Янковский Алексей Николаевич. Финансовый механизм формирования курсовой стоимости акций : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Саратов, 2000 178 c. РГБ ОД, 61:01-8/553-8

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава I. Фундаментальный анализ как основа формирования рациональных ожиданий инвесторов. 10

1.1. . Рынок ценных бумаг как среда формирования курсовой стоимости акции. 10

1.2.Применение фундаментального анализа для определения внутренней стоимости акций. 17

І.З. Типологизация эмитентов и рынков при проведении

фундаментального анализа. 50

Глава 2, Механизмы трансформации ожиданий инвесторов в курсовую стоимость акций.

2.1. Теория рыночной эффективности - основная теория формирования курсовой стоимости акций. 72

2.2.Критика теории рыночной эффективности и альтернативные теории. 81

2.3.Математические модели формирования курсовой стоимости. 93

Глава 3. Формирование курсовой стоимости акций на российском фондовом рынке. 111

3.1. Влияние особенностей российского фондового рынка на формирование курсовой стоимости акций. 111

3.2.Особенноетн фундаментального анализа в российских условиях. 132

3.3.Прогнозирование курсовой стоимости акций для отдельных групп российских эмитентов. 149

ЗАКЛЮЧЕНИИ 161

СПИСОК ЛИТПРАТУРЫ 172

**Введение к работе**

Рынок ценных бумаг стал полноценным объектом исследования в России только несколько лет назад. Если раньше отечественные исследователи уделяли внимание теоретическим аспектам функционирования рынка псиных бумаг как института, существующего исключительно в другой экономическом реальности, то по мере развития в России финансовых рынков и проведения приватизации все большую актуальность приобретает изучение отечественного рынка ценных бумаг. Исследование «Финансовый механизм формирования курсовой стоимости акций» является своевременным и перспективным потому, что рынок акций в России очень молод по мировым меркам и не является устоявшимся, Вместе с тем в стране уже существуют тысячи лкциопериых обществ, эмитировавших свои ценные бумаги. Возникает объективная потребность понять, сколько стоят эти ценные бумаги. Помимо необходимости оценить эту стоимость важно понять, как происходит формирование курсовой стоимости акций, какие факторы и механизмы при этом задействованы. С практической точки зрения это понимание необходимо для правильного поведения на рынке акций, для грамотного принятия инвестиционных решений. Российский рынок акций приближается к такому этапу, когда помимо функций перераспределения собственности и получения спекулятивной прибыли за счет арбитражных операций постепенно на первый план выйдут функции привлечения капитала и его перелива. Если такие сегменты финансового рынка как рынок ссудных капиталов и рынок корпоративных облигаций уже используются для привлечения инвестиций, то рынок акций используется намного меньше своего реального потенциала. Одной из причин, ограничивающей внимание к такому источнику инвестиций, является неразвитость индикаторов, отражающих надежность и доходность инвестиций. И курсовая стоимость выступает, пожалуй, самым важным индикатором, который позволяет принимать решения на этом рынке. Необходимость построить цивилизованный рынок инвестиций, обеспечить приток средств в отечественную объясняет актуальность данного исследования.

Степень разработанности темы. При оценке научной разработанности темы диссертации следует отметить, что теоретические исследования рынка ценных бумаг на Западе продвинулись несоизмеримо дальше отечественных разработок. )то связано и с возрастом фондовых рынков и накопленной статистической базой и большими рыночными традициями. Среди западных школ доминирует так называемая англосаксонская, что можно объяснить большей ролью фондового рынка для привлечения капитала в США и в Великобритании, чем в континентальной Европе, а также некоторыми другими отличиями (структура собственности, особенности банковской системы, психологические особенности различных наций). Можно выделить несколько основных направлений изучения ценообразования на фондовом рынке, разработанных англосаксонской школой.

Первое направление: разработка концепций формирования курсовой стоимости, то есть принципов трансформации ожиданий инвесторов в курсовую стоимость. Основная роль принадлежит и разработанной им теории рыночной эффективности, которая базируется на теории рациональных ожиданий. Споры о справедливости этой концепции дали толчок целому направлению исследований, в ходе которых разрабатывались специальные статистические методы для проверки гипотез и последующие модификации этой концепции, а также альтернативные концепции.

