

Юрий Чеботарев

# СЛУЧАЙНОСТЬ И НЕСЛУЧАЙНОСТЬ БИРЖЕВЫХ ЦЕН



Юрий Чеботарев

**Случайность и  
неслучайность биржевых цен**

«И-трейд»

## **Чеботарев Ю. А.**

Случайность и неслучайность биржевых цен / Ю. А. Чеботарев — «И-трейд»,

Книга рассказывает о формировании потока случайных событий на биржевом рынке, основа книги – реальные факты. Она демонстрирует подход к созданию торговых стратегий, приносящих прибыль из хаотического пространства биржевых цен. В книге представлены оригинальные авторские разработки торговых систем, которые положены в основу торговых роботов; приведены результаты применения этих систем на примере российского рынка ценных бумаг и рынка производных инструментов. Материал книги рассчитан на тех, кто занимается инвестированием и управляет биржевыми активами, на всех, кто соприкасается с ценными бумагами и их производными. Книга может быть полезна как начинающему, так и опытному инвестору. В формате a4.pdf сохранен издательский макет книги.

© Чеботарев Ю. А.

© И-трейд

# Содержание

|  |    |
|--|----|
| Вступительное слово  | 5  |
| Предисловие  | 6  |
| Введение   | 8  |
| Глава 1. Экономика по принципу субординации – генератор случайностей | 10 |
| 1.1. Сила – природные ресурсы  | 10 |
| 1.2. Когда карман пуст, можно расплатиться и натурой                 | 11 |
| 1.3. Опять МММ   | 12 |
| 1.4. Без регулятора рынка жизни не будет                             | 14 |
| 1.5. Проза жизни от регулятора рынка                                 | 15 |
| 1.6. Рынок всегда умнее регулятора                                   | 17 |
| 1.7. Публичное порицание   | 19 |
| 1.8. Проект Rebo   | 20 |
| 1.9. Гербовая неразбериха  | 22 |
| 1.10. Первые ласточки большого поворота                              | 23 |
| Конец ознакомительного фрагмента.                                    | 25 |

# **Юрий Анатольевич Чеботарев**

## **Случайность и Неслучайность биржевых цен**

### **Вступительное слово**

Уважаемые господа!

Русскоязычная литература о фондовом рынке редко удивляет оригинальностью подходов и фундаментальностью тем. Причина тому, безусловно, относительная молодость отечественных фондовых рынков. В результате на полках магазинов представлены либо книги отечественных авторов, в развлекательной форме разъясняющие, что такое рынок ценных бумаг, либо внушительные тома иностранных гуру, обремененные тяжеловесным переводом и ориентированные, в большинстве своем, на опытных трейдеров. Настоящая книга – приятное исключение из этого правила. Она легко читается и будет интересна и новичкам, и профессионалам.

Мир полон случайностей, уверяет нас Юрий Чеботарев. Так ли это на самом деле – вопрос философский. Книга полна историй о «выкрутасах» ценных бумаг, необъяснимом поведении инвесторов, бессмысленных прогнозах аналитиков, наполеоновских планах эмитентов. Книга читается на одном дыхании, хотя, возможно, не все будут согласны с автором.

Понимание рынка как мира случайностей привело Юрия Чеботарева к логичному выводу, что научно обоснованное прогнозирование в таком хаотическом пространстве невозможно, и необходимо найти другие способы извлечения прибыли. Одним из таких способов оказалось создание автоматической торговой системы, робота, самостоятельно совершающего сделки на фондовом рынке. По результатам турнира среди подобных автоматов, проведенного инвестиционной компанией «ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент», все роботы автора книги оказались успешны, а на рынке корпоративных ценных бумаг даже стали победителями, показав наилучшую доходность.

Тем увлекательнее читать новую книгу Юрия Чеботарева. Если вам интересно, как добиваться успеха на бирже и приумножить капитал, то эта книга, безусловно, создана для вас.

**Александр Щеглов,**

**Генеральный директор инвестиционной компании  
«ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент»**

## Предисловие

Я – биржевой спекулянт. Мне ежедневно приходится сталкиваться с огромным потоком экономической информации. Эта информация противоречива, а ее качество зачастую очень сомнительно. Иногда даже удивляешься, какое отношение эта информация может иметь к повседневной биржевой жизни? Но именно этот поток противоречивой и разнокачественной информации постоянно «бомбардирует» финансовое поле, порождает спрос и предложение на активы и непрерывно изменяет картину цен нашей экономической жизни.

Спекуляция выполняет строго направленную экономическую функцию и является составным элементом рыночной экономики. Спекуляция есть покупка любого рыночного актива (или продажа его) в надежде на повышение стоимости этого актива (или в ожидании понижения его стоимости). Таким образом, спекулятивные операции выполняют важнейшую функцию рынка: выявляют реальный спрос на рыночные активы.

Осмелюсь предположить, что спекуляция является составным элементом не только рыночной экономики, но и любой экономики вообще: от тоталитарной до сверх либеральной. Спрос и предложение на любом уровне, от интересов государства до интересов отдельного человека, являются движущим стимулом любой экономики, независимо от ее политической конструкции.

Разнокачественный поток финансовой информации непрерывно изменяет наши представления о стоимости рыночных активов. И важнейшим качеством этого потока информации является абсолютная невозможность предсказать, какова будет ценность того или иного актива в будущем. Причина в том, что поток финансовой информации есть поток нестационарных случайных событий, которые никогда не повторяются в своей логической последовательности. Это явление удачно описал знаменитый Марк Твен: «События в истории не повторяются, они лишь рифмуются». Финансовая жизнь настолько многогранна, что случайности распространяются не только на финансовые активы, но и на события около финансов.

Хочу рассказать вам случай из реальной жизни: о том, как трейдеры совершенно не хотят понимать случайность процесса ценообразования на бирже. Жадность порождает в них уверенность, будто стопроцентная прибыль в месяц – это не только возможно, но и очень легко.

