Коршунова Татьяна Львовна. Экономические методы оценки и эффективность развития рынка корпоративных ценных бумаг : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2002 201 c. РГБ ОД, 61:03-8/2632-8

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1.ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ, ЕГО СТАНОВЛЕНИЕ И РАЗВИТИЕ В РОССИИ 11

1.1 Теоретические основы рынка ценных бумаг 11

1.2 Становление рынка ценных бумаг в экономике России 22

1.3 Методы и основные принципы анализа экономических процессов и финансовой устойчивости компаний 40

1.4 Графические и трендовые модели оценки 57

рынка ценных бумаг

ГЛАВА II ЭФФЕКТИВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ АНАЛИЗА РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ 74

2.1 Влияние макро- и микроэкономических факторов на динамику фондового рынка 74

2.2 Анализ условий роста курса акций компании на основе нормативной системы показателей 100

2.3 Базовые критерии нормативной системы показателей применительно к российскому фондовому рынку. 116

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 133

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ И ЛИТЕРАТУРЫ 138

ПРИЛОЖЕНИЕ 147

**Введение к работе**

Актуальность исследования определяется современными проблемами экономики, связанными с инвестиционной сферой. Перераспределение денежных средств, как известно, позволяет изменить структуру народного хозяйства, повысить эффективность производства. Однако только инвестиционная деятельность способна создать предпосылки для разработки новых оценки инвестиций с учетом специфических российских условий.

В странах с рыночной экономикой возможности вмешательства государства в распределение материальных и финансовых ресурсов ограничены. Большинство предприятий, будучи основанными либо на индивидуальной, либо на коллективной собственности, самостоятельно изыскивают материальные и денежные ресурсы на рынках, через которые распределяется подавляющая часть общественного продукта. Поэтому фондовый рынок в определенном смысле может рассматриваться в качестве квинтэссенции инвестиционных механизмов перераспределения ресурсов общественного труда.

Ввиду многообразия операций с фондовыми ценностями и многогранности функций, которые выполняются разными участниками рынка ценных бумаг, вряд ли представляется возможным дать им единую, исчерпывающую методику принятия решений. Существующие методы, с помощью которых инвесторы принимают решения относительно выбора направления инвестиций, не позволяют рассчитать конечный результат вложений, не только в масштабе всей экономики, но и в рамках оценки интересов отдельного инвестора.

Анализ методов оценки корпоративных ценных бумаг и методологии принятия инвестиционных решений, проведенный в работе, выявил ряд их недостатков, прямым следствием которых является искажение реальной информации и неполучение в конечном счете

ожидаемого результата. Авторы большинства исследований по проблемам фондового рынка обращают внимание на существование многих условий, в которых предложенные ими модели не могут функционировать без существенных корректировок. Учет большего числа всевозможных рисков, которые могут сопровождать выполнение инвестиционного решения, ведет к постоянному усложнению формул прогнозных расчетов конечного результата. Как следствие этого увеличивается число ошибок и неточностей, которые могут быть допущены при реальном использовании предлагаемых методик.

Исходя из всего вышеизложенного, назрела реальная потребность в разработке таких методов и методик, которые позволили бы осуществить эффективный выбор между несколькими возможными инвестиционным проектами и при этом были бы просты в использовании.

Степень разработанности. Проблемам фондового рынка и его значению для развития экономики страны уделяется сегодня большое внимание. Особое место, как в отечественной, так и в зарубежной экономической литературе занимают проблемы эффективности

инвестиций в ценные бумаги. Это касается вопросов технико-экономического обоснования капиталовложений в условиях административной системы (Дж. Блэк, И. Липсиц ); анализа финансово-экономических показателей проектов (Ю. Блех, В.В. Бочаров, М.Ю. Алексеев); методов технического и фундаментального анализов рынка ценных бумаг (В.А. Дараган, П.П. Кравченко, Э. - Л. Найман Ю. Бригхерм, В.В. Ковалев, Г. Коллинз), а также общих проблем функционирования фондового рынка.

