Локтионова, Елена Александровна. Оценка рыночной стоимости акций с учетом иррационального поведения инвесторов : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Локтионова Елена Александровна; [Место защиты: Байкал. гос. ун-т экономики и права].- Иркутск, 2013.- 167 с.: ил. РГБ ОД, 61 14-8/306

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.** В настоящее время наряду с покупкой недвижимости и открытием депозитных счетов в коммерческих банках одним из наиболее привлекательных направлений инвестирования временно свободных денежных средств является приобретение акций, по которым владелец может получать как текущий доход в виде дивидендов, так и конечный доход от изменения рыночной стоимости акций.

Для оценки рыночной стоимости акций применяются фундаментальный и технический анализ. Данные виды инвестиционного анализа акций основываются на концепции рационального поведения инвесторов, суть которой заключается в том, что решения, принимаемые всеми инвесторами, определяются исключительно выгодой, получение которой возможно в результате принятия данных решений

Рациональность поведения инвесторов при оценке рыночной стоимости акций во многом зависит от полноты имеющейся у инвесторов информации и ее правильной интерпретации, при этом предполагается, что, информация, необходимая для осуществления прогноза экономических процессов, равнодоступна и рационально используется всеми экономическими агентами. Однако исследования многих авторов показывают, что, действуя в условиях высокой неопределенности и риска, характерных для современной экономики, инвесторы подвергаются влиянию целого ряда иллюзий, эмоций, ошибочного восприятия информации и прочих факторов, приводящих к тому, что их поведение становится иррациональным. Понятие «иррациональное поведение» было предложено в 1970-х гг. американским экономистом Г. Саймоном (нобелевским лауреатом по экономике 1978 г.) в качестве синонима введенному им же понятию «ограниченно рациональное поведение», используемому при описании поведения фирм, стремящихся не к максимизации получаемого дохода, а к максимальному удовлетворению собственных потребностей. Однако со временем большее распространение получило именно понятие «иррациональное поведение», окончательно закрепившееся в теории перспектив Д. Канемана и А. Тверски. В настоящее время понятие иррационального поведения является ключевым для теории поведенческих финансов, согласно которой иррациональное поведение инвесторов возникает вследствие их иррациональных ожиданий, формируемых в условиях обладания инвесторами не всей необходимой для осуществления прогнозов информации либо в результате неверной интерпретации инвесторами имеющейся информации.

Результаты исследований авторов, разработавших теорию поведенческих финансов, вместе с тем не нашли отражение в существующих методиках оценки рыночной стоимости акций, несмотря на высокую потребность практикующих инвесторов в обоснованных количественных оценках рыночной стоимости акций. Необходимость повышения обоснованности принимаемых на рынке акций инвестиционных решений, а также недостаточная проработанность вопросов, касающихся оценки рыночной стоимости акций с учетом иррационального поведения инвесторов, обусловили актуальность темы исследования.

**Степень научной разработанности проблемы.** Концептуальные основы теории стоимости сформированы в работах классиков экономической мысли: У. С. Джевонса, Дж. М. Кейнса, К. Маркса, А. Маршалла, К. Менгера, У. Петти, Д. Рикардо, А. Смита и др.

Теоретические аспекты оценки рыночной стоимости акций рассматриваются в работах российских и зарубежных авторов: А. И. Басова, Т. Б. Бердни-ковой, Р. Брейли, Ю. Бригхема, Дж. К. Ван Хорна, А. И. Вострокнутовой, В. А. Галанова, Л. Гапенски, Р. Дорнбуша, В. А. Половникова, Ю. Фамы, С. Фишера, Дж. Хикса, У. Шарпа, Р. Шмалензи и др. Несмотря на большое количество исследований в данной области в настоящее время в российской и зарубежной литературе отсутствует определение понятия «рыночная стоимость акций», которое учитывало бы особенности ее формирования.

