Трейгер Евгений Михайлович. Факторы и принципы финансовой оценки российских корпоративных ценных бумаг : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Краснодар, 2005 167 c. РГБ ОД, 61:05-8/3619

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Методологические и теоретические аспекты финансовой оценки корпоративных ценных бумаг 17

1.1 . Корпоративные ценные бумаги как объект финансовой оценки. . 17

1.2.Сущность финансовой оценки корпоративных ценных бумаг 32

1.3.Основные подходы к финансовой оценке корпоративных ценных бумаг 49

Глава 2.Основные факторы, влияющие на финансовую оценку российских корпоративных ценных бумаг 66

2.1. Факторы, порожденные глобализацией экономических отношений 66

2.2.Факторы, обусловленные историческими корнями финансового рынка в России 84

2.3. Факторы, обусловленные процессом становления российского корпоративного капитала 97

Глава 3. Парадигма и принципы финансовой оценки российских корпоративных ценных бумаг 107

3.1. Парадигма финансовой оценки российских корпоративных ценных бумаг 107

3.2. Обоснование комплекса принципов финансовой оценки российских корпоративных ценных бумаг 122

Заключение 138

Список использованной литературы 149

Приложения 161

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Рыночные преобразования российской экономики обусловили становление и развитие качественно новых для страны общественно-хозяйственных отношений, организационно локализованных на различного рода рынках - недвижимости, земли, нематериальных активов, финансовых инструментов, консалтинговых услуг и др. Каждый из этих рынков формирует собственные потребности в адекватной финансовой оценке образующихся там товаров. Кредитные организации, участники рынка недвижимости и земельного рынка, специалисты по ценным бумагам нуждаются в своевременной и точной оценке активов, принимающих участие во все более сложных сделках, охватывающих масштабное хозяйственное пространство и распределенных во времени.

В области финансовой оценки российская хозяйственная практика и экономическая наука находится в процессе догоняющего развития. Происходит адаптация мировых стандартов, подходов и методик оценки к конкретным условиям современного этапа развития национальной экономики, совершенствуются нормативная база и инструменты государственного регулирования, оценочной деятельности, осваиваются новые высокоорганизованные объекты финансовой оценки. К числу последних относятся корпоративные ценные бумаги.

Формирование российского рынка корпоративных ценных бумаг отражает как внутренние противоречия данных финансовых инструментов, так и специфические характеристики рыночной трансформации экономики страны. Указанный рынок оказывает все возрастающее воздействие на систему национальной экономики. Вместе с тем он пока еще не выполняет одну из своих ключевых функций - привлечение финансово-инвестиционных ресурсов в целях модернизации производства. Для современной России характерны масштабные разрывы между действительным и фиктивным капиталом кор-

пораций, отсутствие устойчивого рыночного оборота, и необходимых инвесторам биржевых котировок корпоративных ценных бумаг.

Финансовая оценка корпоративных ценных бумаг призвана стать действительным инструментом оздоровления и активизации отношений, сложившихся на данном рынке. В ней нуждаются все участники рынка - эмитенты, инвесторы, посредники, консультанты. Без адекватной финансовой оценки невозможно совершенствование учета и налогообложения операций с корпоративными ценными бумагами. В свою очередь, разработка новых подходов, методик, стандартов и инструментов финансовой оценки корпоративных ценных бумаг нуждается в определении основных факторов и обосновании базовых принципов такой оценки применительно к условиям современного этапа рыночных преобразований экономики России и процесса вхождения страны в глобальное мировое хозяйство.

**Степень разработанности проблемы.**Различные аспекты проблемы определения основных факторов и обоснования базовых принципов финансовой оценки корпоративных ценных бумаг нашли отражение в многочисленных работах российских и зарубежных ученых.

Методологические и теоретические основы экономических отношений, складывающихся в сфере рыночного оборота ценных бумаг и в процессе данной оценки различных активов, были заложены в фундаментальных трудах Дж. Бьюкенена, М. Вебера, Р. Гильфердинга, Дж. Кейнса, К.Маркса, А.Маршалла, М. Миллера, Г. Минза, Ф. Модильяни, Ф. Найта, Д. Норта, А. Пигу, А. Смита, Д. Рикардо, О. Уильямсона, М. Фридмена, Ф. Хайека, М. Хаммера, Дж. Хикса, О. Харта, Й. Шумпетера и др.