Вышеперечисленные авторы в своих работах, раскрывают важные аспекты анализа инвестиционной деятельности и формирования инвестиционного климата. Многообразие существующих подходов, дискуссионный характер теоретико - методологических положений о

развитии фондового рынка и его значении в экономике, отражают трудности становления и развития российского рынка ценных бумаг.

В отечественной научной литературе проблемам фондового рынка уделяется гораздо меньшее внимание, чем зарубежом. В частности, практически полностью отсутствуют исследования, посвященные методам оценки привлекательности ценных бумаг с учетом двух основных факторов, связанных с инвестиционным процессом: времени и риска.

Вопросы, связанные с приобретением ценных бумаг на среднесрочный период времени не нашли достаточного освещения в научных трудах отечественных ученых. Рассмотренные, в известных нам исследованиях, методы анализа и оценки инвестиционной привлекательности акций, часто носят либо ограниченный характер - т.е. могут применяться только в узко определенных условиях, - либо сложны в расчетах, что увеличивает вероятность математических ошибок при принятии решений.

В настоящее время ощущается насущная потребность в разработке новых методов оценки инвестиционной привлекательности ценных бумаг. Эти методы должны сочетать в себе простоту расчетов и быть универсальными в применении, учитывая все те существенные экономические факторы и реальные процессы, с которыми может столкнуться реализация инвестиционной программы.

Цели и задачи исследования. Основная цель исследования состоит в обосновании эффективной модели оценки инвестиционной привлекательности корпоративных ценных бумаг, а также в разработке практических методов, позволяющих инвестору решить проблему выбора между несколькими аналогичными инвестиционными проектами.

Поставленная цель предопределила решение следующих задач: 1. Рассмотреть сущность рынка ценных бумаг, его отличие от всех других рынков и соотношение с ними.

2. Исследовать факторы, под влиянием которых происходит изменение котировок акций.

3. Провести анализ различных методов прогнозирования развития фондового рынка;

4. На основе анализа макро - и микроэкономических процессов, влияющих на потенциальные прибыли инвестора от владения ценными бумагами, выявить зависимость между возможными вариантами развития предприятия и изменением курса его акций.

5. Предложить новые методы оценки привлекательности акций, с точки зрения потенциальной доходности, которую может получить инвестор от увеличения их стоимости.

Объект исследования - процессы, происходящие в экономике, финансово-экономическая деятельность компаний, акции которых котируются на фондовом рынке.

Предметом исследования являются экономические отношения, отражающие развитие рынка корпоративных ценных бумаг, условия и динамика их приобретения и продажи, а также существующие методы оценки корпоративных ценных бумаг.

Теоретико-методологической основой диссертации послужили работы отечественных и зарубежных авторов по экономической теории, фундаментальному анализу, исследованию развития и оценки экономики предприятий. Законодательные и нормативные акты, регулирующие функционирование рынка ценных бумаг и деятельность его участников.

В диссертационной работе использованы статистические материалы, монографии, статьи периодических изданий, данные, полученные в результате собственных исследований автора. Для анализа были собраны финансовые отчеты предприятий, характеризующие темпы развития соответствующих компаний. В ходе исследования, доказывается практическая применимость предлагаемых разработок.

Проверка методов на реальных рядах статистических данных, проводилась с целью оценки соответствия теоретических выводов действительной динамики фондового рынка и отдельных ценных бумаг.

При решении поставленных задач применены экономические и статистические методы: расчет простых и скользящих средних величин, графический анализ, коэффициенты корреляции, а также другие экономико - математические методы.

Научная новизна исследования состоит в развитии методологических основ и выявлении закономерностей

функционирования отечественного и зарубежного фондовых рынков, а также в разработке новой методики оценки эффективности ценных бумаг, с точки зрения их потенциальной доходности.

В диссертационной работе:

1. На основе анализа сущности рынка ценных бумаг, уточнены основные тенденции и закономерности в его развитии под влиянием микро - и макроэкономических факторов, среди которых наибольшее значение имеют такие как: движение делового цикла, общие экономические тенденции, изменения в государственной политике.