Познакомился как-то я с одним трейдером. Его первыми шагами на бирже были операции с фьючерсными контрактами. Сначала он прилично поднял депозит на торговле с плечами. Но в один прекрасный день «напоролся» на Margin call. Полностью обнулил счет. И то, что внес в самом начале, и то, что заработал. Удивительно, но его абсолютная уверенность в том, что «делать большие деньги» на финансовом рынке легко и просто, после этого случая несколько не уменьшилась.

Я пытался его убедить в том, что в формировании цен на бирже нет никакой причинности, но, увы, безуспешно. Уверенный трейдер разделял два события – огромный профит и Margin call. Первое для него естественно. Второе – нелепая случайность.

Тогда я попытался подробно разъяснить, что весь процесс ценообразования на рынке – это случайный процесс. Вот как он возразил мне (почти дословно): «Да ты что! Я запросто удваиваю счет за месяц. А ты тут в своей песочнице возишься, с годовым доходом, который я за пару недель делаю». На мой вопрос: «А как же обнуленный счет»? Был дан сногсшибательный ответ: «Да это все ерунда, главное, что я теперь знаю, какие бабки можно на рынке зарабатывать, и умею это делать. Будут деньги – снова заработаю». К сожалению, теперь он не скоро сможет вернуться в рынок, ведь денег больше нет. Зато есть уверенность.

Трейдеры, использующие индивидуальные методики прогнозирования, тоже думают, что есть причина событиям, которые способствуют появлению желаемых цен на биржевые активы. Все дело в том, что люди, в большинстве своем, отказываются понимать и принимать слу-

чайность. Я уж не говорю об аналитиках финансовых рынков, управляющих активами и о частных трейдерах. Многие из них, изучив основы фундаментального и технического анализа финансовых рынков, воспринимают эти виды анализа как прикладную массовую психологию. С помощью этих видов анализа всегда легко и просто найти причину, объясняющую события на финансовом рынке.

Расскажу вам еще одну забавную историю о случайностях из жизни одного моего приятеля. Однажды его пригласили на открытие нового казино. После торжественной части гостям было предложено поиграть в рулетку за счет заведения. То есть все желающие могли получить в кассе lucky-фишки (такие фишки нельзя поменять на деньги, их можно использовать только для игры, но выигрыш вы получаете cash-фишками: их можно обналичить) и испытать свою удачу.

В тот вечер моему приятелю несказанно везло. Но спустя пару часов его жена стала требовать прекратить игру, ведь им давно уже пора домой. А у моего знакомого еще остались lucky-фишки. «Ну не оставлять же на память», – подумал он, – «на деньги их все равно не поменяют, значит, надо проиграть». И он стал случайным образом ставить фишки, куда ни попадя, лишь бы проиграть скорее и уйти домой, пока жена не рассердилась. Ничего не вышло! Поперло, как говорят игроки, сказочно! И закончилась его первая и единственная игра в казино крупным выигрышем и таким же крупным семейным скандалом. После этого он в казино не ходит, семью укрепляет!

Да, жизнь биржевого спекулянта интересна и многогранна. Хочу закончить предисловие выражением благодарности моему покойному отцу, Анатолию П. Чеботареву и маме, Марии В. Чеботаревой, которым я обязан жизненным оптимизмом, сделавшим возможным создание этой книги.

## Введение

Под случайностью в физике понимается наличие или отсутствие того, что не обусловлено законами природы. В теории вероятности под случайной величиной понимается величина, принимающая в зависимости от случая те или иные значения с определенной вероятностью.

Первую необходимость понимания случайности люди осознали в эпоху Ренессанса (XVII век). Французский аристократ шевалье де Мере, в равной степени увлекавшийся и азартной игрой, и математикой, предложил знаменитому французскому математику Блезу Паскалю решить головоломную задачу. Он поставил вопрос: как разделить между двумя игроками банк в неоконченной азартной игре, если один из игроков в этот момент выигрывает? Математикам была уже известна эта задача, ее сформулировал лет за двести до этого монах Лука Пацциоли, знаменитый тем, что привлек внимание тогдашних дельцов к двойной бухгалтерии и обучил их таблице умножения Леонардо да Винчи. Паскаль обратился за помощью к Пьеру де Ферма, адвокату и блестящему математику. Исследование головоломных задач азартных игр привело к открытию теории вероятности, ставшей математической основой теории случайных процессов.

Когда Паскаль и Ферма осуществили свой прорыв в таинственный мир вероятностей, общество переживало могучую волну нововведений и исследований. К концу XVII века шарообразность Земли стала установленным фактом, было открыто множество новых земель, порох обращал в пыль средневековые замки, книгопечатание с использованием наборного шрифта перестало быть новшеством, художники научились пользоваться перспективой.... Европа богатела, и открывшаяся в 1654 г. Амстердамская фондовая биржа процветала.

Шли годы, теория вероятности из забавы игроков превращалась в могучий инструмент обработки, интерпретации и использования информации, новые остроумные идеи громоздились одна на другую, необычайно быстро происходило развитие количественных методов анализа случайных процессов, наступало Новое Время и в науке.

В 1703 г. Готфрид фон Лейбниц в письме к швейцарскому математику Якобу Бернулли заметил, что «природа установила шаблоны, имеющие причиной повторяемость событий, но только в большинстве случаев». Это замечание подтолкнуло Бернулли к открытию закона больших чисел и разработке методов статистической выборки, получивших широкое применение в таких разных областях, как опросы общественного мнения, дегустация вин, управление складскими запасами и тестирование новых лекарств. Замечание Лейбница – «но только в большинстве случаев» – оказалось более глубоким, нежели он мог предполагать, оно указывало на огромную роль риска. Не будь риска, все было бы предопределено, и мы бы жили в мире, где каждое событие похоже на предыдущее.

К 1725 г. математики уже соревновались друг с другом в составлении таблиц ожидаемой продолжительности жизни, а британское правительство для пополнения бюджета продавало права на пожизненную ренту. К середине XVIII века в Лондоне уже вовсю велись операции по страхованию кораблей.

