликвидность акций в зависимости от среднегодневного оборота торгов в денежном выражении за предыдущий квартал.

△ В рамках курса «Аспирантура» следующей читайте статью [12.9. «Стоп-лоссы» придумали трусы? «Тейк-профиты» тоже...](#)

11.1. Сравнительное исследование эффективности инвестиций в России с 1997 по 2012 год Δ

Довольно часто у инвесторов возникает вопрос, что выгоднее: вложение в недвижимость или в фондовый рынок, в золото или в валюту? А может, лучше депозит? Обгоняет ли инфляцию индексное инвестирование? Список можно продолжать достаточно долго.

В данном материале приводится обобщенный сравнительный обзор эффективности инвестирования в такие инструменты как акции, недвижимость, депозит, золото и валюта.

Источники данных:

Индекс ММББ: <http://www.micex.ru/>

Депозит — средневзвешенная ставка по рублевым депозитам физических лиц в кредитных организациях сроком до 1 года по состоянию на начало года (кроме депозитов до востребования):

<http://cbr.ru/>

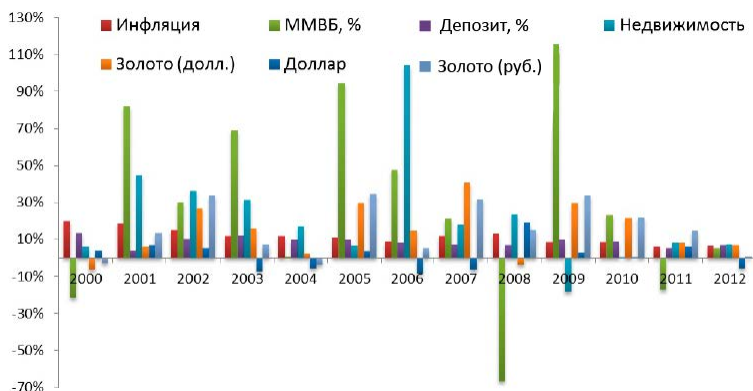
Недвижимость — изменение стоимости недвижимости на вторичном рынке жилья в Санкт-Петербурге: <http://www.bn.ru/>

Золото — изменение стоимости золота в долларах США: <http://www.gold.org/>

Доллар — изменение курса доллара по отношению к рублю: <http://cbr.ru/>

Инфляция — индекс потребительских цен: <http://gks.ru/>

График 1. Процентные изменения



Из данных, которые мы использовали для расчетов, можно сделать следующие основные выводы:

- Депозиту удалось обогнать темпы официальной инфляции (реальный рост цен может быть выше официального) лишь 3 раза. Разница составляла от 0,1 до 1,1%.
- Фондовый рынок демонстрировал отрицательную динамику 4 раза за исследуемый промежуток времени.
- Доллар резко дорожал относительно рубля 3 раза: в 1998, 1999 и 2008 годах.

Узнайте стоимость написания на заказ студенческие и аспирантских работ

работ

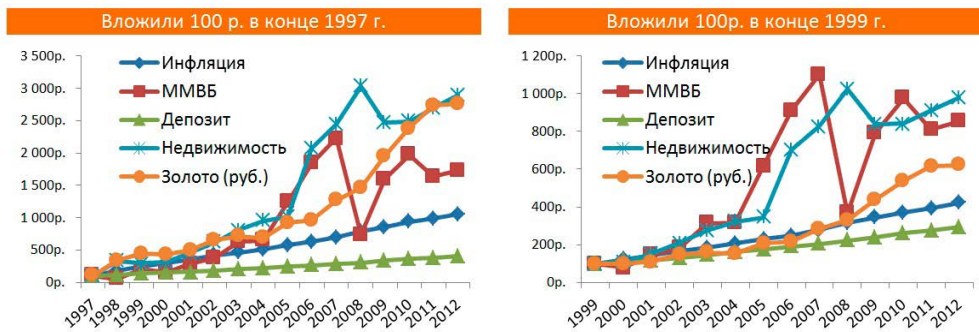
• Золото (долл.) не демонстрировало высоких результатов роста стоимости. Лишь с 2002 года наблюдается тенденция по росту стоимости золота.

• В пересчете на рубли рост стоимости золота более внушительен, что связано с периодическим падением курса рубля.

• Процентные ставки по депозитным вкладам за прошедшее время резко сократились.

Далее рассмотрим динамику стоимости вложенных средств (предположим, что мы вложили 100 руб.) на двух отрезках времени с конца 1997 года по конец 2012 года и с конца 1999 года по конец 2012 года. Второй отрезок позволяет оценить эффективность инвестиций в период без аномальных значений процентных изменений по всем инструментам.

График 2. Динамика стоимости вложенных средств



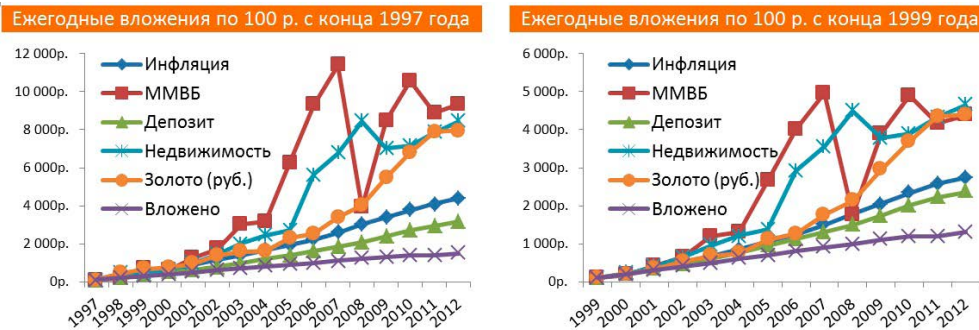
Источники: micex.ru, gks.ru, cbr.ru, bn.ru, gold.org, расчеты УК «Арсасера»

На отрезке с конца 1997 года по конец 2012 наиболее выгодными оказались вложения 100 руб. в недвижимость (2 898 руб.) и золото (2 766 руб.), что, как мы уже говорили, связано с девальвацией национальной валюты в 1998 году. Вложения в акции также показали хороший результат (1 724 руб.).

В период с конца 1999 года по конец 2012 года наилучший результат продемонстрировали вложения в недвижимость (980 руб.), акции были близки по результату к недвижимости (852 руб.).

Теперь рассмотрим ситуацию с регулярным (ежегодным) инвестированием по 100 рублей в данные инструменты на тех же отрезках времени (с конца 1997 года и с конца 1999 года).

График 3. Динамика стоимости вложенных средств при ежегодном инвестировании



Источники: micex.ru, gks.ru, cbr.ru, bn.ru, gold.org, расчеты УК «Арсасера»

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

При регулярном инвестировании на первом рассматриваемом отрезке (с 1997 по 2012 годы) лидером стали вложения на фондовом рынке. Это объясняется покупками, сделанными в периоды снижения цен в 1998, 2000 и 2008 годах. На втором отрезке (с 1999 по 2012 годы) вложения в недвижимость, акции и золото показали схожий результат.

Цифровые значения результатов инвестирования по состоянию на конец 2012 года представлены в следующей таблице:

Инструмент	Итоговый результат вложения 100 руб. в конце 1997 г. и среднегодовой прирост стоимости	Итоговый результат вложения 100 руб. в конце 1999 г. и среднегодовой прирост стоимости	Ежегодные вложения по 100 руб. с конца 1997 г. (вложено 1 400 руб.)	Ежегодные вложения по 100 руб. с конца 1999 г. (вложено 1 200 руб.)
ММВБ	1 724 руб. 21%	852 руб. 18%	9 337 руб.	4 379 руб.
Депозит	409 руб. 10%	295 руб. 9%	3 141 руб.	2 365 руб.
Недвижимость	2 898 руб. 25%	980 руб. 19%	8 433 руб.	4 647 руб.
Золото (руб.)	2 766 руб. 25%	621 руб. 15%	7 960 руб.	4 389 руб.

Представленные данные подтверждают выводы, сделанные в предыдущих материалах управляющей компании «Арсатера»:

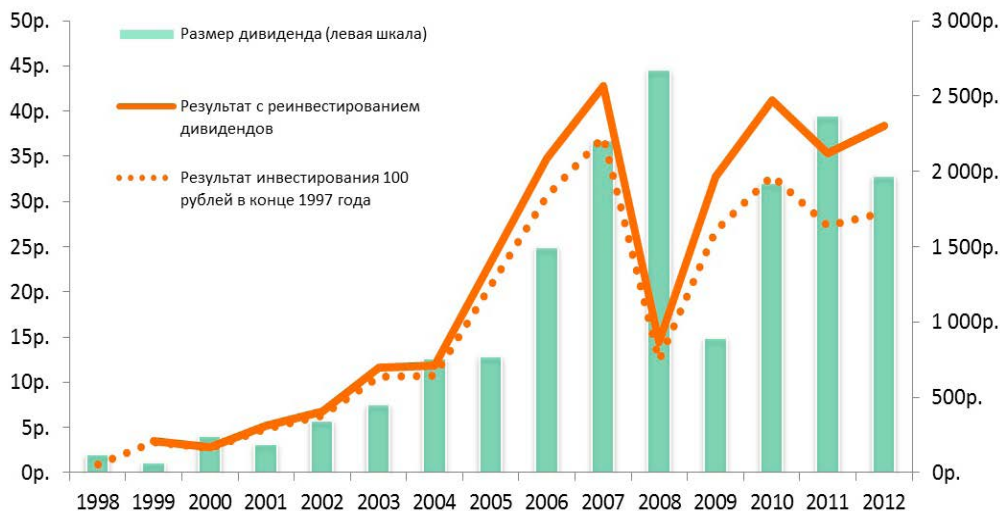
- Акции и недвижимость в долгосрочном периоде приносят в среднем сопоставимую доходность.
- Инвестиции в акции и недвижимость в долгосрочном периоде значительно превосходят инфляцию.
- Вложение денег в депозитные вклады не способно защитить от инфляции.
- Инвестиции в золото (руб.) были существенно выгоднее акций только в одном рассмотренном варианте (из-за резкого обесценения рубля в 1998 году).
- При регулярном инвестировании наиболее волатильные активы дают наилучшие результаты.

Хотелось бы отметить, что из всех рассмотренных вариантов вложений только акции и недвижимость предполагают создание добавленной стоимости. Они генерируют прибыль их владельцу, то есть дают возможность инвестору зарабатывать посредством владения активом. У акций это выражается в виде дивидендов, а у недвижимости – в виде рентного дохода.

Давайте рассмотрим, каким именно образом дивидендная доходность по акциям скажется на расчетах при инвестировании 100 руб. в конце 1997 г. в индекс ММВБ.

В среднем по индексу дивидендная доходность на отрезке с конца 1997 года по конец 2012 года составляла 2% в год.

График 4. Динамика дивидендной доходности по индексу ММВБ
<http://учебники.информ2000.ru/napisaat-diplom.shtml>



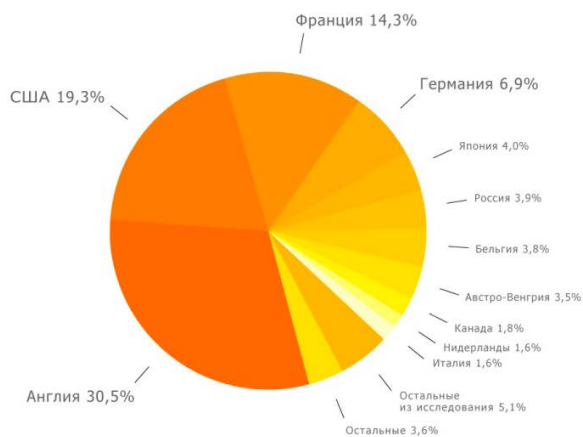
Всего дивидендов было получено на сумму — 274 руб. С учетом их реинвестирования в индекс ММВБ стоимость вложений в конце 2012 года составила 2 302 руб. При этом стоимость вложений в индекс без реинвестирования дивидендов составила 1 724 руб. Таким образом, дивиденды улучшили результат прироста стоимости вложений более чем на 30%.

Представленные расчеты подтверждают эффективность инвестиций в активы, которые позволяют получать доход не только от прироста их стоимости, но и дополнительно генерируют прибыль своим владельцам.

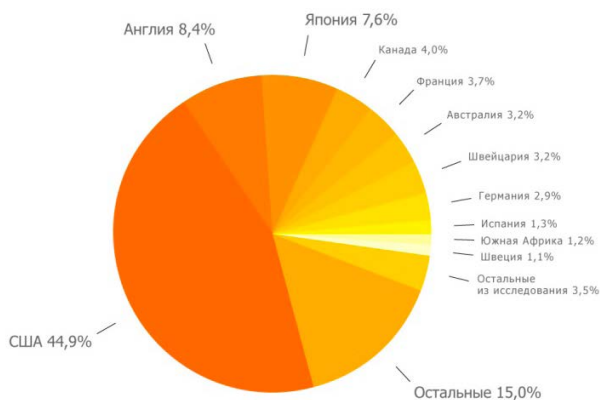
11.2. Сравнительное исследование эффективности инвестиций в мире с 1900 по 2011 год △

Исследование Credit Suisse является идейным продолжением книги Triumph of the Optimists, которая содержит сравнительный анализ эффективности инвестиций в основные инструменты — акции (Equities), долгосрочные облигации (Bonds) и краткосрочные облигации (Bills). Отметим, что результат вложений в краткосрочные облигации максимально близок к результату вложений в банковские депозиты.

Крупнейшие фондовые рынки, начало 1900



Крупнейшие фондовые рынки, начало 2012



Исследование охватывает страны, которые на начало 2012 года занимают 85% по капитализации рынка акций.

Примечательно, что в начале 1900 года Россия занимала 6-е место по капитализации фондового рынка в мире. США за 112 лет увеличили свою долю с 19,3 до 44,9%.

Среднегодовая доходность (реальная), %



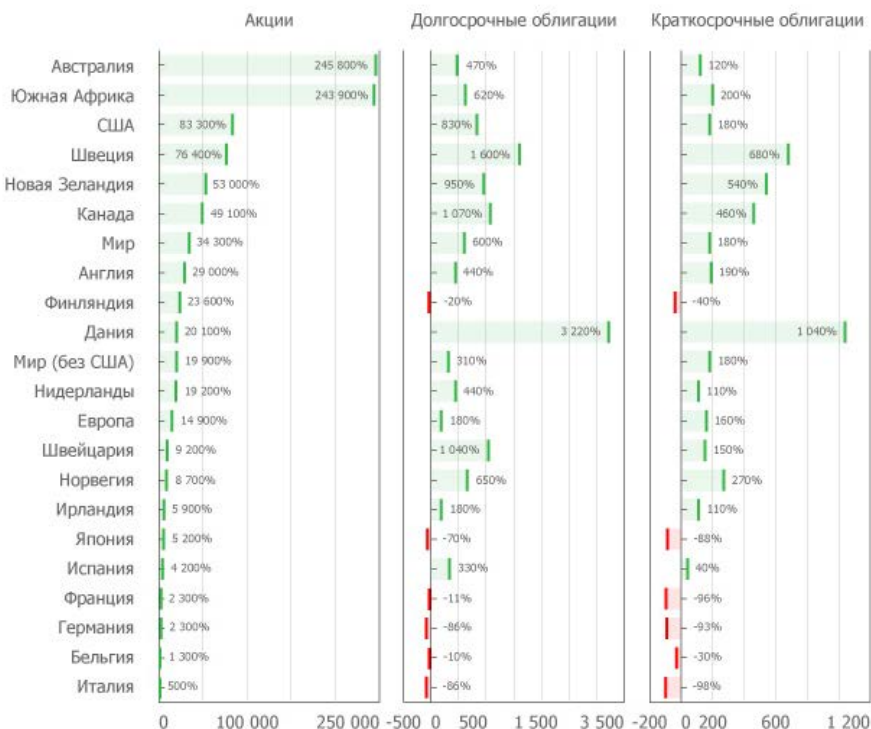
В данной таблице представлены сводные данные по доходности инвестиций с учетом инфляции (так называемая «реальная доходность») и реинвестирования доходов. За 112 лет наибольшую среднегодовую реальную доходность продемонстрировали рынки акций Австралии (7,2%), Южной Африки (7,2%) и США (6,2%). Вложения в долгосрочные и краткосрочные облигации были наиболее эффективны в Дании (3,2 и 2,2% соответственно), Швеции (2,6 и 1,8%) и Канаде (2,2 и 1,6%). При этом в 6 из 19 исследуемых стран реальная доходность вложений в эти инструменты была отрицательной, то есть они не позволили сберечь средства от инфляции.

Наихудший результат наблюдался в тех странах, которые были в наибольшей степени втянуты в военные конфликты прошлого века (например, Германия, Италия и Япония).

В среднем по миру (с учетом взвешивания по капитализации фондовых рынков) реальная доходность рынка акций составила 5,4%, долгосрочных облигаций — 1,7%, краткосрочных облигаций — 0,9%. В Европе данный показатель несколько ниже.

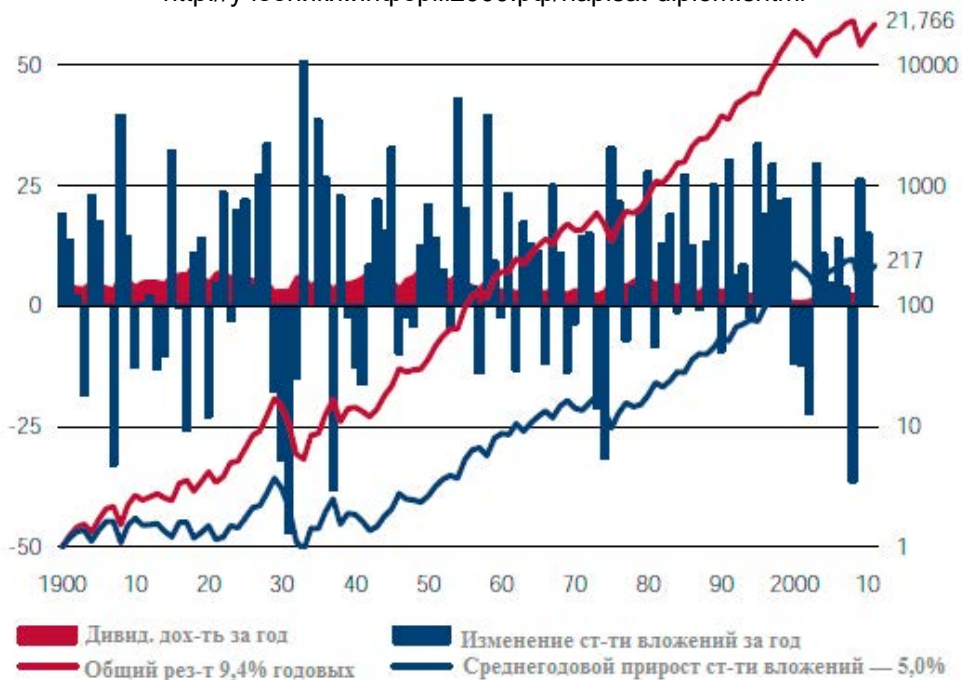
Кажущиеся невысокие значения по среднегодовой доходности обманчивы, ведь исследование проводилось на отрезке в 112 лет.

Реальный рост за 112 лет, %



7,2% годовой реальной доходности в Австралии означают, что покупательная способность 1 долл., вложенного в 1900 году, к 2012 году выросла бы в 2 459 раз. В среднем по миру покупательная способность вложений в акции выросла в 344 раза, в долгосрочные облигации — в 7 раз, в краткосрочные — в 2,8 раза.

Интересно, что несмотря на кажущуюся относительно невысокую дивидендную доходность вложений в акции, именно дивиденды и их реинвестирование позволяют существенно улучшать результат долгосрочного инвестирования. На графике ниже видно, что 1 долл., вложенный в акции в США в 1900 году, в 2010 году превратился бы в 217 долл. без реинвестирования дивидендов и в 21 766 долл. с реинвестированием.



Выводы

- Глобальное исследование подтверждает тезис об эффективности долгосрочных вложений в акции. Безусловно, на рынке акций существуют спады (порой достаточно долгие), но тем не менее акции остаются наиболее доходным инструментом инвестиций и фактически единственным способом не только защитить сбережения от инфляции, но и преумножить их в долгосрочной перспективе.
- Дивиденды по акциям, при условии их реинвестирования, значительно улучшают общую эффективность инвестирования в акции.

