Смирнов Евгений Владимирович. Фондовый рынок как сфера взаимодействия фиктивного и действительного капитала российских корпораций : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Краснодар, 2005 218 c. РГБ ОД, 61:05-8/3537

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические вопросы взаимодействия фиктивного и действительного капитала корпораций на фондовом рынке 12

1.1. Сущность корпоративного капитала 12

1.2. Классификация факторов, влияющих на взаимодействие фиктивного и действительного капитала корпорации 33

1.3. Фондовый рынок как пространство взаимодействия фиктивного и действительного капитала корпорации 46

Глава 2. Анализ взаимодействия фиктивного и действительного капитала ОАО «НК « ЮКОС» 66

2.1. Оценка действительного капитала ОАО НК «ЮКОС» 66

2.2. Анализ влияния внешней среды на взаимодействие фиктивного и действительного капитала ОАО «НК « ЮКОС» 91

2.3. Оценка инвестиционной привлекательности акций ОАО НК «ЮКОС» 115

Глава 3. Оптимизация взаимодействия фиктивного и действительного капитала российских корпораций на фондовом рынке 130

3.1. Повышение инвестиционной привлекательности ценных бумаг на основе совершенствования корпоративного управления 130

3.2. Повышение инвестиционной привлекательности корпораций с помощью института государственной власти 149

3.3. Принципы эффективного прогнозирования фиктивного капитала корпораций. 168 Заключение 190

Список литературы 201

Приложение 213

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Эффективное взаимодействие фиктивного и действительного корпоративного капитала на фондовом рынке является одним из ключевых механизмов стимулирования инвестиций и роста производства. Вместе с тем, в эпоху глобализации рынка капиталов, открытости и интеграции мировой экономики, развитием средств телекоммуникаций, возникающие противоречия между этими формами корпоративного капитала могут стать источниками углубления системных кризисов, масштабной финансовой нестабильности и социальных потрясений. Подтверждения тому - мировые и национальные кризисы ХХ-го и XXI-го столетия.

Особенно проблемным является взаимодействие фиктивного и действительного корпоративного капитала на формирующихся фондовых рынках. Переход России к рыночной экономике потребовал разгосударствление огромного действительного капитала, созданного за годы административно-командной системы. Непродуманность и поспешность реформ привела к тому, что этот гигантский промышленный потенциал был приобретен в частную собственность по бросовым ценам. В силу этого вся новейшая история отечественного вторичного рынка акций характеризуется превалированием на нем спекулянтов, масштабными взлетами и падениями фондовых индексов по причинам, не зависящими от экономического состояния предприятий-эмитентов.

Рынок акций, представляя собой пространство взаимодействия действительного и фиктивного корпоративного капитала, призван обеспечивать перераспределение инвестиционных потоков в реальный сектор экономики, а также трансформацию отношений собственности. Вместе с тем, он является ареной спекулятивной игры. Налицо серьезное противоречие, нуждающееся в обосновании адекватных инструментов его разрешения. В противном случае инвестиционный процесс в реальном секторе экономики России обречен на хронический дефицит ресурсов, а отечественный финансовый рынок - на постоянную миграцию краткосрочного спекулятивного капитала.

**Степень разработанности проблемы.**Различные аспекты взаимодействия фиктивного и действительного капитала активно разрабатываются в отечественной и зарубежной экономической литературе. Фундаментальные положения и методологические подходы к фиктивному капиталу были заложены марксистской экономической теорией. В ХХІ-м веке они нуждаются в серьезных корректировках, обусловленных глобализацией мировой экономики.

Исследование финансовых аспектов функционирования и развития корпоративного капитала осуществлено в работах Ф.Модильяни, М.Миллера, Р.Брейли, О.Майерса, Ф. Хайека, Р.Дж.Эккелза и ряда других специалистов.

Специфика становления и развития отечественных корпоративных структур рассматривается в работах П. Аркина, С. Беляева, В. Галанова, В. Дейнега, Г. Журавлевой, В. Иванченко, Е. Киреева, Э. Короткова, Л. Матвеевой, В. Мов-сесяна, С. Наумова, А. Торкановского, В. Яковлева, и др.