2. Предложена экономико - математическая модель устанавливающая зависимость между макроэкономическими факторами и динамикой корпоративных ценных бумаг. Данная модель основана на расчете коэффициентов корреляции между значениями фондового индекса и курсами акций отдельных компании в соответствующий период времени.

3. Основываясь на методах прогнозирования развития фондового рынка, предложен поэлементный подход к оценке и определению привлекательности акций различных компаний, в основу которого положен метод ранжирования. В качестве анализируемых в порядке значимости элементов рассматриваются финансово-экономические показатели хозяйственной деятельности предприятий.

4. Введено понятие "Модель идеального развития предприятия", которая представляет собой нормативный ряд предварительно отобранных показателей экономической деятельности компании, характеризующих определенный результат деятельности последней. Предложенная модель раскрывает такое развитие предприятий, при котором рост курса его акций будет максимальным.

5. Разработана и апробирована новая методика, позволяющая -принимать более точные и обоснованные инвестиционные решения. Она включает в себя систему методов анализа финансово-экономических результатов деятельности компаний, акции которых котируются на рынке ценных бумаг.

Основные положения исследования, выносимые на защиту:

1. Рынок ценных бумаг значительно расширяет возможности привлечения капитала в реальный сектор экономики. По сути, фондовый рынок выполняет функцию перераспределения инвестиционных средств между отраслями и компаниями, и, посредством перераспределения денежных потоков, непосредственно влияет на развитие экономики. Обе стороны, как инвестор, так и конечный распорядитель инвестиций, получают определенную выгоду. Экономический эффект для потребителя инвестиций заключается в пополнении основного и оборотного капиталов, направленных на расширение деятельности компании на ее развитие. Интерес инвестора заключается в той прибыли (в виде дивидендов или роста курса фондового актива), которую он получит. В связи с этим ему важно знать закономерности, на основе которых происходит изменение динамики курса акций. Наиболее сильное влияние на развитие фондового рынка оказывают такие факторы как: движение делового цикла, общие экономические тенденции, изменения в государственной политике.

2. Развитие фондового рынка в целом происходит под влиянием макроэкономических факторов, показатели финансово-хозяйственной

деятельности предприятия не могут повлиять на направление рынка. Однако именно влияние микроэкономических факторов способно уменьшить убытки инвестора на фоне общего падения рынка ценных бумаг и увеличить прибыль инвестора на фоне его роста. В условиях "растущего" рынка ценных бумаг (под которым понимается такой рынок, на котором новое максимальное значение курса акций больше предыдущего, а новый минимум курса акций меньше предыдущего), для получения прибыли от владения фондовым активом достаточно того, чтобы финансово-экономические показатели предприятия, которому принадлежат данные ценные бумаги, соответствовали ряду условий, таких как: рост денежной выручки, опережающий увеличение себестоимости; размер оборотных средств, больший по сравнению с обязательствами; рост прибыли компании.

3. При выборе одного из нескольких фондовых активов для инвестирования, предлагается использовать разработанную в диссертации "Модель идеального развития предприятия", которая позволяет выявлять те компании, вероятность роста курса акций которых наиболее велика. Это обеспечивает получение большей прибыли (в случае роста рынка) или меньших потерь (в случае падения рынка) от владения данным активом.

Практическая значимость диссертационного исследования заключается в том, что рассмотренные и разработанные в ней методы оценки корпоративных ценных бумаг помогут инвестору спрогнозировать будущее развитие курсов, интересующих его акций. Предложенные методы способствуют максимизации прибыли инвестора на фоне общего роста рынка ценных бумаг и минимизации убытков при падении фондового рынка.

Результаты исследования могут быть использованы:

инвесторами и профессиональными участниками рынка ценных

бумаг при принятии решения относительно приобретения тех или

иных фондовых активов.

компаниями и предприятиями для оценки инвестиционных

проектов и прогнозов потенциальной прибыли.

в учебном процессе при изучении курсов "Рынок ценных бумаг",

"Финансы, денежное обращение и кредит", "Анализ

инвестиционных проектов", и др.