Вторым направлением стали разработки моделей рынка капиталов. Это более модели, старающиеся увязать доходность ценных бумаг с рискованностью вложений, а также с действием различных факторов и в частности, с поведением рынка в целом. Конечной целью этих моделей, опирающихся на статистические данные, является построение оптимальных инвестиционных портфелей. Наибольшего успеха в этом направлении добились Марковиц, Миллер, Модильяни, Шарп, Росс. Самыми известными результатами их исследований стали модель портфельного инвестирования Марковича, модели формирования на эффективном рынке САРМ и ЛРТ. коренным образом изменившим подход к инвестированию.

Третье направление также в достаточной мере ориентировано на практическое применение. Это разработка методов фундаментального анализа. Их Пслі, просчитать, сколько стоит акция конкретной компании в определенный момент времени. Заслуживающей внимания является модель дисконтирования дивидендов и модель дисконтирования чистого денежного потока. Обе модели принадлежат к доходному подходу, впервые предложенному Вильямсом и ставшему своеобразным переворотом в процессе понимания формирования стоимости компаний в целом и акции в отдельности.

И России исследований подобного уровня в силу молодости отечественного фондового рынка просто нет. Среди работ практической направленное"! и выделяются статьи Кафиева Ю., Гулого А., регулярно публикуемые и журнале «Рынок ценных бумаг». Отдельные теоретические аспекты изучаемой проблемы описываются в работах Коломиной М., Миркина Я., Чирковой И., Алехина Б., Алексеева М. Для более глубокого изучения проблемы теоретической базой исследования при написании данной работы стала, прежде всего, зарубежная литература.

Актуальность проблемы привлечения инвестиций в современных российских условиях и слабая разработанность механизма формирования курсовой стоимости акций в отечественной литературе и практике послужили причиной для выбора темы исследования, его целей и задач.

Цель диссертационного исследования - разработка моделей курсовой динамики акций на российском фондовом рынке на основе изучения закономерностей функционирования механизма формирования курсовой стоимости акций.

Для достижения поставленной цели нами определены следующие задачи исследования:

анализ финансового механизма формирования курсовой стоимости акции как комплексной системы и выявление основных элементов этой системы; изучение существующих концепций формирования курсовой стоимости;

• выбор наиболее предпочтительных и точных инструментов фундаментального анализа для определения внутренней стоимости акций;

проведение типологизации эмитентов и рынков акций с учетом особенностей формирования внутренней стоимости;

трансформация существующих методик в практические модели, ориентированные на конкретные количественные результаты.

Предметом исследования выступают экономические отношения, возникающие между инвесторами, а также между инвесторами и эмитентами по поводу формирования и перелива капитала.

Объект исследования - российский фондовый рынок в части рынка акций, обладающих достаточной ликвидностью и преимущественно крупных

ЭМИТСИ ТОН.

Методологической основой служит диалектический метод познания, позволяющий раскрывать взаимосвязи и взаимозависимости между экономическими явлениями в процессе постоянного развития. В качестве общенаучных методов использованы методы анализа и синтеза, научной абстракции, моделирования. Большой упор сделан на применении математических моделей, методов регрессии и корреляции при анализе изучаемых явлений.

Теоретическую базу исследования составляют существующие теории и концепции, описывающие рынок ценных бумаг, в частности теория рыночной эффективности, модели рынка капитала, модели портфельного инвестирования. Основным источником является немецкоязычная литература из Deutsche Bih/ioihck но Франкфурте на Майне. В работе широко использованы также статьи в периодической литературе по теме работы, отечественная законодательная и нормативная база,

Работа состоит из 3 глав, введения, заключения, списка литературы и приложений. Общий объем работы составляет 178 страниц. 1 работу включены 25 таблиц, 8 рисунков. Список литературы состоит из 101 источника,

Научили новизна диссертационного исследования состоит в следующем:

• Разработан комплексный подход к анализу механизмов формирования курсовой стоимости акций как двухуровневой системы: уровня формирования ожиданий инвесторов и уровня трансформации ожиданий н курсовую стоимость;

• Систематизированы инструменты фундаментального анализа и проанализирована их применимость и адекватность существующим концепциям формирования курсовой стоимости;

• Разработан критерии и проведена типологизация эмитентов и рынков с точки зрения особенностей формирования курсовой стоимости;

• применимость различных инструментов фундаментального анализа для акций российских эмитентов, как в целом, так и с учетом отраслевой специфики;

• Доведена до практического применения на российском рынке акций моделі Гордона и на ее основе сделаны количественные прогнозы для акций отдельных российских эмитентов;

• Разработана авторская модель прогнозирования курсовой стоимости акций нефтяных компаний на основе мультипликатора капитализация/добыча нефти.