Основные виды инвестиционного анализа, используемые при оценке рыночной стоимости акций, изучались и дополнялись исследованиями таких ученых, как Т. Б. Бердникова, Г. Бирман, Р. Брейли, Л. Дж. Гитман, А. Дамодаран, А. И. Вострокнутова, Я. М. Миркин, В. П. Невейкин, Я. В. Русяев, Дж. Тобин, Ф. Фабоцци, Ф. Фишер, Дж. Р. Хикс, Р. Дж. Хэгстром, У. Шарп и др. — в сфере фундаментального анализа, а также С. Акелис, С. Д. Браун, Т. Демарк, Н. Б. Кобелев, Дж. Мэрфи, Г. Нили, Р. Пректер, И. В. Трегуб, Дж. Швагер, А. Элдер и др. — в сфере технического анализа. Методики оценки рыночной стоимости акций, основанные на одновременном использовании инструментов и методов фундаментального и технического анализа, рассмотрены в работах С. Вайна, Б. Грэхема и др. Однако, отмечая высокую значимость исследований вышеуказанных авторов, считаем, что существующие методики оценки рыночной стоимости акций, основанные на концепции рационального поведения, нуждаются в доработке с учетом иррационального поведения инвесторов.

Феномен иррационального поведения экономических агентов (в том числе инвесторов) рассматривается в работах М. Алле, Д. Ариэли, Б. Грэхема, К. Камерера, Д. Канемана, Ч. Киндлбергера, Д. Кохена, Дж. Левенштейна, Ч. Маккея, И. А. Павлова, Н. Б. Рудыка, Г. Саймона, Дж. Сороса, Р. Талера, А. Тверски, Р. Шиллера, А. Элдера и др. авторов, ведущих исследования в рамках теории поведенческих финансов. Теория поведенческих финансов имеет меньше сторонников из числа практикующих инвесторов, чем концепция рационального поведения и гипотеза эффективного рынка, главным образом, в связи с отсутствием методик, позволяющих количественно оценить иррациональное поведение инвесторов.

Все это определило выбор темы, цель и задачи, а также структуру исследования.

**Цель и задачи исследования. Целью** исследования является разработка методики оценки рыночной стоимости акций с учетом иррационального поведения инвесторов на фондовом рынке.

Достижение указанной цели обусловило необходимость решения следующих **задач исследования:**

1. Рассмотреть содержание понятия «рыночная стоимость акций» на основе изучения теоретических исследований и сложившейся практики.

1. Выявить особенности использования основных подходов и методов оценки рыночной стоимости акций.
2. Проанализировать отличительные особенности фондового рынка, влияющие на моделирование его динамики.
3. Предложить количественные показатели оценки влияния иррационального поведения инвесторов на процесс формирования рыночной стоимости акций.
4. Разработать методические рекомендации к оценке рыночной стоимости акций с учетом иррационального поведения инвесторов.
5. Осуществить оценку рыночной стоимости акций российских компаний на основе предложенных методических рекомендаций.

**Объектом** исследования выступает рыночная стоимость акций.

**Предметом** исследования является процесс принятия инвестиционных решений на рынке акций.

**Рабочая гипотеза диссертационного исследования** базируется на том, что объективная оценка рыночной стоимости акций возможна только при учете иррационального поведения инвесторов, влияющего на ее формирование.

**Теоретическая и методологическая база исследования.** Теоретической базой исследования являются научные работы зарубежных и отечественных ученых, посвященные вопросам оценки стоимости акций, методам инвестиционного анализа акций, проблемам прогнозирования динамики фондового рынка, особенностям поведения инвесторов и др.

Методологическую базу исследования составили общенаучные и специальные методы исследования: методы анализа и синтеза, системный анализ, методы статистической и экспертной оценки, методы сравнения, группировки и аналогий, методы экономико-математического моделирования.

В работе были использованы программно-аналитические средства анализа и статистической обработки рядов данных: MS Office Excel и «Информационно-торговая система QUIK».

**Информационную базу исследования** составили федеральные законы и нормативные правовые акты Российской Федерации, нормативные документы Федеральной службы по финансовым рынкам, материалы Федеральной службы государственной статистики, Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР), данные Группы «Московская биржа», информационно-торговой системы QUIK, ежеквартальные и годовые отчеты российских компаний, научные публикации и труды российских и зарубежных экономистов, материалы периодических изданий по теме исследования, материалы научно-практических конференций и данные сети Интернет.