Апробация работы. Основные выводы и положения диссертационного исследования рассмотрены на следующих научных конференциях:

1. Первая межрегиональная научно-практическая конференция "Проблемы совершенствования межбюджетных отношений и казначейской системы исполнения бюджетов на современном этапе" г. Барнаул.

2. Международная научно - практическая конференция "Наука и практика организации, производства и управления" (Организация-2001) г. Барнаул.

3. Третья межрегиональная научно-практическая конференция "Эффективная налоговая система - основа развития экономики" г. Барнаул.

Были обсуждены на кафедре "Конкретной экономики и финансов" Российской академии государственной службы при Президенте Р.Ф., изложены в публикациях автора, рассмотрены на семинарах.

Логика и структура работы определяются общей концепцией, целью и задачами исследования, и состоит из введения, двух глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. В основном содержании работы используются таблицы, графики и схемы. Расчеты выполнены с использованием ЭВМ.

## Теоретические основы рынка ценных бумаг

В последние годы растущее внимание к финансовой проблеме стало характерной чертой научных финансовых исследований. При этом все более пристальный интерес вызывает деятельность мирового финансового рынка. Этот интерес связан с созданием в нашей стране основ рыночной экономики, которое сопровождается становлением и развитием присущих ей институтов, вступающих в активное взаимодействие с соответствующими мировыми финансовыми институтами. Одним из важнейших компонентов рыночной экономики является финансовый рынок, переживающий в нашей стране период энергичного роста и развития. Особенность современного момента развития российского финансового рынка состоит в его быстрой интеграции с мировым финансовым рынком и в усилении влияния последнего на положение дел в экономике и финансах нашей страны1.

В диссертации буде рассмотрен один из важнейших сегментов финансового рынка - рынок ценных бумаг, его развитие и методы, позволяющие предсказать это развитие в России.

Прежде всего, стоит определить, в чем состоит отличие рынка ценных бумаг от простого рынка. Ф. Котлер определил рынок как «сферу потенциальных обменов », К.Р. Макконнел и С.Л. Брю как «Институт или механизм, сводящий вместе покупателей (предъявителей спроса) и продавцов (поставщиков) отдельных товаров и услуг ».

Фондовый рынок отличается от всех других, прежде всего, товаром, который на нем обращается, - ценными бумагами. В свою очередь, это определяет состав участников рынка, его местоположение, порядок функционирования, правила регулирования и т.п. Соотношение рынка ценных бумаг и других видов рынка представлено на рисунке I4.

## Становление рынка ценных бумаг в экономике России

Юридической основой для появления в России рынка ценных бумаг стало постановление Совмина СССР, утвердившее его же положение об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью и Положение о ценных бумагах. Эти документы были изданы в Советском Союзе в июне 1990 года. С даты утверждения данных документов следует начинать отсчет фондового рынка на территории Советского Союза, поскольку именно благодаря им появилась формальная возможность мобилизации инвестиционных ресурсов на рынке капитала26.

Первая специализированная торговая площадка - Московская центральная фондовая биржа - была учреждена в ноябре 1990 года. Реально она заработала через девять месяцев. На первом этапе развития российского фондового рынка его основной сектор представляли акции товарных бирж. Это связано с товарным дефицитом в стране в то время, в связи с чем, большая часть информации касательно спроса и предложения по товарам стекалась на эти биржи.

1990 - 1991гг. проходили под знаком противостояния союзных властей и властей Российской Федерации, принявшего форму своеобразной «войны законов». Конкретным отражением такого противостояния в самом конце 1990г. стало принятие Верховным Советом РСФСР целого набора нормативных актов, которые и сформировали первичную и реальную нормативную базу для развития российского фондового рынка. По сути, все свершилось за два дня - 24 и

25 декабря 1990г. Именно тогда были утверждены законы РСФСР «О собственности в РСФСР» и «О предприятиях и предпринимательской деятельности в РСФСР», а также Положение об акционерных обществах. В первом из указанных актов не только вводилось само понятие частной собственности27 (законодательство Союза ССР этого понятия не содержало), но допускалось, что в собственности граждан могут находиться «акции, облигации и другие ценные бумаги» . Большое значение имела норма, гласившая, что «акционеры общества являются ... собственниками средств, полученных ими от продажи акций» . Для сравнения следует отметить, что существовавшее к тому времени союзное законодательство достаточно подробно описывало порядок использования средств предприятий, вырученных от реализации акций и иных ценных бумаг.