Проблемы функционирования фондового рынка как важнейшей составляющей финансового рынка, взаимосвязи инвестиционного процесса и движения фиктивного капитала в условиях рыночной трансформации экономики России рассмотрены в работах М.Ю.Алексеева (зарубежные фондовые рынки), Г.Н. Богачевой (проблемы рынков капиталов), А.Л. Буренина (структура и основы, макроэкономические аспекты функционирования срочного и фондового рынков), Л.Л. Игониной (проблемы инвестиций), А.П. Иванова (оценка акций предприятий), А.В. Захарова, В.Т. Мусатова (фондовые биржи, их развитие), Я.М. Миркина (фондовый рынок и фундаментальные факторы), Б.Б. Рубцова (зарубежные фондовые рынки), Е.В. Семенковой (структура фондового рынка). Сохраняют значение фундаментальные исследования, осуществленные в середине XX века Боголеповым М.И., Брегелем Я.И., Трахтенбергом И.А.

Методические подходы к анализу фиктивного капитала и прогнозированию его динамики на фондовом рынке отражены в трудах зарубежных специалистов: Л.Борселино, Б.Вильямса Б.Грехема, Д.Додца, Г.Марковица, Г. Морриса, С.Нисона, Дж.Сороса, Дж.Тобина, Д.Темплтона, У.Шарпа.

Однако многие аспекты взаимодействия фиктивного и действительного капитала в корпоративном секторе экономики России остаются недостаточно разработанными. Это обстоятельство определило выбор цели и задач данного диссертационного исследования.

**Цель и задачи исследования.**Целью диссертационной работы является обоснование способов эффективного взаимодействия между фиктивным и действительным капиталом отечественных корпораций на фондовом рынке в условиях современного этапа развития экономики России.

В соответствии с этой целью поставлены следующие задачи:

обобщить теоретические взгляды на природу и сущность фиктивного капитала, а также формы ее проявления во взаимосвязи с движением действительного корпоративного капитала;

уточнить функции фондового рынка применительно к движению корпоративного капитала;

оценить роль фондового рынка как пространства взаимодействия фиктивного и действительного капитала корпораций в образовании разрывов между ними;

проанализировать существенные аспекты взаимодействия действительного и фиктивного капитала корпорации НК «ЮКОС», дать оценку этих аспектов по отношению к современному состоянию и тенденциям развития отечественного фондового рынка;

обосновать способы оптимизации взаимодействия фиктивного и действительного корпоративного капитала на фондовом рынке;

определить пути и формы эффективного прогнозирования динамики фиктивного капитала российских корпораций.

Объект и предмет исследования. В качестве объекта исследования выступает процесс взаимодействия действительного и фиктивного капитала российских корпораций на фондовом рынке. Предметом исследования служат финансовые отношения, складывающиеся в процессе взаимодействия фиктивного

и действительного капитала отечественных корпораций на фондовом рынке, в условиях современного этапа развития экономики России.

**Теоретико-методологической основой исследования**послужили фундаментальные концепции, представленные в трудах отечественных и зарубежных ученых, реализующих неоклассический, институциональный подходы, положения марксистской политэкономии к анализу проблем взаимодействия фиктивного и действительного капитала корпораций на фондовом рынке, в том числе концепция фиктивного капитала, теория эффективности рынка капитала, теория рефлексивности рынка акций.

В процессе исследования были использованы методы финансового анализа, статистического анализа, оценки инвестиционной привлекательности ценных бумаг, положения теории портфельного инвестирования, экспертный анализ.

**Информационной базой исследования**стали исследования российских и зарубежных ученых по проблемам корпоративных финансов, взаимодействия фиктивного и действительного капитала корпораций, становления и развития системы корпоративных отношений, законодательно-нормативные акты в виде федеральных законов, указов президента РФ, постановлений Правительства РФ, а также источники различного характера: официальные статистические данные РФ, открытые данные Российской торговой системы (РТС), Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ), архивы котировок инвестиционной компании «Финам», публичная отчетность ряда открытых акционерных обществ РФ.

**Рабочая гипотеза диссертационного исследования**состоит в выдвижении и обосновании системы положений, согласно которым эффективное взаимодействие фиктивного и действительного капитала корпораций на фондовом рынке в условиях современного этапа развития экономики России предполагает комплексный подход, затрагивающий микро- и макроэкономические аспекты такого взаимодействия.