**Наиболее существенные результаты** исследования, полученные автором:

1. Предложен коэффициент влияния иррационального поведения инвесторов, используемый в разработанных автором методических рекомендациях, позволяющих получать количественную оценку воздействия иррационального поведения инвесторов на формирование рыночной стоимости акций.
2. Разработаны методические рекомендации по оценке рыночной стоимости акций с учетом иррационального поведения инвесторов, в основе которых

лежит одновременное использование инструментов и методов фундаментального и технического анализа, а также предложенного коэффициента влияния иррационального поведения инвесторов. Методические рекомендации, разработанные автором, позволяют давать более точную оценку рыночной стоимости акций благодаря учету влияния иррационального поведения инвесторов на ее формирование, повышая тем самым обоснованность инвестиционных решений, принимаемых на рынке акций.

3. Проведена апробация разработанных методических рекомендаций по оценке рыночной стоимости акций с учетом иррационального поведения инвесторов на примере акций российских компаний, подтвердившая вывод о существенном влиянии иррационального поведения инвесторов на формирование рыночной стоимости акций. Полученные количественные оценки свидетельствуют о возможности использования инвесторами разработанных методических рекомендаций при принятии решений об инвестировании в акции, относящиеся к «голубым фишкам» и «второму эшелону».

**Научная новизна диссертации:**

1. На основе изучения теоретических исследований и сложившейся практики уточнено определение понятия «рыночная стоимость акций», под которой автор понимает наиболее вероятную цену акции, отражающую рациональные и иррациональные ожидания инвестора относительно будущих доходов по акции и возможности участия в управлении компанией-эмитентом акций. Предложенное определение нашло отражение в разработанных методических рекомендациях по оценке рыночной стоимости акций с учетом иррационального поведения инвесторов.
2. В результате исследования особенностей применения фундаментального и технического анализа в стоимостной оценке акций расширен перечень факторов, обусловливающих выбор используемого вида инвестиционного анализа, за счет включения в него ликвидности акций и капитализации компании-эмитента акций, что позволило ограничить область использования методик оценки рыночной стоимости акций, основанных на совместном применении инструментов и методов фундаментального и технического анализа, «голубыми фишками» и акциями «второго эшелона». Выделение дополнительных факторов, обуславливающих выбор используемого вида инвестиционного анализа, повышает обоснованность решений, принимаемых инвесторами на рынке акций.
3. Дополнена совокупность выделяемых в научной литературе особенностей функционирования современного фондового рынка, влияющих на моделирование его динамики, посредством включения в нее иррационального поведения инвесторов. Это позволило обосновать необходимость разработки количественных коэффициентов, учитывающих иррациональное поведение инвесторов и используемых при оценке рыночной стоимости акций.

**Теоретическая и практическая значимость исследования.** Теоретическая значимость исследования заключается в развитии теоретических основ оценки рыночной стоимости акций посредством уточнения понятия «рыночная стоимость акций», расширения перечня факторов, обусловливающих выбор используемого при оценке рыночной стоимости акций вида инвестиционного

анализа, а также дополнения существующей совокупности особенностей фондового рынка, влияющих на моделирование его динамики. Теоретические выводы, сделанные в исследовании, могут быть использованы в учебном процессе при подготовке специалистов в области рынка ценных бумаг.

Практическая значимость исследования заключается в повышении обоснованности принятия инвестиционных решений относительно покупки и продажи акций в результате использования предложенного показателя количественной оценки иррационального поведения инвесторов, влияющего на формирование рыночной стоимости акций, а также разработанных методических рекомендаций по оценке рыночной стоимости акций, позволяющих учитывать особенности поведения инвесторов на рынке акций. Повышение обоснованности принятия инвестиционных решений снижает инвестиционные риски, способствуя тем самым выходу на рынок новых инвесторов, притоку капитала на фондовый рынок и повышению его ликвидности.

Предложенный показатель и разработанные методические рекомендации ориентированы, прежде всего, на использование инвесторами, инвестиционными аналитиками, профессиональными участниками рынка ценных бумаг (брокерами, дилерами и доверительными управляющими) и управляющими компаниями на рынке коллективных инвестиций.

