

Федеральное государственное образовательное учреждение высшего
профессионального образования
**«Финансовый университет при Правительстве Российской
Федерации»**

Факультет «Финансы и кредит»

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»

_____ Б.Б.Рубцов

«__» _____ года

Выпускная квалификационная работа

Подковырова Юрия Андреевича

на тему:

«Рыночная стоимость акций и факторы, влияющие на неё»

Специальность «Финансы и кредит»

Специализация «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

Научный руководитель:

Кандидат экономических наук, доцент по кафедре «Финансовые рынки и
финансовый инжиниринг», заместитель генерального директора
ООО «ИФК «МЕТРОПОЛЬ» _____
Анненская Н.Е. _____

Дипломная работа опубликована на сайте www.mirkin.ru 13.09.2011

Москва – 2011

Содержание

Введение	3
1 Рыночная цена и теории ценообразования на рынке акций.....	7
1.1 Рыночная цена акций	7
1.2 Гипотеза эффективного рынка. Теория случайных блужданий	14
1.3 Технический анализ	18
1.4 Фундаментальный анализ	23
1.5 Теория рефлексивности	29
1.6 Теории поведенческих финансов	36
1.7 Теории «пузырей»	38
2 Факторы, способные повлиять на рыночную цену акций.....	44
2.1 Макро-факторы	44
2.2 Микро-факторы	75
3 Анализ влияния факторов ценообразования	83
3.1 Макро-факторы	83
3.2 Микро-факторы	101
Заключение.....	109
Список использованной литературы	111

Введение

Выбранная тема представляется **актуальной** по нескольким причинам. Во-первых, в нашем государстве взят курс на повышение финансовой грамотности населения, привлечение его на фондовый рынок, который должен стать эффективным механизмом финансирования реального сектора экономики. Однако, в условиях сверхволатильности рынка акций, привлечение на него частных инвесторов затруднено, так как отсутствует необходимое доверие, а рынок акций остаётся преимущественно спекулятивным и воспринимается многими как «рулетка», где происходит перераспределение денег от одних участников к другим. Чтобы сделать фондовый рынок более эффективным в плане доставки денег в реальную экономику, необходимо повысить доверие людей к нему, смягчив его колебания и максимально приблизив цены к некому «справедливому» уровню. Чтобы смягчить колебания рыночной цены акций, необходимо понять, от чего она зависит, определить факторы, которые её разбалансируют, и ограничить их влияние.

Во-вторых, во всём мире, в том числе и в России, сейчас терпит крах пенсионная система, основанная на солидарности поколений. В связи с этим намечена программа на постепенный переход к накопительной системе, предусматривающей инвестирование пенсионных накоплений на фондовом рынке. Чтобы обезопасить накопления граждан, также необходимо сделать фондовый рынок менее волатильным и более предсказуемым, что требует понимания влияющих на рыночные цены факторов.

В-третьих, понимание механизма определения рыночной цены акций, а также факторов, задающих её динамику в данный момент, позволит формировать более эффективную стратегию на фондовом рынке частным и институциональным инвесторам.

Цель работы – определить факторы, наиболее значимо сказывающиеся на динамике цен акций.

В рамках цели решаются следующие **задачи**:

-определяется сущность акции и её цены;

-анализируются существующие теоретические изыскания, формализующие или описывающие процесс ценообразования акций;

-выделяются макро- и микро-факторы, которые способны влиять определённым образом на рыночные цены;

-анализируется влияние выявленных факторов на временных рядах.

Объектом исследования является рыночная цена акции. Как известно, цена – одно из выражений стоимости. Категория стоимости объективна, она существует лишь в сознании участников сделки и может по-разному ими оцениваться, с чем связаны значительные трудности в исследовании данной экономической категории. В отличие от неё, цена вполне количественно определена, что позволяет провести анализ статистических данных и прийти к обоснованным выводам. Если включить в область исследования такую категорию, как стоимость акций, то мы рискуем выйти далеко за рамки дипломной работы. Поэтому мы ограничимся рассмотрением цены акции в качестве объекта исследования.

Предметом исследования являются отношения между участниками рынка акций по поводу установления цены совершаемых сделок.

Теоретической и методологической основой научного исследования послужили теоретические положения и практические рекомендации, содержащиеся в работах видных российских учёных: Б.Б.Рубцова, Я.М.Миркина, Д.Голосова, М.Киселёва, Е.Фёдоровой, К.Панкратова, Ю.Наливайского, Т.Демиденко, И.Иванченко, С.Моисеева, А.Кобякова, М.Хазина, Л.Юдкиной, Ю.Берлина, А.Нешитого, Д.Силка, А.Коваленко, Н.Светлова, Л.Разумновой, Н.Старченко, В.Твардовского, К.Тремасова, Е.Фёдорова, Н.Нилова, А.Дмитриева, А.Солодухиной, В.Зимины, В.Тришина, Ш.Доу, Л.Кузнецовой, И.Елисеевой, Г.Григора, Ю.Рожкова, Е.Хромова, Д.Липницкого,- а также таких зарубежных учёных, как: К.Маркс, Бенджамин Грэхэм, Уоррен Баффет, Джордж Сорос.

В ходе работы применялись такие **методы исследования**, как анализ, синтез, группировка, сравнение.

В качестве **информационной базы** использовались книги, научные статьи, диссертации, ресурсы Интернет.

Дипломная работа состоит из введения, трёх глав, заключения, списка использованной литературы.

В первой главе рассмотрены основные теоретические положения о сущности акции и её цены, раскрывается содержание существенных для проводимого исследования категорий и понятий, приводится взгляд различных учёных и теорий на процесс ценообразования на рынке акций. Делается вывод, что цена акций зависит от спроса и предложения, которые зависят от субъективных и объективных факторов. Субъективными факторами являются приверженность инвестора (спекулянта) к той или иной теории при выборе стратегии инвестирования, психологические факторы, личные представления о нематериальных и материальных затратах и выгодах от проведения торговых операций. Искать закономерности в субъективных факторах ненаучно, поскольку, во-первых, у нас нет информации о мыслительных процессах инвесторов, которые мы могли бы проанализировать, во-вторых, они очень быстро меняются, будучи атрибутами живых людей. Однако есть также объективные факторы, которые, независимо от приверженности к теории ценообразования, способствуют приходу на рынок (уходу с рынка) больших сумм денег, природа которых лежит в области макроэкономики и денежно-кредитных отношений. Изучение влияния объективных факторов мы считаем целесообразным, так как, во-первых, у нас есть статистические данные для анализа, во-вторых, влияние данных факторов закономерно, и результаты исследования будут актуальны в течение длительного времени.

Вторая глава посвящена выявлению объективных факторов, способных оказывать влияние на цены акций и теоретическому обоснованию механизма данного влияния. Среди макро-факторов рассматриваются: рост международной ликвидности и денежной массы, процентные ставки, инфляция, цена нефти, темп роста ВВП, финансовая структура макроэкономики, фактор цикличности мировой экономики, курсы валют, политические факторы, инвестиционная привлекательность страны и приток иностранных инвестиций, результаты торгов на зарубежных торговых площадках, вовлечение масс в процесс инвестирования, сезонность.

Большинство факторов тем или иным способом связаны с денежно-кредитным регулированием и ростом денежной массы в экономике. Среди факторов микро-уровня выделены корпоративные новости, показатели роста капитала, качество менеджмента, структура капитала, ликвидность акций.

В третьей главе выявленные факторы тестируются на статистических данных с использованием математических методов, а также графического анализа. Попутно проводится сравнение российского и американского рынков по степени влияния одних и тех же факторов. По результатам анализа, определяющими макро-факторами для российского рынка акций оказались: цена нефти, индекс доллара, ВВП США, приток иностранных инвестиций, денежно-кредитная политика ФРС и ЦБ РФ, рублёвая инфляция. Для рынка США – ВВП США, индекс доллара, инфляция (отражающаяся в росте долларовых цен на нефть и золото), денежно-кредитная политика ФРС. Основной микро-фактор, рост собственного капитала компании, играет большую роль на развитых фондовых рынках, и незначительную – на российском спекулятивном рынке. В то же время, динамика прибылей компаний в основном синхронна, что является доказательством их зависимости от макроэкономических факторов, в первую очередь денежно-кредитных. Делается вывод, что денежно-кредитная политика регуляторов – основной фактор для установления цен на рынках акций.

1 Рыночная цена и теории ценообразования на рынке акций

1.1 Рыночная цена акций

Прежде чем перейти к рассмотрению проблемы установления рыночной цены акций, дадим несколько определений.

Акция - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.¹

Рынок акций - это рынок, на котором продаются и покупаются акции, по ценам, определяющимся спросом и предложением.

Определим место рынка акций внутри финансового рынка. Как известно, финансовый рынок представляет собой совокупность денежного рынка и рынка капитала. В свою очередь денежный рынок включает в себя наличные и безналичные денежные средства и краткосрочные ценные бумаги. Рынок капитала включает в себя долгосрочные, среднесрочные, бессрочные ценные бумаги, а также ссудный капитал.

Рынок ценных бумаг является частью финансового рынка. Это сумма краткосрочных ценных бумаг и долгосрочных, среднесрочных, бессрочных ценных бумаг, таким образом, рынок ценных бумаг является частью и рынка капитала, и денежного рынка одновременно.

Рынок акций – часть рынка бессрочных ценных бумаг, часть рынка капитала, соответственно, часть финансового рынка. Если конкретизировать место рынка акций внутри рынка капитала – то это часть рынка фиктивного капитала, что будет очень важно при размышлении о ценообразовании на нем.

В соответствии с марксистским подходом, капитал фиктивен не потому, что не реален (существуя в бумажной форме или форме записи по счёту, он так же реален, как и действительный капитал), а потому, что не определен количественно и качественно. Данная неопределенность вытекает

¹ Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" N 39-ФЗ от 22.04.1996. Статья 2. [Электронный ресурс] – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/popular/cenbum/>, свободный.

из невозможности оценки стоимости фиктивного капитала, так как его постоянно меняющаяся оценка зависит не от стоимости товара, а от ее многочисленных производных.² Вот как объясняет это Карл Маркс: «Образование фиктивного капитала называют капитализацией. Капитализируется каждый регулярно повторяющийся доход, причём его исчисляют по средней процентной ставке как доход, который приносил бы капитал, отданный в ссуду из этого процента; если, например, годовой доход = 100 ф. ст. и ставка процента = 5%, то 100 ф. ст. составляли бы годовой процент на 2 000 ф. ст., и эти 2 000 ф. ст. будут считаться теперь капитальной стоимостью юридического титула собственности на ежегодный доход в 100 фунтов стерлингов. Для того, кто купил этот титул собственности, 100 ф. ст. годового дохода действительно представляют процент на его капитал, вложенный из 5%. Таким образом, всякая связь с действительным процессом возрастания капитала исчезает бесследно, и представление о капитале как о стоимости, самовозрастающей автоматически, окончательно упрочивается»³.

Как было сказано выше, акции служат юридическими титулами собственности, представляющими акционерный капитал. «Акции обществ являются представителями действительного капитала, именно капитала, вложенного и функционирующего в этих предприятиях, или денежной суммы, авансированной участниками с целью израсходовать её в этих предприятиях как капитал. Однако данный капитал не существует вдвойне, — один раз как капитальная стоимость титула собственности, акций, и другой раз как капитал, действительно вложенный или подлежащий вложению в упомянутые предприятия. Капитал существует лишь в этой последней форме, и акция есть лишь титул собственности на реализуемую им прибавочную стоимость. А может продать титул В. В может продать его С. Такие сделки ничего не меняют в существе дела. А или В превращает в таком случае свой титул в капитал, а С свой капитал — в простой титул собственности на прибавочную стоимость, ожидаемую от акционерного капитала»⁴. Таким образом, акции не являются действительным капиталом,

² Киселёв, М. Виртуальное хозяйство / М.Киселёв // Свободная мысль. – М., 2010. - № 4. [www.public.ru]

³ Маркс, К. Капитал, 3 том / К.Маркс - М.: Издательство АСТ, 2001, глава 29.