**Положения диссертации, выносимые на защиту:**

1. Фондовый рынок представляет собой сферу взаимодействия фиктивного и действительного корпоративного капитала. В условиях современного этапа развития экономики России не реализуется фундаментальная функция фондового рынка - мобилизация финансовых ресурсов с целью обеспечения эффективного процесса расширенного воспроизводства корпоративного капитала.
2. На фондовом рынке существуют объективные условия возникновения финансового разрыва между фиктивным и действительным капиталом. Являясь отражением действительного, фиктивный капитал обладает гипертрофированной реакцией (как положительной, так и отрицательной) на различные факторы внешней и внутренней среды. Масштабный разрыв между фиктивным и действительным капиталом одной корпорации (или их локальной совокупности) способен оказать разрушительное воздействие на весь фондовый рынок.
3. Рассмотренные основополагающие положения традиционной портфельной теории представляются неэффективными применительно к практическим инвестициям на вторичном рынке акций. В частности, математическое ожидание доходности не может служить адекватным прогнозом будущего значения доходности, а дисперсия доходности не отражает реальный риск инвестиций на рынке акций.
4. В природе фиктивного корпоративного капитала заложен эффект «самопрограммирования». Основная масса участников рынка формулирует прогноз, который неизбежно реализуется. Причина состоит в том, что основные подходы к анализу и прогнозу стоимости фиктивного капитала строятся на статистических данных прошлых периодов и на основании общепринятых методик расчета. Типовая интерпретация и трактовка процессов ценообразования в техническом анализе фондового рынка, комментарии аналитических компаний и экспертов, эффект психологического давления на рынок средств массовой информации - таковы факторы приводящие к «самопрограммированию» стоимости фиктивного капитала корпораций.
5. Вторичный рынок акций представляет собой систему с постоянным количеством единиц торгуемого актива. Цена фиктивного капитала корпорации на бирже зависит от баланса денег и акций в системе. На зарождение глобальных восходящих и нисходящих трендов определяющее влияние оказывают интервенция и эвакуация крупных потоков финансового капитала.
6. В условиях глобализации экономики исчерпала себя концепция «самоформирования» рынка ценных бумаг, где роль государства сводится к созданию правил и догм, исходящих из гипотезы абстрактного идеального рынка. Дальнейшая реализация данной концепции приводит к разрастанию рисков для участников рынка и невыполнению рынком своих базовых инвестиционно-финансовых задач, превращению его в арену для спекуляций. «Дирижизм» государства на рынке акций, «интервенционистский» подход стали необходимыми условиями для достижения эффективного взаимодействия фиктивного и действительного капитала корпораций и предупреждения глобальных кризисов фондового рынка.
7. Стандарты корпоративной отчетности неэффективны без создания условий и стимулов к обеспечению максимальной прозрачности деятельности корпораций и нуждаются в адаптации к целям эффективного взаимодействия фиктивного и действительного капитала корпораций.
8. Создание системы стимулирования покупок акций сотрудниками корпорации-работодателя в отечественной практике корпоративного управления является важным направлением совершенствования взаимодействия фиктивного и действительного капитала корпораций.

**Научная новизна диссертации**состоит в раскрытии проявления противоречия форм корпоративного капитала и обосновании эффективных способов взаимодействия фиктивного и действительного капитала отечественных корпораций на фондовом рынке применительно к условиям современного этапа развития экономики России.

Элементы научной новизны представлены следующим образом:

раскрыто содержание финансовых процессов, происходящих на фондовом рынке в условиях глобализации экономических отношений: рост рынка происходит под воздействием интервенции крупного капитала, а падение - под воздействием его эвакуации вследствие нарушения баланса денег, акций и цен в торговой системе;

уточнены основные функции вторичного рынка акций и понятие «рыночной капитализации». Вторичный рынок акций обособлен от движения действительного капитала в реальном секторе экономики и превращен в арену спекулятивной игры. «Рыночная капитализация» не может служить объективным показателем стоимости предприятия, но может быть инструментом обеспечения оборота всего фиктивного капитала, его взаимодействия с действительным капиталом и трансформации статуса держателей акций из биржевых спекулянтов в собственников и обратно;

