Юдаков Сергей Геннадьевич. Развитие инструментария оценки стоимости ценных бумаг : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Юдаков Сергей Геннадьевич; [Место защиты: ГОУВПО "Мордовский государственный университет"].- Саранск, 2010.- 154 с.: ил.

**Содержание к диссертации**

Введение

1. Теоретические аспекты оценки стоимости ценных бумаг.

1.1 . Рынок ценных бумаг, его цели и функции 11

1.2.Фундаментальный анализ в оценке стоимости ценных бумаг 27

1.3.Технический анализ, его содержание и методы 38

2. Практика использования существующих методов оценки стоимости ценных бумаг.

2.1. Анализ факторов, влияющих на стоимость ценных бумаг 52

2.2. Характеристика методов оценки стоимости ценных бумаг 86

2.3. Использование технического анализа для оценки стоимости ценных бумаг, особенности его применения 101

3. Разработка рекомендаций по совершенствованию методов оценки стоимости ценных и прогнозирования цены

3.1. Результаты исследования взаимосвязи макроэкономической волатильности и волатильности фондового рынка 115

3.2.Факторный метод анализа стоимости ценных бумаг и формирование инвестиционного портфеля 127

3.3. Определение будущей стоимости ценных бумаг на основе прогноза ставки рефинансирования 136

Заключение 151

Список использованных источников 157

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования**обусловливается действием целого ряда объективных факторов, в числе которых необходимо выделить возникновение интереса к фондовому рынку со стороны широкого круга непрофессиональных инвесторов, активное развитие российского фондового рынка с 1998 по 2008 г., увеличение степени интеграции отечественного фондового рынка в мировую финансовую систему. Так, значение ключевого индекса отечественного рынка ценных бумаг — индекса РТС, который характеризует общее развитие российского фондового рынка, увеличилось с 64,24 (на 01.09.1998 г.) до 2 487,92 (на 19.05.2008 г.). Эта тенденция была обусловлена повышением инвестиционной привлекательности отечественных эмитентов. Вместе с тем необходимо отметить существенное сокращение стоимости их ценных бумаг в связи с мировым финансовым кризисом в 2008-2009 гг., что косвенно свидетельствует о сильной зависимости российского фондового рынка от мировой финансовой системы. Как неотъемлемый элемент национальной экономической системы фондовый рынок также подвержен влиянию экономических, политических и социальных факторов, исследование которых необходимо при прогнозировании его будущего состояния.

Кроме перманентного роста стоимости ценных бумаг российских компаний в докризисный период, следует отметить активное развитие рыночной инфраструктуры и новых форм взаимодействия инвесторов, брокеров и торговых площадок. Работа в условиях развивающегося и неустойчивого рынка должна быть основана на формализованных подходах к анализу поступающей информации, что обусловливает потребность в инструментах анализа. По разным оценкам, в настоящее время существует от 100 до 190 различных инструментов анализа ценных бумаг, тем не менее, лишь немногие из них можно использовать не только для ретроспективного анализа, но и для определения будущей стоимости активов. Традиционно используются два вида анализа стоимости ценных бумаг -

фундаментальный и технический, иногда применяется их комбинация. Фундаментальный анализ основывается на доступной информации об эмитенте и макроэкономической ситуации, технический — на графиках поведения цен. При этом нередко получаемые результаты имеют прямо противоположные значения, в связи с чем возникает проблема выбора метода оценки.

Сказанное выше обусловливает актуальность темы исследования как в теоретическом, так и в практическом отношении. Кроме того, актуальность исследования обусловлена: а) недостаточной разработанностью теоретических положений и методического инструментария оценок стоимости ценных бумаг;

б) появлением интереса к инвестированию в ценные бумаги со стороны широкого круга инвесторов, не являющихся банками, брокерами, инвестиционными компаниями, негосударственными пенсионными фондами.