⁴ Маркс, К. Капитал, 3 том / К.Маркс - М.: Издательство АСТ, 2001, глава 29.

однако обладают капитальной стоимостью. «Самостоятельное движение стоимости этих титулов собственности (акций) поддерживает иллюзию, будто они образуют действительный капитал наряду с тем капиталом или с тем притязанием, титулами которых они, может быть, являются. А именно, они становятся товарами, цена которых имеет особое движение и особым образом устанавливается. Их рыночная стоимость (находящая отражение в рыночной цене – прим. автора) получает отличное от их номинальной стоимости определение, не связанное с изменением стоимости действительного капитала (хотя и связанное с увеличением этой стоимости)».⁵

Мы подошли к понятию рыночной цены акции. В данной работе под рыночной ценой акции будет пониматься средняя цена, по которой совершались сделки с акциями данного эмитента за последний торговый день.

Рыночная капитализация – это произведение текущей рыночной цены на общее количество акций, отражающее оценку рынком стоимости собственного капитала компании.⁶

Справедливая цена – это такая цена, к которой в долгосрочной перспективе стремится рыночная цена согласно теориям фундаментального анализа.

Рыночная цена акций, как и любого другого актива, определяется в процессе торгов, а значит, находится под влиянием спроса и предложения. От того, насколько верно мы сможем понять факторы, оказывающие влияние на спрос и предложение акций, будет зависеть достижение цели нашей работы – выявления факторов, влияющих на рыночную цену акций.

Спрос на акции и их предложение (а значит и рыночная цена) зависят от мотивов людей, желающих их приобрести и продать. Попытаемся определить, какие соображения движут покупателями акций.

- 1) Большинство (спекулянты) желает получить спекулятивную

⁵ Маркс, К. Капитал, 3 том / К.Маркс - М.: Издательство АСТ, 2001, глава 29.

⁶ Берлин, Ю. Статистический анализ взаимосвязей показателей управления капиталом и рыночной стоимости публичных компаний России / Ю.Берлин, Л.Юдкина // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 10. [www.public.ru]

прибыль, купив акции дёшево и перепродав дорого другим участникам рынка в будущем. Эти люди измеряют успех в деньгах. Каждый из них пытается для себя ответить на тот же вопрос, который поднимается в рамках данной работы: «От чего зависит рыночная цена?». Наиболее животрепещущим вопросом является: «Какие акции в будущем вырастут больше остальных?». При ответе на этот вопрос большинство спекулянтов опираются на существующие теории ценообразования, что в итоге оказывает влияние на их действия: покупки и продажи, - и усиливает авторитет данной теории в глазах других участников рынка, так как работает лишь та теория, в которую верят. Это значит, что доминирующая в умах участников теория сама по себе начинает оказывать влияние на рыночные цены и превращается в фактор ценообразования, поскольку от неё зависит, какую цену спекулянты и инвесторы считают «справедливой» и какого направления движения ожидают от рынка. Помимо логики, на поведение спекулянтов влияют эмоции. Например, при резком падении цен на рынке, их охватывает паника, что усиливает падение рыночных цен и распространяет панику на других спекулянтов. Изучением психологических эффектов, влияющих на действия участников рынка, занимаются поведенческие финансы, о которых будет упомянуто далее. Помимо логики и эмоций на поведение спекулянтов влияет наличие денег, свободных для инвестирования, что является следствием денежно-кредитной политики регуляторов. В последнее время многие авторы приходят к мнению о главенствующей роли монетарных макроэкономических факторов во влиянии на рыночные цены. Объясняется это тем, что спекулянты не терпят «неработающих» денег и вкладывают их в финансовые рынки, как только таковые появляются. В результате увеличение денежной массы способствует росту цен на акции.

Спекулянты выводят деньги из акций (вызывая снижение цен), как только находят более выгодное или надёжное в их понимании направление инвестирования, либо когда ожидают снижения цен согласно их теориям ценообразования, либо под воздействием эмоций во время паники, либо под влиянием монетарных факторов. Возможен также вывод денег с целью личного потребления, например, после накопления на покупку дома.

2) Другая группа участников рынка (инвесторы) также имеет целью увеличение своего частного капитала, однако не измеряет свой успех исключительно в денежной форме.

Инвестор сравнивает цену того, что ему предлагают, со стоимостью того, что он получает, и делает вывод, выгодно вложение или нет. Если инвестор покупает акцию, значит, с его точки зрения, её стоимость превышает заплаченную им цену, в результате чего он стал богаче. Инвестор также верит, что в будущем высокая стоимость акции отразится в цене. Но сам факт выхода из инвестиции для него не настолько важен. Он владеет долей в капитале эффективно работающей компании, и не торопится продавать её, так как измеряет богатство не только в деньгах. Инвестор серьёзно анализирует объекты своих инвестиций, обычно с помощью консервативных методов фундаментального анализа и потому имеет лучшее представление об их стоимости, чем спекулянты. Инвестор приобретает акции компаний, демонстрирующих эффективную работу промышленного капитала и при этом торгующихся по приемлемым ценам. Инвестор продаёт акции, если находит предприятие с большими перспективами, чем у предыдущего, при прочих равных условиях. Большую роль в популяризации данного поведения на рынке сыграл подход Бенджамина Грэхэма и Уоррена Баффета, согласно которому инвестор должен выбирать компании с долгосрочными экономическими преимуществами по сравнению с конкурентами, талантливым руководством и защитой от инфляции. При этом рынок рассматривается как «дурак», иногда продающий за бесценок доли в хороших компаниях и предоставляющий разумным инвесторам отличные возможности. Инвесторами также могут считаться те, кто при покупке акций ориентируется на получение дивидендов.

3) Третья группа участников рынка вынуждена инвестировать на рынке акций, независимо от уровня текущих рыночных цен.⁷ Огромная доля денег, приходящих и уходящих с фондового рынка, находится под влиянием управляющих компаний, пенсионных фондов, банков. Чтобы разобраться в

⁷ Пикулев, П. Почему рынки не делают этого / П.Пикулев // [Электронный ресурс] – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://slon.ru/blogs/pikulev/post/340359/>, свободный. – Загл. с экрана, 23.03.2010.

мотивах действий управляющих, необходимо понять их положение. Они – наёмные работники, которые должны зарабатывать деньги при любой конъюнктуре рынка, даже невзирая на фундаментальную переоценённость рынка. Управляющий не может сидеть в сторонке, объясняя это своими идейными соображениями о перегретости рынка, иначе работодатель уволит его за бездействие и наймёт тех, кто играет в общую игру, то есть зарабатывает деньги на тренде. Управляющий не знает, что произойдёт завтра (рынок спекулятивен). Статистическая вероятность продолжения тренда велика. То есть если управляющий уйдёт «в деньги», а рынок продолжит расти, то владельцы бизнеса, топ-менеджмент, пайщики обвинят его в том, что доходы проходят мимо (им не важны «фундаментальные факторы»). А вдруг рынок будет ещё несколько лет расти? Не желая ставить себя в подобное положение, управляющие вынуждены идти вместе с растущим трендом и надеяться на его продолжение, даже осознавая наличие пузыря. С каждым днём подобного поведения накапливаются системные риски, которые в будущем переломят тренд. Однако до момента перелома управляющие будут «в бумагах».

Наличие избытка ликвидности заставляет данную группу участников рынка брать на себя все больше рисков, покупая всё больше переоценённых бумаг, даже при полном осознании неправильности происходящего. По этой причине именно сверхдешевая ликвидность, приводящая к её избытку, является первопричиной и катализатором возникновения пузырей. Ведь вся избыточная ликвидность должна уходить на финансовые рынки. И наоборот, когда деньги начинают уходить с рынка – он начинает падать. Соответственно, чтобы предсказать следующий крах, нам необходимо предположить момент и причину, по которой крупные деньги начнут уходить с фондового рынка. Если будут накоплены системные риски, то подобный толчок вызовет крах.

Управляющие играют свою роль как в росте цен на рынке, так и в ускорении их падения при крахе. И банки, и хедж-фонды, и управляющие инвестируют на финансовых рынках не собственные деньги, поэтому они всегда вынуждены действовать с оглядкой на своих кредиторов, пайщиков и

доверителей. Управляющие при инвестировании не должны забывать, что к ним могут прийти их кредиторы и вкладчики и потребовать назад свои деньги. При сильных негативных ценовых движениях и, соответственно, отрицательных финансовых результатах вероятность того, что у управляющих заберут ресурсы, растёт. Это вынуждает их продавать активы и уходить в ликвидность. На определенном этапе сокращения позиций и margin calls могут стать причиной цепной реакции. Цены упали – клиенты потребовали свои деньги – управляющие продали – цены упали еще больше – клиенты потребовали вернуть еще больше – управляющие снова продали.

Кроме того, управляющие не могут инвестировать в стиле Баффета «акции упали на 30% - отлично, докупаем ещё», потому что пайщики такой логики не понимают (являясь в основном представителями первой группы – спекулянтами) и измеряют успех в деньгах. Поэтому управляющие часто резко закрывают позиции при начавшемся падении рынка, под страхом потерять чужие деньги вместе с клиентами. Подобное закрытие может вызвать цепную реакцию, ускорив крах.

4) Определённая группа людей, приобретающих акции, имеет целью не преумножить свои деньги, а защититься от инфляции. Логика здесь может быть следующей. При инфляции деньги обесцениваются, значит товары, производимые компаниями, дорожают, и сами компании как актив тоже должны дорожать. Поскольку компании производят реальные ценности, то обесценение ничем не обеспеченных денег должно выразиться в номинальном росте цен, выраженных в этих самых деньгах, как в отношении товаров, так и в отношении акций.

На поведении данного типа инвесторов сказываются инфляционные ожидания. Согласно Бенджамину Грэхэму, если инфляция невелика, то такой инвестор скорее всего будет инвестировать в облигации, а если ожидается период высокой инфляции, то в акции. Таким образом, дополнительный спрос на акции со стороны данной группы инвесторов может влиять на рыночные цены.

5) Другая группа покупателей акций – желающие получить контроль над компанией. Они могут наращивать свою долю до пакетов

различной степени контроля, выкупая акции на рынке. Подобная скупка может быть предварительным шагом перед предложением крупным акционерам. С моей точки зрения, активность этой группы инвесторов зависит в первую очередь от денежной массы в экономике.

Как мы видим, мотивы покупки и продажи акций могут быть разнообразны. На цены акций влияет мышление инвесторов в момент принятия решения. А на мышление инвесторов оказывают влияние различные теории ценообразования, доминирующие в настоящее время в финансовой науке. Поэтому представляется целесообразным рассмотреть некоторые из них.

1.2 Гипотеза эффективного рынка. Теория случайных блужданий

Одна из широко распространенных концепций западной экономической мысли, которая по-прежнему преподаётся во многих университетах мира и имеет своих приверженцев – гипотеза эффективного рынка, которая предполагает, что вся информация, касающаяся торгуемого актива (в данном случае акции), немедленно становится известной участникам рыночных сделок и мгновенно отражается на ценах. Исходя из этого, под эффективностью рынка понимают информационную эффективность, т. е. насколько быстро и полно отражаются поступающие сведения об обращающихся активах в их ценах. Л.Кузнецова замечает, что по данной теории не существует какой-то одной, фундаментальной работы. Она представлена лишь журнальными публикациями, из числа которых первыми были напечатаны статьи Г. Робертса (1959 г.) и Е. Фамы (1965 г.)⁸

Однако самые первые теоретические предположения, которые в дальнейшем легли в основу гипотезы эффективного рынка, были сделаны в начале XX века французским экономистом Луи де Башелье в своей диссертации «Теория спекуляции», изданной в Париже в 1900 г. Башелье изложил соображения, касающиеся случайного колебания курсов ценных бумаг на бирже. Спустя полвека к этой теме обращались многие экономисты.