△ В рамках курса «Школа» следующей читайте статью 11.5. Теория заговора и фондовый рынок.

11.3. Акции + недвижимость = любовь □

Один из наших клиентов задал вопрос: во что лучше вложить деньги — в акции или в жилую недвижимость. УК «Арсатера» предлагает обе возможности, и мы хотим поделиться ответом на этот вопрос со всеми посетителями нашего сайта.

Оба класса активов можно отнести к классу производительных активов, то есть способных генерировать доход для своих владельцев. Оба класса представлены в виде огромных рынков. При определенных допущениях недвижимость (не риэлтерские услуги, а именно реальную недвижимость) можно считать одной из разновидностей бизнеса.

Однако во время кризиса 2008 года стоимость бизнеса (и коммерческой недвижимости) упала примерно на 70-80%, а стоимость жилой недвижимости — на 20-30%. В чем причины такой разницы? Коэффициент обеспеченности торговыми и офисными площадями (кв. м/чел) в Санкт-Петербурге, Москве и других крупных городах вполне сопоставим с европейским уровнем. В то же время обеспеченность жильем у нас примерно в 2 раза ниже!

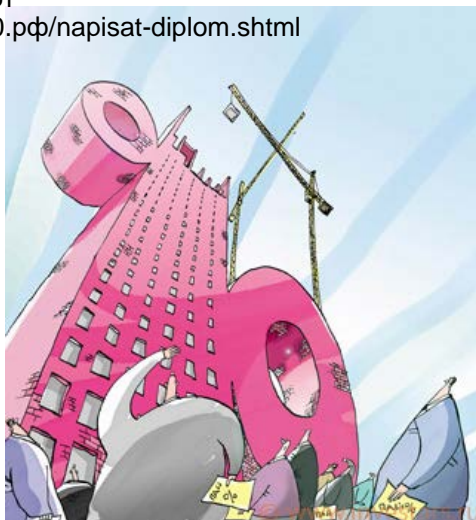
На наш взгляд объяснение лежит еще и в области психологии и менталитета. По нашим оценкам 85-90% домохозяйств владеет той или иной жилой недвижимостью. То есть владение жилой недвижимостью — очень понятная и знакомая практика (в отличие от коммерческой). Всем хорошо понятно, что с ней делать и как использовать.

Недвижимость удовлетворяет одну из базовых потребностей человека и у нее нет товара-заменителя. Ее полезность очевидна. Полезность бизнеса для людей не очевидна. Хотя если задуматься над этим вопросом, то выясняется — на системной основе пользу человеческому обществу приносит труд. А максимальная часть производительного человеческого труда сосредоточена в Бизнесе (с большой буквы Б). Получается Бизнес — это явление, которое на системной основе приносит пользу человеческому обществу.

Чем больше пользы приносит бизнес человеческому обществу (при наименьшем количестве затрат энергии и ресурсов), тем выше его эффективность, прибыльность, а значит и стоимость самого бизнеса. Получается, чем полезнее и эффективнее бизнес для общества, тем богаче его собственники. Компания Google, например, помимо того что создала множество полезных информационных продуктов, еще помогла 10 000 человек стать миллионерами.

Опыта владения бизнесом и понимания его полезности у обычных людей гораздо меньше, чем в случае с недвижимостью. У людей нет такой базовой потребности, как владение бизнесом! К числу людей, которые хотя бы имеют такую практику, можно отнести предпринимателей (около 5%) и владельцев акций (не более 1%). Предпринимателям, кстати, во время кризиса приходится туго, но они свой бизнес с дисконтом 80% не продают. Отчасти потому, что покупателей нет, а отчасти потому, что понимают его ценность и полезность.

Зато владельцы акций «отрываются по полной программе». Благодаря ликвидности, акции почти всегда можно продать хоть по какой-то цене. Под воздействием паники люди готовы продавать



акции с дисконтом 70-80-90%. В этот момент они просто не осознают их ценность. Мы уже излагали эту идею в материале «Интеллект фондового рынка».

Однако эти же люди никогда не продадут свою квартиру с дисконтом в 20% и уж тем более 30%, узнав, что кто-то где-то почему-то продал свою квартиру за бесценок. Людей не сильно пугает то, что цена на недвижимость снижается — какая разница, сколько стоит моя квартира, если я все равно в ней живу!

На наш взгляд владение акциями и жилой недвижимостью — это очень удачный пример диверсификации. История развития экономики западных стран показывает, что оба актива приносят в среднем сопоставимую доходность, однако имеют абсолютно разную волатильность.

Соотношение долей акций и недвижимости в инвестиционном портфеле конкретного человека зависит от многих параметров: персональной ситуации инвестора, его финансовых целей, возраста, структуры доходов и расходов. В более молодом возрасте, когда у человека есть такие ресурсы как время и силы зарабатывать, имеет смысл выбирать для инвестиций акции как более волатильный актив. По мере взросления и приближения к старости важна стабильность и возможность расходовать накопленный финансовый запас. Поэтому с возрастом рекомендуется увеличивать долю недвижимости как актива, подверженного меньшим колебаниям стоимости и способного генерировать стабильный текущий доход (хотя в России независимо от возраста количество людей, стремящихся вложить деньги в недвижимость, существенно больше тех, кто готов покупать акции).

Долю акций человек может сократить достаточно технологично — стоимость одной акции редко превышает несколько тысяч рублей и их легко можно продать на бирже. Недвижимость трудно покупать на небольшие суммы. Однако эту проблему помогают решить паевые фонды недвижимости, при этом увеличивается волатильность, но западная практика показывает, что инвестиции в фонды недвижимости могут стать привычным и распространенным способом вложений.

В России этот способ пока не получил широкого распространения. УК «Арсатера» с 2005 года развивает ЗПИФы недвижимости, ориентированные на вложения в жилую недвижимость, при этом сумма инвестиций может быть любой, например несколько тысяч рублей.

Выводы

- В своем инвестиционном портфеле инвестору имеет смысл сочетать вложения в акции и недвижимость.
- В молодом возрасте имеет смысл большую долю инвестировать в акции, а по мере взросления и приближения к старости разумно увеличивать долю недвижимости и постепенно сокращать долю акций.

11.4. Акции vs золото (ОМС) □

Сегодня вложение в золото является очень популярной инвестиционной идеей. Золото растет в цене, несмотря на то что объем его добычи покрывает нужды ювелирного производства и нужды центральных банков государств. Следовательно, главный вопрос, который должен задать себе инвестор при вложении в золото: а что с ним будет через 10 лет, останется ли золото ценностью и почему?

Основные формы приобретения драгоценных металлов

- Покупка золотых изделий. Такие изделия не слишком ликвидны, то есть их непросто продать, к тому же в стоимости ювелирных изделий велика доля труда ювелира, которая может быть не оценена по достоинству в случае, если Вы решите продать изделие. Хранение сбережений в виде золота (в слитках или драгоценных изделиях) называется тезаврацией.
- Золото в слитках. Существенный недостаток — продажа слитков облагается НДС (18%). Литое золото необходимо где-то хранить, например в банках, где за хранение придется также платить.
- Обезличенный металлический счет (ОМС). Если Вы выбрали ОМС, то физически Вы золото не покупаете, а просто вносите деньги в банк, который пересчитывает средства в граммы золота. Они учитываются и меняются в цене в зависимости от мировых цен на металл. Если они растут — Ваш счет становится больше, если падают — Вы теряете деньги. Главным недостатком данного способа вложения в золото является то, что в рамках ОМС Вы принимаете на себя риски банка. Также не является фактом, что на Ваши средства будет приобретаться материальное золото.
- Инвестиционные и коллекционные монеты. Последние являются более дорогими, выпускаются меньшим тиражом. Инвестиционные монеты хороши тем, что их продажа не облагается НДС. В остальном это вложение мало отличается от покупки слитков. Продажа коллекционных монет налогом облагается. Стоимость монет зависит от многих факторов, в том числе любая царапина приведет к значительному уменьшению стоимости монеты.
- Инвестиции в золото через ПИФы. При использовании ПИФов для инвестиций в драгметаллы стоит обратить внимание на схему инвестирования, так как активы фондов могут инвестироваться не в физическое золото (или другой драгметалл), а в паи зарубежных фондов, которые, в свою очередь, инвестируют во фьючерсы на золото — производные ценные бумаги, за которыми нет никакого металла. Из-за такой схемы значительно возрастают издержки пайщика, а следовательно, снижается общий результат.

Недостатки вложений в золото

Некоторые недостатки вложений в золото в зависимости от формы вложений были изложены выше. Далее остановимся на общих моментах вложения в золото.

В случае, когда Вы приобретаете золото в банке тем или иным способом, то недостатком будет являться большой спрэд (то есть разница между тем, по какой цене банк продает Вам золото, и по какой будет покупать). Зачастую эта разница составляет несколько процентов.

Золото — это непроизводительный актив, то есть вкладывая средства в золото, Вы надеетесь на рост его стоимости. Если его не будет, то не будет и дохода.

Золото не является предметом первой необходимости (как, например, недвижимость), спрос на него может изменяться довольно резко, к тому же если какое-либо государство начнет активно распродавать свои резервы (пока цены высоки), то цена на него ввиду большого объема предложения упадет.

Может лучше золотодобывающие компании?

Прибыль от роста цен на золото получают не только спекулянты, а в первую очередь компании, которые занимаются добычей золота. Для них золото — это не спекуляция, а бизнес. Безусловно,

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

изменение цен на золото влияет и на прибыль золотодобывающих компаний. Однако зависимость здесь нелинейная. Увеличение цен на золото увеличивает разницу между себестоимостью добычи золота и ценой его продажи, что, в свою очередь, может привести к увеличению прибыли компании.

Возникает вопрос: «А что мне до этой прибыли? Ведь ее получает компания и ее владельцы, а не я.» Здесь стоит вспомнить, что каждый может стать владельцем золотодобывающей компании и иметь право на часть (пусть и небольшую) ее прибыли. Сделать это можно посредством приобретения акций компании.

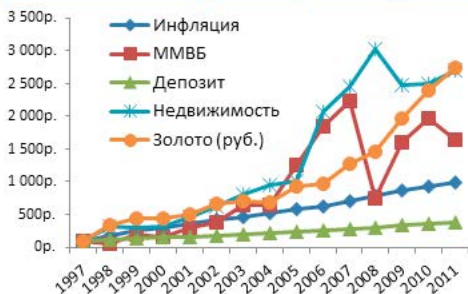
Владея акциями, Вы надеетесь на рост их стоимости, но, в этом случае, даже если роста не будет, то существуют дивидендные выплаты.

Золотодобывающие компании были приведены исключительно в качестве примера. Приобретая акции, инвесторы могут стать владельцами (пусть и с маленькой долей) любых публичных компаний. Если Вы считаете, что цены на недвижимость будут расти, а строительные компании получают на этом некую «сверхприбыль», то почему бы не поучаствовать в их деятельности путем покупки акций?

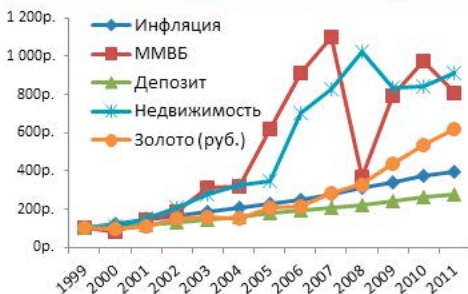
Здесь стоит отметить, что, по нашим оценкам, акции золотодобывающих компаний обладают низким уровнем потенциальной доходности, поэтому мы рекомендуем обратить внимание на акции, обладающие более высоким потенциалом.

Приведем график сравнения эффективности вложения 100 руб. в золото, депозиты и фондовый рынок.

Вложили 100 руб. в конце 1997 года



Вложили 100 руб. в конце 1999 года



Источники: micex.ru, gks.ru, cbr.ru, bn.ru, gold.org, расчеты УК «Арсасгера»

Интересно, что на отрезке с конца 1997 по конец 2011 года наиболее выгодными оказались вложения 100 руб. в недвижимость (2 695 руб.) и золото (2 741 руб.). Причина возникновения такой ситуации — девальвация национальной валюты в 1998 году. Если же рассмотреть период с конца 1999 по конец 2011 года, то наилучший результат продемонстрировали вложения в недвижимость (911 руб.), акции были близки по результату к недвижимости (810 руб.).

Будущее вложений в золото

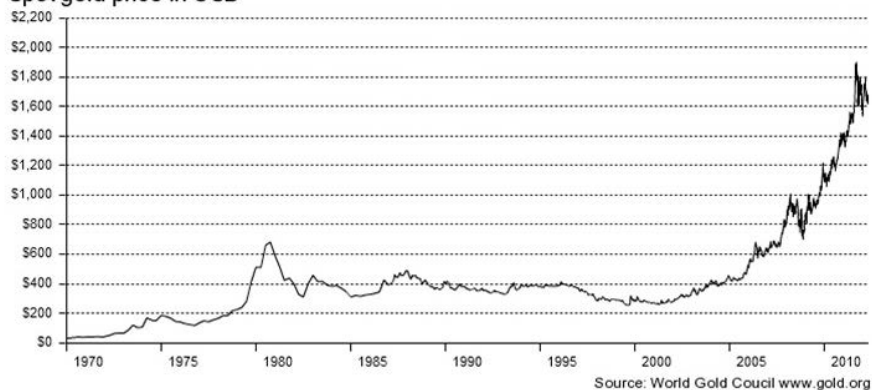
Как написано в начале статьи, инвестору (именно инвестору, а не спекулянту) при совершении инвестиций стоит задуматься о том, что же будет с его вложениями через 10 лет. Со стопроцентной вероятностью на этот вопрос не может ответить никто. Однако стоит отметить, что спрос на золото среди производителей ювелирных изделий и компьютерной техники значительно меньше добычи (источник: www.gold.org). Поэтому фундаментальных оснований для роста цены на золото нет,

однако она растет. Но как долго это еще будет продолжаться? Ведь в истории стоимости золота были и значительные падения и долгие периоды стагнации цен.

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

Цена на золото, USD за унцию

Spot gold price in USD



Currencies: USD

Weight: oz

Падение спроса на акции конкретного эмитента также возможно, но, как показывает статистика, в долгосрочной перспективе стоимость акций растет. Это связано с тем, что компании каждый день работают и зарабатывают прибыль для себя и акционеров, что, в конечном счете, сказывается на стоимости акций. В то же время стоимость золота — это, по сути, виртуальная договоренность, которая обусловлена не столько нуждами реального производства, сколько взглядом отдельных участников рынка на его стоимость.

Выводы

- Существуют различные варианты вложений в золото, каждый из которых имеет свои плюсы и минусы.
- Золото не является производительным активом. Инвестируя в него средства, можно надеяться только на рост стоимости золота, которого может и не быть, ведь потребности производителей, использующих золото, полностью удовлетворяются добычей.
- Выгоду от роста стоимости на золото получают компании, занимающиеся его добычей. Если Вы хотите принять участие в этом бизнесе, то можете приобретать их акции.
- График сравнения эффективности инвестиций за период с 1999 по 2011 год, который мы привели в материале, показывает, что инвестиции на фондовом рынке могут значительно превосходить по результату остальные инструменты.
- Стоимость акций выражает стоимость бизнеса, который производит товары + добавленную стоимость. На длинном временном окне это сочетание перспективнее, чем просто товар без всякой добавленной стоимости. В частности акции золотодобывающих компаний могут быть перспективнее, чем такой товар как золото.

В рамках курса «Университет» следующей читайте статью [11.7. Захватят ли торговые роботы рынок?](#)

11.5. Чем отличаются инвестиции от спекуляций?

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

На наш взгляд, как определять эти термины вообще не важно. Мы для себя различаем эту ситуацию следующим образом.

Большинство пытаются предугадать колебания рынка. Кто-то краткосрочные колебания, кто-то долгосрочные. Срочность вложений при этом вообще не имеет принципиального значения. Мы предупреждаем наших читателей от таких действий, потому что не знаем системного способа зарабатывать на этом. А называем это спекуляциями скорее в силу привычки, более точно будет говорить «игра на колебаниях».

Мы видим свою задачу в сравнении акций между собой и выборе лучших по соотношению «цена-качество», а если точнее — по соотношению стоимости компании и ее экономических показателей. При этом мы опираемся на фундаментальные характеристики. На основании такого критерия акциями одной компании можно владеть как в течение нескольких дней, так и в течение нескольких лет.

Ваш вариант лучше подходит для того чтобы различать портфельные и прямые инвестиции. При этом важно различать и не путать функции менеджмента и собственника.

В любом случае даже тот, кто покупает актив с целью владения и управления им, имеет конечной целью увеличить благосостояние и заинтересован в увеличении стоимости актива. Мы не рассматриваем здесь вариант, когда покупатель актива планирует злоупотребления.

Форексные компании, чтобы придать солидности, называют свои услуги инвестициями. С таким же успехом и казино могли бы называть инвестициями ставки на рулетке. «Инвестиции на рынке Forex» — это отличный пример профессионального оксюморона и недобросовестной рекламы.

△ В рамках курса «Школа» следующей читайте статью [12.1. Рынок акций или FOREX... Что лучше?](#)

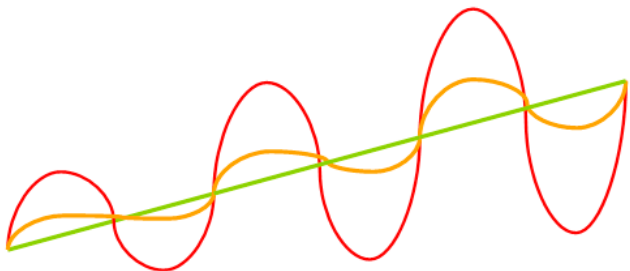
11.6. Теория Марковица работает?

Гарри Марковиц — американский экономист и один из создателей теории управления портфелем ценных бумаг. Суть теории и подхода Марковица заключается в поиске и построении множества портфелей, оптимальных по соотношению «риск-доходность». В данном материале мы изложим, в чем, на наш взгляд, состоят сильные и слабые стороны данной теории.

Основы теории Марковица

Вначале в популярной форме придется рассказать о самой теории Марковица. В качестве показателя доходности теория использует математическое ожидание, а стандартное отклонение служит мерой риска.

Если говорить совсем по-простому, то доходность — это наклон некой средней линии, проходящей через



Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

работ

график цены акции, а уровень риска — это амплитуда колебаний реальной цены относительно этой средней линии. Мы придерживаемся несколько иного подхода к управлению риском портфеля, однако в таком определении есть своя логика: большая амплитуда колебаний, по мысли Марковица, свидетельствует о большей непредсказуемости поведения цены. Хотя, на наш взгляд, амплитуда колебаний имеет свое объяснение.

Согласно теории Марковица, из двух акций с одинаковым наклоном средней линии инвестору стоит выбрать ту, у которой меньше колебания, а при одинаковой амплитуде выбирать ту, у которой круче наклон средней линии. Однако на рынке нет бумаг с одинаковыми характеристиками. Математический аппарат теории Марковица позволяет построить множество оптимальных портфелей, где доля каждой акции оптимизирована по соотношению «риск-доходность».

Слабые стороны теории Марковица

На наш взгляд, ключевое слабое место теории Марковица состоит в следующем ограничении: «Инвестор знает математическое ожидание доходности и стандартного отклонения по каждой ценной бумаге или соглашается с тем, что имеющиеся в его распоряжении исторические данные позволяют оценить значения этих величин в будущем». Причем основная слабость нам видится именно в последней части: «исторические данные позволяют оценить значения этих величин в будущем».

Дело в том, что исторические данные разной глубины могут дать совершенно разные конечные значения. Например, данные по акциям компании ЮКОС до октября 2003 года имели очень хорошие показатели: высокое математическое ожидание (наклон) и низкая волатильность (амплитуда колебаний). С октября 2003 по апрель 2006 года все резко поменялось, а данные за весь исторический период показывают «среднюю температуру по больнице» и абсолютно бесполезны для построения оптимального портфеля.