В 1730 г. Абрахам де Муавр установил форму нормального распределения, известного как колоколообразная кривая, и ввел понятие среднего квадратического отклонения. Распространение этих понятий привело к открытию широко известного закона «о среднем», который является важнейшей составляющей современной методики исчисления риска. Восемь лет спустя Даниил Бернулли впервые описал процесс выбора и принятия решений. Он высказал мысль, что удовлетворение от любого малого приращения богатства «будет обратно пропорционально количеству уже имеющегося добра». Это внешне простодушное утверждение Бернулли объяснило, почему люди неохотно идут на риск и почему нужно снизить цены, чтобы



убедить людей покупать большее количество товара. С тех пор закон Бернулли остается главной парадигмой рационального поведения и стал основой современных принципов управления инвестициями [1].

В 1952 г. будущий нобелевский лауреат Гарри Марковиц, используя математические методы, объяснил, почему неразумно помещать «все яйца в одну корзину» и почему инвестор, вкладывающий деньги в разные предприятия, может спать сравнительно спокойно. Это открытие положило начало интеллектуальному направлению, которое преобразило Уоллстрит, финансовое управление в корпорациях и процессы принятия деловых решений по всему миру. Последствия этого открытия ощутимы и сегодня.

Игра в кости и рулетка, так же как рынки акций и облигаций, являются природными лабораториями для изучения случайных процессов, потому что они легко квантуемы, их язык – это язык чисел. Они могут многое рассказать нам о нас самих. Когда мы, затаив дыхание, следим за маленьким белым шариком, бегущим по колесу рулетки, или звоним своему брокеру, чтобы он купил или продал какие-то акции, наше сердце колотится в унисон с числами. И так всегда, когда исход дела зависит от случая.

Именно загадки азартной игры, а не глобальные вопросы о природе капитализма и не проникновение в тайны грядущего подвигли Паскаля и Ферма на революционный прорыв в сферу вероятностных закономерностей. До этого момента на протяжении всей истории люди заключали пари и играли в азартные игры, не используя известной нам системы оценки шансов выигрыша или проигрыша. Выбор стратегии игры носил исключительно интуитивный характер и не направлялся никакими выводами теории.

Случайность и время – это разные стороны одной медали. У случайности есть одна характерная особенность – она может прийти только из будущего. А значит, если нет будущего, нет и случайности. Время постоянно перемалывает случайность, словно мясорубка, и сама природа случайности скрывается за горизонтом времени. Само же будущее подобно столу для игры. Роль времени возрастает, если решения необратимы.

Фондовый рынок – это та среда, где принимаются необратимые решения. Информации о будущих ценах на финансовые активы у человека нет. Поэтому необратимые решения на фондовом рынке всегда принимаются на основе несовершенной информации. Необратимость постоянно довлеет над многими решениями: покупать акции или подождать, вкладывать активы в акции или товары, рисковать ли покупкой «мусорных облигаций» или вложить средства в государственные облигации.

Само слово «риск» (по одной из версий) происходит от староитальянского слова – *risicare*, означающего «отваживаться». В этом смысле риск есть ни что иное, как выбор из совокупности случайных событий. Биржевой рынок – поле огромной сложности. Текущая информация о нем никогда не может быть совершенной, события случайного характера постоянно «бомбардируют» это поле, создавая зону сплошного риска. Как формируется поток случайных событий на биржевом рынке и можно ли создать торговые стратегии, приносящие прибыль в пространстве несовершенной информации, рассказывает эта книга.

# Глава 1. Экономика по принципу субординации – генератор случайностей

## 1.1. Сила – природные ресурсы

Термин *экономика* произошел от греческого слова «*oikonomike*», которое буквально означает искусство ведения домашнего хозяйства. А в современном понимании экономика – это совокупность общественных отношений в сфере производства, обмена и распределения продукции.

*Субординация* – это латинское слово, означающее воинскую подчиненность и послушание. Более широкая трактовка этого термина – есть система строгого подчинения младших старшим.

Экономика – это основа любого государства. И государство не может не вмешиваться в экономику. Государство подобно кораблю, где капитан корабля – главный. Капитан – старший на корабле, и все подчиняются его командам. Субординация на корабле – это вертикаль власти капитана. Хочет капитан – вертит руль вправо, хочет – влево. Когда и куда он хочет повернуть, капитан никому не скажет. Субординация как таковая может существовать только в одном случае – когда она зиждется на силе. В противном случае эта вертикаль власти разваливается.

Субординация – процесс сложный, требующий при исполнении тонкого мастерства. Если капитан на корабле злоупотребляет силой – результатом будет насилие среди членов команды. И в государстве точно так же: чрезмерное применение силы властями, силовая модель, легализует насилие в обществе. А применение насилия, не ограниченное какими бы то ни было рамками: законом, традицией, моралью – приводит к силовой политике, силовому предпринимательству, силовой юриспруденции, силовой внешней политике [2]...

Государство – это довольно сложная конструкция, и состоит оно не только из силовых подразделений, которые являются элементами традиционного государственного аппарата. Современное государство включает в себя целую сеть институтов, которые должны обеспечивать безопасность граждан, гарантию их равенства перед законом и властями, верховенство закона, разделение властей, независимость средств массовой информации, защиту частной собственности, свободу слова, участие граждан в политической деятельности и управлении страной.

В 2000 г. у корабля под названием «Российская Федерация» появился новый командующий. Заступив на должность и обследовав корабль, капитан заявил, что считает соглашения о разделе продукции (СРП) «важнейшим инструментом» привлечения инвесторов для освоения ресурсов Сахалинского шельфа. А спустя семь лет, когда цены на нефть и газ превзошли мировые рекорды, взгляды капитана изменились. Капитан уже считает, что СРП – это колониальный договор, не имеющий ничего общего с интересами корабля «Российская Федерация». А чиновников, подписавших это соглашение, следовало бы «посадить в тюрьму».