⁸ Кузнецова, Л. Случайные блуждания на эффективных рынках / Л.Кузнецова // Рынок ценных бумаг. – М., 2010. - № 7. [www.public.ru]

Окончательная формулировка гипотезы эффективного рынка была дана американцем Э. Фамой в 1965 г. По мнению Э. Фамы, рыночная эффективность – это способность быстро адаптироваться к новой информации. Быстрая адаптация к новой информации является важной характеристикой эффективности рынка, но не определяет ее исчерпывающим образом. Это определение подразумевает, что процессу распространения рыночной информации присуща рациональность, актуальные новости не игнорируются, а систематические ошибки анализа и прогнозирования не допускаются. В результате, цены на акции всегда соответствуют фундаментальным факторам, лежащим в основе ценообразования.⁹

Гипотеза эффективного рынка включает следующие предположения:

-Цены на финансовые активы изменяются во времени в соответствии с законом случайного блуждания. На эффективном рынке систематическая торговля ведет к нулевой доходности в долгосрочной перспективе.

-Новая информация быстро отражается в ценах на финансовые активы, текущая доступная информация не позволяет предсказывать будущее изменение цен и извлекать из этого доход.

-Технический анализ не дает трейдеру никакой полезной информации. Гипотеза эффективного рынка исключает возможность получения будущих доходов, исходя из знания прошлой динамики цен.

-Управляющие инвестиционных фондов не могут систематически добиваться больших доходов, чем в среднем по рынку, потому что не могут предугадывать новости.

-Цены на финансовые активы всегда соответствуют фундаментальным факторам ценообразования.

-Существует три формы рыночной эффективности: слабая (цена актива полностью отражает только прошлую информацию), средняя (цена отражает не только прошлую, но и публичную информацию, становящуюся общедоступной в настоящий момент времени) и сильная (инсайдерская информация также включена в цену).

⁹ Моисеев, С. Гипотеза эффективного рынка / С.Моисеев// Валютный спекулянт. – М., 2003. - №11. [Электронный ресурс] – Электрон. дан. – Режим доступа: http://www.spekulant.ru/archive/Gipoteza_effektivnogo_rynka.html, свободный. – Загл. с экрана.

Однако в рамках гипотезы возникает сразу несколько парадоксов. Во-первых, если бы спекуляции не могли принести сверхприбыль, то они просто прекратили бы свое существование. А если бы они прекратили существование, то каким образом рынки могут быть эффективными, если на них нет замотивированных участников, отслеживающих новости ради получения сверхприбыли идвигающих цену в «правильную» сторону? Во-вторых, появился «парадокс Гроссмана-Стиглица»: если рынок обладает информационной эффективностью, т.е. вся доступная информация отражается в текущих рыночных ценах, то ни один экономический агент не имеет достаточно стимулов, чтобы приобрести информацию, на основе которой устанавливаются цены. Для устранения этого парадокса было предложено новое определение эффективного рынка: «цены на финансовые активы отражают всю доступную информацию до тех пор, пока предельные выгоды от анализа сведений (ожидаемая прибыль от спекуляции) не превышают предельные издержки их приобретения»¹⁰.

Теория случайных блужданий (random-walk theory) продолжает теоретические измышления апологетов теории эффективного рынка и дополняет её. Теория случайных блужданий подразделяет информацию на две категории: предсказуемую, известную, и новую, неожиданную, вот-вот поступающую на рынок. Если предсказуемая или уже известная информация заложена в рыночные цены, то новая неожиданная информация в цене пока еще не присутствует. Одним из свойств непредсказуемой информации является ее случайность и соответственно случайность последующего изменения цены. Гипотеза эффективного рынка объясняет изменение цен поступлениями новой информации, а теория случайных блужданий дополняет гипотезу мнением о случайности поступающей новой информации, а значит и изменения цен.¹¹

Теория случайных блужданий также даёт поводы для критики. Во-первых, несмотря на внешнюю схожесть кривой случайных блужданий и

¹⁰ Моисеев, С. Гипотеза эффективного рынка / С.Моисеев// Валютный спекулянт. – М., 2003. - №11. [Электронный ресурс] – Электрон. дан. – Режим доступа: http://www.spekulant.ru/archive/Gipoteza_effektivnogo_gynka.html, свободный. – Загл. с экрана.

¹¹ Кузнецова, Л. Случайные блуждания на эффективных рынках / Л.Кузнецова // Рынок ценных бумаг. – М., 2010. - № 7. [www.public.ru]

графиков рыночных цен, никто еще не доказал, что рынок есть событие абсолютно непредсказуемое (впрочем, как не доказано и обратное). По крайней мере, есть мнение, что рынок — это не абсолютно случайное явление, так как на нем появляются законы поведенческой психологии. Во-вторых, никто не отменял экономических законов и устоявшихся экономических закономерностей, таких как влияние роста денежной массы и др.

В данный момент многие учёные и практики относятся к теории эффективных рынков скептически. Например, Роберт Колби - признанный исследователь финансовых рынков пишет: "Теория эффективного рынка не имеет строгих доказательств и, по-видимому, постепенно умирает. За последние годы было накоплено множество данных, прямо противоречащих ей. Среди практикующих профессионалов, трейдеров и инвесторов едва ли найдется приверженец гипотезы подобного рода"¹². Уоррен Баффет считает постулаты об эффективности рынка всего лишь "эзотерическим туманом" и утверждает, что его личный опыт 63 лет работы свидетельствует об их полной безосновательности.¹³ Если приверженцы гипотезы эффективного рынка отрицают разницу между ценой акции и её стоимостью, то Баффет и Грэхем считают ее той самой разницей, что определяет успех инвестирования. Вот как описывает теорию эффективных рынков Уоррен Баффет: «Согласно этой теории анализ ценных бумаг бесполезен, так как доступная общественности информация об акциях соответствующим образом отражается на их цене. Другими словами, рынок всегда все знает. Сторонники этой теории утверждают, что, руководствуясь лишь фондовой таблицей, вполне возможно собрать пакет ценных бумаг, перспективность которого не будет уступать тому, что был собран самым талантливым и старательным специалистом по ценным бумагам. Удивительно, что ЕМТ была принята не только академиками, но и многими специалистами по инвестициям и руководителями компаний. Верно отметив, что зачастую

¹² Цит по: Кузнецова, Л. Случайные блуждания на эффективных рынках / Л.Кузнецова // Рынок ценных бумаг. – М., 2010. - № 7. [www.public.ru]

¹³ Кузнецова, Л. Случайные блуждания на эффективных рынках / Л.Кузнецова // Рынок ценных бумаг. – М., 2010. - № 7. [www.public.ru]

рынок действительно был эффективен, они неверно заключили, что он всегда эффективен. Между этими утверждениями разница огромна, как между небом и землей. В любом виде соперничества — финансовом, физическом или умственном — очень выгодны оппоненты, которых научили, что бесполезно даже пытаться»¹⁴.

В настоящее время инвесторы постепенно отходят от утверждения «рынок всегда прав» и приходят к «рынок неправ», и не последнюю роль в этом процессе играет учение Грэхэма – Баффета, однако теория эффективных рынков по-прежнему оправдывает многие неразумные действия рыночных участников, например покупку по завышенным ценам. Ведь гораздо проще заплатить большую цену, веря, что получаешь большую стоимость, чем когда сравниваешь её с низкими результатами с использованием консервативных методов фундаментального анализа. В результате воздействия теории на умы цены могут сильно отрываться «от действительности».

Подытоживая вышесказанное, гипотеза эффективного рынка говорит о том, что на рынке нет предсказуемой тенденции, а покупать и продавать акции можно в любое время и по любым ценам – обмен всегда будет происходить по стоимости, поэтому Вы ничего не потеряете.

1.3 Технический анализ

Теория технического анализа в некоторых аспектах противоположна теории случайных блужданий, так как она утверждает о существовании закономерностей в движении цены.

С 1890-го по 1902 год Чарльз Доу, первый редактор газеты The Wall Street Journal и автор самого известного биржевого индекса, написал серию статей, которая позже превратилась в «теорию Доу» и зародила технический анализ. Основные постулаты теории: цена включает все, цены следуют тенденциям, рынок имеет память. Раскроем их подробнее:

1) "Цена включает все". Рыночная цена быстро учитывает влияние всех событий, так как наиболее активные спекулянты, действуя в своих интересах,

¹⁴ Баффет, У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями. / У.Баффет - М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. С. 89-91.

мгновенно реагируют на новости, что отражается в ценах акций.

2) "Цены следуют тенденциям". Люди, принимая решения о том, что им делать, оглядываются на действия других людей. Поэтому когда на рынке появляется ясно видимая тенденция - многие хотят к ней присоединиться. Например, цена начинает расти. Рост цены привлекает все новых и новых желающих купить. В итоге покупки по все более и более высоким ценам толкают рынок вверх. Однако рано или поздно в силу различных причин эта тенденция сменится на противоположную.

3) "Рынок имеет память" или "история повторяется". Участники рынка, принимая важные для себя решения, запоминают обстоятельства, при которых они их принимали. И когда на рынке вновь складываются подобные обстоятельства, люди действуют так же.¹⁵

Согласно теории Доу, начавшаяся тенденция имеет больше шансов продолжиться, чем измениться, а поведение цен описывается определёнными тенденциями, то есть направленными движениями вверх или вниз, которые отражают господствующее на бирже мнение о будущем экономики или отдельной компании, иначе говоря, «настроения» участников.¹⁶ Эти настроения влияют на восприятие любой информации о компании всеми участниками рынка. Например: «Плохая отчётность – это временное явление, предприятие производит уникальную продукцию, на которую будет большой спрос». Однако в случае негативных настроений первая же плохая отчётность могла классифицироваться как сигнал о неверности прогнозов относительно будущего большого спроса.

По мнению Н.Старченко, численным выразителем настроений участников может быть показатель Херста. Показатель Херста - это угловой коэффициент линии регрессии построенной на множестве точек $(\text{Log}(R/S), \text{Log}(N/2))$, где N - число отсчетов функции, R - размах функции (разность между максимальным и минимальным значениями), S - среднеквадратическое отклонение функции.

¹⁵ Елисеева, И. Технический анализ / И.Елисеева // Промышленный еженедельник. – М., 2010. - № 11. [www.public.ru]

¹⁶ Старченко, Н. Мифы и реальность фигур технического анализа / Н.Старченко // Д-штрих. – М., 2010. - №21. [www.public.ru]

Значение показателя отражает три возможных типа поведения участников рынка, которые можно описать следующим образом:¹⁷

1) При $H > 0,5$ настроения кооперативны, и участники склонны одинаково оценивать выходящие новости. В первом приближении значение показателя отражает вероятность, с которой участники принимают одинаковые решения на основе выходящей информации. Такое состояние обычно связывается с трендами, поскольку движение цены вверх (вниз) вызывает еще большее желание рыночной толпы покупать (продавать) акции. Иными словами, тренд сильный.

2) Если H близко к $0,5$, то участники рынка склонны действовать независимо друг от друга: независимо оценивать информацию и принимать решения. Поведение цены в данном случае — это классическое случайное блуждание.