Еще один яркий пример — акции Ростелекома, имевшие четко выраженный наклон и волатильность, которые резко поменялись в январе 2006 года и потеряли актуальность в июле 2008 года. В эти три



На наш взгляд, при определении потенциальной доходности акций нельзя опираться на прошлые данные о поведении цен. РЕЗУЛЬТАТЫ В ПРОШЛОМ НЕ ПОЗВОЛЯЮТ ПРЕДСКАЗАТЬ РЕЗУЛЬТАТЫ В БУДУЩЕМ. Гораздо более существенное значение имеют показатели текущей и, самое главное, прогнозы будущей экономической деятельности компании. На наш взгляд, именно экономические показатели деятельности компании определяют стоимость ее акций в долгосрочной перспективе.

Выводы

Сильные стороны классической теории Марковица, это:

- принцип полного инвестирования: портфель всегда должен состоять из акций, и в нем должны отсутствовать деньги;
- отказ от игры на колебаниях: ребалансировка портфеля производится для поддержания оптимального соотношения акций (управляющий не пытается угадать, когда купить, а когда продать и выйти в деньги).

Поэтому, ставя под сомнение «оптимальность» выбора активов на основе исторических данных о ценах, надо выразить благодарность Г. Марковицу за его теорию, так как она стимулирует управляющих владеть активами и исключает игровую составляющую.

11.7. Платите премию за контроль? Собираетесь воровать? ○

Вам наверняка приходилось сталкиваться в аналитических обзорах (или отчетах оценщика) с таким понятием как премия за контроль. Обычно дается оценка стоимости акций, а потом, в зависимости от размера пакета, о котором идет речь (2, 10, 25 + 1, 50 + 1 или 75 + 1, в процентах), оценщики или

аналитики добавляют к стоимости акций дополнительную премию. Премия за контроль выражается в деньгах, и даже в сознании профессиональных участников выглядит как естественное явление: «Инвестор получает контроль, будут выполняться его решения, он платит за это удовольствие». По нашему мнению, премия за контроль — это индикатор качества корпоративного управления (КУ): чем она больше, тем ниже качество КУ.

Попробуем объяснить логику этого утверждения. В нашем рассуждении для простоты будем предполагать, что у акционерного общества привилегированные акции отсутствуют, а обыкновенные акции далее будем называть просто *акции*.

С точки зрения экономики, размер дохода на одну акцию не должен зависеть от того, является она частью крупного пакета или это вообще единственная акция, которая есть у инвестора. Изменение курсовой стоимости, размер дивидендов, нераспределенная прибыль — все эти показатели одинаковы в пересчете на одну акцию и не зависят от того, входит акция в крупный пакет или нет.

В чем же тогда прагматичное поведение человека, который платит премию за контроль? На этот вопрос может быть два ответа.

1. Человек, приобретая контроль, планирует «отбить» эти затраты за счет других акционеров. Например, управляя в свою пользу денежными потоками: доходы, которые принадлежат на равных всем акционерам, будут перераспределяться в пользу владельца крупного пакета. По-другому это еще называется воровством. С той же целью люди покупают должности на государственной службе и в государственных компаниях.

2. Человек, приобретая крупный пакет, преследует благородную цель: у него есть план (стратегия) эффективного развития этого бизнеса. Он предполагает, что своими действиями увеличит стоимость компании и, таким образом, «отобьет» свои затраты. Как частный случай этого варианта можно рассматривать стремление навести порядок в компании, «где все плохо», где процветает воровство менеджмента или крупных акционеров. Эти действия сами по себе могут привести к существенному росту стоимости бизнеса, потому что увеличится прибыль (ее перестанут «пилить»), а повышение качества корпоративного управления неизбежно ведет к снижению ставки дисконтирования при оценке стоимости акций.

Рассмотрим второй вариант более подробно. Несправедливость этого варианта состоит в том, что человек, реализующий благородную задачу, находится в более ущербном положении, чем остальные акционеры. Результат его действий распределится равномерно между всеми владельцами акций, даже самыми «маленькими». При этом из его персонального результата надо вычесть уплаченную им премию за контроль.

Обратите внимание на такую ситуацию: когда акционер X приобретает 75% акций компании Y, по закону «Об акционерных обществах» он должен дать ofertу другим участникам по той же цене, что и при покупке основного пакета. Да, закон предусматривает различные права и обязанности для акционеров в зависимости от размера доли, но нигде в законе не сказано, что он может дать цену офферты остальным акционерам меньше, так как в случае покупки основного пакета ему пришлось заплатить премию за контроль.

Тем не менее, зачастую некоторые компании, ссылаясь на отчет оценщика, где фигурирует премия за контроль, предлагают по офферте меньшую цену, чем для основного пакета.

Солидные компании с высоким уровнем КУ так себя не ведут. В качестве позитивного примера можно привести консолидацию «дочек» компанией ТНК-BP. Из последнего стоит отметить Pepsi и «Вимм-Билль-Данн»: Pepsi объявила, что миноритарные акционеры получают по офферте те же условия, что и продавец крупного пакета.

Люди, использующие премию за контроль в качестве аргумента для неравных условий, де факто признаются в своем намерении обворовывать других акционеров.

В идеальном акционерном обществе не должно быть разницы, каким количеством акций обладает акционер. Это показывает практика западных компаний, где премия за контроль стремится к нулю. В развитых странах приобретение крупных пакетов ведет к существенному росту ответственности.

Для портфельного инвестора наличие премии за контроль — это не очень хорошо при любом раскладе. Если кто-то платит премию за контроль, то, возможно, он собирается «пилить» доходы компании, и это плохо. Если он платит эту премию для того чтобы исправить ситуацию, это значит, что она плохая в моменте. А улучшится она в будущем или нет, это вопрос дополнительного исследования.

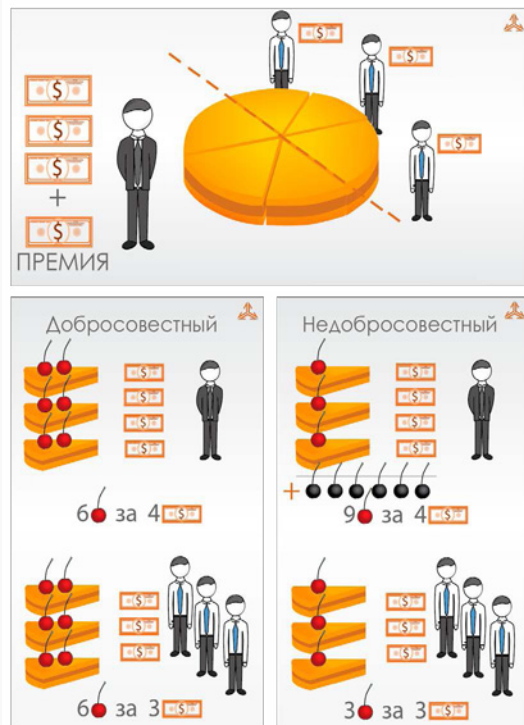
Вывод

Размер премии за контроль — это величина, обратно пропорциональная качеству корпоративного управления.

P. S. Не стоит путать премию за контроль с платой за ликвидность. Это ситуация, когда цена акции при проведении операций с крупным пакетом может существенно отличаться от рыночной стоимости как в большую, так и в меньшую сторону. Большим объемом операций по покупке можно взвинтить цену акции на открытом рынке до такой степени, что она будет не интересна для покупателя. И наоборот, операции по продаже могут обвалить цену до уровня, когда продавать уже нет смысла. Учитывая эту ситуацию, операции по продаже крупных пакетов акций, как правило, сопровождаются сложными переговорами.

○ В рамках курса «Факультатив» следующей читайте статью 12.15. Опционы: беспроигрышный проигрыш?!

Дайте «Премия за контроль»? Собираетесь воровать?



© АРСАГЕРА www.arsagera.ru
Инфографика к материалу «Дайте «Премия за контроль»? Собираетесь воровать?»

12.1. Рынок акций или Forex... Что лучше? Δ

На первый взгляд, много общего: графики, колебания котировок, возможность использования «кредитного плеча», технический анализ. Но у акций есть фундаментальное отличие, которое предоставляет возможность зарабатывать деньги...

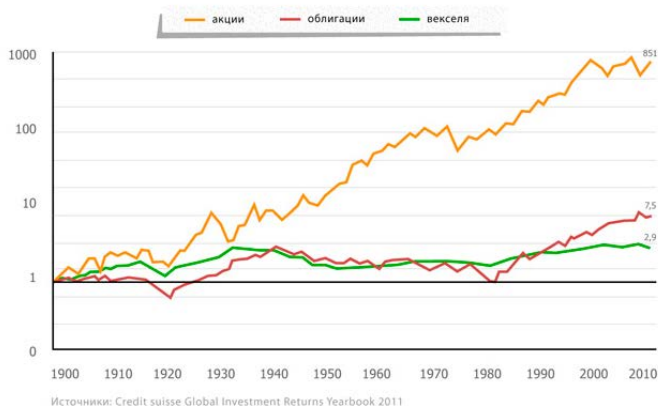
Ключевое отличие акций от FOREX

Это отличие — в положительной среднестатистической доходности рынка акций, что, в частности, было характерно для рынка США в период с 1901 по 2011 годы. Так происходит потому, что акция — это маленький кусочек большого бизнеса и ежедневного человеческого труда, которые создают для владельцев бизнеса добавленную стоимость. Эта способность бизнеса быть производительным и генерировать деньги и вызывает положительную среднестатистическую доходность рынка акций (положительное математическое ожидание).

Здесь мы говорим об акциях как таковых в общем смысле слова. Акция как документ — это право собственности на активы и труд тысяч людей. Покупая акции, Вы меняете плоды своего труда — заработанные деньги — на обязательство других людей трудиться на Вас. Когда Ваша возможность зарабатывать деньги с возрастом сокротится, эти неизвестные люди будут Вас кормить.

Вся многолетняя статистика доходности рынка акций, даже скорректированной на инфляцию, подтверждает наши слова. И даже в периоды падения курсовой стоимости акций функционирование бизнеса не прекращается. Люди продолжают ходить на работу — плавить металл, добывать нефть, оказывать услуги, тем самым создавая своим трудом стоимость для владельцев бизнеса. И в долгосрочной перспективе этот труд возьмет свое, оказав влияние на динамику цен акций. С валютой же все наоборот.

Динамика акций, облигаций, векселей в США с учетом инфляции, 1900–2010 год



Многолетняя статистика показывает — инфляция, как ржавчина, неумолимо, из года в год, разъедает стоимость денег. Рынок Forex не является рынком реальных активов — это обмен одной меры стоимости на другую. И эти меры стоимости подвержены коррозии.

Центральные банки многих стран соревнуются в ослаблении своих национальных валют относительно других. Они катятся по наклонной плоскости вниз, а игра на Forex — это попытки угадать, чья скорость падения меньше. Но каждый прыжок отъедает чуть-чуть Вашего благосостояния, и чем чаще прыгать, тем быстрее оно уменьшается. Потому что, даже несмотря на высокую ликвидность рынка Forex, есть спред, есть комиссии брокеров. Фантастическое «кредитное плечо», предлагаемое Forex-клубами, многократно усиливает эти потери. А если еще и не угадать со скоростью падения...

Кто зарабатывает на Forex

Вероятно, стабильно зарабатывать на валюте можно. Но для этого нужно предоставлять услуги на рынке Forex. В противном случае Вы играете против теории вероятностей. Сами участники рынка Forex раскрывают печальную статистику. По итогам года в плюсе остается только 1 из 10 игроков. На рынке акций 90% проигрывают по доходности фондовому индексу. Но если сам индекс растет, то, даже проиграв ему, можно остаться в плюсе. На Forex Вы проигрываете все время снижающемуся индексу стоимости валюты относительно реальных активов.



Технический анализ, всевозможные торговые системы и стратегии — это ловкие трюки Forex-клубов. У множества людей они создают иллюзию возможности создания вечного двигателя. На бумаге размер портфеля увеличивается по экспоненте, когда же начинаются реальные сделки — все идет по-другому. Иллюзия, что надо только чуть-чуть доработать систему, лишь подпитывает игровую зависимость.

Наиболее распространенные приемы рекламы Forex — это бешеная доходность и «заработай своим умом». Растет самооценка, собственная значимость — только на самом деле это слепая и опасная самонадеянность. Приятно называть себя трейдером. Мало того, игра на Forex выдается за работу. Большинство простых людей попадают на удочку Forex, испытывая ощущение причастности к финансовому миру. Но это причастность овец к пастуху, который их пасет, стрижет, а потом забивает на мясо.

Инвестор никак не защищен на Forex

Деятельность всевозможных Forex-клубов вообще никем не регулируется — ни Центральным Банком, ни Федеральной службой по финансовым рынкам России (ФСФР просто опубликовало предупреждение). Казино вывели в закрытые зоны, а Forex-клубы живут и катаются «как сыр в масле». Интернет переполнен рекламой с фантастической гарантированной доходностью и обещаниями

заработка. При этом число клиентов Forex-клубов, по нашим оценкам, существенно превышает число клиентов казино. По сравнению с ними даже финансовые пирамиды, которым, так или иначе, приходится «маскировать» свою деятельность, «нервно курят в сторонке».

В то же время, когда речь идет о рынке ценных бумаг, то есть об инвестициях в экономику, в том числе и России, устанавливаются жесткие ограничения не только на информирование о доходности, но и на любые упоминания о перспективности рынка акций и отдельных компаний, и ПИФов.

Вывод

Мы в компании «Арсатера» убеждены: Forex — это ловушка, с помощью которой Forex-клубы зарабатывают деньги. Создана глобальная машина по вербовке новых участников. С помощью тонких приемов у клиентов поддерживаются иллюзии, и, в конечном итоге, у большинства из них формируется игровая зависимость. Рынок Forex — это черная дыра, способная поглотить любые суммы.

Конечно, частые сделки с акциями точно так же уменьшают Ваш капитал. Но здесь на Вашей стороне хотя бы положительное математическое ожидание доходности фондового рынка.

12.2. Forex: гении маркетинга! △

Часто Forex-клубы размещают свою рекламу в виде вакансий: «Работа на финансовых рынках! Бесплатное обучение! Трудоустройство! Приглашаем управляющих! Даем средства в управление! Заработай своим умом! Доход от 1000 долл.». Желающих «заработать своим умом» на валютных спекуляциях у нас хватает. Это водопроводчиков и электриков у нас мало, а гениальных трейдеров «завались».

Стратегия втягивания человека выглядит примерно так: вначале бесплатное обучение — наживка заброшена. Дальше учим за деньги, даем те самые ценные знания, которые помогают зарабатывать. Затем практика на демо-счете, где все почему-то показывают блестящий результат. Обещали трудоустройство? Мы свои обещания выполняем, но докажите свой профессионализм!

Некоторые создают систему, которая примерно раз в неделю или реже «дает сигнал», и они «встают» на всю сумму, например, против доллара. Им повезло, они в шоколаде. Приходят довольные к администрации дилингового центра (ДЦ) и говорят: «Вот мы все талантливо просчитали и заработали бешеные деньги». Им действительно в этот момент кажется, что они все просчитали. Но в администрации Forex-клуба сидят не дураки. Они говорят: «Да, Вы супер-управляющий, но нам надо убедиться в том, что это не просто везение, а именно Ваш профессионализм». И ставят условие заработать, например, 30%, совершая ежедневно не менее 20 сделок по нескольким валютам суммой не менее ..., короче, работая всей суммой. Когда наш гений-управляющий пытается что-то заработать, выполняя все эти условия, у него почему-то перестает получаться.

Почему? Поясним на примере.

В казино тоже можно поставить миллион «на красное» и, с относительно высокой вероятностью, удвоить сумму. Именно поэтому казино устанавливает ограничение на максимальную ставку. Допустим, в казино перед Вами поставили задачу удвоить миллион долларов на рулетке, при том что максимальная ставка будет 100 долл. Ваш результат будет вполне предсказуем. Из 10 000 ставок 18/37 будут выигрышными, 19/37 — проигрышными. В конечном итоге Вы проиграете 1/37 своей суммы или примерно 27 000 от 1 млн долл.

ВНИМАНИЕ! Казино, вводя лимит на максимальную ставку, жертвует возможностью выиграть Ваш миллион, ради 27 тыс. Казино вообще не хочет играть! Как и сам ДЦ никогда не занимается операциями на Forex, но охотно этому учит других. Казино вполне устраивает 1/37. Главное, чтобы было как можно больше ставок. Не очень больших, чтобы исключить случайные большие выигрыши. И не очень маленьких, чтобы игроки не замучили крупье, проигрывая свои деньги. Все это приводит к тому, что начинает работать закон больших чисел (принципы теории вероятностей), и это становится бизнесом, где казино получает 1/37 (2,7%) с оборота.

На Forex при таком количестве сделок от миллиона, скорее всего, не останется ничего. Потому что с точки зрения теории вероятностей казино ведут свой бизнес гораздо прозрачнее и честнее, чем ДЦ. Отрицательное математическое ожидание рынка валют и небольшие, на первый взгляд, комиссии ДЦ многократно усиливаются огромными «плечами», делая вероятность проигрыша выше, чем на рулетке. Вы уверены, что в дополнение к этому ваш ДЦ не «передергивает карты»? В результате выиграть становится практически невозможно, о чем свидетельствует статистика самих Forex-клубов.

Естественно, после того как наш «гений-управляющий» помается со всеми этими требованиями и большим числом сделок, его посетит «гениальная» (как обычно) мысль: «У меня же хорошо все получалось без этих дурацких требований к числу сделок. Я могу зарабатывать и без них. Займу-ка я денег у друзей, быстренько заработаю, рассчитаюсь с долгами и буду работать на себя, а не на дядю из Forex-клуба. Еще лучше убедить друзей дать мне денег в управление. Для них-то главное выигрыш. Они-то точно не установят таких требований». В этот момент администрация клуба может пить шампанское! Она выполнила свою задачу! Клиент где-то раздобыл и добровольно принес им деньги! Все танцуют! Забрать эти деньги — дело техники.



Просто теперь клиент свой проигрыш растянет во времени. Администрация Forex-клуба своими условиями просто «сжала» этот период до месяца, а заодно и наглядно продемонстрировала невозможность выигрыша на Forex. Для ДЦ не очень важно, сделаете Вы 10 000 ставок за ночь или будете делать по одной в день. Даже лучше, если клиент будет проигрывать деньги медленно. Потому что когда медленно, то незаметно, и успевает сформироваться игровая зависимость. Да и неизбежность проигрыша становится не столь очевидной. Ситуация усугубляется, если человеку по началу везет! Все как в казино.



В этом смысле особенно умиляет трогательная «забота» некоторых продвинутых Forex-клубов о своих клиентах, когда им рекомендуют следовать правилам, защищающим капитал от проигрыша. Например, не ставить сразу все против доллара, установить «стоп-лоссы», «тейк-профиты» и прочая «лабуда», которая выдается за риск-менеджмент и умение профессионально зарабатывать на рынке.

Очень не любят Forex-клубы переносить позиции на следующий день и очень не любят клиентов, которые приходят и ставят сразу миллион против доллара. А вдруг он выиграет и сразу потребует его выплатить? А вдруг у «черта», который принес миллион, есть «неформальные» рычаги воздействия на ДЦ, и это создаст проблемы для бизнеса? А вдруг придется резко сворачивать бизнес и «делать ноги»? Ведь сделки клиентов обычно никто из ДЦ не перекрывает на реальном рынке — все стараются сделать в рамках своей «кухни».

Правильно! Отсюда обучение риск-менеджменту: делать сделки часто, понемногу, следовать тренду и защищать капитал, закрывая позицию. Ну что, гениальные супер-трейдеры, узнали себя и свои ДЦ? В рекламе заявляется одно, а незаметно это перерождается в другое:

Заявляется в рекламе

- Работай на финансовых рынках.
- Зарабатывай своим умом.
- Даем деньги в управление.
- Становись управляющим.
- Бесплатное обучение.
- Трудоустройство.

Получается на практике

- Игровая зависимость.
- Искаженное представление о природе инвестиций.
- Люди отдают ДЦ свои деньги и деньги друзей.
- Люди выпадают из созидательной деятельности на благо самих себя и общества в целом, а вместо этого с утра до ночи «пялят» свои красные глаза в монитор и едят валидол, превращаясь в бездельников.

Человек даже не замечает, как деградирует.