проведена систематизация и дана сравнительная характеристика существующих подходов и методов, используемых при определении рыночной стоимости акций, выявлены недостатки подходов и положений технического анализа и портфельной теории в современных условиях глобализации экономических отношений;

раскрыто содержание противоречия между фиктивным и действительным корпоративным капиталом, обусловленное природой корпоративных отношений. Фиктивный капитал, являясь отражением действительного, возникает и развивается на основе последнего, опосредует инвестиционный процесс и развитие системы корпоративных отношений, имеет особый характер оборота и способен самопрограммироваться в процессе своего функционирования;

обоснованы направления государственного регулирования фондового рынка, в числе которых выделены:

стимулирование экономического роста и создание условий, при которых занижение финансовых результатов деятельности корпораций становится невыгодным;

содействие изменению структуры корпоративной собственности и инвестиций в корпоративный капитал;

разработка антикризисной политики и сценариев поведения ФСФР России.

обоснованы способы эффективного взаимодействия фиктивного и действительного капитала корпораций на фондовом рынке: обеспечение максимальной прозрачности деятельности корпораций; совершенствование корпоративной отчетности в направлении разработки показателей, способных сгладить изменчивость рынка акций; создание эффективных институтов внутреннего корпоративного контроля и аудита; оптимизация состава совета директоров, учитывающего интересы и самой корпорации и различных групп собственников корпоративного капитала; сбалансированное участие всех субъектов корпоративных отношений в доходах корпорации.

предложены принципы эффективного прогнозирования фиктивного капитала корпораций на вторичном рынке акций. В их основу положены приоритет фундаментального анализа, корректирующая роль инструментов технического анализа; первостепенное внимание к анализу интервенции и эвакуации масштабных потоков финансового капитала.

**Теоретическая и практическая значимость диссертации**состоит в том, что основные выводы и результаты ориентированы на широкое применение в практике определения и управления рыночной стоимостью фиктивного капитала корпораций, что необходимо при:

принятии корпорациями инвестиционных и управленческих решений;

формировании портфелей акций в инвестиционных и пенсионных фондах, страховых компаниях, коммерческих банках;

проведении антикризисного управления взаимодействием фиктивного и действительного капитала корпораций на микро- и макроуровне;

систематизации применяемых методов определения и управления стоимостью акций.

Раскрытие сущности взаимодействия фиктивного и действительного капитала корпораций, механизмов ценообразования фиктивного капитала на фондовом рынке, а так же рекомендации по определению стоимости акций могут найти применение в программах по увеличению капитализации и управлению стоимостью акций отечественных корпораций, разработке мероприятий по предотвращению возможных кризисов на фондовом рынке.

Основные положения диссертационного исследования и полученные результаты могут использоваться в практической деятельности финансовых, инвестиционных, оценочных и консалтинговых компаний, а так же в целях совершенствования содержания, структуры и методики преподавания дисциплин: «Рынок ценных бумаг и биржевое дело», «Оценка бизнеса», «Корпоративное управление».

**Апробация результатов исследования.**Результаты диссертационного исследования на отдельных этапах представлялись в сообщениях и получили положительную оценку на всероссийских, региональных и межвузовских научно-теоретических и научно-практических конференциях, проводившихся в Ростове-на-Дону, Краснодаре, Сочи (1999-2005 гг.).

**Публикации результатов исследования.**Основные положения диссертационного исследования нашли свое отражение в 5 публикациях общим объемом 3,5 п.л.

**Структура и объем работы**раскрывает цель и задачи исследования и состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы включающего 155 наименований; содержит 32 таблицы, 35 рисунков, 1 приложение. Объем работы 218 страниц.

## Сущность корпоративного капитала

Корпоративный сектор занимает центральное место в экономике развитых стран. Концентрация средств производства достигает здесь наивысшего уровня. Крупные корпоративные структуры притягивают к себе основную мае-су ресурсов и формируют большую часть финансовых результатов.

В современной экономической и правовой науке утвердились два толкования понятия «корпорация» (от латинского corporation — объединение):

- объединение, союз, общество в широком смысле;

- совокупность лиц, объединяющаяся для достижения какой-либо совместной цели и сформировавшая особое юридическое лицо - корпорацию1.