Особенности становления и развития финансовых отношений на отечественном рынке корпоративных ценных бумаг рассмотрены в работах Б. Алехина, Ю.Данилова, Л. Игониной, М. Алексеева, В. Колесникова, Н. Кузнецова, Д. Львова, Г. Клейнера, Я. Миркина, В. Овчинникова, Т. Поздняковой, Е. Семенковой, Ю. Сизова, О. Хмыза и др.

**\***

Проблемы рыночной трансформации финансовых отношений в условиях  
глобализирующейся экономики нашли отражение в работах отечественных  
исследователей Л.Абалкина, В. Алешина, А. Архипова, В. Белоусова, О. Ин-  
шакова, А. Дадашева, П. Аникина, А. Ермоленко, В. Панкова, А. Неклессы,  
А. Мовсесяна, А. Минченко, С. Огнивцева, Ю. Осипова, В. Чекмарева, В.  
Ф Овчинникова, Ю. Яковца, а также в работах зарубежных ученых Дж. Аррид-

жи, М. Кастельса, С. Клейнера, Дж. Сороса, Дж. Стиглица, Дж. Несбитта, О. Тоффлера, X. Шуман и др.

Проблемы становления и развития корпоративных ценных бумаг и их эмитентов - акционерных обществ рассматриваются в работах П. Аркина, С. Беляева, Г. Журавлевой, Ю. Зарембо, В. Иванченко, В. Дейнега, Е. Киреевой, Э. Короткова, Л. Матвеевой, В. Мовсесяна, В. Наймушина, А. Радыгина, А. Торковского, В. Яковлева, Ю. Якутина и др.

Различным аспектам финансовой оценки недвижимости земли, природных ресурсов, капитала и иных объектов посвящены работы В. Абраменко, Г. Бирмана, Л. Бернстайна, И. Бланка, В. Григорьева, С. Грибовского, А. Иванова, В. Капитоненко, Т. Колера, Т. Коупленда, Б. Коласа, Ю. Козыря, В. Кошкина, Л. Крушвица, А. Ковалева, У. Ландсмана, Д. Мурина, С. Пенмана, Г. Попова, Ф. Риполь-Сарагоси, Е. Тарасевича, Дж. Тома, Г. Харрисона, Г. Цукермана, К. Ферриса, Дж. Хенда, Д. Хана, М. Федотовой, Е. Яворского и

др.

Тем не менее многие важные вопросы финансовой оценки корпоратив  
ных ценных бумаг в условиях современного этапа развития экономики Рос  
сии остаются недостаточно разработанными. В первую очередь это относит  
ся к основным факторам, воздействующим на финансовую оценку корпора  
тивных ценных бумаг, а также к базовым принципам, лежащим в основании  
указанной оценки. Эти обстоятельства определили выбор темы исследова-  
\* ния, его цели и задач.

**\***

Цель и задачи исследования. Цель диссертационной работы состоит в  
определении и классификации основных факторов финансовой оценки кор  
поративных ценных бумаг, формировании парадигмы и обосновании базовых  
принципов, лежащих в основании данной оценки применительно к условиям  
современного этапа развития экономики России.  
*р*Данная цель обусловила решение комплекса взаимосвязанных задач:

определение основных функциональных характеристик корпоративных ценных бумаг как объекта финансовой оценки;

раскрытие сущности финансовой оценки корпоративных ценных бумаг;

обобщение основных подходов к финансовой оценке корпоративных ценных бумаг;

классификация основных факторов, влияющих на финансовую оценку корпоративных ценных бумаг в условиях современного этапа развития экономики России;

определение факторов финансовой оценки корпоративных ценных бумаг, обусловленных историческими корнями финансового рынка в России;

- определение факторов финансовой оценки корпоративных ценных бу  
маг, обусловленных процессом становления российского корпоративного ка  
питала;

- формирование парадигмы финансовой оценки российских корпоратив  
ных ценных бумаг;