Продолжаем обсуждать уловки, которые используют форексные конторы, чтобы «подсадить на игровую иглу» как можно больше «невинных душ». Здесь хочется рассказать еще об одном их «гениальном» изобретении.

Нас всегда поражало, что в комментариях к нашим материалам (да и в реальной жизни это встречается сплошь и рядом) появляются люди, которые абсолютно искренне, с пеной у рта доказывают, что на Forex можно зарабатывать. Они ссылаются на свой длительный успешный опыт и даже готовы приводить документальные подтверждения.

Да, хороший мошенник может имитировать искреннюю убежденность, но хороших мошенников мало, а людей, убежденных в том, что на Forex можно заработать, слишком много. Надо помнить о постулате НЛП, который предполагает, что людьми движет позитивное намерение и не может быть столько людей, которые стремятся обмануть других. Большинство людей не такие уж и плохие.

С другой стороны, один из постулатов теории продаж говорит: лучший продавец тот, кто сам верит в качество продукта, который он продает.

И наконец, вспомним о том, что каждая форексная лавка имеет программу «Приведи друзей и заработай». Таким образом, форексники смекнули, что надо находить талантливых, энергичных и убедительных ребят, которые будут искренне и зажигательно доказывать, что на Forex можно заработать. Как эти «кухни» умеют «рисовать» результаты, мы уже рассказывали. Только здесь все наоборот. Они «рисуют» им не убытки, а прибыль.

По сути, это зарплата сэйлз-менеджеров, только она выплачивается через торговый счет. Надо только следить, чтобы продавец не подтянул на свой счет крупную сумму. Хотя даже это не проблема. В этой ситуации можно пожертвовать продавцом. Свою задачу он выполнил — привлек деньги. Так и выходит, что человек несколько лет выигрывает, потом набирается храбрости, берет в долг крупную сумму и «неожиданно» все проигрывает.

Мы недавно натолкнулись на такого персонажа: толковый паренек, увлечен инвестированием, но не понимает фундаментальной разницы между Forex и фондовым рынком. Он искреннее переживает за клиентов, которых «подтянул» как посредник в очередную «foreксную кухню», пытается им помочь, научить правильно торговать. Он просто не может представить, что его, как марионетку, умело дергают за нужные ниточки.

Специфика «foreксной кухни» позволяет запустить такой процесс гораздо эффективнее, чем на фондовом рынке, где все гораздо более зарегулировано и защищено технологиями биржи. Особенно если не баловаться «плечами» и «шортами».

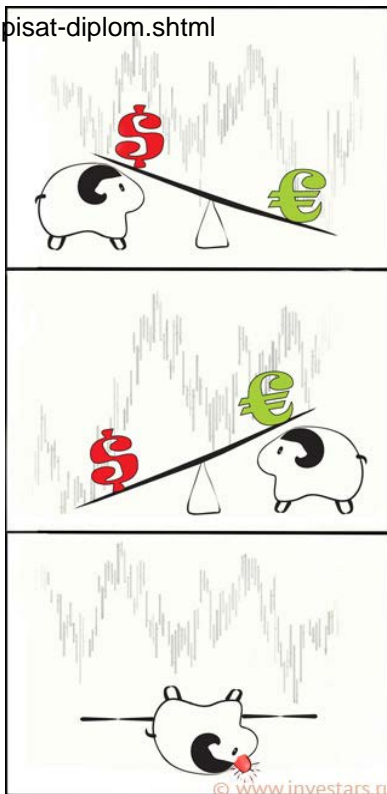
Все это возможно благодаря феноменальной свободе, которую имеют foreксные лавки. Их никто не контролирует, они могут свободно рекламировать любой бред про фантастические заработки и обещать любую доходность на Forex. По уровню информационного беспредела они вплотную приблизились к MMM 1990-х годов и даже главные каналы не гнушаются рекламировать Forex. До каких пор это будет продолжаться? Видимо, пока это не выльется в социальные потрясения.

Мы не устаем предостерегать наших читателей от всевозможных спекуляций и уж тем более от игр на Forex. Но для того чтобы хоть как-то уберечь людей с нездоровой тягой к этому рынку и от злоупотреблений мошенников, достаточно сделать простые вещи.

1. Сейчас большинство «кухонь» оформлено как тотализаторы, букмекеры или вообще как офшорные лавки. Надо разрешить эту деятельность на территории России только банкам, имеющим лицензию ЦБ, — их достаточно легко контролировать.
2. Ограничить размер «плеча» при валютно-обменных операциях для неквалифицированных инвесторов (обычных людей) на уровне фондового рынка — не более 1:4. Большее «плечо» разрешить только для квалифицированных инвесторов.

12.3. Основные признаки финансовых пирамид Δ

Для большинства людей в России словосочетания «финансовая пирамида» и «финансовый рынок» зачастую находятся в одной области сознания, а иногда воспринимаются как синонимы. Бизнес банков, брокеров, доверительных управляющих напрямую связан с деньгами населения. Однако реклама финансовых пирамид, как правило, более агрессивна, напориста и зачастую схожа с рекламой упомянутых финансовых организаций. Поэтому деятельность финансовых пирамид наносит ущерб не только населению, но и добросовестным финансовым компаниям, которые ошибочно воспринимаются людьми как пирамиды.



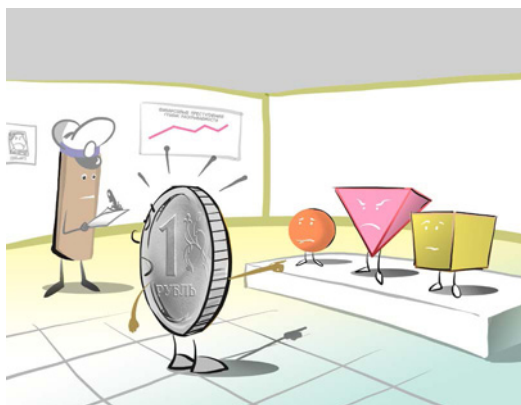
Основная деятельность УК «Арсатера» — это управление капиталом. И нам часто приходится слышать от людей с низким уровнем финансовой грамотности суждения типа: «ПИФы — это пирамиды». Мы хотим рассказать Вам о том, чем отличается такой популярный и законный инструмент как паевой инвестиционный фонд (ПИФ) от мошеннических финансовых пирамид. Также мы покажем, с помощью каких механизмов защищаются интересы инвесторов при вложении в ПИФы.

Высокая гарантированная доходность, предлагаемая финансовыми пирамидами

Одним из основных признаков финансовой пирамиды является гарантия постоянной высокой доходности, как правило, значительно превосходящей значение инфляции и размеры ставок по банковским депозитам. Это естественно, ведь заманить человека в ловушку проще всего, сыграв именно на его жадности.

В действительности гарантировать доходность инвестиций не может никто. Такие обещания являются прямым нарушением законодательства.

Например, компании, управляющие ПИФами, могут сообщать только уже полученную по факту доходность, которую мог бы получить любой человек, если бы купил паи фонда в соответствующий момент. Кроме того, любой материал о ПИФах должен содержать слова: «Стоимость инвестиционных паев может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем».



Конечно, управляющие компании гордятся доходностью, которую они получили по факту управления имуществом ПИФа, и часто используют эту информацию в рекламных целях. Однако у многих людей, ничего не знающих о ПИФах, именно эти данные вызывают ассоциацию с финансовой пирамидой.

Нестандартное лицензирование

Брокерская или управляющая компании в обязательном порядке должны иметь лицензии на соответствующий вид деятельности. Проверить, есть ли у финансовой компании лицензия, можно на сайте Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР России).

Часто мошенники вместо лицензии вывешивают на сайтах и в офисах свидетельство о регистрации юридического лица, которое может получить любой желающий, или копии лицензий, полученных в каких-нибудь экзотических странах. Однако некоторые финансовые пирамиды, маскируясь под добросовестную компанию, могут, например, использовать лицензию биржевого посредника на совершение фьючерсных и опционных сделок. При этом ни один из перечисленных выше документов не дает право компании привлекать средства населения.

Иногда же финансовая пирамида делает откровенно «липовую» лицензию, очень похожую на настоящую. Осторожность никогда не бывает лишней, поэтому всегда проверяйте информацию на официальном сайте ФСФР.

Наличие лицензии не сможет полностью гарантировать, что перед Вами не мошенники, но вероятность мошенничества со стороны компании в этом случае будет существенно ниже.

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

К сожалению, некоторые финансовые пирамиды заходят настолько далеко, что получают официальные лицензии. На сайте ФСФР есть перечень организаций, имеющих признаки финансовых пирамид.

Собственники-офшоры

Зачастую в мошеннических организациях в качестве собственников фигурируют оффшорные компании, а топ-менеджеры — это, как правило, иностранцы с большим количеством придуманных регалий и заслуг.

Использование большого количества внешне малоразличимых названий

Финансовые пирамиды часто используют чехарду с названиями, организационно-правовой формой (ООО, ЗАО, ОАО с одинаковым названием), филиалами, холдингами, группами и дочерними компаниями. Например, Вы пришли в одну организацию, а на подпись Вам дали документы, в которых фигурирует другая организация, с практически аналогичным названием.



Также иногда финансовые пирамиды маскируются под уважаемые финансовые организации, используя их названия или эксплуатируя, так или иначе, тему принадлежности к государственным структурам. Нередки случаи использования мошенниками и названий инструментов, внешне схожих с вполне законными и распространенными. Например, «долевой инвестиционный фонд» вместо «паевой инвестиционный фонд». На слух отличие минимально, но с точки зрения закона долевых фондов вообще не существует.

Использование договора займа

Финансовые пирамиды активно используют в своей деятельности договоры займа, оформляя отношения со своими жертвами, как правило, именно в такой форме.

Договор займа в соответствии с Гражданским кодексом имеет право на существование и составляется мошенниками юридически грамотно, так, чтобы обезопасить финансовую пирамиду при возникновении претензий. Никакой системы раздельного учета в рамках финансовой пирамиды, естественно, нет. Деньги клиентов по этому договору займа направляются на счет самой пирамиды. Это значит, что при банкротстве компании пропадают и все деньги инвесторов, так как они объединены с активами фирмы. Можно пытаться через суд добиться возмещения материального ущерба. Только основная задача финансовой пирамиды — не дать Вам возможность вернуть деньги, и, как правило, им это очень хорошо удается. К моменту банкротства компании все деньги уже выведены со счетов мошенническим способом, а на балансе пирамиды остается 2 стула и стол, которые и делятся между всеми кредиторами.

В паевых инвестиционных фондах, в отличие от пирамид, имущество инвесторов защищено, поскольку по закону средства ПИФов учитываются отдельно от средств управляющих компаний. Даже

если УК лишится лицензии или обанкротится, инвестор все равно останется владельцем активов, которые входят в состав ПИФа. Это достигается с помощью регистраторов и специализированных депозитариев, которые хранят и учитывают имущество пайщиков и права пайщиков на него. При этом по закону специализированные депозитарии несут солидарную ответственность с Управляющей компанией за сохранность этого имущества. Также необходимо добавить, что договоры с банками, в которых открыты счета ПИФов, составлены таким образом, что любой платеж из средств ПИФа требует подтверждения специализированным депозитарием. Это является для пайщиков залогом того, что деньги из фонда не «уплывут» в неизвестном направлении.

Кроме договора займа есть и другие варианты привлечения средств. Иногда используется вексель. Нужно иметь в виду, что форма данного документа жестко регламентирована законодательством, и при несоблюдении хотя бы одного условия его оформления он признается недействительным. Однако, что договор займа, что вексель — суть от этого не меняется.

Еще один признак финансовой пирамиды — ознакомление клиента с договором только в офисе или при личной встрече. Как правило, до внесения денег Вам не дают договор на руки. У вас нет возможности посоветоваться с юристом и обдумать условия договора.

При управлении ПИФом действуют очень строгие правила раскрытия информации. Правила управления ПИФом и все изменения к ним в обязательном порядке раскрываются на сайте управляющей компании. Кроме того, существует масса независимых источников, где эту информацию можно проверить и подтвердить.

Непрозрачная структура активов, в которые вложены деньги инвесторов

Очень часто мошенники сообщают, что ведут свою деятельность в сферах, которые ассоциируются с высокой доходностью: нефте- и золотодобыча, строительство или модные сейчас нанотехнологии, и приводя при этом красивые иностранные названия и утверждая, что эти компании — мировые лидеры в своих отраслях. Постарайтесь получить конкретную информацию о том, что это за компании и где они находятся.

Например, печально известная финансовая пирамида «Рубин» широко рекламировала приобретение фирмы Ocean View Project Ltd, которая, якобы, занимает ведущие мировые позиции по операциям, связанным с грузовыми и пассажирскими перевозками на морском транспорте, и работает уже 16 лет. На деле же Ocean View Project Ltd оказалась фиктивной подставной компанией, зарегистрированной в мае 2007 года.

Деятельность ПИФов имеет радикальное отличие с точки зрения прозрачности. Ответ на вопрос «Куда вложены деньги пайщиков?» имеет четкий и ясный ответ. Законодательством предусмотрено обязательное ежеквартальное раскрытие этой информации. Список всех активов обязательно должен быть представлен на сайте компании. Более того, правила ПИФа четко устанавливают перечень активов, которые могут входить в состав имущества фонда. Например, наиболее популярные у населения открытые ПИФы могут приобретать российские ценные бумаги с высоким уровнем надежности и ликвидности. Вам хорошо известны названия этих компаний — Газпром, ЛУКОЙЛ, Норильский никель, Сбербанк и т. д.

Почти все пирамиды существуют за счет так называемого «сетевого маркетинга» (MLM). Это концепция, которую можно описать следующим образом: Вы получите дополнительный доход, если приведете в пирамиду своих друзей и знакомых. В свою очередь и доход приведенных Вами людей также зависит от количества приведенных ими друзей. Таким образом, число людей, вовлеченных в аферу, растет в геометрической прогрессии. Кстати, именно поэтому подобные мошеннические схемы и называются пирамидами. Стоит отметить, что в некоторых странах сетевой маркетинг официально запрещен (Китай) либо очень жестко ограничен законодательно (США).

В некоторых пирамидах встречается требование заплатить вступительный взнос за право получать и распространять какие-либо рекламные материалы.

Нередко встречается использование эффекта толпы и давление на психику — в мошеннических компаниях работают люди, являющиеся хорошими психологами. Вас убеждают, что Вы здесь не случайно, что Вы — избранный, что Вам повезло. На собраниях (семинарах) создается атмосфера неистового энтузиазма, праздника, играет музыка. У компании помпезный офис (чаще — аренда зала в гостинице). Нарядные улыбчивые сотрудники. Они не предоставляют никакой конкретной информации (««мы пока не можем раскрыть Вам всю суть»»), но очень умело оперируют словами типа Форекс, фьючерс, трейды.

Выводы

- Мошенническая компания не обязательно должна соответствовать всем приведенным признакам. Но наличие у компании хотя бы нескольких перечисленных признаков — это уже повод серьезно задуматься.
- Не бойтесь спросить или уточнить у сотрудников компании что-то, что кажется Вам подозрительным. Сегодня постесняетесь спросить — завтра можете потерять все вложенные деньги.
- Не верьте никому на слово в вопросе Ваших финансов. Проверяйте информацию в независимых источниках.
- В экономике есть непреложный закон: «Высокой доходности без соответствующего риска не бывает». Помните об этом, когда будете в очередной раз слышать о предложениях высокой гарантированной доходности.
- Мы надеемся, что этот материал даст Вам основные представления о деятельности финансовых пирамид и сможет уберечь Вас при общении с мошенниками.

12.4. ПираМММида пираМММид Δ

На нашем сайте мы внимательно следим за различными злоупотреблениями, маркетинговыми уловками на финансовом рынке и даем советы, как защититься.

МММ требует специального рассмотрения.

Надо отметить, что версия МММ-2011 куда более продвинутая по сравнению с первой. Особенно с точки зрения дистрибуции. Создатели сайтов завалены заказами от «десятичников» и «сотников». Каждый из них и продавец, и рекламный носитель «в одном флаконе». Зачастую эти люди пытаются заработать на своих друзьях и родственниках.

В чем мотивация этих людей? Они полагают, что, находясь на позиции десятника (сотника, тысячника и т. д.), они успеют вытащить свои деньги, когда пирамида начнет рушиться. Толчком к развалу этой конструкции может послужить серьезный (по размеру) переток денег из одной локальной пирамиды в другую. Другими словами, в одной (свежей) локальной пирамиде может идти приток денег, а в другой — массовые выплаты. В этой ситуации деньги для выплат надо забрать из пирамид, куда деньги приходят. Если ты в «системе» и видишь эти потоки, то можешь успеть выскочить быстрее других.

Мы проводили расчет: если считать, что заявленное в начале 2012 года количество участников 10 млн человек и прирост участников 2-3% в день, то через 3-6 месяцев количество участников выйдет примерно на 150 млн человек. Сомнительно, что найдется такое количество авантюристов.

В отличие от акций, за МММ не стоит никакого бизнеса, созидательного труда и создания общественно-востребованного продукта. Это пирамида жадности. С этической точки зрения это выглядит следующим образом: деньги, которые получают участники, они фактически отнимают у других участников.

По сути это игра на деньги с неодинаковыми правилами игры. Правила эти до конца не ясны, но есть те (десятники, сотники), кто пытается их для себя улучшить.

С юридической точки зрения, проект МММ-2011 тоже неплохо проработан: мы не смогли обнаружить четкий состав преступления для обвинения в мошенничестве, но увидели два нарушения: незаконную банковскую деятельность и незаконную организацию лотерей.

И то, и другое является незаконным предпринимательством (ст. 171 УК РФ) и «наказывается штрафом в размере до трехсот тысяч рублей или в размере заработной платы или иного дохода осужденного за период до двух лет, либо обязательными работами на срок до четырехсот восьмидесяти часов, либо арестом на срок до шести месяцев».

А совершенное организованной группой и сопряженное с извлечением дохода в особо крупном размере «наказывается штрафом в размере от ста тысяч до пятисот тысяч рублей или в размере заработной платы или иного дохода осужденного за период от одного года до трех лет, либо принудительными работами на срок до пяти лет, либо лишением свободы на срок до пяти лет со штрафом в размере до восьмидесяти тысяч рублей или в размере заработной платы или иного дохода осужденного за период до шести месяцев либо без такового».

Сам основатель этого проекта пишет про себя: «У меня было в детстве 12 сотрясений мозга и, возможно, я даже и не вполне вменяем. Посадить меня, впрочем, это не помешало. Лидер ЛДПР и зам. председателя Госдумы РФ В. Жириновский считает, что меня вообще следует объявить сумасшедшим. И, надо признаться, некоторые основания у него для этого есть. По крайней мере, я и сам до сих пор не до конца уверен, полностью нормален ли я? Был бы нормальным, стал ли бы я все это затевать?» Поэтому его, как невменяемого, могут и не привлечь к ответственности, а просто отправить на принудительное лечение.

Зато любой участник пирамиды может предъявить обвинения десятникам, сотникам, тысячникам и т. д., направив в прокуратуру соответствующее заявление, и предъявить им персональные обвинения. Когда пирамида начнет рушиться, именно на них будут направлены негативные эмоции пострадавших. Эти люди несут риск уголовной ответственности в обмен на возможность получать деньги от нижестоящих участников и возможность вовремя вытащить вложенное.

Выводы

<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

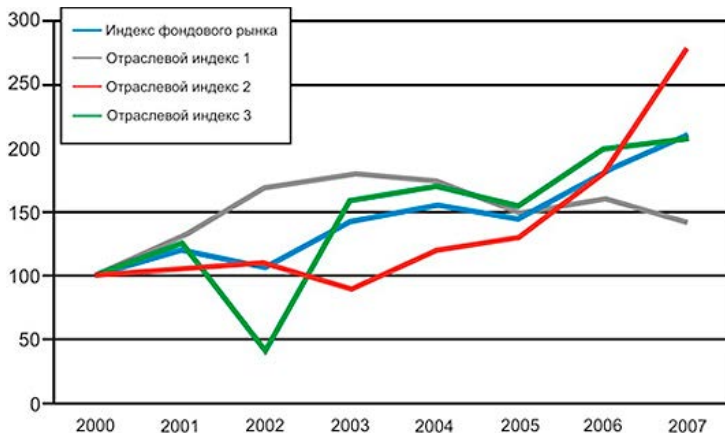
- Задумайтесь, принесут ли деньги, отнятые у других участников игры, что-то хорошее? Деньги, полученные честно, дают свободу. Деньги, полученные нечестно, отнимают свободу. Выбирайте сами.
- Участники этой игры находятся в разных условиях. Десятники, сотники и т. д. контролируют денежные потоки и успеют и позаботиться о своих вложениях, и прихватить что-то чужое. Но они же несут и риск уголовной ответственности и максимально «портят свою карму».