Соответственно, исходя из второго, узкого определения понятия «корпорация», категория «корпоративный капитал» представляет собой совокупность капиталов субъектов экономических отношений, функционирующая на основе свободного участия и созданная для совместного извлечения прибыли. Понятия «корпоративный» и «акционерный» применительно к этому определению и целей работы являются синонимами. Их отличие, на наш взгляд, в том, что в понятии «корпоративный» акцент делается на форме совместной деятельности, а в понятии «акционерный» - на способе объединения лиц.

Корпоративному капиталу присущи следующие черты:

- консолидированность и обезличенность его долей для всех участников корпорации;

- вклад участников в корпоративный капитал является мерой ответственности за результаты деятельности корпорации;

- совокупность отдельных капиталов воплощена в капитале одного юридического лица в целях коллективного предпринимательства;

- его функционирование осуществляется развитым профессиональным корпусом менеджеров и специалистов (техноструктурой);

- наличие двух слоев отношений собственности на корпоративный капитал (собственности участников-акционеров на фиктивный капитал и собственности самой корпорации на действительный капитал), обуславливаемое противоположностью действительного и фиктивного капитала2.

Последний конституирующий признак корпоративного капитала и корпоративной формы хозяйствования, зачастую не учитывается современными исследователями. Игнорируется тот факт, что имущество корпорации не поделено между ее участниками, а отчуждено о них в пользу самой корпорации. Участникам принадлежат лишь доли в фиктивном капитале, то есть их пакеты акций. Только прекращение деятельности (ликвидация) корпорации предоставляет участникам доли в имущественном комплексе. Если бы участники корпорации изначально владели такими долями, то корпоративная форма хозяйствования ничем не отличалась бы от традиционной формы частного капиталистического предприятия.

На наш взгляд, уже исходный пункт формирования корпоративного капитала отличается двойственностью. Создавая корпорацию ее учредители:

1) формируют начальный (уставный) действительный капитал;

2) производят эмиссию фиктивного капитала - акций.

Отметим, что только в исходном пункте действительный и фиктивный капитал корпорации формально (по номинальной стоимости) совпадают. В дальнейшем они расходятся и по величине стоимости и по условиям своего оборота. Подойдя вплотную к вопросу возникновения противоречия форм корпоративного капитала, определим понятие и границы использования категории фиктивного капитала.

## Оценка действительного капитала ОАО НК «ЮКОС»

Практическое исследование процесса взаимодействия фиктивного и действительного капитала корпорации мы предлагаем осуществить на примере взаимодействие этих форм капитала крупнейшей корпорации в России - ОАО "Нефтяная компания "ЮКОС".

Развитие событий, связанных с возникновением налоговых претензий к данной корпорации и последующая реакция всех участников фондового рынка и мирового инвестиционного сообщества, дает нам право предположить, что выбор НК «ЮКОС» в качестве объекта анализа позволит выявить и проанализировать причины, определившие негативную динамику инвестиционной привлекательности фиктивного капитала ведущих российских корпораций, несовершенство стандартов корпоративной отчетности и недостатки корпоративного управления.

Информационной базой исследования действительного капитала являются публичные данные ОАО НК «ЮКОС», включая ежеквартальную и годовую отчетность согласно Российским стандартам бухгалтерского учета (ПБУ) и отчетность согласно международным стандартам US GAAP за 2001-2003г. размещенные на официальном сайте компании http://www.yukos.ru, публичная отчетность ряда других корпораций - основных конкурентов НК «ЮКОС», оценки крупнейших отечественных и зарубежных инвестиционных компаний.

Нефтяная компания «ЮКОС» была образована в соответствии с Постановлением Правительства РФ от 15.04.1993 года. Первоначально в нее вошли: одно нефтедобывающее предприятие - «Юганскнефтегаз», три нефтеперерабатывающих завода — «Куйбышевский», «Новокуйбышевский» и «Сызранский», и восемь предприятий нефтепродуктообеспечения, расположенных в Самарской, Пензенской, Воронежской, Орловской, Брянской, Пензенской, Воронежской, Орловской, Брянской, Тамбовской, Липецкой и Ульяновской областях. Два года спустя в соответствии с Постановлением Правительства от 01.09.1995 г. в состав «ЮКОСа» были включены нефтедобывающее предприятие ОАО «Самаранефтегаз», новые предприятия по сбыту нефтепродуктов, ряд научно-исследовательских и производственных организаций.