- обоснование комплекса принципов финансовой оценки российских  
корпоративных ценных бумаг.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования является фи  
нансовая оценка корпоративных ценных бумаг на современном этапе разви  
тия экономики России. Предметом исследования выступают основные фак-  
\* торы, детерминирующие особенности экономических отношений финансо-

вой оценки корпоративных ценных бумаг, а также базовые принципы, лежа-

щие в основании указанной оценки. Область исследования по паспорту специальности 08.00.10 - 4. Формирование и развитие рынка ценных бумаг: 4.4. Разработка методологии, определение форм и способов интеграции России, регионов и корпораций в мировой рынок ценных бумаг.- 7. Оценочная деятельность: 7.1. Концептуальное обоснование формирования рыночной стоимости различных объектов собственности; 7.6. Методологические основы определения стоимости различных объектов собственности в условиях неопределенности.

**Теоретико-методологическая основа исследования**представлена рядом положений классической и марксистской школ экономической теории (корпоративный капитал, действительный и фиктивный капитал, факторы, детерминирующие развитие системы экономических отношений), теории переходной экономики (трансформация экономических отношений, взаимодействие базисных и вновь формирующихся функциональных характеристик), теории глобализации (глобальное мировое хозяйство, финансовая глобализация, финансомика), институциональной теории (доходные ожидания, рентоориентированное поведение, институциональные основы рынка корпоративных ценных бумаг и рынка услуг финансовой оценки). В работе использованы инструментарно-методические разработки российских и зарубежных специалистов рынка ценных бумаг и финансовой оценки. Методологической основой исследования послужило также современное направление развития системного подхода, разрабатываемое в русле новой научной парадигмы - синергетики как междисциплинарного направления, ориентированного на познание закономерностей воздействия различных ветвей экономической науки и хозяйственной практики.

**Инструментарно-методический аппарат**исследования включает принципы, обеспечивающие возможность применения системного анализа к разработке проблемы финансовой оценки корпоративных ценных бумаг. Общей основой исследования служит системный подход, функциональный и

структурный анализ. При обосновании выводов и практических рекомендаций использованы методы экономико-статистического и финансового анализа, финансовой оценки, оценки стоимости ценных бумаг, институциональный анализ.

**Информационно-эмпирической и нормативно-правовой базой**обеспечения доказательности концептуальных положений, достоверности выводов и рекомендаций исследования стали труды российских и зарубежных ученых по проблемам корпоративных отношений, фондового рынка, финансовой оценки, глобализации финансовых отношений, рыночной трансформации экономики, международные договоры и конвенции, законы Российской Федерации, Указы Президента РФ, постановления Правительства РФ, нормативные акты ФКЦБ И ФСФР, а также источники различного характера: материалы конференций и аналитические результаты научных разработок проблемы; официальные статистические данные Министерства финансов РФ, Южного федерального округа; справочно-статистические материалы федеральных и региональных статистических органов РФ; данные российской ассоциации оценщиков; научные обзоры, подготовленные ИНИОН РАН; финансовая отчетность акционерных обществ; материалы периодической печати; интернет-ресурсы.

**Рабочая гипотеза диссертационного исследования**исходит из характеристики процесса финансовой оценки корпоративных ценных бумаг как стоимостного измерения фиктивного капитала корпораций, отражающего в своем движении функциональные и структурные характеристики действительного капитала, но обращающегося по собственным законам. Финансовая оценка фиктивного капитала базируется на специфической рефлексивности последнего. Оценка корпоративных ценных бумаг на современном этапе развития экономики России учитывает воздействие групп факторов, обусловленных историческими корнями отечественного финансового рынка, незавершенностью рыночной трансформации национальной экономики и процес-

сом глобализации экономических отношений. Парадигма финансовой оценки российских корпоративных ценных бумаг формируется в русле синергетиче-ского взаимодействия познавательных и созидательных возможностей теории оценки, теории ценных бумаг и теории корпоративных отношений. Комплекс принципов, лежащих в основании финансовой оценки российских корпоративных ценных бумаг, отражает основные факторы данного процесса и адекватен его парадигме.