12.5. Вся правда об отраслевых фондах △

Не секрет, что среди инвесторов отраслевые ПИФы пользуются большой популярностью. Пайщиков больше всего привлекает то, что паи отраслевых фондов оказываются на вершинах рейтингов по доходности. Хотите узнать причину, по которой управляющие компании используют такой инструмент как отраслевые фонды?..

Зачем управляющим компаниям нужны отраслевые фонды?

В погоне за привлечением средств, управляющие компании придумали хорошую маркетинговую тактику — создание широкой линейки отраслевых фондов. Причем каждая компания представляет это как высокий уровень сервиса по предоставлению широких возможностей клиентам.



С математической точки зрения, изменение фондового индекса — это, по большому счету, сумма изменений всех отраслевых индексов, так как в индексе присутствуют все крупнейшие российские компании, задающие тон практически во всех отраслях. Следовательно, на любом временном интервале всегда будут отрасли, которые выросли выше среднего, и наоборот. Вполне естественно, что при этом всегда будет отрасль-лидер, показавшая наилучший результат и опередившая все остальные отрасли.

Логично, что у компании, предоставляющей клиентам линейку отраслевых фондов, всегда будет фонд, который, особенно на коротком отрезке (например, 1 год), показывает впечатляющие результаты на фоне остальных фондов и который можно продемонстрировать клиентам как результат выдающегося качества управления. Этот результат можно использовать в агрессивной рекламе в СМИ и за счет этого привлекать новые средства под управление и, соответственно, получать комиссию.

На самом деле, предлагая клиентам отраслевые фонды, Управляющие компании снимают с себя ответственность по выбору отраслей, перекадывая эту сложную задачу на клиентов. Неужели клиент управляющей компании, который по определению не является профессионалом, лучше самой управляющей компании знает, какая отрасль будет самой доходной в ближайшем будущем и на что надо делать ставку? Если это так, то возникает вопрос, зачем такому клиенту вообще нужна управляющая компания. Человек с такими знаниями может самостоятельно инвестировать на фондовом рынке. При этом, даже если клиент выберет отрасль корректно, то нет никакой гарантии, что инвестирование в рамках отраслевого фонда будет осуществляться в соответствии с ожиданиями клиента. Следствием этого утверждения является тот факт, что доходности фондов одних и тех же отраслей, но под управлением разных компаний, показывают значительно отличающиеся друг от друга результаты. В отличии, например, от фондов на индекс ММВБ, доходности которых вполне сопоставимы.

Клиенты, зачарованные высокими показателями доходности отраслевых фондов, не отдадут себе отчет в том, что доходности отдельных отраслей подвержены достаточно сильным колебаниям. И тот отраслевой фонд, который показал в недавнем прошлом доходность выше среднего, скорее всего свою доходность уже исчерпал, и ждать от него хороших результатов в ближайшее время уже не следует. На самом деле, работа Управляющей компании, помимо всего прочего, заключается в том, что компания вовремя меняет диверсифицированный набор отраслей в портфеле, вкладывая деньги в компании, обладающие высоким потенциалом роста вне зависимости от привязки к конкретным отраслям, но не вкладывая при этом весь портфель в одну отрасль. С этим связано и то, что на временных интервалах больше года большинство отраслевых фондов исчезает с вершин рейтингов, оставляя место классическим фондам акций.

Такие манипуляции с сознанием клиентов возможны благодаря низкой инвестиционной культуре нашего общества. Клиенты наших управляющих компаний не настолько профессиональны, чтобы делать выводы относительно потенциала роста отдельных отраслей экономики. Разочарование, которое возникает у клиентов после неудачных инвестиций в отраслевые фонды, приводит не только к потере лояльности в отношении конкретных управляющих компаний, но и, что особенно печально, в целом к индустрии коллективных инвестиций.

Помимо всего прочего, в отличие от классических фондов, использование инвесторами отраслевых фондов не может позволить им спокойно преобразовывать свой человеческий капитал в финансовый посредством выбранного отраслевого фонда. Инвестирование с помощью отраслевых фондов подразумевает то, что инвестор будет постоянно заниматься переходом от одного отраслевого фонда к другому.

Выводы

- По математической логике, на любом интервале всегда будет отрасль, которая покажет доходность выше индекса. Только выбрать ее непрофессиональному инвестору практически невозможно.
- Мы считаем, что отраслевые фонды должны быть отнесены Федеральной службой по финансовым рынкам к категории фондов для квалифицированных инвесторов, чтобы исключить возможность для начинающих инвесторов нести убытки при использовании этих достаточно сложных продуктов. Так как по нашим наблюдениям, большинство неквалифицированных инвесторов входит в

отраслевые фонды, на пике их стоимости, благодаря уже продемонстрированной высокой доходности.

- По моему мнению, задача управляющей компании заключается не в создании широкой линейки отраслевых фондов, а в качественном управлении классическим фондом акций, то есть в своевременной смене диверсифицированного набора отраслей в портфеле и опережении любого отраслевого фонда на длинных временных интервалах.

△ Окончание курса «Школа».

12.6. Продукты с защитой капитала (структурированные продукты) □

На финансовых рынках существует множество маркетинговых ходов для привлечения клиентов. Одним из них являются структурированные продукты, которые, на первый взгляд, кажутся панацеей от всех бед, но лишь на первый взгляд.

Структурированные продукты могут называться по-разному — структурные продукты, инвестиционные инструменты с защитой капитала, индексируемые депозиты. Все они позиционируются, как уникальная возможность получить выгоду в «хорошие дни» и защитить вложенные средства в «плохие дни». Звучит хорошо, но, к сожалению, зачастую происходит так, что стоимость этой защиты перевешивает возможные выгоды, особенно, когда за нее берут дополнительные деньги.

Что такое структурированные продукты?

Структурированные продукты — это такие инвестиционные продукты, которые должны позволить защитить изначально вложенную сумму и одновременно могут позволить получить прибыль от роста стоимости тех или иных активов (например, ценных бумаг, товаров или валют).

Комбинаций может быть безграничное множество, лишь бы продукт продавался. Мы рассмотрим два основных типа структурированных продуктов:

- состоящих из комбинации облигаций и акций;
- состоящих из комбинации облигаций и опционов.

1-й случай. Облигации и акции

Часто консервативным инвесторам любят предлагать такой продукт: инвестируете в облигации, а на доходы от облигаций покупаете акции. Риски ограничены, прибыль может быть выше, чем просто вложения в консервативные облигации, на вид — классический структурированный продукт. За его составление Вы платите инвестиционной компании или банку. Однако на самом деле от структурированного продукта здесь лишь маркетинговая упаковка, ведь определенная комбинация акций и облигаций — это частный случай составления инвестиционного портфеля. Такой продукт может сконструировать любое частное лицо, для этого не нужны специальные знания. Кстати, из-за налогообложения для частных инвесторов даже разумнее использовать банковский депозит, а не облигации.

В случае акций это, наверное, неплохой психологический прием для того чтобы сомневающемуся инвестору-новичку начать вложения в акции. Мы все мысленно присваиваем максимальный коэффициент риска всему, что не понимаем. Потом, по мере знакомства с акциями, человек сможет

2-й случай. Облигации и опционы

Если в первом рассмотренном варианте в «маркетинговой упаковке» структурированного продукта были производительные активы, то в данном случае появились опционы.

Опционы — это сделки пари, спор, шансы выиграть в котором — 50%, но за возможность заключить этот спор организатор торговли опционами возьмет с Вас плату. Поэтому опционы — это такой же инструмент с отрицательным математическим ожиданием, как рулетка или лотерея. Чем больше сделок с опционами или ставок на рулетке Вы совершаете, тем больше вероятность того, что их общий результат будет отрицательным.

Для того чтобы продемонстрировать абсурдность идеи комбинирования облигаций и опционов, можно составить такой шуточный структурированный продукт: большая часть (примерно 90%) начальной суммы инвестируется в облигации, а на оставшуюся часть (потери по которой, «если что», компенсируют доходы от облигаций) приобретаются лотерейные билеты. Также на проценты от облигаций можно играть в покер, преферанс или рулетку. Такой вариант может показать доходность даже выше, чем у комбинации облигации + опционы.

Системно зарабатывать на продуктах с отрицательным математическим ожиданием могут только казино, организаторы лотерей или организаторы торговли опционами. Ваши доходы от облигаций — это Ваши деньги, и Вы можете их тратить как угодно, в том числе одним из этих способов. Ни один из них при этом не является производительным активом, за которым стоит созидательный человеческий труд. Поэтому их приобретение является еще одним вариантом потратить деньги на развлечения.

Общие недостатки структурированных продуктов

1. Структурированные продукты преподносятся частным инвесторам как что-то сложное и недоступное простому обывателю, как уникальный продукт, хотя на самом деле это не более чем консультация, помощь в заполнении инвестиционной декларации. Только это будет очень дорогой консультацией.

Удивительно, но несмотря на то что опционы обладают отрицательным математическим ожиданием, структурированный продукт с опционами стоит дороже, чем тот, что описан в первом случае. Связано это с продвижением «уникальности» и «сложности» продукта.

2. «100% гарантия» возврата вложенных средств написана в кавычках не случайно. Предполагается, что гарантия возврата достигается путем вложения большей части начальных инвестиций в надежные продукты (депозиты и облигации), но на самом деле возврат средств по данным инвестициям на 100% не может гарантировать никто. Любой вариант вложения, даже депозит в Сбербанке, застрахованный в АСВ, имеет вероятность потерь. Вопрос в оценке вероятности этих потерь.

3. Структурированный продукт, по которому не получена прибыль, даже с учетом того, что основная часть вложенных средств вернется — убыточен. Потеряны проценты, которые были заработаны по облигационной части портфеля, а это, как минимум, означает потерю покупательной способности денег.

Выводы

- Структурированные продукты — это не более чем рекламный трюк, выдумка продавцов, которые говорят клиенту то, что он хочет услышать.
- Сложные структурированные продукты часто просто создают иллюзию сохранности своей наукообразностью.
- Пользу Вашему благосостоянию, по нашему мнению, могут приносить только производительные активы: акции, облигации, недвижимость, и то при соблюдении определенных правил техники безопасности.

12.7. На кого работает технический анализ? □

«Графики цен великолепны, чтобы предсказывать прошлое».

Питер Линч

Первое знакомство с техническим анализом, как правило, рождает чувство эйфории. Люди, которые заинтересовались инвестициями, ценными бумагами, фондовым рынком видят курсовые колебания акций — несколько процентов в день, а то и больше. Они вспоминают, что в банке они получают такой доход за полгода или год, но их пугает непредсказуемость рынка. А тут такое соблазнительное предложение — не надо ничего знать про бизнес компании — вся информация заложена в графике. Ощущение, что ты теперь можешь зарабатывать своим умом, невероятно повышает самооценку. В этот момент ты уже видишь себя миллионером. Однако техническим анализом пользуются миллионы людей, но среди них практически нет миллионеров, а реальные миллионеры, как правило, им не пользуются. Почему?

Как брокеры используют технический анализ

Технический анализ — это гениальное изобретение для брокерских компаний. Брокер зарабатывает комиссию с каждой сделки. Чем больше совершается сделок, тем больше комиссия. Ключевая маркетинговая задача любой брокерской компании — стимулировать клиентов к совершению сделок. Технический анализ для этого подходит как нельзя лучше.

Большинство брокеров организуют курсы по обучению техническому анализу. Здесь каждый найдет что-нибудь по душе: для людей с хорошим образованием и аналитическим складом ума —



широкий выбор осцилляторов; тем, кому лень разбираться в сложной статистике, — детские рисунки: «голова-плечи», «двойное дно», «флаги», «вымпелы» и т. д.; для тех, кто склонен к эзотерике, — пожалуйста, числа Фибоначчи, волны Эллиота. И никто не сможет устоять перед обаянием «японских свечей».

Технический анализ и статистика

Однако нет ни одного подтверждения, что все это реально работает. Все эти картинки найдены и наложены на график постфактум. Существует любопытное исследование: изучение огромного числа американских акций за 50 лет показало — после появления фигуры «голова-плечи» цена с равной вероятностью может пойти как вверх, так и вниз. Возможно, если кто-то этим озадачится, то получит такой же результат и для других приемов технического анализа.

В тот момент, когда человек становится адептом технического анализа, для него теряется физический смысл инвестирования в акции. Он перестает, покупая акции, владеть бизнесом и превращается в игрока на колебаниях, попадая в особую разновидность финансового казино.

У рынка акций есть положительная среднестатистическая доходность. Если пользователь технического анализа достаточно долго находится в бумагах и не очень часто совершает сделки, он волей неволей без всякого технического анализа может получить положительный финансовый результат, хотя, скорее всего, проиграет индексу. Однако, если сделки совершать часто, использовать кредитное «плечо» и «шорты», никакая положительная среднестатистическая доходность рынка акций уже не поможет.

Например, на рынке Forex, где по определению присутствует отрицательное математическое ожидание, никакой технический анализ не позволяет обеспечить положительный результат в долгосрочной перспективе. Это при том, что технический анализ — это основной инструмент Forex-трейдеров.

Почему мы не используем технический анализ

Большинство специалистов УК «Арсатера» хорошо знакомы с инструментами технического анализа, однако в УК «Арсатера» при управлении ценными бумагами он не используется. Предположим даже, что некоторые инструменты технического анализа позволяют с определенной долей вероятности предсказывать движение цен. Но мы не смогли придумать способ сравнивать привлекательность разных акций между собой, используя при этом методики технического анализа. Это получается делать только на основе данных об экономике компаний.

Мы не стремимся критиковать технический анализ. Пропаганда брокеров ежедневно вербует тысячи новых приверженцев. Мы благодарны тем, кто его использует, принося себя в жертву рынку, повышая его ликвидность и обеспечивая комфортные условия для инвесторов.

Возможно, это не так уж плохо, если благодаря техническому анализу люди начнут инвестировать в российскую экономику. Положительная среднестатистическая доходность фондового рынка может позволить заработать даже им. Если кто-то пойдет дальше и сможет разобраться, мы постараемся помочь ему в этом.

Выводы

- Технический анализ является замечательным маркетинговым инструментом, направленным на максимизацию числа сделок, что приносит деньги брокерам.

- Благодаря своей простоте и самостоятельности технический анализ позволяет поверить в осмысленность действий при совершении сделок. Те, кто учатся техническому анализу, и те, кто ему учат, в него искренне верят.
- Технический анализ не позволяет определить движение рынка, но благодаря ему люди покупают акции — инструмент с положительной среднестатистической доходностью и, как следствие, все равно имеют возможность зарабатывать.
- Мы говорим СПАСИБО техническому анализу, потому что он помогает людям начинать покупать акции, заниматься инвестированием, заботиться о своем будущем.

12.8. Кто выигрывает на «плечах» и «шортах»? □

«Фондовый рынок устроен так, чтобы перераспределять деньги от Активных к Терпеливым.»

Уоррен Баффет

Брокерская компания живет тем, что получает комиссию от каждой совершенной сделки. Чем больше оборот, тем больше комиссия. Все усилия брокера направлены на то, чтобы увеличить оборот. Для этого организуют бесплатные семинары: «Технический анализ», «Стратегия внутрисуточного трейдинга», «Скальпинг — умение делать деньги». Для этого проводят конкурсы трейдеров, где победители зарабатывают 5000%, совершая 2,5 сделки в минуту. Возникает вопрос: какую максимальную комиссию можно получить с клиента? Ответ поражает воображение — с клиента можно получить все деньги, которые он принес для приобретения акций! Как?

На чем же зарабатывают брокерские компании?

На первый взгляд комиссия брокера очень скромная — в среднем 0,1% от объема сделки. Допустим, Вы приносите в брокерскую компанию 100 000 руб., чтобы купить акций Газпрома, ЛУКОЙЛа, Сбербанка, Норильского никеля, Транснефти. За эту сделку вы заплатите 100 руб. Согласитесь, мелочь. Особенно если Вы купили эти акции, а продавать планируете лет через пять.

Но Вас вежливо пригласят на бесплатный семинар, где расскажут, что на акциях можно хорошо заработать, но для этого надо поучиться. И это звучит очень логично.

Хотя для того чтобы начать инвестиции в акции, достаточно знать два простых факта:

- 1) биржевой индекс растет в долгосрочной перспективе, несмотря на временные снижения и постоянные колебания;
- 2) 80% активных игроков проигрывают биржевому индексу, и только 7% удается заработать больше.

Вместо этого Вам расскажут о множестве приемов торговли, о сигналах к покупке и продаже. Это совершенно заурядная ситуация, когда клиент под влиянием технического анализа оборачивает свой портфель ежедневно и платит 100 руб. брокеру не раз в 5 лет, а каждый день.

Брокерская услуга — «плечо»

Самая гениальная придумка брокеров — это leverage, по-русски «плечо». Официально это называют маржинальной торговлей. Это классическая банковская операция — кредитование под залог ценных бумаг.

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

Как это работает? Вы купили Газпром, Лукойл, Сбербанк, Норильский никель, Транснефть. Это ликвидные акции — брокер хорошо знает, что в любой момент он сможет продать Ваши акции, чтобы вернуть свои деньги. Вы выбрали эти акции и ожидаете, что они принесут Вам доход.

И тут Вам от брокера поступает соблазнительное предложение. Он готов предоставить Вам в кредит дополнительно еще 100 000 руб. Если эти акции вырастут на 30%, то, вложив 100 000 руб., Вы заработаете 30 000. Используя кредит, Вы получите еще 30 000 (за вычетом «небольших» процентов за кредит). Правда, заманчиво? Особенно если технический анализ уже вселил уверенность в свои силы, и гордость переполняет от мысли, что зарабатываешь своим умом!

Но есть и другая сторона. Если выбранные акции упадут на 30%, Ваши убытки составят 30 000 + 30 000 + % за кредит. И от Ваших 100 000 руб. останется меньше 40 000. Конечно, это не означает, что весь Ваш проигрыш перейдет к брокеру. Он перейдет к терпеливым, но комиссия брокера вырастет как минимум вдвое. А теперь представьте, что брокер предложит Вам не 100, а 200 тыс. дополнительно. Выигрыш и проигрыш утраиваются. Это так соблазнительно — поймать движение рынка 30% и почти удвоить капитал. Снижение на 30% с учетом процентов... — и у Вас почти НИЧЕГО не останется от начальной суммы. Вы рискуете своими деньгами, а брокер получает тройную комиссию. Здорово придумано?

Вот это и есть «плечо». Когда говорят, что брокер дает «плечо» 1:2, это означает, что при ваших 100 000 руб. Вам дополнительно дадут 200 000. Но это также означает, что при неблагоприятном движении рынка на 50% Вы останетесь без своих денег. Комиссия брокера в любом случае вырастет в 2 раза. Вы платите уже не 100 руб., а 200. Смело требуйте скидку!

Кроме того, при неблагоприятном движении рынка Ваши акции будут проданы без Вашего согласия, когда остаток на Вашем счете приблизится к определенному критическому значению. Или от Вас потребуют внести дополнительную сумму — margin call (маржинальное требование). Мы не будем здесь углубляться в тему злоупотреблений, когда крупные операторы, обладая информацией о том, когда у клиентов возникнет margin call, используют это.

Законодательно установленное ограничение максимального «плеча» для брокерских компаний на рынке ценных бумаг составляет всего 1:2 (1:4 для некоторых категорий инвесторов). Это выглядит смешно на фоне рынка Forex. Forex до сих пор не регулируется ни ФСФР, ни Центральным Банком. Форексные конторы могут предоставлять плечо 1:100 и более. Это значит, что даже незначительное движение «убьет» Ваши деньги. А комиссия брокера может превышать размер Вашего проигрыша.