3) При $H < 0,5$ участники рынка склонны к антикооперативному поведению. Они трактуют выходящие новости и поведение цен наоборот. В таком состоянии движение вверх вызывает желание продавать акции, а вниз — наоборот, покупать их. Такое поведение характерно для флэтов.

Кроме трёх видов реакции на информацию, согласно Н.Старченко, существует ещё 4 вида самой информации:

1) Очевидно положительная — такая информация, которая для большинства участников рынка является понятным сигналом об увеличении стоимости акции, что должно выразиться в росте цены сейчас и в ближайшем будущем.

2) Очевидно отрицательная — снижает желание спекулянтов держать данную акцию, так как её стоимость падает (в их представлении).

3) Нейтральная — весьма распространенный на рынке тип информации, которую можно интерпретировать и как положительную, и как отрицательную. Она вызывает у части участников решения о покупке, а у другой части — о продаже.

4) Последняя категория информации — ее отсутствие. Это периоды на

¹⁷ Старченко, Н. Мифы и реальность фигур технического анализа / Н.Старченко // Д-штрих. – М., 2010. - №21. [www.public.ru]

рынке, когда выходящие новости настолько слабы, что не вызывают реакции участников в виде сделок.

Согласно Н.Старченко, именно эти четыре типа информации и три типа поведения участников задают нам все возможные рыночные ситуации. Поведение цен в данных ситуациях позволяет выделить несколько типичных паттернов, которые являются отражением преобладающей на рынке информации и реакции участников на нее. Вот эти типичные паттерны поведения цен в различных информационно-настроенческих ситуациях и составляют предмет исследования технического анализа.

Методы технического анализа:

-Технические индикаторы цены, объёма, осцилляторы, трендовые индикаторы и др. Они получаются в результате математических расчётов и используются для прогнозирования ценовых изменений.

-Графический анализ, основанный на распознавании определенных конфигураций на графике, созданных движением цены, для прогнозирования дальнейших колебаний цены. Основные инструменты графического анализа это уровни поддержки и сопротивления, линии поддержки и сопротивления, линии тренда, каналы, графические фигуры разворота и продолжения тенденции, анализ уровней Фибоначчи, устанавливающий параметры движения цен после смены тенденций и многие другие.

Профессионалы технического анализа не ставят перед собой задачу точного вычисления будущей цены, они определяют направление ценового тренда, период его действия и амплитуду колебания цены в действующем направлении.¹⁸

Мышление «технического» аналитика – достаточно интересный процесс, не имеющий доказательств и логического подтверждения, кроме как «все в это верят, поэтому оно работает». Например, подмечена следующая «техническая» закономерность. Для понимания её необходимо ввести несколько терминов. Амплитудой волны называется разница цены максимума и минимума, как для восходящей, так и для нисходящей волны.

¹⁸ Кузнецова, Л. Технический анализ как зеркало теории случайных блужданий / Л.Кузнецова // Рынок ценных бумаг. – М., 2010. - № 9. [www.public.ru]

Если амплитуда волны больше амплитуды предыдущей волны, то она «импульсивная», если меньше – «корректирующая». И, наконец, само наблюдение: если предыдущая волна была импульсной, то текущая волна с вероятностью больше 0,5 будет корректирующей. Если предыдущая волна была корректирующей, то текущая волна с вероятностью больше 0,5 будет импульсной. Тогда фигуры графического анализа - это просто различные последовательности из нескольких волн разного типа. Например, классическое трендовое движение описывается наиболее вероятной последовательностью «импульс — коррекция — импульс — коррекция — импульс». Всевозможные разворотные фигуры — это сбой в одном звене наиболее вероятной последовательности. Например, самая частая разворотная фигура «голова и плечи» может быть описана двумя возможными последовательностями: «импульс — коррекция — импульс — коррекция — коррекция — импульс» или «импульс — коррекция — импульс — импульс — коррекция — импульс». В первом случае сбой в наиболее вероятной последовательности произошел на пятом шаге, когда вместо более вероятной импульсной волны на рынке возникла корректирующая. Во втором случае сбой виден на четвертом шаге.¹⁹

Пришедшая вместе с компьютерами относительная простота работы с ценовыми графиками обусловила наблюдаемую в настоящее время популяризацию технического анализа. Большинство трейдеров считают, что на коротких интервалах времени именно технический анализ позволяет им предугадывать направление движения цен. Об этом говорит, в частности, Л.Кузнецова: «Признание легитимности методов исследования рыночных цен в рамках технического анализа требует пересмотра экономистами классического понятия каузальности, ограничения его использования только в долгосрочных ценовых прогнозах и введения еще одного представления - о случайности, непредсказуемости, повторяемости ценовых колебаний при анализе микроструктуры рынка»²⁰.

¹⁹ Старченко, Н. Мифы и реальность фигур технического анализа / Н.Старченко // Д-штрих. – М., 2010. - №21. [www.public.ru]

²⁰ Кузнецова, Л. Технический анализ как зеркало теории случайных блужданий / Л.Кузнецова // Рынок ценных бумаг. – М., 2010. - № 9. [www.public.ru]

Подытоживая вышесказанное, завоёвывающий популярность технический анализ говорит о том, что на рынке есть тенденции, будущие цены зависят от предыдущих цен. Покупать и продавать надо тогда, когда Вы увидели в динамике цен определённую закономерность, за которой обычно следует рост или падение (сохранение или изменение тренда), например, у вас пересеклись две экспоненциальные скользящие средние с разными сроками. При этом индикаторы ценовые, они не связаны с реальным положением дел в компании напрямую, а лишь опосредованно, через предыдущие цены, при предположении, что они хотя бы отчасти включают информацию о фундаментальных факторах. С практической точки зрения завоевание всё больших позиций данным методом анализа делает рынок более волатильным, продлевая тренды.

1.4 Фундаментальный анализ

Положения фундаментального анализа в некоторых аспектах противоположны гипотезе эффективного рынка. Данный вид анализа утверждает, что рынок неэффективен, что цена и стоимость акций большую часть времени не совпадает, оставляя «за кадром» причины такого несоответствия. Вместе с тем фундаментальный анализ вырос из гипотезы эффективного рынка, предполагая, что в будущем он станет эффективным и достигнет «справедливого уровня». Фундаментальный анализ также противоположен техническому анализу в плане своего объекта: первый анализирует показатели эффективности работы компании и влияние новостей на эту эффективность, не рассматривая ни психологии, ни монетарных факторов, второй анализирует исключительно предыдущие цены, не рассматривая показатели роста промышленного капитала, стоящего за акциями, зато учитывая «настроения» участников рынка.

Цель фундаментального анализа – определить «справедливую цену» акции. Механизм непосредственного влияния теории фундаментального анализа на цены следующий: он влияет на мнение профессионалов о стоимости актива, в результате рыночная цена стремится к расчётной «справедливой цене» в долгосрочной перспективе под воздействием сделок

данных специалистов, а также их клиентов. Вот что говорят о методах фундаментального анализа Хонг и Штейн: «Устойчивая притягательность данной теории ценообразования на рынке финансовых активов в течение последних десятилетий объясняется во многом тем, что удалось создать консенсус, общую основу для моделирования. Эта общая платформа состоит из набора ключевых предпосылок, принятых исследователями в данной области в качестве разумного в первом приближении описания поведения инвесторов; немаловажно, что на этих предпосылках выстроено элегантное, авторитетное теоретизирование, результаты которого легко интерпретируются»²¹.

Основными современными методиками определения справедливой цены служат:

1. метод дисконтирования денежных потоков (DCF).
2. сравнительный метод (multiples)

Метод дисконтированных денежных потоков основан на предположении, что сумму, которую готов уплатить потенциальный владелец за акции или бизнес, определяется на основе прогноза денежных потоков, которые компания получит в будущем. Прогнозируемые денежные потоки до определенного момента времени (обычно 5 лет) и денежные потоки в постпрогнозный бесконечно длинный период, в котором предполагается стабилизация денежных потоков, приводятся к текущей стоимости на дату проведения оценки путем дисконтирования по ставке, отражающей риск, связанный с поступлением этих денежных потоков. Они суммируются, после чего делаются итоговые поправки на избыточные активы, которые можно продать без ущерба для бизнеса и денежных потоков, на превышение собственного оборотного капитала над требуемым, поправка на заёмный капитал. Таким образом, формируется текущая «справедливая цена» собственного капитала компании. Путём деления на количество акций и скидки за неконтрольный характер находится «справедливая цена» одной акции.

²¹ Цит по: Доу, Ш. Психология финансовых рынков: Кейнс, Мински и поведенческие финансы / Ш. Доу // Вопросы экономики. – М., 2010. - № 1. [www.public.ru]

У данного подхода есть существенные недостатки. Результаты оценки очень чувствительны к прогнозируемой цене на конечную продукцию, себестоимости, ставке дисконтирования, темпу роста в постпрогнозном периоде, что позволяет получить слишком широкий диапазон «справедливых цен», особенно это касается российских сырьевых компаний.²² В условиях высокой волатильности на товарном рынке невозможно предсказать динамику цен на продукцию компании и сырьё для неё, поэтому в данном подходе основания для оценки очень «шатки». Кроме того, метод не учитывает психологию спекулянтов и рискует неверно отгадать основания для оценки акций другими участниками рынка.

В сравнительном подходе к оценке возможности манипулирования значительно меньше. Метод заключается в расчёте средних для компаний-аналогов мультипликаторов $EV/\text{Выручка}$, $EV/\text{прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации}$, P/E , $P/\text{собственный капитал}$, где EV – цена бизнеса, равная сумме рыночной капитализации и чистого долга. Для сырьевых компаний могут применяться мультипликаторы: $EV/\text{запасы}$, $EV/\text{добыча}$. Для электроэнергетического сектора используется коэффициент $EV/\text{мощность}$. После расчёта средних по аналогам мультипликаторов их умножают на показатели выручки, чистой прибыли (и др.) оцениваемой компании. После вычета чистого долга из EV , оценщик получает целевые показатели рыночной капитализации по различным мультипликаторам. Взвешивая их с определёнными весами, находится целевая капитализация. Разделив её на количество акций, находится справедливая цена. Метод предполагает, что если есть инвесторы, заплатившие за акции компаний-аналогов определённую цену, то найдутся также инвесторы, которые заплатят такую же цену (пропорционально размеру и результатам компании) за сопоставимую долю в оцениваемой компании. Данный метод опирается на фактически совершенные участниками рынка сделки, таким образом, учитывает логику поведения инвесторов, при этом не полагаясь на собственные прогнозы роста. Различия в оценке могут возникать при выборе

²² Зимин, В.С. Прогнозирование и анализ точности метода дисконтированных денежных потоков. Ретроспективное обозрение ранее выполненных отчетов об оценке / В.С. Зимин, В.Н. Тришин // Имущественные отношения в Российской Федерации. – М., 2006. - № 7. [www.public.ru]

аналогов, весов коэффициентов, однако они существенно ниже, чем при оценке методом DCF. Метод мультипликаторов более консервативен, так как базируется на фактах, а не на прогнозах.

Ещё более консервативен затратный метод, согласно которому предприятие оценивается на основании исчисления рыночной цены его активов за вычетом обязательств. Этот метод обычно не используется при оценке акций из-за его большой трудоемкости.