**Степень разработанности проблемы.**Значимость проведения исследований по заявленной теме диссертации подтверждается наличием широкого спектра научных публикаций, освещающих те или иные аспекты проблемы. Необходимо отметить дискуссионность самой постановки вопроса возникновения финансового рынка как института. Теоретические взгляды на сущность финансового рынка отражены в работах зарубежных (Дж. Хикс, Д. Фридмана и Дж. Руст, М. Рутерфорд, Ф. Хайек, Дж. Ван Хорн и др.) и отечественных (Б. И. Алехин, Я. М. Миркин, С. В. Смирнов, Э.Е. Тихонов, И.Н. Юдина и др.) авторов. Исследуемая проблема имеет многоаспектный характер. При изучении степени ее разработанности учитывались научные труды не только непосредственно относящиеся к заявленной теме, но и связанные с исследованием проблем экономической теории: инвестиций, экономического роста, взаимозависимости макроэкономических систем отдельных стран и мировой экономики и т.д.. Теории анализа стоимости активов, обращающихся на финансовых рынках (в частности акций), посвящены работы целого ряда учёных. Впервые понятие «анализ ценных бумаг» появилось в 1934 г. после выхода в свет одноименной работы Б. Грэма и Д. Додда. В это время

фундаментальный анализ отражал в основном финансовые показатели, доходы и дивиденды компании, а также состояние экономики страны. Дж. Гитман, развивая теорию анализа ценных бумаг, применяет понятие внутренней стоимости, которая может совпадать с рыночной, быть ниже или выше ее. В этом случае объектом инвестирования будут являться неоцененные ценные бумаги. А. Шарп, М. Бэйли и В. Алексавдер в своих работах отождествляют основу фундаментального анализа с будущими денежными потоками от актива. М. Томсетт оппонирует указанной точке зрения и делает акцент на изучении финансовой отчетности предприятия для прогнозирования доходов.

Изучая известные теории анализа стоимости активов, обращающихся на финансовых рынках, нельзя не отметить также труды ученых, которые в своих исследованиях основываются на «технических» факторах. Так, А. Элдер делает упор на идею, что рынок со своим движением цен отражает психологию участников — инвесторов и спекулянтов. По мнению С. Акелиса, корректный результат в прогнозировании дает сравнение текущей динамики цен с динамикой цен в прошлом. Образцовой в среде сторонников технического подхода считается точка зрения Дж. Мэрфи, который строит свой анализ на трех переменных: цене, объеме и открытом интересе.

Вместе с тем большинство публикаций указанных авторов посвящено лишь отдельным аспектам проблемы фондового рынка в целом. Указанные направления анализа достаточно полно раскрывают составляющие данной проблемы, но не отражают частные вопросы прогнозирования стоимости ценных бумаг и соответствующего ему инструментария.

Таким образом, актуальность и недостаточная разработанность указанной проблемы, особенно применительно к реалиям современной российской экономики, предопределили выбор темы диссертационного исследования, его цель и задачи.

**Цель и задачи исследования.***Целью*диссертационного исследования является обоснование теоретических положений, а также разработка методических и

практических рекомендаций по развитию инструментов оценки стоимости ценных бумаг.

Для достижения цели были поставлены следующие *задачи:*

изучить и уточнить экономическое содержание рынка ценных бумаг;

исследовать современные теоретические представления о фундаментальном и техническом анализе, используемые для оценки стоимости ценных бумаг;

установить преимущества и недостатки различных инструментов, применяемых в прогнозировании стоимости фондовых активов;

выявить основные факторы, влияющие на рынок ценных бумаг в современной экономике;

проанализировать используемые в практике методы анализа стоимости ценных бумаг;

исследовать методы технического анализа рынка ценных бумаг, а также выявить особенности их применения;

обосновать взаимосвязь макроэкономической волатильности и волатильности фондового рынка, предложить новый метод оценки фондового рынка с точки зрения инвестирования;

обосновать эффективность использования факторного метода анализа стоимости ценных бумаг;

разработать методику определения будущей стоимости ценных бумаг исходя из прогноза ставки рефинансирования Федеральной резервной системы США.