Forex-клубы вплотную приблизились к заветной мечте брокера — заполучить все деньги клиента. Учитывая, что реальные сделки Forex-клуб, как правило, не заключает, Вы не покупаете реальной валюты, заключая сделку на рынке Forex. В этом случае Вы, фактически, никому ничего



не проигрываете и ничего не выигрываете. И рано или поздно Ваши деньги переходят брокеру в виде комиссии.

Брокерская услуга — «шорт»

Еще одна гениальная находка брокеров — это «шорт», или «короткая продажа» (от англ. short). Например, Вы считаете, что акции Ростелекома, ВТБ и Роснефти в ближайшее время снизятся. Вы их продадите и будете сидеть на деньгах. Но на бесплатном семинаре перед Вами поставят новую достойную цель — научиться зарабатывать как на росте, так и на падении!

Ваш брокер тут как тут и предлагает Вам дать в долг на время эти акции. Вы их сможете тут же продать, а потом, когда они упадут, откупить дешевле. Разница будет Вашим выигрышем, хотя брокер не забудет взять с Вас процент за использование акций.

Однако если акции будут расти, Вам придется откупать их дороже, чтобы вернуть взятые в долг акции. Обеспечением этого кредита опять будут Ваши деньги. При осуществлении коротких продаж «плечо» тоже может составлять 1:4. Мы не будем здесь углубляться в порочность «коротких продаж».

Используйте брокеров с умом!

Брокер предоставляет Вам «прекрасный ассортимент». Семинарами, «плечами» и «шортами», предлагаемыми Вам, он более чем в 10 раз может увеличить свой доход. Чем больше Вы проводите сделок, тем больше Ваших денег переходит брокеру.

Не воспринимайте этот материал как антиброкерскую пропаганду. Позитивная функция брокера в том, чтобы обеспечить доступ инвесторов к фондовому рынку. Тем не менее всегда будут люди, которые хотят поиграть на колебаниях ценных бумаг. Точно так же казино никогда не останутся без клиентов. Но клиенты казино, как правило, хорошо знают, как зарабатывает казино. Клиенты брокеров тоже должны понимать, какие услуги брокеров для чего нужны.

В разговоре с дружественным нам брокером он сетовал: «Жалко, хорошие клиенты так быстро «умирают», а на «инвестиционных бакланах», которые купят и сидят, много не заработаешь».

По нашему мнению, квалификация инвестора выражается не в частоте совершения сделок, не в использовании разнообразных возможностей, предлагаемых брокером, и не в операциях со сложными финансовыми инструментами. Квалификация инвестора определяется умением сравнивать акции между собой и находить лучшие.

Выводы

- Помните: рынок акций — не казино. Вы приходите туда не играть, а удобно и технологично становиться владельцем эффективного бизнеса.
- Не используйте «плечо» и не совершайте «коротких продаж» (не играйте на понижение). Это игра, а не инвестиции. Если Вы покупаете акции без «плеча», никто и никогда не сможет продать их без Вашего разрешения.
- Помните слова У. Баффета: «Лучшее время для продажи акций — никогда». Мы в УК «Арсатера» добавляем к этому: «Акции стоит продавать только тогда, когда Вы нашли другие, более хорошие».

В рамках курса «Университет» следующей читайте статью 12.10. Использование инсайда.

Стоп-лосс (stop loss) — это способ ограничения убытков при управлении портфелем. Фактически, это поручение закрыть позицию (продать ценные бумаги) при неблагоприятном движении цен. «Тэйк-профит» (take profit), наоборот, — поручение закрыть позицию при благоприятном изменении цен. В этом материале мы обсудим практику применения «стоп-лоссов» и «тэйк-профитов», а также дадим некоторые рекомендации об их использовании.

Наиболее широко такой прием как «стоп-лосс» используется в торговых системах на основе технического анализа. Не путайте торговую систему и систему управления капиталом — названия похожие, а суть разная.

Торговая система — это, как правило, определенный набор индикаторов технического анализа. Создатели торговых систем для каждого инструмента финансового рынка (например, для каждой акции) пытаются подобрать такой набор индикаторов и так настроить их параметры, чтобы повысить вероятность угадать движение цен.

Как же используются «стоп-лоссы» и «тейк-профиты»?

На случай, если сигнал о совершении сделки при использовании торговой системы не оправдал себя, используется страховка — «стоп-лосс». Если размер «стоп-лосса» устанавливают на уровне 5%, и Вы купили акцию за 100 руб., то при снижении цены до 95 руб. она продается. Противоположностью «стоп-лосса» является «тейк-профит» — закрытие позиции при благоприятном изменении цен. Например, если «тейк-профит» устанавливается на уровне 15%, наша акция продается при росте цены до 115 руб.

Возможно, применение «стоп-лоссов» (равно как и «тейк-профитов») вполне обоснованный прием при использовании торговых систем. Нерациональным поведением, на наш взгляд, является использование самих торговых систем. Как правило, торговая система — это один из способов игры на колебаниях. Мы объясняли, почему считаем это неправильным, в наших материалах «Рынок акций — рулетка или...?» и «Кто выигрывает на фондовом рынке».

Однако вернемся к «стоп-лоссам». Один из девяти постулатов, на которых базируется наша система управления капиталом, гласит: «Потенциальная доходность — главный критерий инвестирования». Механизм использования потенциальной доходности при управления портфелем мы подробно изложили в материале «Как инвестировать в акции, используя потенциальную доходность?»

«Стоп-лосс», «тейк-профит» и теория потенциальной доходности

При таком подходе «стоп-лосс» теряет свой смысл. Если нет оснований для изменения прогноза будущей стоимости актива, то снижение текущей цены ведет к росту потенциальной доходности актива (акции). В этой ситуации актив становится еще более интересным, и его надо докупать, а «стоп-лосс» требует его продавать. Именно по этой причине мы выбрали для этого материала такое ироничное название.

Кто-то скажет — это «стратегия разбавления». Купил одну акцию за 100 руб., когда она упала до 50, купил еще одну и имеешь две акции по 75 руб. Но «разбавление» здесь — совсем не главное, тем более что дополнительное приобретение актива строго ограничено лимитом, установленным в инвестиционной декларации, и увеличения установленной меры риска по портфелю при этом не происходит. Главное — не бояться! Не бояться держать и дополнительно приобретать

Интересную трансформацию при использовании потенциальной доходности получает идея «тейк-профита». Когда стоимость акции растет — падает потенциальная доходность. При сильном росте цен, актив падает в хит-параде относительно других и при достаточно сильном движении будет продан (если не будет скорректирован прогноз его будущей стоимости). Нелепость «тейк-профита» в этом случае выражается в его «механичности», которая может привести к ранней продаже. С помощью «тейк-профита», установленного «механически», невозможно определить, исчерпал ли актив свой потенциал. Актив может быть продан не потому, что это экономически обосновано, и весь его последующий рост в этом случае пройдет мимо.

Еще одно нелепое свойство «стоп-лосса». Например «стоп-лосс» сработал — актив продан. Что дальше? Когда его можно снова купить? Если тут же с таким же новым «стоп-лоссом», то для чего тогда был нужен первый «стоп-лосс»? Так можно сколько угодно падать, да еще и на брокера трагиться. А если ни тут же, то когда? Через неделю? Через месяц? Кто знает ответ на этот вопрос? Особенно, если актив при этом обладает высоким потенциалом.

Может реализоваться и другое. Трейдер установил «стоп-лосс», «тэйк-профит», открыл позицию. Допустим, ситуация развивается таким образом, что ни «стоп-лосс», ни «тэйк-профит» не срабатывают. Акция стоит на месте и это может продолжаться достаточно долго. В это время, например, может произойти снижение стоимости ряда акций, что сделает их более привлекательными для инвестиций. Но если трейдер ориентируется при совершении операций на «стоп-лоссы» и «тэйк-профиты», он упустит эту возможность.

Отличие подхода потенциальной доходности

Ключевое отличие в подходе, использующем потенциальную доходность (в отличии от торговых систем, «стоп-лоссов» и «тэйк-профитов»), состоит в отказе от игры на колебаниях. Актив продается не потому, что он механически вырос «на столько-то процентов», а потому что он вырос относительно других так, что стал менее интересен (по сравнению с этими другими). И продается он не для выхода в деньги, а для приобретения других, более интересных. Рационально обоснованной причиной для продажи или покупки актива, на наш взгляд, может являться только его потенциальная доходность (в сравнении с потенциальной доходностью других активов).

Однако в инвестиционной декларации, которая используется в УК «Арсатера» при управлении индивидуальными портфелями, имеется возможность установить «стоп-лоссы» на отдельные активы и на портфель в целом. В сочетании с тем, что сказано выше, это может выглядеть как непоследовательное поведение. Однако мы решили оставить это как элемент риск-менеджмента.

В нашем случае «стоп-лосс» устанавливается клиентом и является мерой его доверия к расчету аналитиками компании будущей стоимости акций. Он должен защищать от возможных ошибок при расчете потенциальной доходности, а также от непредвиденных обстоятельств. Например, таких как ситуация с ЮКОСОМ. Однако, на наш взгляд, более правильным способом управления риском в этом случае является выставление более жестких требований к диверсификации портфеля — уменьшение лимита на одного эмитента. Большинство наших клиентов в конечном итоге отказывались от использования «стоп лоссов».

«Стоп-лосс» на портфель в целом играет другую роль. Он нужен тем клиентам, которые имеют четкую информацию по своим будущим обязательствам и точно знают, ниже какой минимальной суммы в будущем им нельзя «просесть».

При управлении паевыми инвестиционными фондами мы не применяем «стоп-лоссы». Более того, в отчетах, которые используют наши аналитики и трейдеры, исключена информация о стоимости приобретения актива. Она не должна оказывать на них психологического влияния. Основанием для принятия решения может являться только потенциальная доходность и место актива в хит-параде.

Выводы

- В случае использования потенциальной доходности как главного критерия при управлении портфелем не имеет смысл использовать «стоп-лоссы» и «тэйк-профиты».
- При снижении цены на актив, как правило, растет его потенциальная доходность, основанная на прогнозе его будущей стоимости. По нашему мнению, в таком случае надо его покупать, но никак не продавать.
- При росте цены на актив «тэйк-профит» может привести к «ранней продаже» и не позволит получить инвестору весь экономически обоснованный рост.
- Нелепость «стоп-лоссов» и «тэйк-профитов» в том, что нет ответа на то, как и когда снова проводить операции с активом, после того как они сработали.

На наш взгляд, только потенциальная доходность и место в хит-параде позволяют выбрать экономически обоснованный момент для приобретения и продажи актива.

△ В рамках курса «Аспирантура» следующей читайте статью [12.12. Кто выигрывает на срочном рынке.](#)

12.10. Использование инсайда □

Как влияет на рынок использование лицами (в том числе управляющими компаниями) инсайдерской информации? Существует ли официальная информация (статистика) о сделках, совершенных с использованием такой информации?

Первый вопрос, видимо, носит риторический характер. Использование инсайдерской информации приносит дополнительные доходы тем, кто ее использует. Но фондовый рынок — это замкнутая система. Если на нем кто-то получает дополнительные доходы, значит, кто-то теряет или не зарабатывает ту прибыль, которую мог бы заработать.

Если зарабатывают обладатели инсайдерской информации, значит, те же суммы теряют те, кто этой информацией не обладает и не использует. В большей степени это касается тех, кто находится во фри-флоате (то есть к рыночным участникам). Крупные акционеры, а к ним относятся государство и олигархи, теряют меньше. Их доля в капитализации российского фондового рынка составляет примерно 73%. Размер пакетов их акций настолько велик, что они просто не имеют возможности использовать инсайд, так как сама операция с их пакетом на открытом рынке может оказать существенное влияние на рынок, либо вообще невозможна.

Получается, что ущерб, который наносят обладатели инсайдерской информации, в большей степени ложится на плечи владельцев тех самых 27% процентов капитализации.

Официальная информация (тем более статистика) об объемах злоупотреблений инсайдерской информацией нам не известна.
<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

Мы можем дать только свою экспертную оценку, которая в большей степени базируется на ощущениях, нежели на каких-то расчетах. Мы оцениваем объем злоупотреблений в 3-5 млрд долл.

Капитализация фондового рынка России составляет 1 трлн долл. Размер капитализации, который приходится на рыночных участников (free-float) составляет 270 млрд долл.

Долгосрочная среднерыночная доходность рынка акций составляет 17-19% в год. При текущей капитализации фри-флоата — это около 50 млрд долл. в абсолютных цифрах. Корректировка на размеры злоупотреблений инсайдеров приводит к тому, что доходность рыночных участников снижается примерно на 1,5-2%.

Эти цифры только кажутся небольшими. Не стоит забывать, что в абсолютные это 3-5 млрд долл., которые злоумышленники забирают из карманов у добропорядочных участников рынка. Это, кстати, один из видов транзакционных издержек, влияющих на результаты участников, и одна из причин, объясняющих, почему на длительных интервалах 80% участников проигрывают рынку.

Как и в других видах коррупции масштабы злоупотреблений имеют тенденцию только увеличиваться.

Как защититься от этого? Способы защиты, доступные для рыночных участников, нам неизвестны. Пока единственным способом защиты, который изобретен в мире, является уголовное преследование. Заметную роль в процессе борьбы с инсайдерами могла бы сыграть биржа. У нее есть все данные, по которым можно изучать статистически аномально-удачные операции или случаи манипулирования рынком, после чего передавать эти данные для расследования.

12.11. Роботы против людей □

Алгоритмическая торговля (HFT — high frequency trading) с использованием торговых роботов стала модной темой на финансовых рынках. Объемы сделок достигают 50-80% биржевого оборота. Существует миф о том, что это повышает биржевую ликвидность. Но это не так! Никакую ликвидность роботы не создают.

Биржа (как организатор торговли) является центральным действующим лицом на финансовом рынке (рынке капитала). Есть две функции, определяющие ее полезность для общества:

- обеспечить бизнесу возможность привлечения средств на развитие производства товаров и услуг для населения;
- обеспечить населению возможность стать собственником бизнеса для повышения своего благосостояния.

Ликвидность прямо пропорциональна количеству продавцов и покупателей — людей, которые имеют мотивированную цель купить или продать актив. Алгоритмисты не являются ни теми, ни другими. Они забирают деньги у продавцов и покупателей! А какую пользу они приносят?

Когда мы сдаем старый автомобиль перекупщику (со скидкой), мы покупаем услугу. Он возьмет на себя хлопоты по поиску нового покупателя, потратит время и силы на предпродажную подготовку.

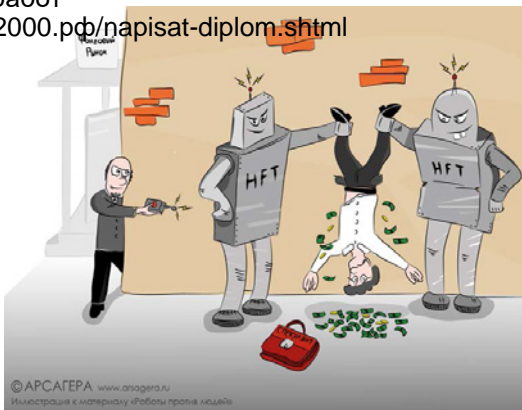
И продавец автомобиля, и перекупщик знают его реальную цену, а скидка является платой за потраченное время и усилия. Роботы же не являются посредниками, они не оказывают никаких услуг, а используют скорость доступа к торговой системе для паразитирования на участниках торгов.

Многие роботы и алгоритмические системы развивались как технологии котирования. Развитие интернет-торговли лишило брокерские дома монополии на эту функцию — сейчас любой человек может через интернет выставить котировки на покупку и продажу, используя разные алгоритмы.

Количество посредников резко выросло, а количество конечных продавцов и покупателей нет. Конкуренция снизила доходность этого бизнеса — на те же деньги стало претендовать больше «охотников». Когда доходность посреднической деятельности снижается, возникает соблазн злоупотреблений. Перекупщики автомобилей, например, могут пойти на торговлю ворованными машинами, а создатели HFT-алгоритмов начали думать над тем, как отнимать деньги у конечных продавцов и покупателей. Появилось большое разнообразие алгоритмических стратегий и роботов — фронтранеры, охотники, иллюзионисты, флипперы. Они стали высокотехнологичными паразитами, которые вклиниваются между продавцом и покупателем, создавая им дополнительные издержки, и при этом не принося никакой пользы.

Это стало возможным из-за неравных условий доступа к данным (серверам) биржи, когда одни участники могут получать и использовать информацию о заявках других участников. Алгоритмы, мощные компьютеры и скоростные линии — это технические инструменты для обеспечения и реализации этого преимущества.

Задача биржи, как организатора торговли — обеспечить равные условия всем участникам для совершения сделок. Введение повышенных тарифов для владельцев роботов выглядит как желание заработать на HFT-алгоритмистах, а не улучшить условия для продавцов и покупателей.



Маркет-мейкеры выставляют котировки на покупку и продажу, помогая продавцам не дожидаться, когда появится покупатель (и наоборот). Они принимают эти риски и экономят время — в этом состоит их бизнес. Они действительно создают ликвидность.

На рынке очень мало настоящих маркет-мейкеров — тех, кто понимает реальную цену актива и готов покупать крупные объемы с адекватной скидкой, будучи уверенным, что найдет покупателя (или наоборот). Нормальный маркет-мейкер изначально должен быть готов владеть активом как инвестор, понимая его ценность, а торговые операции для него — это дополнительный бонус.

К нам постоянно (но безрезультатно) обращаются с предложениями котировать наши акции. Предложение звучит примерно так: дайте нам акции и деньги, и мы будем выполнять функции маркет-мейкера. Знакомые бизнесмены рассказывали о своем опыте: обычно у таких маркет-мейкеров заканчиваются либо деньги, либо акции, и они приходят «за добавкой».

Выставление двухсторонних котировок (котирование) и выполнение функций маркет-мейкера — это разные вещи.

Парадокс: участникам, которые занимаются регулируемым инвестированием (а не спекуляциями), роботы и алгоритмисты пока не могут сильно навредить. Главными жертвами являются обычные спекулянты — чем чаще они совершают сделки, тем быстрее они отдают свои деньги роботам, которые зарабатывают на каждой их транзакции.

Выводы

- Реальная ликвидность может увеличиться только за счет расширения количества конечных продавцов и покупателей.
- Задача биржи и финансовых институтов — повышать финансовую грамотность населения, чтобы оно становилось владельцем бизнеса в своей стране (что и происходит в развитых странах).
- Алгоритмическая торговля с использованием роботов создает мнимый оборот, который не относится к реальной ликвидности.
- Бирже (как организатору торговли) необходимо обеспечивать равные условия доступа к информации и равные возможности совершения сделок для всех участников.

P. S. Многие создатели HFT-систем, роботов и алгоритмов часто пытаются привлечь инвесторов. Это может нести существенные риски. Во-первых, любой (в том числе и паразитирующий) алгоритм должен постоянно развиваться, а прошлые результаты не гарантируют будущих. Во-вторых, алгоритмами, использующими несовершенство торговой инфраструктуры и действительно позволяющими зарабатывать, вряд ли кто-то захочет делиться. В результате, те, кто ищет инвесторов под свою HFT-систему, в лучшем случае хотят потренироваться на чужих деньгах, а в худшем откровенно злоупотребляют доверием клиентов.

P. P. S. Иногда на создание HFT-систем новичков подталкивает брокер. Тягаться с алгоритмами и технологиями брокера они не смогут, а пока клиент создает своего робота, он сделает кучу сделок и заплатит за них комиссию.

□ Окончание курса «Университет».

12.12. Кто выигрывает на срочном рынке ◁

Срочный рынок — это большой финансовый тотализатор, который давно пора закрыть!

В этом материале мы хотим оценить роль срочного рынка как элемента финансовой системы. Разобраться, откуда там берутся деньги, кто их выигрывает, а кто проигрывает.

Так получилось, что свой путь в мире инвестиций в 1995 году мы начали именно со срочного рынка (задолго до основания УК «Арсатера»). Несколько лет мы упорно занимались изучением различных стратегий работы с деривативами. Мы опробовали все инструменты того времени: контракты на доллар, ставку по ГКО-ОФЗ, индекс РТС. Тогда еще не было электронных торгов, а трейдеры в биржевой «яме» поднимали карточки. Это совершенно разные ощущения. Одно дело нажать кнопку на компьютере и совершить сделку с кем-то обезличенным. Совершенно другое дело смотреть в глаза контрагенту, который уверен, что совершает выгодную сделку.