Методы фундаментального анализа претерпевают со временем значительные изменения. По мнению М.Киселёва, новые методы оценки справедливой цены акций (DCF, по мультипликаторам) придали дополнительный стимул к разбуханию фиктивного капитала. Данный факт отмечают многие зарубежные и отечественные исследователи. Так, по мнению Р. Батра, примерно с середины 1980-х годов перестали использоваться такие консервативные методы оценки акций, как отношение цены к доходу, норма дивидендов, конкурентоспособность отрасли и пр. Метод отношения цены к доходу (P/E) вошёл в метод мультипликаторов, однако для расчёта этого коэффициента всё чаще применяется чистая прибыль последнего года, либо прогнозная прибыль следующего года, вместо того чтобы взять среднюю чистую прибыль на десять последних лет, как советует Б.Грэхэм. В подавляющем большинстве случаев, оценки от такого подхода упали бы в разы. Данный коэффициент показывает, сколько годовых прибылей понадобится, чтобы "окупить" текущую капитализацию компании. Указанное соотношение могло равняться 10 или даже 20, но не 100, 200 или, тем более, 1000.

Эволюцию методов оценки рассматривают в динамике Кобяков и Хазин. Они отмечают, что фондовый рынок существует в разных странах уже несколько сот лет, но весьма редко выходил на "пирамидальные" схемы, потому что существовали простые и понятные каждому способы определения «справедливой цены» на акции, величину которой мог легко определить любой, даже начинающий инвестор. Согласно вышеупомянутому методу нормы дивидендов, «справедливая цена» определялась путем умножения среднего дивиденда, выплаченного компанией за последние

несколько лет, на коэффициент, связанный с учетной ставкой или нормальной ставкой по депозиту для того времени и той страны, из которой происходил инвестор. В итоге, реальный дивидендный доход, получаемый инвестором от купленных акций, должен был примерно соответствовать доходности по банковскому депозиту на аналогичную сумму, с учетом "премии", связанной с большим риском такого размещения капитала. В том случае, если цена акции серьезно превышала «справедливую» цену, она считалась переоцененной, что приводило к падению её цены. Соответственно, если цена была значительно ниже «справедливой», компанию считали недооцененной и, как следствие, цены на ее акции росли. Таким образом, спекулятивная составляющая в цене акций редко играла существенную роль.

Затем, по мере развития мировой экономики, все большую роль в определении «справедливой цены» акций стала играть оценка чистых активов предприятий-эмитентов по текущим ценам. «Разумеется, при таком переходе более естественным становится использовать в качестве основной характеристики компании не выплаченный дивиденд, а полученную прибыль - поскольку большая часть прибыли, не потраченная на выплату акционерам, идет либо на новые инвестиции, либо на возврат инвестиций уже сделанных»²³. Именно прибыль увеличивает чистые активы компании, безразлично к тому, выплачена она в виде дивидендов или направлена на развитие.

Кобяков и Хазин подмечают, что в старых схемах определения «справедливой цены» акции используются данные по уже осуществленной экономической деятельности предприятий. В то же время более современная схема оценки чистых активов по текущим ценам могла существенно различаться у различных специалистов. В своих рассуждениях они могли использовать самые различные недоказуемые аспекты, «начиная от интеллектуальной собственности и заканчивая оценкой развития мировой экономики, которая может существенно увеличить стоимость активов

²³ Кобяков, А.Б. Закат империи доллара и конец "Рах Americana" / А.Б.Кобяков, М.Л.Хазин – М.: Вече, 2003 –С. 37-40.

предприятия-эмитента или, наоборот, их уменьшить». С течением времени методы оценки «справедливой цены» все больше опирались на прогнозы будущей деятельности компаний.²⁴

В современных теориях, в особенности в методе дисконтированных денежных потоков, доля «ожиданий» от акций превалирует. Люди склонны ошибаться в прогнозах, экстраполируя тенденции последних лет на будущее, в связи с этим как Р.Батра, так и российские авторы выражают мнение: новые методы и механизмы оценки «справедливой цены» акций способствуют отрыву рыночного курса от реальных фундаментальных показателей по мере смещения акцента с фактических данных на прогнозные.

Следуя логике Дж. Сороса, в качестве реальных фундаментальных показателей необходимо использовать чистые активы компании-эмитента (рассчитанные по балансу), то есть величину реального капитала рынка материальных ценностей.²⁵

В соответствии с подходом Карла Маркса можно сделать вывод, что «справедливая цена» – это такая цена доли собственного капитала, в отношении к которой ежегодная прибыль на одну акцию стабильно давала бы среднюю доходность на долговом рынке. Иными словами, если ROE компании равен проценту, под который можно вложить деньги на долговом рынке, то справедливой будет цена, при которой мультипликатор P/BV (отношение капитализации к чистым активам) равен 1. С нашей точки зрения, этот подход в будущем будет ориентиром для многих инвесторов, поскольку он прост в расчёте, понятен, логичен, консервативен, и основан на фактических результатах работы действительного капитала, а не на прогнозах.

Подытоживая вышесказанное, фундаментальный анализ говорит о том, что в ценовой динамике есть тенденция стремления к стоимости. Продавать акции надо тогда, когда цена выше стоимости, а покупать - когда цена ниже стоимости. Однако единого метода, «правильность» которого была бы обоснована, не существует, а имеющиеся - не позволяют получить точную

²⁴ Кобяков, А.Б. Закат империи доллара и конец “Pax Americana” / А.Б.Кобяков, М.Л.Хазин – М.: Вече, 2003 –С. 37-40.

²⁵ Киселёв, М. Виртуальное хозяйство / М.Киселёв // Свободная мысль. – М., 2010. - № 4. [www.public.ru]

численную оценку. В результате аналитики разной степени консерватизма могут получить оценки, в разы отличающиеся друг от друга.

1.5 Теория рефлексивности

Теория рефлексивности, разработанная Джорджем Соросом – это не столько теория, позволяющая предсказывать котировки, сколько подход к пониманию таких сложных процессов как ценообразование на фондовом и валютном рынке, кредитно-регуляторные циклы, исторический процесс – иными словами, все те процессы, в которых принимают участие живые люди со своими мыслями, ожиданиями, целями.

Взгляд гипотезы эффективных рынков состоит в том, что рынок всегда прав. Сорос начал с противоположной точки зрения. Он считает, что рыночные цены всегда неверны, так как являются следствием неуправляемого взаимодействия «восприятие участниками действительности – действия участников». Рефлексивность – это двусторонняя связь между ошибочными восприятиями и действительным ходом событий, результатом которой является отсутствие соответствия между ними.

Взаимосвязь между мышлением участников и ситуацией, в которой они участвуют, может быть разбита на две функциональные зависимости. Сорос называет усилия участников по пониманию ситуации когнитивной или *пассивной* функцией, а воздействие их умозаключений на ситуацию в реальном мире — воздействующей или *активной* функцией. Для получения детерминированного результата функция должна иметь независимую переменную, но в нашем случае независимая переменная одной функции является зависимой переменной другой. Вместо детерминированного результата мы имеем взаимодействие, в котором как ситуация, так и взгляды участников являются зависимыми переменными и первичное изменение ускоряет наступление дальнейших изменений, как в самой ситуации, так и во взглядах участников. Две указанные рекурсивные функции ведут не к равновесию, а к никогда не заканчивающемуся процессу изменений.

На рынке действует множество участников, взгляды которых, как правило, различаются. Сорос предполагает, что многие индивидуальные

«предпочтения» компенсируют друг друга, в результате нивелируя то, что он называет "превалирующим предпочтением". На фондовом рынке «предпочтения» участников выражаются в покупках и продажах. При прочих равных условиях позитивные «предпочтения» ведут к росту котировок, а негативные — к их падению. Таким образом, «превалирующее предпочтение» является наблюдаемым феноменом. Сорос также вводит понятие «основного тренда», который оказывает влияние на все изменения котировок фондового рынка, невзирая на то, осознан ли он игроками или нет. Фактический тренд котировок может быть представлен как синтез "основного тренда" и "превалирующего предпочтения". "Основной тренд" — проявление когнитивной, пассивной функции, а "превалирующее предпочтение" — выражается в покупках/продажах, значит это проявление активной функции. «Основной тренд» оказывает влияние на восприятия участников через когнитивную функцию, он также учитывает восприятие участниками фундаментальных факторов, характеризующих компанию, и её перспектив; возникающее в результате изменение в восприятиях влияет на ситуацию через активную функцию («превалирующее предпочтение»). В случае фондового рынка основной эффект выражается в котировках акций. Изменения в котировках могут, в свою очередь, повлиять как на «основной тренд», так и на «превалирующее предпочтение». В итоге мы имеем рефлексивное взаимодействие, в котором котировки акций определяются двумя факторами — «основным трендом» и «превалирующим предпочтением» — на оба этих фактора, в свою очередь, влияют котировки фондового рынка.

Когда котировки усиливают «основной тренд», Сорос называет такой тренд *самоусиливающимся*; когда они работают в противоположном направлении — *самокорректирующимся*. Та же терминология может использоваться и в отношении «превалирующего предпочтения»; оно может быть *самоусиливающимся* или *самокорректирующимся*. Когда тренд усиливающийся, он ускоряется. Когда усиливающимся является предпочтение, расхождение между ожидаемым и действительным изменением котировок становится все более значительным, и наоборот,

когда оно самокорректируется, это расхождение уменьшается. В модели «подъем-спад» также всегда присутствует точка, в которой сочетание «основного тренда» и «превалирующего предпочтения» вызывает возникновение обратного тренда котировок.

Рассмотрим модель «подъем-спад» в терминах теории рефлексивности. Допустим, создалось позитивное «предпочтение» (участники рынка ожидают бурного роста и готовы купить акции чуть дороже, чем цена предыдущей сделки), вызывающее дальнейший рост котировок и дальнейшее ускорение «основного тренда» (всё больше участников начинает верить в рост, глядя на текущие котировки), что вновь усиливает позитивное «предпочтение». Пока «предпочтение» является самоусиливающимся, ожидания растут даже быстрее котировок. Рост фондовых котировок становится всё более зависимым от «превалирующего предпочтения», а «основной тренд» (от которого зависит «превалирующее предпочтение») становится все более подверженным влиянию текущих фондовых котировок, так что и «основной тренд», и «превалирующее предпочтение» становятся все более уязвимыми. В конце концов котировки уже не могут расти такими темпами, какими ожидали участники рынка, «основной тренд» в головах участников замедляется, в результате «превалирующее предпочтение» становится самокорректирующимся, и начинается процесс коррекции. Не оправдавшиеся ожидания оказывают негативный эффект на котировки, а колеблющиеся котировки ослабляют «основной тренд». Если «основной тренд» приходит в полную зависимость от последних котировок, коррекция может превратиться в движение в обратном направлении. В этом случае котировки падают, «основной тренд» меняется на противоположный, а ожидания падают еще сильнее. Таким образом, самоусиливающийся процесс начинается в обратном направлении. В конце концов движение вниз также достигает предельной точки и сменяется обратным процессом.

Как правило, самоусиливающийся процесс проходит через необходимую коррекцию на ранних стадиях, и, если он ее выдерживает, «предпочтение», как правило, становится самоусиливающимся и более устойчивым к возможным потрясениям.

Таким образом, по мнению Сороса, в общественных науках, где мышление участников определяется не реальностью, а восприятием, предсказать наступление факта можно, только обладая информацией о восприятии предыдущего факта всеми участниками. Это невозможно, однако мышление участников подвержено влиянию различных теорий. Если какая-то теория начинает доминировать в умах людей, то социальные процессы становятся предсказуемыми. Если все вдруг поверят (согласно некой авторитетной теории), что национальная валюта переоценена, то она действительно упадёт вследствие массовых её продаж. Известно также, что ожидание инфляции действительно вызовет её, так как люди будут стараться больше тратить сейчас. Свой подход Сорос называет алхимией, так как действующий принцип его теории «во что веришь – то и будет» (во что верит большинство участников). «Хотя алхимия как естественная наука потерпела неудачу, социальная наука как алхимия может преуспеть»²⁶.