**Соответствие диссертации паспорту научных специальностей.** Диссертационная работа является прикладным исследованием процесса оценки рыночной стоимости акций. Область исследования включает изучение теоретических основ оценки рыночной стоимости акций и разработку практических рекомендаций по совершенствованию методов оценки рыночной стоимости акций, что соответствует формуле специальности 08.00.10 - «Финансы, денежное обращение и кредит», а именно пунктам 5.1. «Теория, методология и концептуальные основы формирования стоимости различных объектов собственности» и 6.5. «Концепции и механизмы функционирования фондового рынка».

**Апробация и внедрение результатов.** Теоретические положения и практические результаты исследования использовались в учебном процессе на кафедре банковского дела и ценных бумаг Байкальского государственного университета экономики и права при проведении занятий по курсам «Управление портфелем ценных бумаг», «Фундаментальный и технический анализ финансовых рынков»; на кафедре учета и финансов Иркутского филиала РГТЭУ (РЭУ им. Г. В. Плеханова) при проведении занятий по курсу «Рынок ценных бумаг», а также были предложены и нашли отражение в работе Иркутского филиала Национальной ассоциации участников фондового рынка и Иркутского филиала ООО «Компания БрокерКредитСервис», что подтверждается соответствующими справками о внедрении.

Основные выводы и рекомендации научного исследования обсуждались и были одобрены на международной научно-практической конференции «Роль финансово-экономического образования в инновационном развитии регионов России» (г. Иркутск, октябрь 2008 г.), Всероссийской научно-практической конференции «Финансовые аспекты структурных преобразований экономики» (г. Иркутск, апрель 2011 г.), а также научно-практических конференциях про-

фессорско-преподавательского состава, аспирантов и студентов, проходивших в Байкальском государственном университете экономики и права (г. Иркутск) с 2008 г. по 2013 г.

**Публикации.** Результаты научного исследования отражены в 9 публикациях общим объемом 4,28 п. л. (из них авторских 3,68 п. л.), 5 из которых опубликованы в ведущих рецензируемых научных журналах, определенных Высшей аттестационной комиссией Минобрнауки РФ, общим объемом 2,43 п. л. (из них авторских 1,83 п. л.)

**Структура диссертации.** Структура диссертации определена целью и задачами исследования. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Диссертация изложена на 167 страницах и включает 16 таблиц, 36 рисунков и список использованной литературы из 197 наименований.

**Во введении** обосновывается тема исследования и ее актуальность, формулируются цель и задачи работы, определяется объект, предмет и рабочая гипотеза исследования, отражаются наиболее существенные научные результаты и научная новизна, теоретическая и практическая значимость полученных результатов, дается краткое изложение разделов работы, приводятся данные об апробации результатов исследования.

**В первой главе «Теоретические основы оценки рыночной стоимости акций»** проанализированы особенности определения понятия «рыночная стоимость» с позиций различных экономических теорий; рассмотрены особенности акций как объекта инвестирования; уточнено содержание понятия «рыночная стоимость акций»; разграничено содержание понятий «рыночная стоимость акций» и «рыночная цена акций»; рассмотрены основные подходы и методы оценки рыночной стоимости акций; проведен анализ факторов, обуславливающих выбор используемого при оценке рыночной стоимости акций вида инвестиционного анализа; обоснована необходимость разработки методики оценки рыночной стоимости акций, учитывающей иррациональное поведение инвесторов.

**Во второй главе «Оценка рыночной стоимости акций с учетом особенностей функционирования современного фондового рынка»** проанализирована возможность использования методов экономико-математического моделирования для моделирования ценовой динамики фондового рынка; рассмотрено иррациональное поведение инвесторов в качестве одной из особенностей современного фондового рынка, влияющих на моделирование его динамики; разработаны коэффициенты, позволяющие осуществить количественную оценку влияния иррационального поведения инвесторов на формирование рыночной стоимости акций.

**В третьей главе «Совершенствование методических рекомендаций по оценке рыночной стоимости акций»** разработаны методические рекомендации по оценке рыночной стоимости акций с учетом иррационального поведения инвесторов; проведена оценка рыночной стоимости акций трех российских компаний; рассмотрены особенности практического применения разработанных методических рекомендаций; подтвержден вывод о существенном влиянии

иррационального поведения инвесторов на формирование рыночной стоимости акций.

**В заключении** обобщены результаты проведенного исследования, изложены основные выводы, сделанные автором диссертации.