Нам даже удалось добиться определенных успехов — мы ушли «в плюс», заработав за все время около 40% процентов. За пару лет — это смешная доходность. В те времена такую доходность

можно было получить на государственных облигациях и даже на депозите в банке. Но сейчас при наличии знаний (понимая физический смысл явлений, происходящих на срочном рынке) этот результат не кажется смешным. Выйти «в плюс» на срочном рынке после пары лет торговли — это уже само по себе достижение.



С тех пор прошло более 10 лет. Мы внимательно следили за развитием срочного рынка, но еще тогда у нас закрадывалось подозрение, что срочный рынок — это какая-то разводка. До 2007 года Гражданский кодекс определял сделки на срочном рынке (фьючерсы, опционы) как сделки типа «пари» и приравнивал их к ставкам в букмекерских конторах, то есть по всем спорам, связанным с деривативами, не предусматривалась судебная защита. Было время, когда мы относились к этому как к некомпетентности законодательной власти в вопросах финансового рынка. После внесения поправок в 1062 статью ГК РФ сделки на срочном рынке, которые были заключены на бирже, подлежат судебной защите и не приравниваются к сделкам пари.

Однако, несмотря на это, мы готовы сделать провокационное заявление:

Срочный рынок — это большой финансовый тотализатор, который давно пора закрыть!

Является ли хеджирование фундаментальным смыслом существования срочного рынка?

Многие приверженцы срочного рынка признают, что там много игроков. Но когда речь заходит о фундаментальном смысле существования срочного рынка, все говорят о хеджировании. Для обоснования нашего смелого утверждения мы начнем с того, что лишим срочный рынок этой «фундаментальной» основы.

Можно описать два типа хеджеров на срочном рынке:

- хеджеры первого типа (хеджеры 1) покупают реальный актив и продают фьючерс;
- хеджеры второго типа (хеджеры 2) продают реальный актив и покупают фьючерс.

Составим матрицу участников срочного рынка. У нас может быть четыре типа ситуаций.

	Хеджеры 1	Хеджеры 2	Игроки
Хеджеры 1		Ситуация 1	Ситуация 2
Хеджеры 2	Ситуация 1		Ситуация 3
Игроки	Ситуация 2	Ситуация 3	Ситуация 4

Ситуация 1. Сделка между Хеджером 1 и Хеджером 2 приводит к следующему результату:

- Хеджер 1 вкладывает деньги под фиксированную доходность;
- Хеджер 2 получил в распоряжение деньги под фиксированный процент.

Вопрос: зачем это делать таким замысловатым способом? Под фиксированную доходность деньги можно вложить в банк, получить их под фиксированный процент можно там же — в кредитном

отделе. При этом банк обеспечит реальную фиксированную процентную ставку как по кредиту, так и по депозиту.
<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

В обеих схемах, использующих срочный рынок, на самом деле процентная ставка нефиксированная. У Хеджера 1 она может уменьшиться, у Хеджера 2 — увеличиться благодаря margin call при неблагоприятном движении на срочном рынке. Добавьте сюда еще несовершенство налогообложения: прибыли/убытки по реальному активу не «схлапываются» с прибылями и убытками по фьючерсам.

Кто-то скажет в защиту позиции Хеджера 1 — на срочном рынке доходность-то выше! Во-первых, далеко не факт, что выше. Во-вторых, за нее он сполна заплатит повышенными рисками срочного рынка. В защиту Хеджера 2 может быть другой аргумент — банк не дает кредит! Но Хеджер 2 может просто продать свой реальный актив и вообще не платить проценты за вырученные деньги.

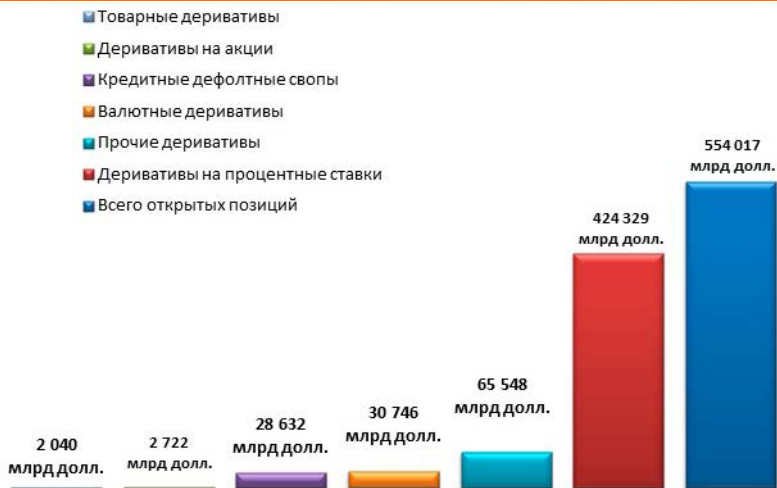
Ситуация 2. Хеджер 1 совершает сделку с Игроком. В долгосрочной перспективе доходность, которую приносит реальный актив, выше, чем доходность захеджированных позиций. Доходность рынка акций выше, чем доходность инструментов с фиксированной доходностью. Итоговый результат Хеджера 1 на срочном рынке будет отрицательным и будет компенсироваться за счет доходов на реальном рынке. Другими словами, деньги, которые Хеджеры 1 будут зарабатывать на реальном активе, частично будут питать срочный рынок. Зачем такое хеджирование? Не лучше ли оставлять эти деньги себе?

Ситуация 3. Вряд ли Хеджеру 2 удастся постоянно облегчать себе долговую нагрузку за счет игроков и перекладывать на них уплату процентов за пользование деньгами. А платить повышенный процент за полученные деньги — это просто дарить их срочному рынку. Трудно назвать это рациональным поведением.

Получается, хеджеры — это странные люди. Если они что-то выигрывают на срочном рынке, то обязательно проигрывают эти деньги на реальном рынке и еще платят комиссию организаторам торговли. Если они проигрывают, то покрывают это за счет денег, полученных на фондовом или товарном рынке.

Мы не осветили здесь тему опционов как инструмента хеджирования. Эта тема заслуживает отдельного материала.

Можно утверждать, что хеджирование — это неэффективный способ страхования рисков. Для товарных рынков гораздо более эффективным механизмом является ценовое регулирование на государственном или межгосударственном уровне. Например, ОПЕК для рынка нефти или государственные закупки для рынка зерна. В крайнем случае, подойдет механизм классического страхования, основанного на законе больших чисел. Практическим подтверждением этого вывода является очень маленький процент сделок с деривативами на реальные активы (товары, акции) в общем объеме открытых позиций на срочном рынке.



Источник: The Bank for International Settlements (BIS) (<http://www.bis.org/>).

Для фондового рынка, где есть акции и облигации, хеджирование — это нелепость. Если ты покупаешь акции, зачем ограничивать их доходность хеджированием? Если нужно снизить риски портфеля, можно просто добавить в него облигации.

И вот, наконец, мы добрались до сути срочного рынка.

Ситуация 4. Это как раз то, ради чего существует срочный рынок. Люди спорят между собой по поводу цен разных активов, проигрывая деньги, заработанные своим трудом, полученные в наследство или вырученные от продажи реальных активов (например, квартиры). Возможно, таким способом они удовлетворяют свою потребность играть. Получается, что единственной полезной функцией срочного рынка является удовлетворение игровой потребности людей.

Тогда вполне логично приравнивать срочный рынок к казино, букмекерским конторам и тотализаторам. Мы все читали книги или смотрели фильмы о злоупотреблениях букмекеров. Если объем ставок на то или иное состязание слишком высок, возникает естественный соблазн: сыграть против толпы, организовав нужный исход состязания. Однако для букмекерской конторы это является уголовным преступлением.

Нечто похожее может быть на срочном рынке. Объем любого реального рынка ограничен. В природе существует конечное (ограниченное) количество акций любой (даже самой большой) компании, конечное количество нефти, зерна, золота. Это могут быть очень большие рынки, но их объем все равно ограничен. Объем ставок (споров) на то, что нефть будет стоить 100\$ за баррель, никем не ограничивается.

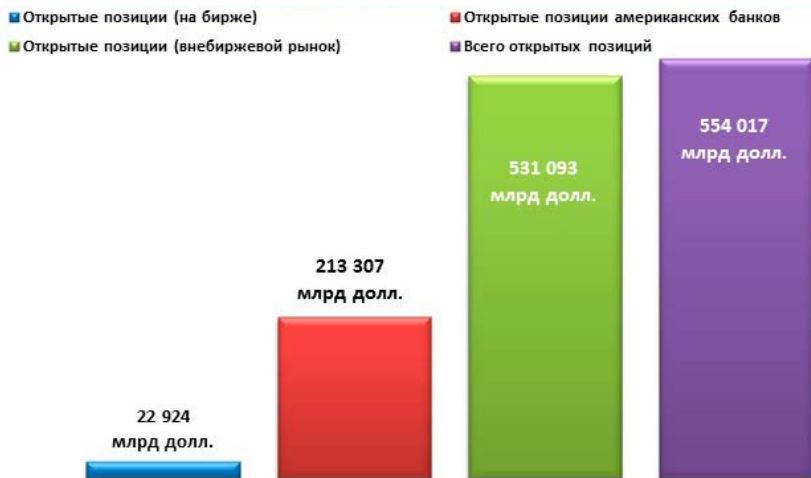
Допустим, Вася с Петей поспорили, что нефть через год будет стоить 100\$ за баррель и поставили на это по 1000\$. Это ничтожная сумма по сравнению с объемом рынка нефти. Если же Вася с Петей поставили на это не 1000\$, а, скажем, 10 в 12 степени — это уже сопоставимо с объемом рынка нефти. Тут кто-то из них может попробовать организовать нужный результат. Особенно, если Вася

спорит не с Петей, который в случае чего сможет этому противодействовать, а с огромным числом маленьких «Петей», которые ничем ему ответить не смогут, да и вообще «не в курсе». Если в букмекерском бизнесе, как правило, очень тяжело выявить и доказать договорные матчи, то в финансовой сфере доказать манипуляции еще сложнее.

Мы сами сталкивались с подобными ситуациями еще в 1990-е годы. Тогда Санкт-Петербургская Фьючерсная Биржа «сливала» информацию об открытых позициях одному из крупнейших брокеров — Брокеру № 15 (был такой легендарный персонаж — кто тогда работал, хорошо его знают). На основе этой информации он так манипулировал ценами, что это приводило к принудительному закрытию позиций огромной массы мелких игроков из-за маргинальных требований. Только однажды ему не хватило денег и времени до истечения контракта, чтобы противостоять всему рынку. Это привело к полному обнулению его счета. Бирже пришлось пойти на беспрецедентный шаг — закрыть досрочно контракт. Причем расчетная цена контракта отличалась от спота более чем на 20%, иначе биржа просто не могла выполнить обязательства перед контрагентами Брокера № 15.

Наличие крупных игроков на рынке деривативов подтверждается данными об объеме открытых позиций крупнейших американских банков к общему объему открытых позиций.

Соотношение открытых позиций по производным финансовым инструментам на биржевом рынке, внебиржевом рынке и открытые позиции крупнейших американских банков по состоянию на конец 2011 года



Источники: The Bank for International Settlements (BIS), Office of the Comptroller of the Currency (OCC) (<http://www.occ.gov/>)

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

При этом объем активов банков зачастую в разы меньше, чем объем контрактов по дериватавам.
<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

Банк	Активы, млн долл. США	Деривативы, млн долл. США
1 JPMORGAN CHASE BANK NA	1 811 678	64 376 016
2 CITIBANK NATIONAL ASSN	1 288 658	49 127 164
3 BANK OF AMERICA NA	1 451 969	45 415 570
4 GOLDMAN SACHS BANK USA	103 790	43 692 733
5 HSBC BANK USA NATIONAL ASSN	206 010	3 664 006
6 WELLS FARGO BANK NA	1 161 490	3 251 399
7 MORGAN STANLEY BANK NA	67 047	1 698 555
8 STATE STREET BANK&TRUST CO	212 293	1 390 474
9 BANK OF NEW YORK MELLON	256 205	386 168
10 PNC BANK NATIONAL ASSN	263 310	305 151

Источник: Office of the Comptroller of the Currency (OCC) (<http://www.occ.gov/>)

Для срочного рынка, по нашему мнению, хорошо подходит такая аналогия: стадо «овец» и несколько «пастухов» (или «кукловодов» в терминологии современного рынка), которые это стадо регулярно стригут и рекрутируют новых, взамен остриженных догола. В принципе, нет ничего страшного в том, что «овцы» и хеджеры теряют деньги. Мир несправедлив, и с этим ничего не поделаешь. В конце концов, это их личная инициатива.

Но беда в том, что срочный рынок оказывает влияние на реальные рынки: товарный и фондовый. К нестабильности, которая и так в избытке присутствует на этих рынках, добавляется нестабильность, которую приносит срочный рынок. Вот основная причина, по которой давно пора закрыть срочный рынок.

На фондовом рынке повышение капитализации компаний — это естественный процесс: бизнес работает, приносит людям пользу, зарабатывает прибыль, создает стоимость для акционеров. Ежедневная работа предприятий — это источник увеличения благосостояния их владельцев.

На срочном рынке нет реального актива, который системно работает на увеличение благосостояния держателей контрактов. Деньги на срочный рынок приносят «овцы» и хеджеры, а забирают «пастухи» и организаторы торговли (биржа, расчетная палата, брокеры и т. п.).

Выводы

- Системно зарабатывают на срочном рынке организаторы торговли и инсайдеры. Выигрыш любого другого участника — это случайное событие, которое легко можно исправить.
- Срочный рынок не является рынком реальных активов, не создает стоимость и питается деньгами участников.
- Срочный рынок усиливает волатильность реальных рынков и несет угрозу стабильности финансовой системы.

△ Окончание курса «Аспирантура».

12.13. Где шансов больше: в казино или на срочном рынке? ○

Многие люди понимают, что казино — это игра, забава. При большом количестве опытов (ставок) ты рано или поздно проиграешь. Выигравшим всегда есть и будет само казино. Есть и более сложный

термин — это игра с отрицательным математическим ожиданием, то есть вероятность выигрыша составляет меньше 50%. При этом игра на срочном рынке, по мнению многих, таковой не является, мало того, считается полноценной работой. В этой статье мы (УК «Арсатера») оценим вероятности выигрыша в казино и на срочном рынке, сравним их между собой и сделаем выводы.

Казино

Коротко (так как исследований масса) мы лишь резюмируем итоги игры в казино. Возьмем самый простой способ игры для вычисления вероятности выигрыша — игру на рулетке. Как известно, на рулетке 37 цифр — от 0 до 36. Если постоянно играть на чет или нечет (на красное или черное), то вероятность выигрыша составит $18/37 = 48,65\% < 50\%$. Происходит это из-за наличия ноля, то есть выигрыш казино можно свести к простому проценту с оборота в размере $1/37 = 2,7\%$. Оборотом можно считать весь объем ставок игроков, поставленных за все время работы рулетки. Именно поэтому для казино не важно, кто из игроков в моменте выиграл, а кто проиграл, важно чтобы как можно больше и дольше играли, размер ставок и их количество росло, так как с ростом оборота растет и прибыль казино. Ставки на отдельные числа, сектора или прочие части рулетки при большом количестве опытов ничего в расчете вероятности выигрыша не меняют — она стремится к 48,65%, то есть меньше половины. Это значит, что рано или поздно Вы свои деньги проиграете. Схожая ситуация и на других видах игры в казино. Конечно, при игре на блэкджеке (21) умения игрока могут немного сдвинуть вероятность к 50%, но в среднем доход казино составляет все те же 2,7% от оборота (от объема ставок). Стоит отметить, что оборот должен быть обеспечен большим количеством ставок, чтобы законы теории вероятностей непременно сработали, именно поэтому в казино существует ограничение на максимальную ставку. Есть ограничение и на минимальную, но это только лишь для того, чтобы игрок не замучил крупье, слишком медленно проигрывая свои деньги, да и рентабельность стола за определенный отрезок времени никто не отменял. В принципе казино могло бы убрать ноль с диска рулетки, заменив его обязательным требованием к игрокам платить комиссию с каждой ставки в размере 2,7%. С точки зрения доходов казино ничего бы не изменилось (не находите сходство с некоторыми институтами на срочном рынке?).

Любопытно, но при игре в казино ничего не дает ни риск-менеджмент, ни мани-менеджмент (не в состоянии изменить эту вероятность). В казино это все понимают. Эти умные изобретения на срочном рынке считаются существенным (если не основным) навыком, дающим преимущество игроку для обеспечения выигрышного результата.

Относитесь к казино как к развлечению, за которое Вы просто заплатили как за билет в кино. Стоимость его посчитать достаточно легко: 2,7% от оборота. Пришел, поменял деньги на фишки, и когда общий объем сделанных Вами ставок будет около 18 000, Вы и заплатите за это удовольствие свои 500 руб. Чем не поход в кино или на аттракционы?



Резюме. Ваша вероятность выигрыша составит 48,65%. Доход казино (Ваша плата) с оборота — 2,7%.
<http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml>

Срочный рынок

Для того чтобы понять, каким образом считается вероятность выигрыша на срочном рынке, необходимо согласиться с некоторыми вводными данными и предположениями:

- на срочном рынке мы будем вычислять вероятность выигрыша от обратного: если при игре в рулетку мы вычисляли доход казино из вероятности выигрыша, то на срочном рынке мы будем вычислять вероятность выигрыша из дохода организатора этой игры — биржи и брокеров, то есть оценим банк, который разыгрывают игроки, вычтем из него неизбежное уменьшение в виде транзакционных издержек, а затем вычислим вероятность выигрыша и плату с оборота;
- срочный контракт, который будет анализироваться, — фьючерс на индекс РТС. Даты дивидендных отсечек в нем пренебрегаются. Дивидендов по этому контракту нет;
- игра ведется в течение 2,5 месяцев, которые являются периодом максимальной активности на фактических данных RTS-9.12 с 02.07.2012 по 14.09.2012;
- размер комиссии биржи и брокеров: сбор за регистрацию сделки за 1 контракт: биржа 2 руб. (встречные сделки внутри дня 1 руб. за контракт, предположим, что их половина), брокер 1,65 руб.;

	Объем торгов в контрактах, шт.	Комиссия биржи (включая экспирацию), руб.	Комиссия брокера(включая экспирацию), руб.
За период	66 281 414	201 112 826	220 713 677
Среднее значение за 1 торговый день	1 205 117	4 820 466	3 976 885
Итого расходы игроков на комиссию		421 826 503	

- объем денежных средств, находящихся в игре, равен среднедневному объему открытых позиций, помноженному на размер гарантийного депозита, вариационную маржу можно рассматривать как фишки, которые периодически переходят от одного игрока к другому. Ставка, которая в моменте находится в игре, есть не что иное, как гарантийный депозит, при этом не важно, что она может быть не проиграна полностью или, наоборот, размер выигрыша будет равен этой ставке. Среднее значение объема открытых позиций в период со 02.07 по 14.09 равно 77 млрд руб. при гарантийном объеме в 10%. Сумма денег, которая разыгрывалась, равна 7,7 млрд руб. — назовем ее банк розыгрыша;
- размер движений большого значения не имеет, так как перераспределяет деньги из карманов одних игроков другим. Нам же важно понять, как на этот розыгрыш влияет комиссия, которая неизбежно уменьшает банк, который разыгрывают игроки между собой. Так как размер гарантийного депозита имеет корреляцию с волатильностью рынка (фактически размером движений и, как следствие, размером выигрыша), то это аналогично стоимости фишек, которые поставили на рулетке. Сам по себе размер ставок на вероятность выигрыша никак не влияет, он лишь пропорционально увеличивает оборот, с которого казино берет свою комиссию, как впрочем, и биржа с брокерами, а вот сумма комиссии неизбежно влияет на вероятность выигрыша. Волатильность индекса за месяц в среднем составляет 15-20%, среднее историческое отклонение от месяца к месяцу — 5-10%, то есть в течение жизни каждого контракта игроки фактически играют на размер гарантийного депозита в соотношении «ставка–выигрыш», близком 1:1, как и при простой игре на рулетке;

• непредсказуемость поведения рынка на столь коротком промежутке времени (1,2 месяца), то есть победа «быков» или «медведей», носит случайный характер. Среднестатистическая доходность индекса в долгосрочном периоде в размере 1,3% в месяц (да еще за вычетом ставки долгового финансирования 0,8% в месяц) по сравнению с размерами волатильности и среднего отклонения в месяц на таких сроках практически не оказывает влияния;

• доля хеджеров — 10% (экспертная оценка). Говорить о том, что на срочном рынке совсем нет составляющей положительного математического ожидания, не совсем правильно. Она там есть и приносится туда хеджерами. Вкратце механизм выглядит так: хеджеры, в долгосрочном периоде владея акциями, получают среднестатистическую доходность этого инструмента 15-17% годовых (доходность индекса на длинных окнах). Если предположить, что фьючерс среднестатистически отстоит от спота на размер долговой ставки (например, 10%), ставку именно этой доходности и получают хеджеры, «жертвуя» все, что выше нее, игрокам на фьючерсном рынке, то есть $17 - 10 = 7\%$ годовых. Предполагая долю хеджеров и сроки контрактов, несложно посчитать среднестатистический приток этих средств в доход игроков.

$$77 \text{ млрд} * 10\% * 7\% * 2,5 \text{ мес./12 мес.} = 112 \text{ млн руб.}$$

Если же понаблюдать за отклонениями цены фьючерсного контракта и спота, то можно заметить, что разница редко составляет ставку долгового финансирования, что говорит об отсутствии заметного влияния хеджеров (так как именно их сила держит это отклонение, не давая сжиматься и расширяться) и указывает на подавляющее количество спекулянтов и то, что они просто играют, заключая сделки пари. Об этом же говорят и крайне маленькие сроки контрактов (активность и ликвидность на ближайших контрактах — 2-3 мес). Если оценить, какой должна быть надбавка на таких сроках фьючерсного контракта к споту ($10\%/12 \text{ мес.} * 2 \text{ мес.} = 1,7\%$, то становится понятно, что это сопоставимо со спредом (особенно при старте контракта) и не является значимым отклонением. Тем не менее, оставим оценку доли хеджеров в 10%, хотя на нашем рынке она, скорее всего меньше;

• потери игроков не будут полными, если мы не учтем влияние на банк, который находится в розыгрыше, различных злоупотреблений — инсайдеров, фронтраннеров и прочих манипуляторов. Эту статью расходов мы можем предположить лишь экспертно: оценим ее как половину доходов брокеров на контракте, то есть около 100 млн руб.