Сорос также вводит два типа событий. События, изменяющие «предпочтения» участников, могут быть названы *историческими*, а не изменяющие — *обыденными*. Он также различает условия *близкие к равновесным* и *далёкие от равновесного состояния*. Теория рефлексивности действует только во вторых.

Основные положения теории:

-На рынке всегда присутствуют предпочтения того или иного направления.

-Оценки участников всегда содержат ошибку.

-Рынок может воздействовать на ход предвосхищаемых им событий.

Первое положение перекликается с «настроениями» участников рынка, формирующих тренды на рынке, описанными в параграфе о техническом анализе. Второе положение гласит, что оценка участниками фундаментальных условий всегда содержит ошибку. Эта ошибка может быть незаметной на ранних стадиях, но она, скорее всего, проявится позже. Когда это происходит, создаются условия для поворота в преобладающем «предпочтении». Третье положение требует дополнительных пояснений.

²⁶ Сорос, Д. Алхимия финансов / Д.Сорос – М.: Инфра-М, 2001. – С. 34-83.

Сорос утверждает, что не только фундаментальные факторы предприятий влияют на котировки их акций, но и котировки акций влияют на деятельность самих компаний. Таким образом, иногда может создаться впечатление, что рынки верно предчувствуют будущие изменения, но на самом деле не ожидания отвечают будущему ходу событий, а будущие события формируются этими ожиданиями, так как связь между котировками акций и фундаментальными показателями компании двусторонняя. Котировки акций тоже оказывают влияние на компанию: через продажу и выкуп акций, опционов, а также через всевозможные корпоративные операции: слияние и приобретение компаний, переход в открытую форму, переход в закрытую форму и т.п. Существуют также и более тонкие пути влияния котировок на фондовом рынке на состояние компании: рейтинг кредитоспособности, отношение клиентуры, доверие к управляющему персоналу и т.д.

Явление рефлексивности ярко проявилось в двух событиях в истории США: буме конгломератов и буме венчурного капитала.

В основу *бума конгломератов* легло ошибочное убеждение, распространившееся среди инвесторов. Инвесторы стали придавать большое значение росту чистой прибыли на акцию, но не смогли оценить разницу в путях достижения такого роста. Некоторые компании смогли увеличить прибыльность акций путем новых приобретений. Как только рынок стал вознаграждать их за это, они стали предлагать свои поднявшиеся в цене акции в уплату за приобретение новых компаний, что приводило к новому росту прибыли на одну акцию.

Процесс работал следующим образом. Предположим, что один и тот же внутренний процесс роста прибыльности происходит во всех компаниях, но акции приобретающей компании продаются с удвоенным коэффициентом P/E по сравнению с компанией сравнимого размера, которую она приобретает. Если приобретающей компании удастся провести поглощение, чистая прибыль, приходящаяся на одну ее акцию, вырастает на 33.3% (чистая прибыль возрастёт в 2 раза, а количество акций в 1.5 раза), хотя никакого реального улучшения операционного процесса не произошло.

На практике первые конгломераты начали с высокого внутреннего роста, что выразилось в высоком P/E акций. Частично первопроходцы были компаниями высокой технологии, в значительной степени связанными с оборонной промышленностью, чей управляющий персонал пришел к заключению о том, что высокий внутренний рост этих компаний не может поддерживаться до бесконечности: Текстрон, Теледайн, Линг-Темко-Вогт (позднее LTV) — вот лишь некоторые из них. Они начали приобретать более обыденные компании, и с ускорением роста чистой прибыли на акцию их коэффициент P/E возрастал, вместо того, чтобы снижаться. Цена акций росла – можно было проводить дополнительную эмиссию и поглощать всё новые и новые компании! Их успех привлек подражателей, и в скором времени даже самые заурядные компании могли достигнуть высокого P/E своих акций, пустившись в гонку приобретений. «Например, большая часть доходов компании Ogden была получена от торговли металлическим ломом; тем не менее на пике своей цены акции его продавались по цене, в 20 раз превосходившей чистую прибыль по ним. В конце концов, компаниям удавалось добиться высокого P/E акций, просто пообещав эффективно использовать средства путем новых приобретений. Управляющий персонал компаний разработал специальные методы бухгалтерского учета, преувеличивающие результативность приобретений. Кроме того, на приобретенных предприятиях вводились изменения, упрощающие производственные операции, ведущие к продаже основных фондов и сводящиеся лишь к увеличению итоговой прибыли».

P/E акций возрастало, и в конце концов реальность не могла уже оправдывать ожиданий. «Все больше людей понимало несостоятельность концепций, на которых был основан бум, хотя они всё ещё продолжали играть в эту игру. Чтобы соответствовать взятому темпу, приобретения должны были расти и расти, и в конце концов их размеры натыкались на предел. Иллюзии инвесторов рассеялись и начался самоусиливающийся спад.»²⁷ Рефлексивность проявилась во взаимозависимости покупок и ошибочного мышления.

²⁷ Сорос, Д. Алхимия финансов / Д.Сорос – М.: Инфра-М, 2001. – С. 34-83.

Негативное предпочтение периода 1975—76 гг. дало начало противоположной крайности. Оно нашло выражение в *буме венчурного капитала*, пик которого пришелся на второй квартал 1983 г.

«Электронная промышленность является крупным потребителем своей собственной продукции, так что бум этот был самоусиливающимся. Но возникновение большого числа новых компаний усилило конкуренцию. Лидирующие компании потеряли свое положение на рынке, поскольку была предложена продукция нового поколения. Те, кто в этих компаниях отвечал за разработку такой продукции, оставили свои посты и основали собственные новые компании. Вместо роста компаний, параллельного росту всей отрасли, рост отрасли шел за счет увеличения числа компаний. Инвесторы не смогли осознать этот тренд; в результате акции технологических компаний вообще, и в особенности, вновь выпущенные ценные бумаги, были значительно завышены в ценах.

Бум новых эмиссий достиг пика во втором квартале 1983 г. Затем цены начали падать, продать удавалось все меньшее количество акций, и в итоге венчурные капиталисты стали менее склонны идти на риск. По мере того, как стало создаваться все меньшее число новых компаний, а капитал существующих исчерпывался, рынок технологических продуктов испытал падение курсов. Конкуренция усилилась, а прибыльность упала. Процесс стал самоуничтожающимся.

Бум венчурных вложений не был единственной причиной последующих потрясений — сильный доллар и рост конкуренции со стороны Японии были, по меньшей мере, столь же важны, — но очевидно, что котировки акций оказали влияние на "фундаментальные условия" при своем движении в обоих направлениях»²⁸.

Подводя итог вышесказанному, согласно данной теории котировки акций всегда будут идти волнами подъёмов и спадов, усиливающих сами себя. В основе любого движения цен лежит ошибка понимания, которая рано или поздно становится очевидной и способствует перелому в тенденции. Несмотря на наличие ошибок, Сорос советует «присоединиться к тренду»,

²⁸ Сорос, Д. Алхимия финансов / Д.Сорос – М.: Инфра-М, 2001. – С. 34-83.

так как вероятность его продолжения всегда выше, чем вероятность его разворота. Использовать теорию рефлексивности для прогнозирования пока не представляется возможным, однако она внесла существенный вклад в понимание процесса ценообразования на фондовом рынке через призму «восприятия – действия».

1.6 Теории поведенческих финансов

Инвесторы часто сталкиваются с тем, что рынок ведёт себя нелогично, фундаментальный анализ даёт оценки намного ниже текущих котировок, и что убыточные компании стоят дороже стабильно прибыльных. Иными словами, рынки неэффективны. Причины этих отклонений многие исследователи начали искать в области психологии, сформировав целое направление финансовой науки – поведенческие финансы. Данная тема не является предметом изучения настоящей работы, однако мы рассмотрим направления исследований некоторых учёных. В рамках данной работы мы рассмотрим некоторые из теорий.

По мнению исследователя Херша Шеффрина, причинами неэффективности рынков являются ошибки в мышлении инвесторов, или эвристические ошибки. В реальной жизни у людей ограничены время и когнитивные ресурсы, и они не могут оптимально и целиком проанализировать всю имеющуюся информацию. В итоге у них вырабатываются специальные алгоритмы, паттерны, в психологии называемые эвристиками, которые дают возможность быстро реагировать на определенные стимулы, не тратя времени на раздумья. Подобные эвристики обычно являются чрезвычайно эффективными при решении определенного круга проблем как с точки зрения скорости реакции индивидуума, так и с точки зрения адекватности этой реакции, однако они приводят к появлению систематических ошибок.²⁹

Канеман и Тверски вводят в своей «теории перспектив» концепцию неприятия потерь и идею оценки индивидом не общего уровня благосостояния, достигнутого в результате инвестирования, а изменения

²⁹ Голосов, Д.А. Анализ влияния психологии на поведение участников финансовых рынков / Д.А.Голосов // Имущественные отношения в Российской Федерации. – М., 2010. - №3. [www.public.ru]

благополучия, причём относительно некой "базы сравнения" (reference point).³⁰

Ш.Доу связывает аномалии и нестабильность рынка с наличием на нём рациональных и нерациональных участников. Первые проводят фундаментальную оценку, а вторые не понимают бизнеса, в который вкладываются, кроме того, они позволяют своим эмоциям влиять на принятие решений, в результате чего уровень цен существенно отклоняется от «справедливого». После этого рациональные участники снова приводят рынок в состояние равновесия.³¹

По мнению исследователя Р.Герхарда, поведение человека в целом определяется аффектами (или эмоциями), а не рациональными расчетами. Аффект чаще всего бессознателен. С его точки зрения, для человека важнейшим соображением в процессах принятия решений и в деятельности является не стремление оптимизировать соотношение выгод и издержек, а желание поддерживать стабильное и не имеющее внутренних противоречий эмоциональное состояние.³²

В "Трактате о вероятности" Кейнс исследовал, как мы создаем и формулируем основания для рациональной веры как принципа наших поступков. Подчеркивая, что все знания о будущем неопределённые, он утверждает, что их никогда не бывает достаточно для принятия решения об инвестировании. Поэтому знания должны дополняться инстинктом, психологическим стимулом к действию (animal spirits). Кейнс упоминает "самопроизвольный оптимизм" как более вероятное основание действий, чем рациональный расчёт, а также выделяет на рынке состояния «доверия» и «недоверия».³³

Согласно теории Зигмунда Фрейда о возникновении финансовых пузырей, они образуются из-за новизны, которая создает «возбуждение» на

³⁰ Солодухина, А.В. Поведенческие модели ценообразования активов / А.В.Солодухина // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 11. [www.public.ru]

³¹ Доу, Ш. Психология финансовых рынков: Кейнс, Мински и поведенческие финансы / Ш. Доу // Вопросы экономики. – М., 2010. - № 1. [www.public.ru]

³² Доу, Ш. Психология финансовых рынков: Кейнс, Мински и поведенческие финансы / Ш. Доу // Вопросы экономики. – М., 2010. - № 1. [www.public.ru]

³³ Доу, Ш. Психология финансовых рынков: Кейнс, Мински и поведенческие финансы / Ш. Доу // Вопросы экономики. – М., 2010. - № 1. [www.public.ru]

рынках. Эта эйфория является не только реакцией на новый стимул, но и жадной все новых и новых стимулов. Возникающее в результате стимулов «возбуждение» влияет на мышление агентов. По мере того как пузыри надуваются, случайное возбуждение усиливается и приобретает характер маниакальной эйфории, заставляя всё новых и новых инвесторов пускаться в погоню за новыми стимулами. Однако рано или поздно реальность неизбежно прорывается сквозь эмоции, тогда фантазии ставятся под сомнение, пузырь лопаётся, и начинается паника. Но интересный факт: преобладание нереалистичных ожиданий и принятия желаемого за действительное продолжается даже после того, как пузырь лопнул, ведь люди чаще всего склонны винить других, а не самих себя. Обвинив себя, они признали бы, что им отказало чувство реальности. В итоге люди ничему не учатся.³⁴

Пиксли основное внимание уделено таким эмоциям, как доверие и недоверие, причем в социальном смысле - доверие и недоверие к институтам. Институты денежной и банковской системы помогают инвесторам справляться с неопределенностью, но вместе с тем основаны на доверии. Когда это доверие резко снижается, начинается паника. Пиксли считает источником этой проблемы не события сами по себе, а финансовую структуру, построенную в период "бума".³⁵

П.Кругман также выделяет психологическую черту людей, которая проявляется в иррациональном чувстве безопасности в отношении будущего экономики со стороны хозяйствующих субъектов.³⁶

Безусловно, направление психологии в финансах является перспективным и требует масштабных исследований.