**Основные положения, выносимые на защиту.**

1. Корпоративные ценные бумаги как объект финансовой оценки категориально характеризуются как подсистема экономических отношений, складывающихся в корпоративном секторе экономики по поводу воспроизводства - эмиссии, распределения, обращения и выгод использования фиктивного капитала. Фиктивный капитал корпораций формирует самостоятельный оборот, необходимую инфраструктуру рынка и состав субъектов; его движение отражает движение действительного капитала, но происходит по собственным законам. Корпоративные ценные бумаги как удостоверения прав собственности или временного владения на капитал обладают фундаментальным свойством рефлексивности, то есть способностью отражать в своем движении мыслительную и деятельностную активность участников фондового рынка. Последние, стремясь получить более определенные знания о курсах бумаг, процентных ставках и реальной доходности корпоративного капитала своими действиями создают все большую неопределенность на рынке, формируя и усугубляя разрывы между фиктивным и действительным капиталом корпораций.
2. Рефлексивность фиктивного капитала не только усложняет процедуру, но и модифицирует сам смысл финансовой оценки корпоративных ценных бумаг. Финансовая оценка предполагает измерение потенциальной (то есть учитывающей цены прошлых периодов текущие цены и прогнозы на будущее) ценности объекта. Поскольку ценные бумаги корпораций в силу своей

**\***

рефлексивности обладают большей неопределенностью, нежели иные объекты оценки, а также учитывая множественность выгод, представляемых ими владельцам (получение дивидендного или процентного дохода; информативность; участие в управлении делами корпорации; формирование положительной курсовой разницы), то финансовая оценка корпоративных ценных

\* бумаг по своей сущности представляет собой идеальную форму цены фик  
тивного капитала корпорации, построенную с учетом цен прошлых периодов,  
текущих цен, прогнозов на перспективу, взаимосвязи между фиктивным и  
действительным капиталом, а также с учетом вариативности выгод данных  
бумаг и основных факторов, формирующих ситуацию неопределенности на  
соответствующем рынке. По форме финансовая оценка корпоративных цен  
ных бумаг является многоуровневым процессом установления цены фиктив  
ного капитала, в котором последовательно учитывается влияние всей сово-  
купности факторов.

1. Основные подходы к финансовой оценке различных объектов построены на базе комбинирования ряда фундаментальных элементов: оценок активов, пассивов, денежных потоков доходов и расходов. Затратный подход к финансовой оценке корпоративных ценных бумаг неадекватен, поскольку сводит активно функционирующий фиктивный капитал к совокупности застывших издержек, то есть омертвляет его. Доходный и сравнительный подходы к финансовой оценке успешно апробированы и получили развитие на сформировавшихся финансовых рынках, однако они должны быть адаптированы к условиям формирующегося российского финансового рынка с учетом специфических факторов, действующих на современном этапе развития экономики России.
2. Необходимо разделить совокупность основных факторов, влияющих на финансовую оценку российских корпоративных ценных бумаг, на три

\* группы: порожденные процессом глобализации экономических отношений;

обусловленные историческими корнями финансового рынка в России; обусловленные процессом становления российского корпоративного капитала.

1. В группе факторов финансовой оценки российских корпоративных ценных бумаг, порожденных глобализацией экономических отношений, необходимо выделить следующие факторы: присутствие на российском фондовом рынке глобальных участников; сближение национальных стандартов и процедур учета, аудита, оценки и корпоративного управления с соответствующими международными требованиями; участие корпоративных ценных бумаг ряда российских эмитентов в глобальном финансовом обороте (непосредственно или через посредство AQR, GDR и иных превращенных фондовых форм).
2. В группе факторов финансовой оценки российских корпоративных ценных бумаг, обусловленных историческими корнями национального финансового рынка, необходимо выделить следующие факторы: отсутствие механизма социально-экономической защиты собственности акционеров; устойчивая историческая тенденция к локализации рынка ценных бумаг, рынка кредитных ресурсов и других подсистем финансового рынка; властная доминанта как императив организации финансового рынка, обусловливающий бюрократизацию последнего.
3. Среди факторов финансовой оценки российских корпоративных ценных бумаг, составляющих группу факторов, обусловленных процессом становления отечественного корпоративного капитала, необходимо выделить: отсутствие рыночного оборота и котировок корпоративных ценных бумаг большинства российских эмитентов; кризисное состояние многих отечественных корпораций; высокий уровень монополизации отношений в корпоративном секторе.
4. Парадигма финансовой оценки российских корпоративных ценных бумаг формируется на основе комбинирования и синергетического умножения исследовательских и созидательных потенциалов теории корпоративных