Сведем все данные в таблицу:

Банк розыгрыша	7 700 млн руб.
Потери игроков	
Комиссия биржи	-201 млн руб.
Комиссия брокеров	-221 млн руб.
Комиссия инсайдеров, манипуляторов и пр.	-100 млн руб.
Подарок от хеджеров	112 млн руб.
Итого банк розыгрыша	7 290 млн руб.
Комиссия «казино» срочного рынка	5,32 %
Вероятность выигрыша	47,34 %

Даже если исключить из расчета комиссию инсайдеров, манипуляторов и пр. (это для тех, кто считает, что на срочном рынке работают только кристально честные люди, и никто никогда, например, не будет двигать котировки для принудительного закрытия позиций), Ваша вероятность выигрыша будет 47,99%, а доход «казино» срочного рынка (Ваша плата) с оборота — 4,03%.

Несложно подсчитать, что в год (12 контрактов по 15-м числам) объем транзакционных издержек игроков на срочном рынке составит около 5 млрд руб., и он сопоставим с банком, на который они играют, то есть 7-8 млрд руб. Это значит, что, как и в казино, игроки проигрывают ВСЕ. Сопоставляя эти цифры, несложно подсчитать, что средний срок жизни депозита составляет 1,5 года. Не правда ли, убедительное обоснование печальной статистики игроков на срочном рынке, просачивающейся из недр брокерских отчетов.

Можно, конечно, просто купить/продать и ждать исхода по результатам экспирации. Если не дергаться в течение жизни контракта, то плата за организацию пари небольшая — всего $(0,02\% + 0,0165\%) * 2 = 0,073\%$. Но по факту (а это видно из биржевого оборота), уплаченные игроками комиссии огромны и приводят к столь печальным результатам, делая игру в классическом казино более выгодным занятием, нежели работу на срочном рынке. Следует отметить, что результаты подобных расчетов по фьючерсам на валюту, скорее всего, будут еще более плачевными, так как там отсутствует положительный приток средств от хеджеров, так как валюты, в отличие от акций, не являются активом, генерирующим доход.

Игра на опционах принципиально не меняет суть сделки на срочном рынке — она остается сделкой пари, на опционном рынке ее можно рассматривать аналогично ставкам на числа или сектора, но уже на «диске рулетки» срочного рынка.

Выводы

- Исходя из фактических данных, вероятность выиграть в казино у игрока выше, чем на срочном рынке.
- Если мы знаем, что казино — игра, то работа простого трейдера на срочном рынке — игра вдвойне.
- Бесплезность мани- и риск-менеджмента с целью увеличения вероятности выигрыша в казино очевидна, эти же приемы не в состоянии изменить вероятность выигрыша на срочном рынке, они лишь растягивают «удовольствие» от игры и увеличивают доходы организаторов, но никак не тех, кто ими пользуются.
- Хотите поиграть — идите в казино. Нравится играть, чувствуя причастность к избранным, играйте на срочном рынке. Можно увеличить вероятность выигрыша (правда, она все равно будет меньше 50%), если меньше дергаться: открыть контракт и держать до экспирации, как до окончания результатов вращения «чертового колеса» (диска рулетки). Исходя из среднестатистических отклонений индекса за месяц, выигрыш/проигрыш может составить размер гарантийного депозита, то есть 1:1.
- На рулетке никто не берет деньги за обучение игре, скорее наоборот — Вам заплатят в виде льготных фишек и пр. На срочном рынке за обучение «ремеслу» и за «выигрышную торговую систему» Вы часто платите, причем добровольно. В казино предлагают бесплатный алкоголь, чтобы игрок как можно дольше не останавливался и ловил удачу, на срочном рынке Вам для веры в успех устраивают конкурсы и интервью со «счастливыми», всевозможными «гуру» и «профессионалами».

В казино никто не будет говорить (впрочем, Вы и слушать не будете подобную ересь), что чем больше Вы поставили ставок и проиграли, тем больше знаний и опыта Вы приобрели, на срочном рынке это в порядке вещей и этому почему-то верят. И уж тем более в казино никому не придет в голову предложить Вам сыграть в рулетку на Ваши деньги за процент от выигрыша, на срочном рынке это является нормальной практикой.

12.14. Опционы: беспроигрышный проигрыш?! ○

Наше отношение к срочному рынку мы выразили в статье «Кто выигрывает на срочном рынке?», но там мы не коснулись такого инструмента срочного рынка, как опционы.

Первое знакомство с опционами рождает чувство эйфории. Вспомните, и Вы согласитесь с этим. Ведь как это здорово — иметь фиксированные потери и неограниченный выигрыш (кстати, очень напоминает лотерейный билет — можно много выиграть при недорогом билете; причем чем дешевле билет, тем ниже вероятность выигрыша, то есть определенное сходство на лицо). Покупаешь опцион и чувствуешь себя защищенным: угадал движение — заработал. Представляешь себя продавцом опциона, и мурашки бегут по коже — ведь, получив определенную сумму, ты взамен можешь проиграть ВСЕ деньги! Страшно! Вот здесь и возникает первый вопрос: «Кто же их продает? Кто эти люди?». Об этом позже, но этот нюанс обязательно запомните.

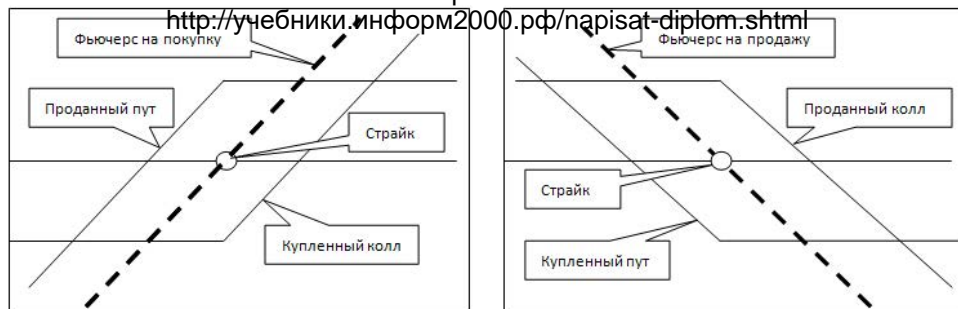
Вообще если есть описанный выше психологический аспект, то в экономической природе он не может быть не выражен в денежных единицах. По этому поводу одна история из финансовой юности.

Дело было на фьючерсной бирже. Сидели трейдеры и рассуждали о грядущей динамике курса доллара, я мирно наблюдал со стороны. Вдруг в какой-то момент, вдоволь нагаллюцинировавшись (по другому назвать эти рассуждения сложно), у них возобладало мнение, что доллар по отношению к рублю будет снижаться, и они, взяв карточки, направились в яму (тогда не было электронных торгов и сделки совершались в яме классическим образом через маклера). Я спросил: «Вы будете продавать фьючерс или покупать путы?» Они засмеялись, видя мою неопытность. «Мы будем продавать коллы!» Потом они мне объяснили, что в этом случае заработок больше, так как в случае движения путы дорожают меньше, чем дешевеют коллы.

Спустя большое количество времени я понял, что психологический комфорт стоит денег, и есть мнение (и, наверное, статистика это подтверждает), что в среднем результат продавцов опционов лучше результата покупателей опционов. Эта разница и есть плата за удобство владения опционом. Большинство участников на срочном рынке проигрывают, так как это рынок не реального актива, а по смыслу рынок пари. Рынок опционов — это просто пари на пари или, если кому-то так будет понятней, вторая производная от реального актива (фьючерс — первая). Благодаря вышеописанному эффекту на срочном рынке существуют беспроигрышные стратегии (они же арбитражные). Об этом поговорим ниже.

Синтетика всего

Известно, что покупка опциона колл и продажа опциона пут по одному страйку — это купленный фьючерс. Соответственно покупка пута и продажа колла по одному страйку — это проданный фьючерс. Это так называемые синтетические фьючерсы. С точки зрения финансового результата они ничем не отличаются от фьючерса, заключенного напрямую.



Несложно догадаться, что, комбинируя два инструмента, можно получить третий в виде синтетики. Например, продаем фьючерс, покупаем колл, получаем купленный пут. А покупая фьючерс и продавая колл, получаем проданный пут. Ну и так далее.

Беспроегрные стратегии

Если Вы не боитесь купить или продать фьючерс (фактически работать с «плечом»), то почему Вы боитесь продать опцион? Действительно так ли важно иметь возможность неограниченного роста взамен неограниченному убытку? Причем, что любопытно, покупая у Вас опцион, покупатель платит в премии опциона и премию за психологический комфорт. Именно эта премия за психологию и отклоняет порой цену опциона в ту или иную сторону, особенно в моменты сильных движений на рынке реального актива. Именно это позволяет купить или продать синтетический фьючерс, пут или колл по цене, отличающейся от цены по этому инструменту напрямую и, как следствие, поймать арбитраж. То есть, например, фьючерс торгуется по 100, а синтетика по 102. Покупаешь простой фьючерс и продаешь синтетический с учетом того, что в итоге получаются встречные позиции, уровень обеспечения минимальный, а норма прибыли может быть огромной. Вот и ловят шустрые ребята прибыль на эмоциях. Вы тоже можете попробовать. А вот хватит ли на Вас места, это вопрос. Существуют же профессиональные игроки в карты на деньги, Вы видите себя среди них?

Для любителей математики

В наших статьях мы не раз упоминали об активах, которые обладают положительным математическим ожиданием. Так, курсовой рост реальных активов по отношению к деньгам — это просто вопрос времени: рано или поздно это расстояние будет пройдено. Фьючерс же — это первая производная от этого расстояния и, как следствие, это скорость, то есть попытка угадать, за какое время это расстояние будет пройдено. Темпы скорости на «коротких окнах» (коими и являются сроки фьючерсных и опционных контрактов) непредсказуемы! Про опционы и говорить не приходится: это ускорение — попытка угадать на этих же «коротких окнах» темпы изменения скорости! Наверное, можно и еще накрутить производных (приходилось сталкиваться и с более экзотическими вещами), но суть от этого не меняется: оторванность от реальных активов — «угадайка» и пари. Или можно проще — это рулетка с очень большими издержками (об этом в выводах) и, как следствие, отрицательное математическое ожидание здесь намного выше!

Магическое слово страховка, нет, еще круче — хеджирование!

Управляющий со знающим видом говорит: «Купил на рынке акций и захеджировался от падения покупкой опционов пут». Продажа акций, по всей видимости, хеджируется покупкой опциона колл. Нет,

ну ведь какой молодец! Только вот давайте разберемся, кто же оплачивает эту страховку? В страховом бизнесе участники страхования, по сути, сбрасываются в некий фонд, который в конечном итоге и выплачивается потерпевшим. При этом в развитых странах статистика четко показывает, что объем выплат равняется объему страховых взносов, а деятельность страховой компании оплачивается из временной разницы поступления взносов и наступления выплат, или проще говоря, пока деньги не выплачены, страховщик успевает заработать на них проценты, на которые и живет.

Где же на срочном рынке этот фонд? И кто эти благодетели, которые любезно оплачивают твои потери? Наверное, это биржа, брокеры, инсайдеры и арбитражеры!

Мы уже писали в статье «Кто выигрывает на срочном рынке?», что, по сути, эти схемы — ни что иное, как ограничение доходности базового производительного актива — акций, остальные награждения — просто комбинаторика, и предела этому с точки зрения «поизгаляться» нет. Занимаясь приобретением опционов постоянно, ты будешь терять в долгосрочной перспективе их премию, оплачивая ее из доходности базового актива.

Выводы

- Все гениальное просто. Акции — труд — прибыль. Держитесь реальных активов!
- По нашему мнению, срочный рынок — это рынок пари. Игроки играют, только вот с денег, которые они проигрывают друг другу, забирают свои доли биржа (комиссии, причем они у них получаются с «плечом»), брокеры (комиссии, иногда спреда), инсайдеры и прочие злоумышленники (например, те, кто знает, куда нужно двинуть котировку, чтобы у клиентов начались маржин коллы) и арбитражеры (магистры беспроигрышных стратегий).
- В конечном итоге Вы с большой долей вероятности проиграете все на срочном рынке этим удачливым участникам.

P. S. Не убедил, а может не понял... Тогда смело на срочный рынок покупать опционы, ведь есть люди, которым Ваши деньги нужнее...

P. P. S. Просьба не путать биржевые опционы с таким понятием, как опционы, которые выписываются крупными акционерами или самой компанией менеджменту и используются как механизм мотивации. Это совсем другая история.

○ **Окончание курса «Факультатив».**

После прочтения материалов данной книги Вы можете проверить свои знания, пройдя тест «Основы инвестирования» на сайте www.investars.ru. В книге содержатся все необходимые материалы, которые помогут Вам ответить на самые сложные вопросы теста.

Тест содержит 111 вопросов. Если Вы верно ответите более чем на 95% вопросов, то можете получить вознаграждение на сумму в 1000 руб.

Правила проведения рекламной акции «Основы инвестирования» Вы можете найти на сайте:

www.investars.ru/regulations

Стоимость инвестиционных паев может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в ПИФы. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Взимание скидок (надбавок) уменьшит доходность инвестиций в инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда. Правила ЗПИФ недвижимости «Арсатера — жилищное строительство» зарегистрированы ФСФР России: 0402-75409534 от 13.09.2005. Правила ЗПИФ недвижимости «Арсатера — жилые дома» зарегистрированы ФСФР России: 0852-75409273 от 14.06.2007. Правила ОПИФ акций «Арсатера — фонд акций» зарегистрированы ФСФР России: 0363-75409054 от 01.06.2005. Правила ОПИФ смешанных инвестиций «Арсатера — фонд смешанных инвестиций» зарегистрированы ФСФР России: 0364-75409132 от 01.06.2005. Правила ИПИФ акций «Арсатера — акции 6.4» зарегистрированы ФСФР России: 0439-75408664 от 13.12.2005. Лицензия ФСФР России на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами: № 21-000-1-00714 от 06.04.2010 без ограничения срока действия. Лицензия ФСФР России на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами: 078-10982-001000 от 31.01.2008 без ограничения срока действия.

ОАО «УК «Арсатера»»

Санкт-Петербург, ул. Шателена, д. 26А, БЦ «Ренессанс», 8 этаж.

Телефон: (812) 313-05-30, факс: (812) 313-05-33.

www.arsagera.ru

Узнайте стоимость написания на заказ студенческих и аспирантских работ

работ

УК «Арсагера» постоянно готовит новые материалы о фондовом рынке и инвестициях, а также актуализирует уже имеющиеся. Следить за обновлениями можно на нашем сайте в разделе «Статьи об инвестировании»

arsagera.ru

Вы можете следить за нашей оценкой потенциальной доходности и качества корпоративного управления публичных компаний в разделе «Аналитика», а также обсуждать эмитентов и задавать свои вопросы нашим аналитикам в рамках Блогофорума

bf.arsagera.ru

[Ручная уникализация дипломных и курсовых работ](#)

[Как начать бизнес в Инернете](#)

[Науку создавать эффективные сайты](#)



ОАО «Управляющая компания «Арсагера» — первая в России управляющая компания, акции которой обращаются на бирже. Компания управляет паевыми инвестиционными фондами и предоставляет услуги индивидуального доверительного управления. Наука управлять - так в переводе с латыни звучит название «Арсагера». При управлении активами компания использует научный подход, постоянно исследуя суть явлений в экономике.

ОАО «УК «Арсагера»
194021, г. Санкт-Петербург, ул. Шателена, дом 26А БЦ «Ренессанс», 8-й этаж.
Тел. (812) 313-05-30

<http://www.arsagera.ru/>

Лицензия ФСФР России на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами: № 21-000-1-00714 от 06.04.2010 г. без ограничения срока действия.

Лицензия ФСФР России на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами: 078-10982-001000 от 31.01.2008 г. без ограничения срока действия.

Правила ОПИФ акций «Арсагера – фонд акций» зарегистрированы ФСФР России: 0363-75409054 от 01.06.2005 г.

Правила ОПИФ смешанных инвестиций «Арсагера – фонд смешанных инвестиций» зарегистрированы ФСФР России: 0364-75409132 от 01.06.2005 г.

Правила ИПИФ акций «Арсагера - акции 6.4» зарегистрированы ФСФР России: 0439-75408664 от 13.12.2005 г.

Правила ЗПИФ недвижимости «Арсагера – жилищное строительство» зарегистрированы ФСФР России: 0402-75409534 от 13.09.2005 г.

Правила ЗПИФ недвижимости «Арсагера – жилые дома» зарегистрированы ФСФР России: 0852-75409273 от 14.06.2007 г.

Стоимость инвестиционных паев может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в ПИФы. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Взимание скидок (надбавок) уменьшит доходность инвестиций в инвестиционные пай паевого инвестиционного фонда.

<http://учебники.информ2000.рф/учебники.shtml>

Одна из ключевых целей
Компании Арсагере - это создание
правильного представления об
инвестициях и финансовом
Для успешных инвестиций
необходимо понимать то, как быть
эффективными собственниками.
Компания будет расти, а уровень
жизни высоким только когда
инфраструктура населенной России
станет современной. Книга «Введение
нашей страны». Книга «Введение
одним из наших действий для
решения этой задачи»
Александров и др.

НАПИСАНИЕ на ЗАКАЗ:

1. Дипломы, курсовые, рефераты...
2. Диссертации и научные работы.

Тематика любая: ИНВЕСТИЦИИ, экономика,
техника, право, менеджмент, финансы, биология...
Уникализация текстов, переводы с языков,
презентации...

УЧЕБНИКИ, ДИПЛОМЫ, ДИССЕРТАЦИИ:

полные тексты в электронной библиотеке
www.учебники.информ2000.рф.