1.7 Теории «пузырей»

Эмоции, ошибки мышления, отсутствие чёткой теории ценообразования на рынке акций, в которую верило бы большинство

³⁴ Доу, Ш. Психология финансовых рынков: Кейнс, Мински и поведенческие финансы / Ш. Доу // Вопросы экономики. – М., 2010. - № 1. [www.public.ru]

³⁵ Доу, Ш. Психология финансовых рынков: Кейнс, Мински и поведенческие финансы / Ш. Доу // Вопросы экономики. – М., 2010. - № 1. [www.public.ru]

³⁶ Солодухина, А.В. Поведенческие модели ценообразования активов / А.В.Солодухина // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 11. [www.public.ru]

инвесторов и которая была бы убедительной, приток международной ликвидности – всё это вносит постоянный дисбаланс в ситуацию на рынках акций. В итоге на рынке периодически надуваются «пузыри», бумы сменяются паниками. При бумах инвесторы проявляют жадность, при паниках сталкиваются с проблемой неприятия потерь. В бумах и паниках участники демонстрируют асимметричность мыслительного процесса, так как «принятию решений о приобретении акций, как правило, предшествует тщательный анализ информации о реальном положении дел фирмы. Решение же об их продаже следует в случае появления малейших, пусть даже и необоснованных, сомнений относительно возможной динамики курса.»³⁷ Основа любого "пузыря", по мнению Ю.В.Рожкова - расхождение между рыночной ценой актива и ее фундаментальным значением.

"Пузыри" по своей природе можно разбить на два больших вида:

- рациональные;
- спекулятивные или иррациональные.

Остальные виды пузырей являются разновидностями этих двух видов.

Иррациональность спекулятивных пузырей состоит в зависимости от "чувства толпы", внушающей инвестору, что купленный сейчас и пользующийся спросом дорогой актив можно будет продать еще дороже. В такой ситуации спекулянты забывают об оценке фундаментальной стоимости, и присоединяются к общей эйфории. Ожидания спекулянтов не основаны на объективных изменениях в фундаментальных показателях. Шиллер говорит, что во время таких пузырей наиболее информированные и опытные инвесторы получают большой доход, формируемый за счёт средств остальных привлекаемых инвесторов, скупающих под воздействием эйфории акции опытных инвесторов по бешеным ценам. Проблемой неопытных инвесторов является экстраполяция роста курсов, на которой и играют опытные участники рынка.

Другая модель Шиллера подразумевает существование так называемых "noise traders", то есть инвесторов, которые действуют на основании

³⁷ Кобяков, А.Б. Закат империи доллара и конец "Рах Americana" / А.Б.Кобяков, М.Л.Хазин – М.: Вече, 2003 – С. 62.

беспорядочной, бессистемной информации – шуме – как если бы это были реальные данные. Эти участники рынка торгуют по причинам и правилам, не объясняемым стандартной моделью, что вызывает дисбалансы на фондовой рынке.

Рациональные "пузыри" соответствуют теории рационального поведения участников рынка, и сам термин "рациональный" используется, потому что наличие "пузыря" объясняется рациональными ожиданиями и постоянной ожидаемой доходностью, которые, однако, не будут достигнуты.

Гуркайнак даёт несколько иное определение: «Цена акции содержит рациональный пузырь, если инвесторы желают платить за неё больше, чем, как они знают, она стоит исходя из величины дисконтированного потока дивидендов». Рациональность в данном случае заключается в том, что инвесторы знают о наличии пузыря в цене актива. А текущая цена акции представляет собой простую сумму фундаментальной стоимости (будущие дисконтированные дивиденды) и составляющей пузыря. Рациональные спекулятивные пузыри возникают вследствие нарушения условия «трансверсальности». Это условие подразумевает, что если у инвестора есть возможность продать акцию на рынке дороже, чем сумма дисконтированных дивидендов, то он немедленно сделает это. В результате желающих продать по такой цене будет значительно больше, чем желающих купить, и цена упадёт до фундаментально обоснованного уровня.

Теория рациональных стохастических пузырей О.Бланчарда и М.Уотсона говорит о том, что пузыри могут существовать длительное время, пока внезапно не лопнут. Всегда существует вероятность « n », что пузырь сохранится до следующего периода и вероятность « $n-1$ », что он лопнет в текущем периоде. Как только пузырь лопнет, цена актива станет равна стоимости. Стохастический пузырь, лопнув, может сразу же возникнуть снова, и так беспрерывно.

Другая разновидность рациональных пузырей – внутренние. Теория внутренних пузырей говорит о том, что если у компании фундаментальные показатели устойчивы, то любая недооценённость или переоценённость акций также будет устойчива во времени, формируя внутренний пузырь.

Известно, что так называемые «акции роста» торгуются с завышенными коэффициентами P/E. Однако в этом случае повышается чувствительность цены акции к изменению фундаментальных показателей, например, нарушению привычных темпов роста прибыли, в результате чего пузырь может мгновенно сдуться. Если основная идея покупки такой акции - дивидендная, то её цена будет чрезмерно реагировать на новости о дивидендных выплатах.

Ф.Аллен и Г.Гортон выделяют «комиссионные» пузыри, которые возникают, если комиссионное вознаграждение управляющих зависит от числа сделок, что провоцирует их покупать и продавать больше бумаг, «накручивая» цену некоторых акций.

Ю.Рожков утверждает, что в каждый исторический период возникновение и рост "пузырей" связано с накоплением избыточного капитала и смещением направлений его вложения с производственной сферы в сторону финансовых рынков и спекуляций (из-за падения рентабельности промышленного и торгового капиталов), что называют "финансиализацией".³⁸

Пояснение для вышеупомянутого явления даёт Д. Липницкий: «Явление «финансиализации» считается типичным для нисходящей фазы (осени) кондратьевского цикла. Этот длинный цикл, основанный на смене технологических укладов, открывается восходящей фазой. Новые технологии и свободные рынки делают промышленный сектор инвестиционно привлекательным. Происходит приток производственных инвестиций, наблюдается рост производства. Постепенно рыночное пространство заполняется. Высокая конкуренция производителей заставляет их поступаться прибылями и замораживать инвестиции. Цикл переходит в нисходящую фазу, для которой характерны системная нестабильность, накопление ликвидности и перенаправление капиталов на краткосрочные спекулятивные операции. Инвесторы уходят из высококонкурентных секторов производства и торговли во всегда открытую для них «штаб-

³⁸ Рожков, Ю.В. Финансовые «пузыри» и масса риска / Ю.В.Рожков // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 46. [www.public.ru]

квартиру рыночной экономики» (как говорил Й.Шумпетер), то есть на финансовый рынок. Приток игроков на финансовом рынке провоцирует спекуляции и надувание «пузырей», которые запускают кризис, ведущий к «сгоранию» избыточного капитала. За финансовыми потрясениями следует падение спроса и вытеснение с рынка слабых производителей и неконкурентных технологий. Система перезагружается после кризиса и начинается новый подъем. Такова модель экономики без учета масштабной финансовой экспансии государства. Экспансия первоначально призвана растянуть вторую фазу длинного цикла и отложить «перезагрузку» (смягчить кризис экономики и власти). Но злоупотребление таким лекарством (что происходит сейчас, по мнению Д.Арриги) ведет к зависимости, к дезориентации экономики, дальнейшему вытеснению производственных инвестиций спекуляциями, росту дисбалансов международных расчетов и системной инфляции, искривлению социальной структуры доходов и умножению напряженности в мире».³⁹

Некоторым авторам, в частности Д.Липницкому, импонирует мнение о том, что "современные "пузыри" представляют собой не столько хаотичные сбои в работе механизма ценового равновесия, но, являясь продуктом системной и намеренной деятельности экономистов и политиков, служат им одним из ключевых драйверов социально-экономической динамики, используемых для перенаправления деловых циклов"⁴⁰ Кобяков и Хазин считают, что финансовый капитал способен манипулировать любыми рынками, поддерживая надувание «пузыря» и провоцируя его лопание. По их данным, объем денежных потоков, обслуживающих чисто финансовые инструменты, стал в разы превышать те потоки, которые обслуживали реальные материальные ценности. Это, в свою очередь, означает, что для существенного изменения ценовых пропорций на различные материальные товары (манипулирования ценами), для обрушения национальных валют и

³⁹ Липницкий, Д. Эпоха бесконечных "пузырей" / Д. Липницкий [Электронный ресурс] – Электрон. дан. – Режим доступа: http://strateger.net/epoxa-beskonechnix-puzirej-I_denis-lipnickij, свободный. – Загл. с экрана, 25.03.10.

⁴⁰ Липницкий, Д. Эпоха бесконечных "пузырей" / Д. Липницкий [Электронный ресурс] – Электрон. дан. – Режим доступа: http://strateger.net/epoxa-beskonechnix-puzirej-I_denis-lipnickij, свободный. – Загл. с экрана, 25.03.10.

других глобальных, с точки зрения простых людей, процессов, стало возможным отвлекать денежные ресурсы, объем которых составляет лишь малую долю финансовых потоков, обслуживающих исключительно финансовые активы.

Частично такой эффект был вызван тем, что ценообразование на материальные ресурсы стало определяться на финансовых рынках через фьючерсные контракты.

Для того чтобы контролировать товарные рынки, необходимы значительные средства, вывести которые из материального производства было бы практически невозможно. Но если вы контролируете существенную часть финансового рынка, то есть возможность «за счет варьирования цен или изменения общего количества активов на этих рынках получить (пусть на время) существенный финансовый рычаг, который можно использовать для влияния на соответствующий товарный рынок (например, купив значительную часть собственно того актива, который и обращается на рынке). В результате цены на реальную поставку товара резко изменяются, что позволяет существенно влиять как на реальных производителей (увеличивая их доходы или, наоборот, вынуждая их продавать ставший убыточным бизнес), так и на те страны и регионы, которые от конкретных рынков сильно зависят».⁴¹

Липницкий обращает внимание, что ни разу за недавний период не происходило окончательное рассасывание «пузырей». Напротив, с его точки зрения, существует последовательность переформирования старого «пузыря» в новый, более масштабный и угрожающий сбоем мировой системы.

Присутствие «пузырей» на финансовых рынках позволяет объяснить волатильность цен на акции. «Пузыри» становятся привлекательной темой для исследований как российских, так и зарубежных учёных. Поднимается вопрос о контролируемости пузырей, а также их намеренном создании (провоцировании) в интересах определённых групп политиков и крупных финансовых спекулянтов.