отношений, теории ценных бумаг и теории финансовой оценки. При этом обобщаются институциональные ограничения указанных элементов, создается совместная инфраструктура рыночного оборота, финансовой оценки и корпоративного управления фиктивным капиталом, что способствует ускорению оборота ценных бумаг и снижению трансакционных издержек.

9. Обоснование комплекса принципов финансовой оценки российских корпоративных ценных бумаг предполагает системный учет основных факторов данного процесса, взаимодействия фиктивного и действительного капитала корпораций, рефлексивности как фундаментальной функциональной характеристики фиктивного капитала, а также существующих институциональных ограничений финансовой оценки корпоративных ценных бумаг, сложившихся на современном этапе развития экономики России.

**Научная новизна результатов исследования**состоит в определении основных факторов, формировании парадигмы и обосновании комплекса базовых принципов финансовой оценки российских корпоративных ценных бумаг применительно к условиям современного этапа развития экономики страны. Конкретное приращение научного знания, полученное соискателем, представлено следующими элементами:

на основе комбинирования познавательных ресурсов теории финансовой оценки, теории корпоративных отношений и теории ценных бумаг корпоративные ценные бумаги определены как особый объект финансовой оценки, обладающий следующим комплексом функциональных характеристик: системным характером; наличием специфического воспроизводственного цикла, включающего фазы эмиссии, обращения, распределения и доходного использования; принадлежностью к фиктивному капиталу; рефлексивностью, обусловливающей повышенную неопределенность движения данных бумаг на финансовом рынке;

исходя из фундаментальной функциональной характеристики рефлексивности, уточнена сущность финансовой оценки корпоративных ценных

бумаг как установление идеальной формы цены фиктивного капитала корпорации, обладающего множественностью выгод, предоставляемых владельцам данных бумаг (получения дивидендного дохода, информативности; участия в управлении делами акционерного общества, формирования положительной курсовой разницы); указанная идеальная цена устанавливается в условиях повышенной неопределенности с учетом цен прошлых периодов, текущих цен и финансовых прогнозов на перспективу;

на основе обобщения результатов анализа функциональных характеристик корпоративных ценных бумаг и возможностей основных подходов к финансовой оценке установлена неадекватность затратного подхода к оценке корпоративных ценных бумаг, сводящего активно функционирующий фиктивный капитал к совокупности издержек, обоснована необходимость адаптации сравнительного и доходного подходов к данной оценке к условиям формирующегося финансового рынка с учетом основных факторов, модифицирующих финансовую оценку корпоративных ценных бумаг на современном этапе развития экономики России;

исходя из принципов исторической и пространственно-хозяйственной обусловленности, совокупность основных факторов финансовой оценки российских корпоративных ценных бумаг классифицирована на три группы: факторы, порожденные процессом глобализации экономических отношений (присутствие на российском фондовом рынке глобальных участников, сближение национальных стандартов и процедур учета, аудита, оценки и корпоративного управления с соответствующими международными требованиями, участие корпоративных ценных бумаг ряда российских эмитентов в глобальном финансовом обороте); факторы, обусловленные историческими корнями национального финансового рынка (отсутствие механизма социально-экономической защиты собственности акционеров, устойчивая историческая тенденция к национальной локализации подсистем финансового рынка, властная доминанта как императив организации финансового рынка); факторы,

обусловленные процессом становления российского корпоративного капитала (отсутствие рыночного оборота и котировок корпоративных ценных бумаг большинства российских эмитентов, кризисное состояние многих отечественных корпораций, высокий уровень монополизации отношений в корпоративном секторе экономики России);