Слияние в единую корпорацию предприятий нефтедобычи и нефтепереработки, нефтепродуктообеспечения и ряда НИИ, определило основные направления деятельности компании:

- разведка нефтяных, газовых месторождений;

- добыча нефти и газа, их переработка;

- производство продуктов переработки нефти и газа (нефтепродуктов, нефтехимической продукции и иных продуктов переработки сырья);

- транспортировка и хранение нефти и газа и продуктов их переработки;

- реализация нефти, нефтепродуктов, иных продуктов переработки углеводородного и иного сырья (включая экспорт).

Вертикальная структура корпорации на 31.12.2003г., консолидируемая управляющей компанией, представлена на рисунке 2.1.1.

Широкая география как первоначально вошедших в корпорацию предприятий, так и поглощенных впоследствии, определяет основные регионы продажи нефти и нефтепродуктов. В России наиболее значимыми для компании являются: Белгородская, Брянская, Воронежская, Липецкая, Орловская, Пензенская, Самарская, Тамбовская, Ульяновская, Московская, Иркутская, Тюменская, Ростовская обл., Краснодарский край и ряд других регионов. Среди зарубежных стран основной экспорт продукции осуществляется в Белоруссию, Болгарию, Великобританию, Венгрию, Германию, Грецию, Данию, Израиль, Испанию, Италию, Кипр, Литву, Нидерланды, Польшу, Румынию, Сингапур, Словению, Турцию, Украину, Финляндию, Францию, Швецию, Югославию, Китай и ряд других стран.

## Повышение инвестиционной привлекательности ценных бумаг на основе совершенствования корпоративного управления

Проанализировав на протяжении 2001-2004г. развитие и взаимодействие фиктивного и действительного капитала НК «ЮКОС», реакцию российского рынка ценных бумаг на события вокруг этой компании, мы пришли к выводу о необходимости комплексного подхода в обеспечении позитивного взаимодействия исследуемых форм корпоративного капитала как на микро-, так и на макроуровне. Несовершенство рынка требует усиления роли государства и проведения эффективной долгосрочной политики на рынке ценных бумаг, однако без усилий на микроуровне, со стороны самих корпоративных структур, последовательно проводящих политику своего генерирующего развития, этого будет недостаточно.

Поскольку заложенное единство и противоположность форм корпоративного капитала определяет развитие корпоративных отношений и процесс воспроизводства корпоративной собственности, то есть позитивное или негативное развитие самой корпорации, эффективное взаимодействие фиктивного и действительного капитала невозможно без совершенствования ее управления. Управление корпорацией должно исходить из положения о том, что данную форму хозяйствования необходимо рассматривать как единый интегральный комплекс взаимодействия капитала-собственности и капитала-функции. Стратегическая задача управления корпорацией и генерирующего развития корпоративного капитала состоит в оптимальном согласовании экономических интересов всех субъектов корпоративной собственности.

Критерием оптимальности согласования экономических интересов основных субъектных форм корпоративной собственности выступает максимизация рыночной оценки корпоративного бизнеса.

В рамках совершенствования корпоративного управления мы выделяем следующие ключевые направления, призванные оптимизировать взаимодействие фиктивного и действительного капитала, конечной целью которых является рост инвестиционной привлекательности корпорации и ее генерирующее развитие:

- Совершенствование качества корпоративной отчетности, ее контроля, и информационного имиджа перед инвесторами, миноритарными акционерами и общественностью.

- Оптимизация полномочий, мотивации и состава совета директоров, учитывающего интересы как корпорации, так и различных групп собственников корпоративного капитала.

- Сбалансированное участие субъектов корпоративных отношений в доходах корпорации и стимулирование участия человеческого капитала корпорации в ее фиктивном капитале.

Обоснуем актуальность этих направлений и обозначим механизмы их реализации.

По нашему мнению, в условиях существующего регулирования корпоративной отчетности обостряется противоположность действительного и фиктивного капитала. Действующие стандарты отчетности ориентированы в первую очередь на определение финансового результата, а не стоимости всего корпоративного бизнеса.