**Объект исследования.**Объектом исследования в работе является рынок ценных бумаг, представляющий собой часть финансового рьшка, на котором осуществляются операции купли и продажи ценных бумаг и идет непрерывный процесс определения их стоимости в результате влияния фундаментальных факторов и технического состояния рынка..

**Предмет исследования.**Предметом исследования являются теоретические и методические аспекты оценки стоимости ценных бумаг.

**Область исследования.**Диссертация соответствует специальности 08.00.10. — Финансы, денежное обращение и кредит Паспорта специальностей ВАК (экономические науки). Содержание работы соответствует п. 4.1 «Теоретические основы организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов» и п. 4.9 «Расширение инвестиционных стратегий на рынке ценных бумаг».

**Теоретическая и методологическая основа диссертационного исследования.**Теоретической основой диссертации являются являются фундаментальные и прикладные исследования отечественных и зарубежных ученых в области экономической теории, финансового рынка, рынка ценных бумаг, методов оценки стоимости ценных бумаг. В работе использовались также материалы международных, всероссийских, региональных научно-практических конференций по данной проблеме.

Методологической основой диссертационного исследования служат принципы системного анализа, позволяющего отразить сущность, элементы и причинно-следственные связи явлений и систем. В процессе диссертационного исследования широко использовались такие методы научного познания, как абстракция, детализация и обобщение, структурно-уровневый и сравнительный анализ, метод аналогий, статистический и экспертный анализ, экстраполяция.

Информационно-эмпирическую базу исследования составили законодательно-нормативные акты Российской Федерации, статистические данные государственных органов, а также аналитическая информация Федеральной службы государственной статистики, Центрального банка, Министерства экономического развития, Министерства финансов, Федеральной службы по финансовым рынкам, Московской межбанковской валютной биржи, Российской торговой системы и другие. Исследование рынков ценных бумаг в международном контексте основывается на данных общедоступных глобальных источников: Всемирного банка, Международного валютного фонда, Чикагской Торговой Биржи, Федеральной

резервной системы США, Standard and Poors Emerging Markets Database, World Federation of Exchanges и других.

**Научная новизна исследования**заключается в обосновании теоретических положений, разработке методических и практических рекомендаций по развитию инструментов оценки стоимости ценных бумаг. Наиболее значимые результаты, отражающие научную новизну, состоят в следующем:

- уточнено содержание понятий *«фондовый рынок»,*определяемый как «рынок  
носителей капитальной стоимости, инструментов долгосрочных финансовых  
потоков, обслуживающий процессы формирования и перестройки капитальной  
структуры»; *«финансовый рынок»,*трактуемый в диссертации как совокупность  
денежного рынка, на котором обращаются наличные деньги, краткосрочные и  
долгосрочные кредитные средства (займы и кредиты, предоставляемые  
банками), средства негосударственных пенсионных фондов и страховых  
компаний, и рынка ценных бумаг, предоставляющего доступ эмитентам к  
долгосрочным финансовым ресурсам, находящимся в постоянном движении  
под влиянием изменяющихся спроса и предложения со стороны хозяйствующих  
субъектов; *«рынок ценных бумаг»,*под которым понимается механизм  
трансформации сбережений в инвестиции, адекватный современному этапу  
экономического развития индустриальных стран (с. 9-13);

- установлены ограничения в использовании методов фундаментального и  
технического анализа, лежащие в основе принятия управленческих решений об  
инвестировании в ценные бумаги: средне- и долгосрочный характер прогноза;  
отсутствие учета цикличности процессов при использовании фундаментального  
анализа; некорректная трактовка графических представлений, недостаточный объем  
информации, учитываемой при формировании прогнозов стоимости ценных бумаг в  
ближайшей и отдаленной перспективе (с. 31-33; 42-47);