Понятно, что семь лет непрерывного роста цен на сырье заставят пересмотреть свои взгляды даже капитана корабля. Теперь можно ставить условия на переговорах даже с транснациональными гигантами. Но если критерии 2007 г. нельзя применять к 2000 г., то тем более странно оценивать с их помощью начало 1990-х или середины 1970-х. Что же заставило Россию поделиться нефтью и газом с Сахалинского шельфа?

## 1.2. Когда карман пуст, можно расплатиться и натурой

История с СРП Сахалинского шельфа началась еще в 1975 г., когда о рыночной экономике сложно было даже говорить. История эта поучительна для тех, кто считает, будто крупные инвесторы готовы на любых условиях работать на российском шельфе.

В 1975 г. капитаном корабля под названием «СССР» был Леонид Брежнев, который и заключил соглашение с Японией о разведке сахалинских богатств силами японской же компании Sodeco. Для этого был взят кредит в размере \$181.5 млн. под 6% годовых. Спасительное условие заключалось в том, что если советская сторона признает месторождения нерентабельными, кредит можно не погашать. Если же Москва решит, что нефть и газ можно добывать с прибылью, 50% поставок должно пойти в Японию. Вот эти 50% и представляли собой разделенную продукцию [3].

Результатом разведки Sodeco стали крупные месторождения Чайво и Одопту: запасы оцениваются в 256.5 млн. т нефти и 249 млрд. куб. м газа. Но в 1985-1986 гг. цены на нефть упали втрое. Кто в 1975 г. мог предвидеть такое падение цен на энергоносители? Никто. Обсуждать рентабельность Сахалинского шельфа стало неуместным. К началу 1987 г. задолженность СССР перед Японией достигла \$276 млн., и уже новый капитан корабля «СССР» решил закрыть проект. Компания Sodeco сразу начала убеждать советских чиновников, что единственный выход – налоговые льготы для инвестора и раздел продукции. Своего японцы добились только в 1995 г., получив долю в проекте «Сахалин-1».

Месторождения, вошедшие впоследствии в проект «Сахалин-2» – Пильтун-Астохское и Лунское, – были открыты в середине 1980-х, тоже с помощью японцев. Нашли немало: 541 млн. т нефти и 685 млрд. куб. м газа – уникальные месторождения. Было понятно сразу, что для разработки таких огромных запасов придется привлекать международные компании. В середине 1980-х Советский Союз не умел добывать нефть на шельфе, а на Сахалине природные условия и по мировым меркам сложные. Да и договариваться об условиях добычи было некому. Советский Союз был загнивающим государством. Конкурс на освоение будущего «Сахалина-2» был объявлен в мае 1991 г. В то время всем было понятно, что победитель получит преимущество, когда будут распределяться права на добычу.

Новые проекты требовали многомиллиардных инвестиций. Советская система, все глубже погружавшаяся в бюджетный кризис, была не в состоянии обеспечить их. Появление зарубежного инвестора, готового вложить в проект миллиарды долларов, казалось советским чиновникам подарком судьбы, и мало у кого из них было желание вникать в детали.

### 1.3. Опять МММ

Только на этот раз речь пойдет не о финансовых изобретениях Сергея Мавроди. А о консорциуме, в который входили финансовые гиганты McDermot, Marathon Oil и Mitsui. Россия, еле выбравшаяся в 1992 г. из-под развалин СССР, была не в том положении, когда можно что-то диктовать инвесторам. Компания Marathon Oil обладала нужным опытом – добывала нефть на шельфе Аляски. Такого опыта у отечественных компаний в то время не было вообще. В конце 1992 г. к консорциуму присоединились Mitsubishi и Shell. Сомнений в финансовой состоятельности будущих инвесторов стало меньше. К тому времени выяснилось, что «вскрыть» сахалинский шельф дешевле, чем за \$10 млрд. не получится. Правительству России в то время негде было взять \$150 млн. на покупку одноразовых шприцов. А о миллиардах долларов из бюджета и мечтать не приходилось. Инвестиции нужны были как воздух.

Надо сказать, что инвесторы, понимая сложное финансовое положение России, повели себя и в самом деле как колонизаторы. Правила самого раздела продукции были расписаны в пользу инвесторов. Продав добытую нефть, оператор сначала перечисляет 6% роялти, платы за пользование недрами, в российский бюджет, а все остальное забирает себе в качестве возмещения издержек. Только когда инвестор вернет все вложения, появится прибыльная нефть, которую можно делить. Но пока рентабельность всего проекта не достигнет 17.5%, России будет доставаться только десятая часть нефти. При рентабельности до 24% добычу поделят поровну, а если эффективность проекта окажется еще выше, российская доля в сверхплановой прибыли достигнет 70%. Подобная ступенчатая схема известна и в зарубежных СРП (Ангола, Китай). Считается, что на ранних стадиях проекта инвестор должен быть наиболее защищен, а потом уже можно и не жадничать. Однако в качестве рубежа, после которого меняется пропорция раздела, часто берут суточную или накопленную добычу. Это более простые показатели, которыми сложнее манипулировать, чем рентабельностью.

Спорить об идеальной версии справедливого, или несправедливого СРП можно бесконечно. У СРП есть свои плюсы. Например, трансфер технологий. Когда «Газпром» еще только выбирал подрядчиков для строительства завода по производству сжиженного природного газа (СПГ) в Ленинградской области, консорциум МММ уже строил завод СПГ в Корсакове на Южном Сахалине. Росприроднадзор, все и везде проверяющий от имени капитана корабля «Российская федерация», громкими претензиями к МММ в 2006 г. помог «Газпрому» войти в СРП. После покупки 50% плюс одна акция проекта «Сахалина-2» газовой монополии достался строящийся завод СПГ со всеми технологиями. Прелесть СПГ в том, что его можно экспортировать танкерами, никакого транзитного воровства или зависимости от единственного капризного покупателя на том конце трубы. Капитан корабля теперь всем доволен.