ГСПСІМ, новизны полученных результатов.

И работе впервые систематизированы инструменты фундаментального анализа и проанализирован механизм формирования курсовой стоимости как комплексного явления, возникающего в результате ожиданий инвесторов и применения ими различных инструментов оценки. Показана взаимосвязь различных инструментов фундаментального анализа между собой. Впервые выделены критерии для разделения рынков акций и эмитентов на группы с точки прения мехашпма формирования курсовой стоимости. Рассмотрены особенности формировании курсовой сюимости акций российских эмитентов, а также самостоятельно разработано несколько моделей прогнозирования динамики курсовой стоимости акций применительно к российским условиям.

Теоретическая и практическая значимость работы. Данная тематика весьма слабо изучена в отечественной финансовой литературе, поэтому наше диссертационное исследование старается в определенной степени заполнить теоретический пробел и подтолкнуть к дальнейшему развитию изучение курсовой стоимости акций и механизма ее формирования. І Іонимание механизма формирования курсовой стоимости акций необходимо ма практике всем участникам рынка акций - как эмитентам, так и инвесторам. Эмитентам рынок ценных бумаг открывает путь к привлечению инвестиций, при котором определение цены размещения эмитируемых ценных бумаг один из важнейших этапов, от которого зависит сумма привлеченных инвестиций. Для инвесторов понимание механизма формирования курсовой стоимости - гарантия того, что их покупки ценных бумаг станут действительно инвестициями, то есть денежными вложениями, приносящими определенный доход, а не участием в азартной игре.

Кроме того, и западных рыночных экономиках стоимость компании (стоимость акций) все чаще признается основным показателем эффективности деятельности компании. По мере развития рыночных отношений такой подход постепенно распространится и в России. Поэтому менеджеры отечественных предприятий и компаний должны иметь четкое представление о том, что влияет па стоимость акции, из чего она складывается, как можно добиться повышения стоимости компании и тем самым доказать свою эффективность.

Апробация работы. Основные выводы и результаты диссертационного исследования были с успехом применены на практике в деятельности саратовской инвестиционной компании «Доходный Дом».

Основные положения работы были опубликованы в трех статьях общим объемом 1.8 печатного листа: «Портрет компании: ОАО «Саратовнефтеї іроду кг», «Методы определения стоимости акций, основанные на доходном подходе», «Теория рыночной эффективности», «Прогнозирование курсовой стоимости российских акций».

Рекомендации но использованию научных результатов диссертационного исследования. Результаты диссертационного исследования могут быть использованы при дальнейшем теоретическом и практическом изучении вопроса формирования курсовой стоимости.

Данное исследование может быть использовано специалистами отечественных компаний, работающих в сфере обеспечения инвестиционного процесса, а также для всех видов инвесторов на рынке цепных бумаг, в первую очередь, профессиональных - банков, инвестиционных компаний, страховых компаний, негосударственных пенсионных фондов, паевых инвестиционных фондов, а также для специалистов, изучающих теоретическую сторону данной

Для индивидуальных инвесторов понимание механизма образования цены поможет избежать мошенничества и обмана на рынке капиталов и, тем самым, поможет восстановить доверие к рынку ценных бумаг как потенциальному источнику сбережения и накопления средств.

Им воды и материалы, полученные в ходе этого исследования, могут использоваться в курсе «Рынок цепных бумаг» экономических ВУЗов, а также при повышении квалификации работников банков и инвестиционных компаний.

## Рынок ценных бумаг как среда формирования курсовой стоимости акции.

ІІ процессе формирования курсовой стоимости на рынке акций можно заметить немало особенностей, причем таких, что абстрактного объяснения на основе механизмов ценообразования на рынках вообще явно недостаточно. Необходимы концепции, которые подходили бы именно для рынка акций с ученом всех характерных для него признаков. Эти особенности, прежде всего, вызваны как особенностями самого рыночного товара, то есть акции, так и обусловленными спецификой этого товара признаками рынка.