- выявлены основные фундаментальные факторы (официальные учетные ставки;  
уровень ВВП; дефицит торгового и платежного балансов; темп инфляции; уровень

безработицы, денежная масса и т.д.) и технические факторы (асимметричность информации, психология, стадия волны роста/падения и др.), влияющие на стоимость ценных бумаг, а также исследованы и установлены причинно-следственные связи между ними, что позволяет прогнозировать поведение активов на рынке ценных бумаг и их стоимость (с. 29-31; 40-42);

- определено влияние макроэкономической волатильности на волатильность  
фондового рынка; предложен способ оценки поведения фондового рынка в  
будущем на основании ряда макроэкономических показателей (внутренний  
валовой продукт, уровень потребительских расходов населения и др.), который  
позволяет принимать эффективные инвестиционные решения, а также  
корректировать экономическую политику на макроуровне (с. 115-124);

разработан теоретико-прикладной подход к факторному анализу, в рамках которого доход от операции с ценными бумагами делится на три составляющие: дивидендный доход, уровень прироста доходов от изменения курсовой стоимости, уровень роста отношения цены к чистой прибыли, что позволяет принимать обоснованные управленческие решения при формировании инвестиционного портфеля акций (с. 128-135);

установлено влияние ставки рефинансирования на состояние рынка ценных бумаг, заключающееся в увеличении или сокращении свободной денежной массы, а также стоимости денег, что непосредственно влияет на спрос и предложение на рынке ценных бумаг; разработан и предложен способ принятия решения об инвестировании в краткосрочном периоде, исходя из ожиданий участников о возможном изменении учетной ставки (с. 140-149).

**Теоретическая и практическая значимость диссертационного исследования.**Полученные в ходе проведенных исследований результаты имеют определенное значение для развития теории функционирования рынков ценных бумаг, которая дополнена предложенными в работе положениями и выводами (в частности, о взаимозависимости и взаимовлиянии макроэкономической

волатильности и волатильности фондового рынка; использовании факторного подхода в анализе и прогнозировании стоимости фондовых активов; моделировании поведения рынка в зависимости от ключевых решений в рамках макроэкономической политики властей США).

Практическая значимость заключается в разработке способов формирования и оценки доходности портфеля ценных бумаг, а также в управлении им исходя из фундаментальных показателей развития экономики страны. Дня принятия инвестиционных решений в краткосрочном периоде предложен практический метод прогнозирования стоимости ценных бумаг на основе не ожидаемого участниками рынка изменения ставки рефинансирования США.

**Апробация и внедрение результатов исследования.**Отдельные положения диссертационного исследования используются в преподавании курсов «Экономическая безопасность», «Рынок ценных бумаг», «Деньги, кредит, банки». Основные его теоретические и практические положения были изложены автором на ХП научной конференции молодых ученых, аспирантов и студентов Мордовского государственного университета им. Н. П. Огарева (Саранск, 2007); VII республиканской научно-практической конференции «Наука и инновации в Республике Мордовия (Саранск, 2008); Всероссийской научно-практической конференции «Менеджмент качества и устойчивое развитие в условиях инновационной экономики (Саранск, 2009) и др. Практические рекомендации, предлагаемые в исследовании, могут быть полезны при разработке национальных и региональных программ экономического развития (использование конкретных предложений по прогнозированию фазы циклов рынков ценных бумаг).

Публикации. Основные положения и результаты диссертации изложены в 5 научных работах общим объемом 2, 8 п.л. В изданиях, рекомендованных ВАК РФ, опубликованы 2 статьи.

## Рынок ценных бумаг, его цели и функции

Совокупность множества рынков функционального назначения сформировалась во второй половине XX века под воздействием ряда факторов. Многократно расширилось рыночное пространство. Современное производство создает в массовых количествах огромный спектр полезных благ, удовлетворяющих разнообразные потребности людей и общества. Их реализация требует разнообразия рыночных форм. Углубление общественного разделения труда вышло за пределы производства и распространилось на рыночную сферу. В ней возникли специализированные рынки, занявшиеся продвижением до потребителей самых разнообразных товаров и услуг. Развитие кредитных отношений и акционерной собственности потребовало развития специализированного рынка - финансового.