Похоже, что польза от колониального соглашения для «колонии» есть. Да и сажать никого не надо. Войдя в проект, «Газпром» оставил в силе условия СРП 1994 г., хотя государству и обещан бонус в виде «золотой акции» и дивидендов по ней начиная с 2010 г.



**Рис. 1. Стоимость акций РАО «Газпром» на ММВБ в 2006 г.**  
**Источник: QUIK.**

## **1.4. Без регулятора рынка жизни не будет**

История учит многих и многому. Вот два примера с одним действующим лицом. Первоначально миллионера Корнелиуса Вандербильта вполне устраивало, что фондовый рынок США в конце XIX века никак не регулировался. В 1862 г. биржевые спекулянты Нью-Йорка задумали разорить миллионера, продавая в короткую акции компании New York and Harlem Railroad, в которой ему принадлежал крупный пакет. В ответ Вандербильт занял огромные деньги и скупил практически все акции. Спекулянтам пришлось выкупать их обратно в 4 раза дороже. Единственное, что потребовалось от Вандербильта – обеспечить надежную работу судов. Короткие контракты, разорившие сотни спекулянтов, должны были быть выполнены безукоризненно.

Второй раз фортуна отвернулась от Вандербильта и несколько лет спустя, ему пришлось горько пожалеть о том, что за выпуском акций в США не следит государство. Руководители железнодорожной компании «Эри», контроль над которой Вандербильт пытался получить путем скупки акций, отразили его атаку с изяществом. Владельцы компании каждый день допечатывали новые акции и выбрасывали их на рынок. Титаническая борьба с участием судей, полицейских и местных политиков закончилась тем, что соперникам пришлось соревноваться за то, кто предложит большую взятку членам ассамблеи штата Нью-Йорк, и идти на невеселую для обеих сторон мировую [4].

Эта история поучительна своими уроками: граждане поняли, что фондовый рынок без общественного контроля – настоящие дикие джунгли; бизнесмены – что игра по правилам может быть лучше доброй ссоры; а политики – что установление правил игры может приносить не только общественную, но и личную выгоду.

## 1.5. Проза жизни от регулятора рынка

Возможен ли фондовый рынок без регулирования? Опыт Корнелиуса Вандербильта показывает, что без регулирования никак нельзя. Регулирование – есть установление правил экономического взаимодействия. И вмешательство государственных органов в деятельность экономических субъектов производится с целью увеличения общественного благосостояния.

Обеспечивать правильное ведение бизнеса на фондовом рынке могли бы суды. Опыт США середины XIX века, показывает, что это было правильным решением, пока не появились компании настолько большие, что иски потребителей против них потеряли судебную перспективу. Суды, которые прекрасно справлялись с исками против продовольственных лавок, оказались совершенно беспомощны перед лицом железнодорожных компаний и быстрорастущих металлургических, банковских и нефтяных монополий. Против Рокфеллера, Гулда, Меллона суды США, в то время, были бессильны. Как сейчас российские суды бессильны против монополистов вроде «Газпром» или «Роснефть».

Без вмешательства государства будет наблюдаться либо монополизация рынка, либо, наоборот, избыточная конкуренция, не позволяющая рынку развиваться. В первом случае необходима антимонопольная политика, во втором – ограничения на вхождение в бизнес. Например, выдача лицензии. А вот когда государство само становится на сторону монополиста, то цены на фондовые активы становятся неподконтрольны ничему и никому. Настоящий генератор случайных событий. Вот примеры из жизни российского фондового рынка [5].

В октябре 2001 г. президент компании «Сибур» Яков Голдовский заявил о возможном дефолте компании, если только монополист рынка «Газпром», обещавший выкупить часть допэмиссии ее акций, не выполнит свои обещания. «Газпром» хотел получить эти акции даром. За два дня облигации «Сибура» подешевели на 5%, а доходность к оферте превысила 100% годовых. Деньги нашлись в другом месте, и облигации были погашены.

В апреле 2005 г. Московский арбитраж по иску государственного монополиста «Газпром» обязал Роснедра аннулировать лицензию «Нортгаза» на Северо-Уренгойское месторождение. Доходность облигаций «Нортгаза» за два дня подскочила с 11-12% до 73.4% и месяц держалась на уровне 42-43%. В мае компании заключили мировое соглашение, в результате которого «Газпром» получил контроль над «Нортгазом», а облигации были погашены.

В ноябре 2005 г. Московский арбитраж, задним числом, по иску Росимущества признал незаконность сделки 1997 г., в результате которой аэропорт «Домодедово» перешел под контроль компании «Ист Лайн». Доходность облигаций «Ист Лайн» сразу выросла с 10.3% до 14.8%. Эта тяжба тоже закончилась мировым соглашением.

В августе 2007 г. следователи Генпрокуратуры пришли с обысками сразу к нескольким крупным сотовым ритейлерам. Они посетили офисы и склады «Евросети», Dixis, «Цифрограда» и «Беталинка». Проверки парализовали работу компаний, остановились розничные и оптовые поставки товара со складов. Котировки облигаций «Евросети» рухнули. Их доходность подскочила почти до 20% и могла быть еще больше, если бы компания не поддерживала котировки своих бумаг.

Разгром некогда самого крупного российского нефтяного концерна ЮКОС и арест его основателя Михаила Ходорковского стали для российских предпринимателей крупного бизнеса предупреждением. Настоящий капитан корабля «Российская федерация» не скрывает того факта, что он и впредь будет предъявлять претензии и на другую собственность, имеющую стратегическое значение.