Отличие акции от других товаров состоит в том, что она является свидетельством па право собственности части какой-либо компании (акционерного общества). Поэтому сложно сказать, что же скрывается за курсовой стоимостью (рыночной ценой) акции и что влияет на ее изменение. Логично было бы предположить, что курсовая стоимость акции является отражением стоимости тех активов, из которых состоит имущество компании. Но в действительности это случается очень редко, чтобы курсовая стоимость акции совпадала со стоимостью имущества на одну акцию. Против этого подхода говоря ! и постоянные колебания на рынке акций, что никак не объяснить изменениями и стоимости имущества. Тогда встает закономерный вопрос, а не является ли курсовая стоимость акции произвольной величиной, которая не несет за собой никакою экономического содержания. Многочисленные аферы на рынке ценных бумаг, причем не только в России, дают почву для таких предположений. Но ценные бумаги, которые выдавались за акции в ходе таких афер, вряд ли можно считать действительно акциями как правами собственности, да и являются ли они ценными бумагами - спорный вопрос. В мировой финансовой теории и практике доминирующее положение уже долгое время занимает концепция внутренней стоимости. Согласно этой концепции каждая акция обладает своей utiyinfh iutcH стоимостью, которая определяется имуществом, прибылью, дивидендами, качеством руководства, перспективами развития компании.западной финансовой теории уже давно утвердилась точка зрения, что стоимость акции отражает способность компании приносить доход и представляет собой сумму всех денежных платежей, приходящихся на акцию в будущем. До сих пор нее единого мнения о том, отражает ли текущая курсовая стоимость акции ее внутреннюю (фундаментальную) стоимость. Многие исследователи (особенно сторонники і сори и рыночной эффективности) считают, что в любой момент времени курсовая стоимость соответствует внутренней стоимости акции. Другая группа исследователей, среди которых и подавляющее число профессиональных аналитиков считает, что курс акции постоянно колеблется вокруг внутренней стоимости /(од влиянием различных факторов. При этом моменты соответствия случаются довольно редко. Свою задачу профессиональные аналитики и эксперты-оценщики видят поэтому в том, чтобы установить внутреннюю стоимость с помощью различных методов, сравнить се с фактической ценой и дать рекомендацию, стоит ли покупать или, наоборот, продавать эту акцию, является ли о\\-л в данный момент «переоцененной» или «недооцененной».

Хотя этот рынок и функционирует на основе спроса и предложения, но мотивы для них отличаются от мотивов на других рынках. !3 западной литературе существует традиционное деление рынков на так называемые «рынки движения» и «рынки состояния».1 К товарам, обращающимся на «рынках движения», относятся те, которые приобретаются для дальнейшего участия в хозяйственном обороте, либо для конечного потребления. Ото, преимущественно, продукты и услуги. На «рынках состояния» товары покупаются для накопления, а не для вовлечения их в дальнейший процесс производства-потребления.

## Теория рыночной эффективности - основная теория формирования курсовой стоимости акций.

Поскольку рынок ценных бумаг обладает целым рядом качеств, не свойственных другим рынкам, то для объяснения процессов формирования стоимости необходимы иные концепции. Формирование курсовой стоимости на рынке пенных бумаг, как и на других рынках, складывается под воздействием спроса и предложения. Но, как видно из первой главы, сами спрос и предложение на рынке цепных бумаг находятся под влиянием таких факторов, которые не наблюдаются па других рынках. Теории формирования курсовой стоимости акций, не затрагивая отдельных акций, сегментов рынков, конкретных участников пытаются описать и объяснить изменение курсовой стоимости акций вообще в течение какою-либо промежутка времени. Эти теории стараются не объяснять, что влияет на доходность, какие конкретные факторы определяют курсовую стоимость. Они ставят целью объяснение принципов, по которым происходит изменение курсовой стоимости ценных бумаг, то есть принципов трансформации ожиданий индивидуальных инвесторов (то есть их представлений о величине внутренней стоимости акции) в курсовую стоимость