на основе комбинирования исследовательских и созидательных возможностей теории ценных бумаг, теории финансовой оценки и теории корпоративных отношений сформирована синергетическая по отношению к указанным ресурсам парадигма финансовой оценки, позволяющая обобщить их институциональные отношения, создать совместную инфраструктуру рыночного оборота, финансовой оценки и корпоративного управления фиктивным капиталом в целях ускорения его оборота и снижения совокупных трансак-ционных издержек;

в рамках сформированной синергетической парадигмы и на основе системного учета основных факторов финансовой оценки российских корпоративных ценных бумаг обоснованы базовые принципы данной оценки: взаимосвязи между защищенностью собственности акционеров, прав эмитента, интересов потенциальных инвесторов и финансовой оценкой; соответствия финансовой оценки корпоративных ценных бумаг типу экономического поведения их владельцев и потенциальных покупателей; соответствия финансовой оценки корпоративных ценных бумаг общей финансовой политике государства; нарастания рефлексивности и соответствующей ей элементов неопределенности при активизации фаз рецессии и подъема национальной экономики.

**Теоретическая значимость исследования**состоит в разработке синергетической парадигмы финансовой оценки корпоративных ценных бумаг и обосновании комплекса базовых принципов данного процесса, что позволяет углубить соответствующие научные представления об организации и функционировании рынка корпоративных ценных бумаг, финансовой оценке ука-

**\***

занных объектов и управлении их эмиссией, обращением, распределением и доходным использованием.

Ряд положений диссертационной работы могут быть использованы в це  
лях совершенствования содержания, структуры и методики преподавания  
дисциплин высшей школы: «Теория финансов», «Рынок ценных бумаг»,  
4 «Финансовая оценка», а также спецкурсов, посвященных проблемам финан-

совой оценки корпоративных ценных бумаг.

Выводы и предложения, полученные в диссертационном исследовании, используются в учебном процессе Международной академии оценки и консалтинга (г. Москва), Института экономики, права и естественных специальностей (г. Краснодар).

**Практическая значимость**обоснованных в работе положений и рекомендаций заключается в возможности формирования условий устойчивого и эффективного функционирования и развития рынка корпоративных ценных бумаг, совершенствования стандартов и методик финансовой оценки акций и облигаций российских эмитентов, а также создания совместной инфраструктуры рыночного оборота, финансовой оценки и корпоративного управления фиктивным капиталом в целях ускорения его оборота и снижения совокупных трансакционных издержек, складывающихся во взаимосвязи указанных процессов.

Предложения и рекомендации, полученные и обоснованные в диссертационном исследовании, нашли применение в деятельности курсов подготовки и повышения квалификации профессиональных оценщиков при МАОК (г. Москва).

**Апробация результатов исследования.**Результаты исследования на  
отдельных этапах представлялись в научных докладах и сообщениях соиска  
теля и получили положительную оценку на международных, всероссийских,  
\*\* региональных и межвузовских научно-теоретических и научно-практических

конференциях, совещаниях и семинарах, проводившихся в Москве, Краснодаре, Сочи, Санкт-Петербурге, Волгограде (1999-2005гг.).

**Публикации результатов исследования.**Основные положения диссертационного исследования нашли свое отражение в 5 публикациях соискателя общим объемом 16,2 п.л. (авторский вклад 5,6 п.л.).

Структура диссертации соответствует цели и задачам исследования. Работа состоит из введения, трех глав, включающих восемь параграфов, заключения, списка использованных источников, включающего 170 наименований. Объем работы 167 страниц.

**\***

## Корпоративные ценные бумаги как объект финансовой оценки.

Корпоративные ценные бумаги получили широкое распространение с возникновением и развитием акционерных обществ. Они выступили, с одной стороны, эффективным способом мобилизации ресурсов для роста производства и удовлетворения других общественных потребностей, а, с другой стороны, гибким инструментом инвестирования свободных денежных средств экономических субъектов. Развитие рыночных отношений и формирование корпоративного сектора в российской экономике обусловило возрастание интереса отечественной экономической науки и хозяйственной практики к проблемам обращения корпоративных ценных бумаг и их финансовой оценке.