Примером тому является история с Ковыктинским месторождением газа. Это месторождение расположено в 450 км к северу от Иркутска и считается одним из самых крупных, а также одним из самых привлекательных – в том числе и потому, что оно расположено в геогра-

фической близости от жаждущего энергии Китая. Компания Russia Petroleum в 1993 г. получила лицензию на разработку этого месторождения. В 1998 г. миноритарным акционером Russia Petroleum становится ВР, через два года – ТНК. В 2003 г. было основано совместное предприятие ТНК-ВР. В середине 2004 г. «Газпром» впервые выразил сомнение по поводу законности получения лицензии на это месторождение компанией Russia Petroleum. В 2005 г. налоговые ведомства потребовали от ТНК-ВР дополнительных налоговых выплат на сумму в \$1 млрд. Осенью 2006 г. прокуратура в Иркутске ходатайствует о приостановлении действия лицензии из-за несоблюдения сроков разработки и нарушений экологических норм. В начале 2007 г. к делу подключается и экологическое ведомство, которое устанавливает, что компания добывает слишком мало газа. А министерство природных ресурсов начало угрожать отзывом лицензии [6].

Отступать было некуда. Российско-британский нефтяной концерн ТНК-ВР поддался давлению капитана и продал свою часть акций Ковыктинского месторождения концерну «Газпром» значительно ниже их стоимости. Подконтрольный государству «Газпром» заплатил концерну ТНК-ВР около \$700-900 млн. и получил 63% акций компании Russia Petroleum, которая обладает лицензией на разработку месторождения. Хотя стоимость такого пакета акций по оценке консалтинговой компании Frontier Strategy свыше \$3 млрд.



## 1.6. Рынок всегда умнее регулятора

В самом деле, рынок всегда умнее регулятора, как стихия океана сильнее любого корабля вместе с его капитаном. Малая нефтяная компания Imperial Energy в 2006 г. купила лицензию на месторождение, на котором еще в 1980-х гг. бурило государство. Как только менеджмент компании начал добиваться положительных результатов, начались проблемы. Государственные нефтяные монополисты просто не могут дать малым компаниям вырасти из «коротких штанов». Первым, кто удивился результатам работы Imperial Energy, был замглавы Росприроднадзора Олег Митволь. Он поступил просто – проинформировал британское управление по финансовому регулированию и надзору (акции компании торгуются на альтернативной площадке Лондонской фондовой биржи AIM), что «декларируемые инвесторам запасы компании Imperial Energy существенно завышены и вводят в заблуждение иностранные финансовые институты» [7].

Рынок отреагировал быстро. Несколько публичных заявлений – и капитализация малых нефтяных компаний камнем пошла вниз. За два месяца Imperial Energy подешевела почти на 30%, Urals Energy – на 14%, West Siberian Resources (WSR) – на 10%. Отрицательная реакция рынка на системные риски – и инвесторы побежали от мелких компаний. Однако тщательный анализ малого нефтяного бизнеса в России показал, что претензии Митволя необоснованны.

«Посрамить супостата» малые нефтяники могли только одним способом – продолжать наращивать добычу нефти. Что они и сделали. Так, WSR увеличила добычу в 2007 г. на 40%, Urals Energy держит стабильный уровень добычи. Imperial Energy, после атаки Митволя, приняла обет молчания и к концу года увеличила добычу на 60%, а через год планирует увеличить в 2.5 раза. Профессионалы нефтяного рынка хорошо понимают перегибы регулятора. Рынок понял свою ошибку и осенью 2007 г. спрос на акции малых нефтяных компаний значительно вырос по понятным причинам. Спрос на нефть к зиме возрастает.

Конечно, силовые предпочтения государства – пресс большой силы. Когда начнет работать этот пресс неизвестно никому, потому что это аналог «генератора случайностей». Хотя предугадать направленность действия этого пресса можно. В конце 2006 г. депутат Госдумы Александр Лебедев заявил о безвозмездной передаче 26.5% акций авиализинговой компании «Ильюшин Финанс» благотворительному Фонду имени Раисы Горбачевой, зарегистрированному в Великобритании. Управлять акциями будет их нынешний владелец – подконтрольная депутату Национальная резервная корпорация (НРК). Эксперты рынка сразу поняли, что английское трастовое законодательство потребовалось Лебедеву для защиты акций «Ильюшин Финанс», которые должны стать частью государственной Объединенной авиастроительной корпорации (ОАК) [8].

«Ильюшин Финанс» – крупнейшая авиализинговая компания России. Специализируется на продажах и послепродажном обслуживании самолетов Ил-96 и Ту-204. Государству принадлежит 46% акций, ВТБ – 20%.

Благотворительный Фонд имени Раисы Горбачевой зарегистрирован Михаилом Горбачевым и Александром Лебедевым в Великобритании. Это означает, что деятельность и фонда, и управляющей компании подпадет под действие английского трастового законодательства. Траст дает владельцу актива дополнительную защиту от возможных взысканий, поэтому он часто используется, как механизм корпоративной защиты. Передача такого актива благотворительному фонду позволяет избежать как налоговых претензий со стороны российского государства, так и проблем с антимонопольными органами. При этом контроль над активом остается у прежнего владельца через механизм доверительного управления.

Лебедев, не согласный с планами государства насильно включить «Ильюшин Финанс» в ОАК, решил мягко выйти из бизнеса. Государство потребовало от частных участников ОАК

значительных инвестиций, к чему господин Лебедев, вероятно, не был готов. Стоимость 26.5% акций «Ильюшин Финанс» оценивается в \$25 млн. Передача акций фонду продиктована стремлением обезопаситься от политических рисков, поскольку зарубежный благотворительный фонд легче защитить в глазах общественности от претензий со стороны государства и от возможных корпоративных конфликтов.

## 1.7. Публичное порицание

Регулятор финансового рынка России – ФСФР (Федеральная служба по финансовым рынкам), в апреле 2007 г. остановил работу крупнейшей управляющей компании «ОФГ Инвест». В «приговоре» говорилось о нарушениях, которые касались несоблюдения отдельных положений законодательства о противодействии отмыванию преступных доходов, а также недозволенные операции с ценными бумагами без признаваемых котировок при управлении ПИФа (паевыми инвестиционными фондами). Управляющие компании везде и постоянно декларируют, что рынок паевых фондов – один из самых открытых, прозрачных, регламентируемых и контролируемых. А ситуации подобные «ОФГ Инвест» с ценными бумагами ставят под сомнение законность методов, с помощью которых достигалась высокая доходность в последнее время. Ранее чиновники ФСФР называли нарушения, которые теперь публично вменили «ОФГ Инвест», чуть ли не типичными. Но до этого подобных обвинений управляющим компаниям, работающим на российском рынке, не предъявляли.