Формирование курсовой стоимости на рынке ценных бумаг должно отвечать функциям этого рынка и, в первую очередь, функции распределения капитала. И если первичный рынок ценных бумаг позволяет привлекать капитал и размещать финансовые средства, то вторичный рынок, особенно посредством курсовой стоимости отражает то, как сейчас инвесторы оценивают ситуацию в конкретной компании, что сказывается на ее перспективах дальнейшего привлечения капитала. Чтобы этот механизм мог нормально функционировать, рынку должно быть присуще такое качество как эффективность. Понятие «эффективность рынка» является многогранным и не имеет общепринятого определения. И качестве критерия эффективности используется оптимум Парето, которым достигается тогда, когда ни один хозяйствующий субъект не может улучшить свое благосостояние, не ухудшая благосостояние кого-то другого. Эффективные рынки, согласно этому критерию, ведут к оптимальному распределен [по ресурсов, что соответствует максимальному благосостоянию всех экономических субъектов. современной западной экономической литературе выделяют, по меньшеіі мере, следующие виды эффективности рынка:54

1. Институциональная эффективность.

Институциональная эффективность подразделяется на торговую эффективность, эффективность конкуренции, эффективность доступа на рынок, транеакциоппую эффективность.

Торговая эффективность означает, что любой участник может занять на рынке позицию, адекватную риску. Это подразумевает, что спектр предлагаемых вложений настолько велик, что можно сформировать инвестиционный портфель с заданным уровнем риска.

Эффективность конкуренции означает, что никакой участник не в состоянии влиять на цепу.

Эффективный доступ осуществляется тогда, когда существует совершенная конкуренция внутри одного рыночного сегмента, и отдельные сегменты независимы друг от друга.

Трансакциопная эффективность присутствует тогда, когда на рынке не существует трансакционных препятствий в виде комиссионных, различных сборов.

## Влияние особенностей российского фондового рынка на формирование курсовой стоимости акций

Рынок акций в России насчитывает менее 10 лет, то есть очень молод. Если не считать многочисленные «псевдо-АО», которые путем создания финансовых пирамид обманывали население, то полноценный рынок акций начал формироваться вместе с массовой приватизацией. Ход приватизации, формы, цели и итоги уже достаточно описаны, и затрагивать их еще раз в ходе этой работы кажется нецелесообразным.

Необходимость сделать рынок акций более открытым и ликвидным привела к развитию инфраструктуры рынка ценных бумаг, и в первую очередь, организованной торговли. Доминирующие позиции сразу с момента возникновения заняла РТС - Российская Торговая Система. Это электронная система торгов с удаленными терминалами, позволяющая заключать сделки по телефону (а в последствии и через компьютер) компаниям, находящимся в разных городах. Причем эти компании обязательно должны входить в НАУФОР -Национальную ассоциацию участников фондового рынка, которая следила за надежностью и порядочностью участников рынка. Появление РТС и такой организации как НЛУФОР привело к постепенному повышению ликвидности рынка российских акций и к увеличению институциональной эффективности рынка. !5 июле 1998 года в списке РТС числилось 87 акций. Впоследствии видное место среди организаторов торговли также заняла фондовая площадка ММВБ. Ее преимуществом стали не такие крупные лоты как в РТС и депозитарно-клиришовое обслуживание. Отличием стал и сам механизм торгов, а также рублевые котировки, тогда как в РТС котировки и цены преимущественно в долларах. Постепенно к концу 1999 года объемьі торгов на ММВБ сравнялись с объемами торгов в РТС. Третьим важным организатором торговли стала Московская фондовая биржа, на которой сосредоточилась торговля акциями АО «Газпром». Котировки по малоликвидным акциям выставляются в основном в РТС-2 - части РТС для эмитентов с меньшей ликвидностью (в июле 1998 года здесь котировалось 233 акции).

По прошествии примерно пяти лет с начала развития полноценного фондового рынка в России уже можно выявить основные черты этого рынка и постараться сравнить его с другими рынками. Сделать это будет нелегко, так как в истории российского рынка сложно выделить стабильные моменты. До 1997 года происходило становление этого рынка и вовлечение все большего числа эмитентов и участников фондового рынка. Согласно данным Международной финансовой корпорации, если в 1993 году в России котировалась 51 акция, то в 1997 году - уже 208.