Финансовому рынку принадлежит особое место в системе рыночных отношений: рыночная экономика требует постоянного использования потенциальных возможностей данного рынка - важнейшего источника ее роста. Сбережения превращаются в инвестиции, когда они попадают к тем, кто использует их для приобретения элементов производства. Такое превращение может быть прямым или косвенным. Если собственные сбережения могут напрямую превращаться в инвестиции, то чужие должны проделать определенный косвенный путь, опосредуемый финансовым рынком.

В последнее время нет единых подходов к трактовке экономической категории «финансовый рынок», четкого определения ее соотношения с категориями «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок». Поэтому мы рассмотрим и проанализируем основные сложившиеся на этот счет в современной научной литературе концепции.

Хикс [149] утверждает, что использование технологических новшеств было неосуществимо только за счет получаемых доходов или накоплений отдельных лиц. Для их применения необходимо было появление финансового рынка. Индустриальное общество нуждалось в адекватной финансовой системе, с помощью которой компании смогли бы получить доступ к долгосрочному финансированию.

Также существует несколько мнений по вопросу возникновения финансового рынка как института. Появление и развитие института «не полностью изученный и задокументированный процесс» [98]. Существует 2 теории, объясняющие формирование рыночных институтов [147]. Первый подход сосредотачивается на представлении института как ожидаемого результата намеренных действий. Второй подход больше фокусируется на невидимой руке и эволюционном развитии, при котором институты появляются как незапланированный результат совокупности некоторых определенный действий. Этот подход довольно подробно рассмотрен австрийской школой, которая видит институты как «результат действий человека, но не его разработки» [108]. По нашему мнению второй подход является более жизнеспособным.

Дж.Ван Хорн отмечает: «Назначение финансовых рынков - эффективное распределение накоплений между конечными потребителями» [7]. Очевидным является то, что финансовый рынок — совокупность ряда рынков, цель которых заключается в распределении финансов.

## Анализ факторов, влияющих на стоимость ценных бумаг

Рынок ценных бумаг является одним из механизмов перераспределения финансовых ресурсов в масштабах экономики страны. Долговые и долевые обязательства предприятий страны представлены на рынке ценных бумаг. По сути, рынок ценных бумаг входит в сложную структуру экономических взаимоотношений в стране. На экономику государства влияет множество факторов - внешних и внутренних. Сила и продолжительность их влияния различна, также отличается и цель их воздействования. Так или иначе различные возмущения по-разному сказываются на экономическом развитии. Как неотъемлемый элемент национальной экономической системы рынок ценных бумаг также подвержен влиянию множества факторов - как экономического и политического, так и социального характера.

Исследование данных факторов необходимо при прогнозировании основных параметров рынка. Данный прогноз лежит основе фундаментального анализа рынка ценных бумаг.

В целях нашего анализа основным объектом выступает рынок ценных бумаг, представляющий собой часть финансового рынка, на котором осуществляются операции купли и продажи ценных бумаг и постоянно идет процесс определения стоимости ценных бумаг в результате влияния фундаментальных факторов и технического состояния рынка.

Фундаментальный фактор - это процесс или явление, происходящие в системе (экономико-социальной, природно-климатической), обладающие параметрами, свойствами или характеристиками, и оказывающие влияние на свойства объекта (рынок ценных бумаг). Однако в силу сложившейся традиции и краткости изложения мы не будем углубляться в существо процессов (имеющих к тому же множество параметров), а под фундаментальными факторами будем понимать, как правило, их свойства. Так, например, такой фактор, как воспроизводственный процесс может быть рассмотрен с точки зрения параметров ВВП и инфляции, процесс капиталообразования - с точки зрения параметров объемов строительства, размера валового накопления основного капитала, объема прямых иностранных инвестиций, выступающих каждый как отдельный фактор.