Совладелец «ОФГ Инвест» Борис Федоров (экс-министр финансов РФ) признал претензии ФСФР справедливыми, но способ борьбы с ними воспринял как «личное оскорбление». Ущерб своим интересам компания видит скорее в нематериальной сфере [9].

Хотя известно, что дежурные нотации без вынесения сора из избы слабо дисциплинируют участников рынка, и, в конце концов, чиновники ФСФР решили обратиться к практике «обучения на примерах». Наибольший эффект в этом случае достигается, если публичному порицанию подвергается сильный игрок, например «ОФГ Инвест».

## 1.8. Проект Rebco

В июне 2007 г. губернатор Санкт-Петербурга Валентина Матвиенко по поручению Правительства России подписала соглашение с главным исполнительным директором Нью-Йоркской товарной биржи (NYMEX) Джеймсом Ньюсамом о сотрудничестве по созданию Международной товарно-сырьевой биржи, которая разместится в Петербурге. Министр экономического развития Герман Греф пообещал, что торги нефтепродуктами будут начаты 1 октября 2007 г., а полноценный запуск торгов Rebco (Russian Export Blend Crude Oil) состоится во второй половине 2008 г. [10].

Предыдущая попытка запустить биржевую торговлю нефтью не удалась. Торговля фьючерсами Rebco была торжественно запущена в октябре 2006 г. на товарной бирже NYMEX в Нью-Йорке. Тогда идеологи ее внедрения рассчитывали, что она позволит сблизить котировки российской нефти марки Urals и североморской нефти марки Brent. Главный идеолог этого проекта Алексей Кузьмичев – совладелец «Альфа-групп» и № 16 в рейтинге Forbes Russia за 2007 г. – рассказал о том, как возникла идея Rebco [11].

Разбор механизма поставок нефти по нефтепроводу «Дружба» закончился судебным расследованием против менеджеров фирмы Crown Resources (которая принадлежала «Альфа-групп»). Схема торговли была построена следующим образом: менеджеры компании делали покупателям «скидки», а контрагенты на другом конце нефтепровода переводили «откат» на личные счета менеджеров фирмы Crown Resources.

Научное название такой схемы – картельное соглашение между покупателями, которые номинируют одну компанию-посредника для закупки нефти. Эта компания и определяет цену. Покупатель звонит в компанию-посредника и интересуется, какова стоимость барреля нефти в этом месяце. Ему называют цену, в которую заложена скидка больше, чем разница между стоимостью Brent и Urals. Часть этой скидки идет на подкуп управляющих компании. Это средний менеджмент, который заинтересован получить дополнительный доход незаконным путем. После развала Советского Союза существовало, своего рода, картельное соглашение между всеми покупателями российской нефти, которые договаривались о ее цене. Поэтому первоначальный проект Crown Resources был направлен на исправление одной конкретной ситуации: ценообразования при экспорте по трубопроводу «Дружба». Даже Герман Греф заявил, что картельные соглашения лишают России как минимум \$4 млрд. дополнительной экспортной выручки в год.

Однако время сыграло злую шутку с контрактами Rebco на NYMEX. Ни одного контракта по Rebco в Нью-Йорке не было заключено в течение нескольких месяцев. И понятно почему. Изначально проект Rebco носил чисто политическую окраску – прижать североморскую марку нефти Brent. Рынок политические амбиции отвергает – спекулянтам это известно давно. Но государственные чиновники не спекулянты, их учит рынок.

Правительство России приняло решение действовать административными методами. Получателям бюджетных средств с 1 октября 2007 г. постановлением Правительства будет настоятельно «рекомендовано» приобретать через биржу не менее 15% объемов нефти и нефтепродуктов. Представители государства в органах управления компаний с госучастием должны будут добиваться закупок и продаж топлива через биржу. А чтобы придать процессу большую солидность, премьер распорядился еще и о создании Центра по развитию биржевой торговли, который займется «разработкой предложений по организации и сопровождению системы биржевой торговли нефтью и нефтепродуктами».

Несмотря на то, что бюджетникам поручено начать закупки нефти на бирже с 1 октября, неудачный опыт запуска торгов на NYMEX не прошел даром. По словам Германа Грефа, о сокращении дисконта между стоимостью российской нефти Urals и Brent можно будет говорить

лишь в 2009 г. А вот заявление губернатора, Валентины Матвиенко, было крайне политизированным. Она считает, что государство имеет полное право устанавливать цены на те ресурсы, которые добывает на своей территории и продает на зарубежных рынках. Право-то государство имеет, да вот цены на сырье устанавливает рынок. Да, государство может продавать ниже цены рынка, а вот выше, ну ни как. Просто потому, что покупать никто не будет. Если посмотреть со стороны, то удивляешься, как это государственные чиновники могут продавать сырье дешевле, чем на рынке? Хотя, «схемка» такая имеется: товар вывозят на продажу из страны дешево, продают по рынку, а разницу получают в виде «отката». Но уж никак не хочется думать, что губернатор на такое способен. Такие заявления губернатора, скорее следует отнести к незнанию принципов функционирования рыночной экономики.

## 1.9. Гербовая неразбериха

Примером того, как государственные решения неожиданным образом влияют на фондовый рынок, является Китай. Китайский фондовый рынок сегодня почти никак не связан с реальной экономикой страны. Его красочные взлеты и падения объясняются другими, внеэкономическими, факторами. Динамика курсов акций зависит не столько от экономических показателей различных компаний, сколько от слухов, которые поступают от государства. За первую половину 2007 г. такие слухи распространялись в большом количестве, зачастую противореча друг другу. Разномастные чиновники и «правительственные источники» то говорили о необходимости жесткого контроля за биржей, то уверяли в «долгосрочном поступательном развитии» китайского фондового рынка [12].