Закон «О предприятиях и предпринимательской деятельности» давал трактовку самого понятия «предпринимательская деятельность». Согласно данному закону, предпринимательская деятельность представляла собой деятельность, направленную на «получение прибыли» . Среди организационно - правовых форм предприятий, чья деятельность может быть направлена на получение прибыли, данный закон называл акционерные общества открытого и закрытого типа31. Тем самым был введен важнейший принцип корпоративного права - принцип ограниченной ответственности.

Данный подход был детализирован в Положении об акционерных обществах, которое в 1991 - 1995гг. и являлось основой корпоративного права в России и существенно повлияло на процессы становления российского рынка ценных бумаг.

## Влияние макро- и микроэкономических факторов на динамику фондового рынка

Как уже отмечалось в предыдущей главе, для прогноза потенциальной прибыли, при инвестировании в ценные бумаги на период более одного года, целесообразно использовать фундаментальный анализ. По сути, анализ при этом сводится к пониманию того, способна ли данная компания приносить доход в будущем. В свою очередь, способность компании приносить прибыли зависит от многих факторов -как внутренних (финансовая, маркетинговая политика предприятия, эффективное управление и мн. др.), так и внешних (макроэкономические показатели).

Классический фундаментальный анализ предполагает три уровня исследования при выборе акций для инвестирования: системный, отраслевой и конкретный.

На первом, системном, уровне изучаются факторы, определяющие внешние условия развития рынка ценных бумаг.

На отраслевом уровне исследуются отрасли, подотрасли и сферы хозяйственной деятельности с точки зрения перспектив развития. При этом на данном уровне отбираются наиболее привлекательные отрасли, т.е. те, вложения в которые будут наиболее эффективными с точки зрения инвестора. Далее в отобранных отраслях определяются наиболее стабильные компании, акции которых сохраняют тенденцию к росту.

В зависимости от специфики развития все отрасли можно условно разделить на вновь созданные, растущие, циклические, спекулятивные, увядающие. Необходимо отметить, что ряд организаций не подлежат такой классификации.

Если инвестор планирует вкладывать деньги в обыкновенные акции, то ему прежде всего необходимо знать состояние и специфику данной отрасли. Благодаря такому анализу инвестор получает ту информацию, которая дает возможность оценить особенности развития той или иной компании, процессы, происходящие внутри отрасли, через призму влияния на выручку компании. Например:

1. Для компаний, специализирующихся на добыче и переработке сырья, большое значение имеют цены на мировых рынках

. 2. Ряд предприятий имеют строгий контроль за своей деятельностью со стороны правительства. Для таких организаций большое значение имеет развитие законодательства, так как оно сказывается на финансовом результате компаний. К таким организациям можно отнести коммерческие банки, финансовые организации.

3. В ряде отраслей уровень загрузки мощностей является важным фактором ценообразования. Так как при расширении производства вводятся новые мощности, не полная их загрузка может отрицательно сказаться на цене и соответственно на выручке.

После отраслевого анализа следует обследовать все крупнейшие компании данной отрасли. Можно выделить количественный и качественный анализ фирм. Первый - предполагает изучение финансовой отчетности, которая может быть опубликована, второй - изучение неосязаемых факторов, таких как менеджмент.

При количественном анализе в первую очередь изучается динамика доходов. При этом одним из важнейших индикаторов выступает способность компании в дальнейшем увеличивать объемы продаж. При этом, необходимо учитывать натуральные единицы объемов производства, так как увеличение продаж может наблюдаться при росте цены на продукцию, в то время как натуральные единицы могут служить отражением проникновения на новый рынок, внедрения новой продукции и др.