Чаще всего к фундаментальным факторам относят факторы экономического характера. Из них на первом месте часто оказываются факторы, относящиеся к деятельности конкретного предприятия, являющегося эмитентом, рассмотрение возможности инвестирования в акции которого является предметом соответствующего исследования. Иными словами, внутренняя стоимость данных ценных бумаг привязывается к финансово-экономическому состоянию (и прочим характеристикам) эмитента, изменения в котором, по мнению аналитиков, неизбежно ведут к изменениям на рынке соответствующих ценных бумаг.

Однако надо признать, что положение эмитента также может быть рассмотрено как зависимая переменная или комплекс зависимых переменных, определяющими параметрами которых могут являться иные факторы. К таким факторам относятся прежде всего макроэкономические, а также политические, социальные, климатические и иные факторы (в т.ч. рыночная история компании, кредитная история, история котировок акций, рыночные цены акций, повлиявшие на состояние и позиции компании).

## Результаты исследования взаимосвязи макроэкономической волатильности и волатильности фондового рынка

В экономической литературе достаточно широко освещены вопросы моделирования, измерения и определения будущей волатильности дохода, на основании которых определяется цена актива, в том числе и ценных бумаг, осуществляются мероприятия по портфельному и риск-менеджменту. Данные положения встречаются в работах Андерсена Т., Боллерслева Т., Кристоферсена П. и Дайболда Ф. [44; 45]. Большой вклад в исследования волатильности экономических переменных внесли работы Роба Энгла, начиная с классического труда о переменных в экономике Великобритании [117; 118].

Вместе с тем, даже новейшие исследования, касающиеся проблемы волатильности, хотя и широки, но не дают описания взаимосвязи между экономическим активом, изменчивости приносимого им дохода и основной определяющей причины этой переменной. Представляет научный интерес проблема прогнозирования эффектов, которые порождаются фундаментальными макроэкономическими событиями. В частности, взаимосвязи между волатильностью фондового рынка и изменчивостью фундаментальных показателей остаются до нынешнего времени слабо изученными. В сущности, моделируется волатильность фондовых показателей в отрыве от переменных фундаментальных факторов. Хотя фундаментальная волатильность изучена в теориях бизнес-циклов, к примеру, в работах Рами Г. и Рами В. [193], а также в некоторых других трудах, фокус в указанных источниках сосредоточен преимущественно на связи между переменными макроэкономическим показателями и последующим экономическим ростом. Ближе к настоящему исследованию другая часть макроэкономической литературы, включающая, к примеру, исследования Левайна [169], который сосредотачивается на взаимосвязи между переменными макроэкономическими показателями и развитием финансовых рынков. В совместной работе с Сарой Зервос [168] Левайн находит, что ликвидность рынка акций и уровень развития банковской системы положительно коррелированы как с текущими, так и с будущими нормами экономического роста, накопления капитала, повышения производительности факторов. Этот результат сохраняется при варьировании набора исходных показателей, включении в него многих других объясняющих переменных. Следовательно, по индикаторам уровня банковского развития и ликвидности рынка акций молено предсказывать динамику ряда важнейших экономических показателей.

В настоящем исследовании под фундаментальной волатильностью мы понимаем изменчивость основных экономических показателей. С точки зрения одного вида актива, это будет определенно соотноситься с волатильностью реальных доходов или дивидендов. С точки зрения целого рынка ценных бумаг, это будет определенно соотноситься с волатильностью реального ВВП или потреблением.

Данная работа является частью активно развивающейся области научного интереса, в рамках которой экономисты исследуют связи между макроэкономическими фундаментальными показателями и волатильностью рынка ценных бумаг.

Нашей целью при исследовании проблемы, отраженной в настоящем разделе, являлось объяснение взаимосвязей, если они имеют место, между фундаментальной волатильностью и волатильностью рынка ценных бумаг на сновании анализа широкого круга стран.