Корпоративные ценные бумаги представляют собой разновидность ценных бумаг. Анализ имеющихся в экономической литературе подходов к их исследованию показывает, что различия в понимании сущности корпоративных ценных бумаг обусловлены, прежде всего, неодинаковой трактовкой более общего понятия «ценные бумаги». Различны перечни ценных бумаг, включаемых в это понятие; различны подходы к содержанию тех экономических отношений и к тем объектам, которые выражают ценные бумаги.

Между тем, как справедливо указывает Я. Миркин, вопрос о понятии ценных бумаг не является чисто теоретическим1. В начальный период рыночных преобразований в России он стал центром дискуссий и законодательной работы в области фондового рынка, поскольку недостаточно точное определение понятия ценных бумаг в российском законодательстве привело

к появлению различных суррогатов ценных бумаг. При всем многообразии существующих в экономической литературе подходов к определению ценных бумаг можно выделить некоторые общие характеристики, которые позволяют объединить указанные определения в ряд основных групп (приложение 1). В частности, данные группы представлены:

- определениями ценной бумаги как документа, дающего определенные имущественные права (в том числе право на получение дохода);

- определениями ценной бумаги как формы капитала (фиктивного капитала);

- определениями ценной бумаги и как документа, дающего определенные имущественные права, и как формы капитала;

- определениями ценных бумаг через базисные экономические формы их существования - долевые и долговые ценные бумаги;

- определениями ценной бумаги как формы вложения денежных средств, инвестиций.

## Факторы, порожденные глобализацией экономических отношений

К группе факторов, порожденных процессом глобализации, следует отнести:

- присутствие на российском фондовом рынке глобальных участников, формирующих глобальные инвестиционные потоки, адекватные требованиям мирового финансового рынка потоки услуг, а также опосредствующих выход ценных бумаг передовых российских корпораций на мировой рынок;

- сближение национальных стандартов и процедур учета, аудита, оценки и корпоративного управления ценными бумагами с соответствующими международными требованиями;

- участие корпоративных ценных бумаг ряда российских эмитентов в глобальном финансовом обороте (непосредственно или через посредство ADR, GDR и иных превращенных фондовых форм).

Нарастающая глобализация экономики проявляется не только в росте международной торговли, опережающей рост ВВП всех стран, но и в увеличении масштабов и темпов перемещения капиталов. Вслед за упрочением между странами мира торговых и промышленных связей стал быстро формироваться мировой финансовый рынок, который превратился в средство мобилизации свободных мировых денежных ресурсов и их инвестирования в различные производственные и финансовые объекты.

Рост интегрированное российской экономики в мировое финансовое пространство привел к появлению на российском фондовом рынке глобальных участников. Увеличилось число западных институциональных инвесторов, осуществляющих свои вложения в акции и облигации российских эмитентов. Процесс развития российского фондового рынка и повышения степени его вовлеченности в глобальные экономические процессы тесно связан с ростом кредитного рейтинга страны. Сначала долгосрочный кредитный рейтинг России повысило агентство S&P - до уровня ВВ, затем рейтинговое агентство Moody s - до уровня Ва2, что максимально приблизило достижение инвестиционной категории.

В октябре 2003 года агентство Moody s подняло суверенный кредитный рейтинг России до уровня Ваа 3, соответствующего нижней границе инвестиционного рейтинга, в ноябре 2004 года аналогичное решение приняло международное рейтинговое агентство Fitch, подняв рейтинг РФ до инвестиционного уровня ВВВ-, в январе 2005 года еще одно ведущее агентство «Standart & Poor s» присвоило России инвестиционный рейтинг1. Присвоение национального рейтинга инвестиционного уровня влечет за собой повышение рейтингов корпоративных ценных бумаг, что, в свою очередь, позволит отечественным компаниям привлекать заемные средства по более низким ставкам (исходя из стоимости еврооблигационных займов иностранных компаний, имеющих инвестиционный рейтинг, стоимость займов для российских предприятий снизится примерно на 2-4% годовых от текущих уровней). Это, безусловно, отразится на рынке акций эмитентов с большим долговым бременем (Газпром, Татнефть, Ростелеком).