Резкое падение котировок на китайских биржах было вызвано неожиданным, трехкратным увеличением гербового сбора за биржевые операции – с 0.1 до 0.3%. Итоги недельного хаоса ни в коей мере не отражали того драматизма, с которым китайские инвесторы сначала продавали, потом покупали, затем опять продавали, а потом вновь покупали мгновенно дешевевшие, и не менее стремительно дорожавшие акции. Главная причина таких решений правительства Китая заключается в том, что рынок перегрет и его всеми силами надо охладить. Нормы обязательного банковского резервирования повышались уже многократно. Введен запрет на инвестирование в акции заемных банковских средств. Официальная ставка по депозитам увеличена. Теперь увеличили и гербовый сбор. По мнению большинства заинтересованных лиц, у китайских властей остался фактически последний инструмент – введение налога на прирост капитала. Хотя эксперты приходят к выводу, что налога все же не будет. Впереди у Китая XVII съезд КПК, потом Олимпийские игры, в преддверии которых интересы социальной стабильности перевешивают потребности долгосрочной экономической политики.

Проблема еще и в том, что намеки китайских властей обращены к крайне неблагодарной аудитории. Более ста миллионов частных китайских инвесторов не очень разбираются и в экономической теории, и в практике. Опытные же игроки, пережившие вместе с Шанхайской фондовой биржей провальное начало двухтысячных годов и потому не склонные к панике при первых признаках коррекции, почти не влияют на общую динамику торгов. Новые инвесторы приходят на биржу за быстрыми и большими деньгами и не могут примириться даже с краткосрочным падением курса акций. Их биржевые решения импульсивны и хаотичны. Так и в случае с гербовым сбором. Власти хотели понизить привлекательность акций малонадежных эмитентов, которые часто используются для краткосрочных спекуляций, а в результате массового сброса акций пострадали, прежде всего, «голубые фишки».

## 1.10. Первые ласточки большого поворота

Бурный рост фондового рынка Китая уже вызвал серьезные опасения в связи с возможностью формирования биржевого пузыря. Правительственные чиновники опасаются, что акции более чем 70% компаний, торгуемых на китайском фондовом рынке, не имеют никакой ценности и должны быть сняты с торгов. После таких заявлений котировки на биржах в Шанхае и Шэньчжэне упали почти на 4%, правда, довольно быстро восстановились. А вместе с ними восстановились и опасения властей.

Власти КНР, в самом деле, опасаются, что резкое падение котировок на фондовых биржах страны может вызвать политическую напряженность, и, прежде всего, со стороны лояльного властям среднего класса. Число выражений протеста в КНР в последние годы выросло, но в основном во внутренних провинциях, где устраивают забастовки рабочие госпредприятий, попадающих под закрытие. Богатые же города в приморских провинциях до сих пор являются образцом политической стабильности. Но эту стабильность недовольство со стороны среднего класса может поставить под угрозу [13].

Перемены на фондовом рынке Китая вызваны тем, что внутри страны образовался, наконец, значительный объем капитала, который инвесторы решили вкладывать в фондовый рынок. Так, норма сбережений в Китае составила невероятные для западных стран 50%, при этом процентные ставки весьма невысоки и, как ожидается, останутся такими еще продолжительное время. Поэтому китайские инвесторы вынуждены были искать альтернативные способы увеличения своего состояния за рамками традиционных сберегательных счетов.

Прибыльность китайских компаний, акции которых торгуются на рынке, сделала инвестиции в акции очень привлекательными. Это вызвало интерес и частных лиц, и компаний к фондовому рынку как способу увеличения капитала. Число счетов в брокерских конторах превысило 100 млн. Брокерские конторы, скупающие акции на бирже оптом, а потом продающие их в розницу индивидуальным инвесторам, сегодня контролируют уже около 60% оборота на Шанхайской фондовой бирже. В 2006 г. в результате IPO на Шанхайской бирже были размещены акции 15 компаний, и в 12 случаях курсы акций за первый день торгов выросли более чем на 10%. На рынке в Шэньчжэне, где торгуются акции небольших компаний, ценные бумаги 30 новых предприятий за первый день торгов выросли в цене на 70%, а одной компании даже на 332%. Основная проблема фондового рынка Китая – дисбаланс между предложением акций и спросом со стороны розничных инвесторов.

Приток капитала на биржи Китая оказался столь мощным, что даже появились опасения, не начал ли формироваться биржевой пузырь. Чтобы избежать худшего, китайские власти решили открыть возможности для экспорта капитала из страны. Правительство Шанхая предложило превратить город в международный финансовый центр и создать объединенный механизм торговли акциями тех китайских компаний, которые торгуются на биржах и в КНР, и в Гонконге. Это означает, что китайским инвесторам откроется еще один, очень емкий фондовый рынок, и это позволит выпустить пар из формирующегося пузыря. По мнению экспертов, разрешение инвестировать в гонконгский рынок – это лишь первая ласточка. В будущем власти Китая будут вынуждены открыть для инвесторов из КНР и другие рынки. Ведь этого требует сохранение стабильности фондового рынка внутри страны.

Имеет место еще одна причина активности фондового рынка. Китай столкнулся с огромным притоком ликвидных ресурсов, благодаря росту торгового профицита. Только валютные резервы страны превышают \$1 трлн., а к концу 2009 г. они могут превысить \$2 трлн. Теперь власти Китая больше заинтересованы в оттоке капитала из страны, нежели в притоке. Чтобы избежать аккумуляции столь масштабных финансовых ресурсов, власти вынуждены постепенно разрешать отток капитала на иностранные рынки. По оценкам банка Standard

Chartered, в 2007 г. отток капитала из КНР прогнозируется на уровне \$70 млрд. Китай начинает превращаться в крупнейшего поставщика капитала на мировой рынок, как это раньше было с Японией.



## **Конец ознакомительного фрагмента.**

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.