## Парадигма финансовой оценки российских корпоративных ценных бумаг

Обобщение результатов анализа основных факторов, воздействующих на финансовую оценку российских корпоративных ценных бумаг, приводит к выводу о переплетении отношений корпоративного управления, учета, аудита, финансовой оценки, эмиссии и обращения корпоративных ценных бумаг. Указанное переплетение свидетельствует о наличии предпосылок для формирования качественно новой — синергетической парадигмы финансовой оценки российских корпоративных ценных бумаг.

Под научной парадигмой (от греч. paradeigma - пример, образец) в наиболее общем смысле понимают некоторую исходную концептуальную схему, модель постановки и решения проблем, методов исследования, господствующих в течение определенного исторического периода в научном сообществе. В основе ее лежат наиболее общие предположения о природе явлений и возможных способах их познания, полученные путем группирования наблюдений подобных явлений.

В известной работе Т. Куна «Структура научных революций» история науки рассматривается как конкурентная борьба научных сообществ, сопровождаемая сменой парадигм. Под парадигмами Т. Кун подразумевал «признанные всеми научные достижения, которые в течение определенного времени дают научному сообществу модель постановки проблем и их решений». Данный термин использовался Т. Куном с целью подчеркнуть сбой, нарушение коммуникации в научном сообществе: приверженцы разных парадигм по-разному видят одни и те же вещи, пользуются различными методологическими подходами, поэтому - не понимают и не принимают друг друга. Таким образом, парадигмы - это модели теоретического мышления, приверженные различным понятиям, законам, теориям и точкам зрения, с помощью которых идет процесс развития науки.

Парадигмы по Куну обладают несколькими особенностями:

- каждая наука создает свои особенные парадигмы, соответствующие задачам-головоломкам этой отрасли знаний и достаточно автономные от парадигм других наук; - их создание было в достаточной мере беспрецедентным, чтобы привлечь на длительное время группу сторонников из конкурирующих направлений научных исследований;

- они были достаточно открытыми, чтобы новые поколения ученых могли в их рамках найти для себя нерешенные проблемы любого вида.

Кун различает два периода в развитии науки - «нормальную» науку и «революционную». «Нормальный» период науки протекает в спокойном русле, в виде своеобразной иерархии, посредством накопления определенных знаний, решения проблем. В этот период любая научная теория функционирует как парадигма, то есть как совокупность определенных научных установок, которых придерживается конкретное научное сообщество. Господство парадигмы - это период «нормальной науки», однако этот период всегда заканчивается «взрывом парадигмы изнутри».

«Расшатывание» парадигмы начинается с появления проблем - аномалий, которые в рамках данной парадигмы оказываются неразрешимыми. Как показывает история развития науки, по мере накопления опытных данных и результатов исследований появляется все больше фактов - аномалий, не укладывающихся и не объяснимых в рамках существующей парадигмы. Сначала научное сообщество либо не обращает внимания на аномалии, либо несколько корректирует парадигму для их устранения. Но накопление аномалий рано или поздно приводит науку к кризису: в развитии «нормальной» науки наступает такой момент, когда существующая парадигма не выдерживает «натиска» аномалий, то есть проблем, которые не решаются в рамках существующей парадигмы, и возникает кризис, революционный период в развитии науки, происходит смена парадигмы. Революция в науке приводит в результате конкурентной борьбы к победе одной из вновь возникших парадигм, что свидетельствует о наступлении нового «нормального» периода в развитии науки.

Научные революции в экономической науке, по мнению Дж. Тобина, весьма редки. Они происходили обычно с интервалом в 30-60 лет и, как правило, требуются десятилетия, чтобы они начали оказывать влияние на общественное мнение и экономическую политику.

Среди признаков кризиса науки и ее парадигмы можно назвать:

— умножение теорий, призванных включить аномалии в состав «нормальной» науки;

— сомнения научного сообщества в способности парадигмы решать новые задачи-головоломки;

— распространение среди ученых убеждения, что аномалии не могут быть включены в состав парадигмы, а являются контрпримерами — свидетельствами против парадигмы.