⁴¹ Кобяков, А.Б. Закат империи доллара и конец “Pax Americana” / А.Б.Кобяков, М.Л.Хазин – М.: Вече, 2003 –С. 262-265.

Рассмотренные в данной главе теории ценообразования на рынке акций позволяют судить о сложности и многофакторности вопроса, отсутствии единого мнения относительно «справедливости» цены, а также относительно отклонения рыночных цен от фундаментально обоснованных и причин их волновой динамики. Рыночные цены акций зависят, как и у любого другого товара, зависят от спроса и предложения. Однако размер последних, помимо субъективных факторов (веры в ту или иную теорию ценообразования, описанных в данной главе, а также личных мотивов), подвержены также влиянию объективных факторов, способствующих приходу на рынок (уходу с рынка) больших сумм денег, природа которых лежит в области макроэкономики и денежно-кредитных отношений. В следующей главе будут рассмотрены макро- и микро – факторы, влияющие на фондовый рынок в целом и на отдельные акции.

2 Факторы, способные повлиять на рыночную цену акций

2.1 Макро-факторы

Международная ликвидность и денежная масса

Как мы уже отмечали, любой инвестор для совершения покупок на рынке акций должен в первую очередь иметь деньги, а многие институциональные и частные инвесторы вынуждены инвестировать тем больше, чем больше денег они имеют в распоряжении. Деньги должны работать, а капитал должен расти – такова основа нашей экономической системы. Если экономика (как мировая в целом, так и национальная) насыщена деньгами, то часть из них обязательно придёт на рынок акций, особенно если в реальном секторе деньги не могут найти себе применения. Так как на рынках присутствуют глобальные инвесторы, а капиталы могут перемещаться между странами, то становится важен фактор роста международной ликвидности, зависящий в первую очередь от денежно-кредитной политики ФРС и ЕЦБ. «Экспансионистская монетарная политика центральных банков приводит к появлению на руках у экономических агентов свободных денег, которые они пытаются вложить в приобретение

каких-либо активов, в том числе и в покупку акций предприятий, что вызывает повышение их рыночных цен».⁴²

Рост совокупного предложения ликвидности в мире может являться результатом изменения уровня банковских процентных ставок, валютных курсов, богатства фирм и домохозяйств. В итоге он приводит к кредитной экспансии. Рост объемов кредитования увеличивает спрос фирм на активы, что, в свою очередь, приводит к росту цен на эти активы.⁴³ То же самое справедливо и для отдельно взятой экономики: «Чем выше насыщенность хозяйственного оборота денежными ресурсами (выше уровень монетизации), тем более крупными и сложными являются фондовые рынки, тем более они оценены. Тем выше насыщенность экономики ценными бумагами, крупнее брокеры, банки и другие участники фондового рынка».⁴⁴

Механизм влияния M2 на рыночную цену акций следующий:

Должна увеличиться «справедливая цена» акций, так как, во-первых, рост денежной массы вызывает снижение ставок по кредитам в экономике, в связи с чем предприятие может заимствовать деньги дешевле. Во-вторых, капитал предприятия начинает расти быстрее в сравнении с альтернативными способами вложения денег (например, выдачи займа кому-либо), так как ставка безрисковой доходности падает, а ROE предприятия не изменяется либо растёт. В результате больше инвесторов хочет участвовать в капитале компании, компания становится более ценным активом в глазах инвесторов, поэтому её «справедливая цена» должна повыситься. В-третьих, если в экономике становится много денег, то предприятие может повысить цены на продукцию и свою чистую маржу, что также увеличит «справедливую цену» акций компании. В результате вышеуказанных эффектов оценка акций инвесторами, а, следовательно, и цена, должны повыситься.

Помимо изменяющихся фундаментальных факторов, с ростом

⁴² Иванченко, И. Воздействие монетарных импульсов на рыночные цены фондовых активов / И.Иванченко // Банковское дело. – М., 2010. - № 3. [www.public.ru]

⁴³ Цит по: Иванченко, И. Воздействие монетарных импульсов на рыночные цены фондовых активов / И.Иванченко // Банковское дело. – М., 2010. - № 3. [www.public.ru]

⁴⁴ Миркин, Я.М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития [Текст] : дис. ... докт. экон. наук : 08.00.10 / Миркин Яков Моисеевич. – М., 2003, С.59.

денежной массы на рынок акций приходят дополнительные деньги, спрос на акции увеличивается при неизменном предложении. В результате повышение спроса на акции приводит к росту рыночной цены, зачастую превышающему рост стоимости акций, поскольку инвесторы надеются получить спекулятивную прибыль от ожидаемого дальнейшего притока денег на рынок. На практике приток «горячих денег» увеличивает рыночную цену сильнее, «отрывая» её от стоимости. И, наконец, дополнительный аспект влияния рассматриваемого фактора - рост денежной массы может провоцировать инфляцию монетарного характера, что делает справедливым номинальный рост цен акций при неизменных реальных ценах.

В исследовании К.Тремасова и Е.Федорова была выявлена высокая степень корреляции индекса РТС и денежной массы (агрегат М2), что будет наглядно подтверждено нами в 3 главе на основе ежемесячной статистики с января 1997 по декабрь 2010 для российского рынка и с января 1981 по декабрь 2010 для рынка США. Данными учёными делается попытка найти факторы второго порядка, то есть причины роста или сокращения денежной массы. Однако причины роста могут различаться в разных странах. В развитых странах рост денежной массы в основном зависит от кредитования и ставки центральных банков. А в России рост денежной массы тесно связан с экспортной выручкой, поступающей в страну, в первую очередь цены на нефть и объёмов её экспорта. Так как внутреннее потребление нефти относительно стабильно, то вместо экспорта, по мнению авторов, можно брать значение добычи нефти.

В то же время они отмечают, что объём денежной массы зависит, от слишком большого количества факторов – «это и импорт, это и чистый приток/отток капитала по счёту финансовых операций, это и предпочтения населения относительно валюты сбережения; на эти показатели влияют и исключительно денежные факторы, например, скорость обращения денег. Всё это делает модель слишком сложной, а её упрощение чревато, на наш взгляд, большими ошибками»⁴⁵. Помимо этого на денежную массу влияет

⁴⁵ Тремасов, К. Модель: капитализация – ликвидность / К.Тремасов, Е.Федоров // Аналитический обзор Банка Москва от 11.03.2004. С. 14-18.

валютная политика центрального банка, сместившаяся с регулирования курса доллара к регулированию курса рубля относительно корзины валют.

В итоге они используют следующую логическую цепочку: добыча и цены – экспорт – золотовалютные резервы – М2.

И.Иванченко обращает внимание на то, что в месяцы последнего фондового краха, с октября 2008 г. по февраль 2009 г. в нашей стране наблюдалось сжатие денежной массы. Причина - разразившийся финансовый кризис: резко упали объемы кредитования, снизился спрос на денежную массу как на средство обмена и платежа, возрос уровень безработицы.⁴⁶

И.Иванченко анализирует воздействие динамики денежной массы в стране на рыночные котировки уже не агрегированного фондового показателя, а на колебания рыночных цен отдельных обыкновенных акций некоторых крупнейших эмитентов, таких как Новороссийский морской торговый порт (НМТП), Таганрогский металлургический комбинат, Магнитогорский металлургический комбинат, сеть магазинов "Магнит", Газпром, Южная телекоммуникационная компания (ЮТК), Башнефть, Пивоваренная компания "Балтика", Ростелеком, Сбербанк, банк "ВТБ", АвтоВАЗ. Произведенные им расчеты позволили сделать вывод, что динамика рыночных цен 7 из 12 исследованных акций ведущих российских эмитентов ощущает на себе колебания объемов денежной массы. «Анализируя данные, можно сделать вывод о том, что колебания объемов денежной массы значимо воздействуют на рыночные цены акций компаний, относящихся к различным секторам экономики. Это и нефтегазовый комплекс, и банковский сектор, и предприятия обрабатывающих отраслей промышленности. Однако денежная масса оказывает неравномерное влияние на рыночные котировки акций исследуемой выборки».⁴⁷

М.Иванов и И.Лавринович отмечают, что в последние 20 лет влияние монетарных факторов на цены активов особенно возросло из-за

⁴⁶ Иванченко, И. Воздействие монетарных импульсов на рыночные цены фондовых активов / И.Иванченко // Банковское дело. – М., 2010. - № 3. [www.public.ru]

⁴⁷ Иванченко, И. Воздействие монетарных импульсов на рыночные цены фондовых активов / И.Иванченко // Банковское дело. – М., 2010. - № 3. [www.public.ru]

значительных перемещений международного капитала.⁴⁸

Фактор роста денежной массы в большинстве случаев связан с рыночными процентными ставками и ставкой рефинансирования, которым нужно уделить особое внимание.

Процентные ставки в стране и за рубежом, состояние банковского сектора

Е.А. Хромов обращает внимание на обратную зависимость между уровнем процентных ставок на рынке и рыночными ценами акций. По его наблюдениям, восстановлению/падению индексов очень часто способствовало изменение денежно-кредитной политики государства в виде роста и падения ставки заимствования⁴⁹.

Объяснение данной зависимости содержится у Карла Маркса: «Если цена акций при эмиссии, то есть действительно затраченная сумма, которую она первоначально представляла, есть 100 ф. ст. и если предприятие вместо 5% приносит 10%, то рыночная цена акции при прочих равных условиях и при процентной ставке в 5% поднимается до 200 ф. ст., потому что, капитализированная из 5%, она представляет теперь фиктивный капитал в 200 фунтов стерлингов. Тот, кто покупает её за 200 ф. ст., получает 5% дохода с этой затраты капитала. Обратное имеет место, если доход предприятия уменьшается. Рыночная цена этих бумаг отчасти спекулятивна, так как она определяется не только действительным доходом, но и ожидаемым, заранее исчисленным. Но при том условии, если увеличение стоимости действительного капитала является постоянным, или же, где, как в случае государственного долга, никакого капитала не существует, если ежегодный доход фиксирован законом и вообще достаточно обеспечен, цена этих ценных бумаг будет подниматься и падать в направлении, обратном движению ставки процента. Если процентная ставка повышается с 5% до 10%, то ценная бумага, обеспечивающая доход в 5 ф. ст., будет представлять

⁴⁸ Цит по: Иванченко, И. Воздействие монетарных импульсов на рыночные цены фондовых активов / И.Иванченко // Банковское дело. – М., 2010. - № 3. [www.public.ru]
Ivanov M., Lovrinovic I. Monetary Transmission mechanism and behaviour of asset prices: the case of Croatia // Review of Business Research, Volume 8, Number 2, 2008. S. 1-18.

⁴⁹ Хромов, Е.А. Фундаментальный анализ акций / Е.А.Хромов // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 28. [www.public.ru]

капитал только в 50 фунтов стерлингов. Если же процентная ставка понижается до 2½%, — та же самая ценная бумага представляет капитал в 200 фунтов стерлингов. Её стоимость есть всегда лишь капитализированный доход, то есть доход, исчисленный на иллюзорный капитал в соответствии с существующей процентной ставкой. Таким образом, во время затруднений на денежном рынке эти ценные бумаги падают в цене в силу двоякого рода причин: во-первых, потому что повышается процентная ставка (и акции представляют меньший фиктивный капитал), и, во-вторых, потому что их массами выбрасывают на рынок с целью реализовать в деньгах. После того как буря миновала, курс ценных бумаг снова достигает своего прежнего уровня, если они не представляют предприятий, потерпевших крах или дутых. Их обесценение во время кризиса действует как мощное средство централизации денежного имущества».⁵⁰ Кроме того, есть третий канал влияния ставок на цену акций. Условия функционирования и даже факт существования многих современных предприятий зависят от привлеченных заемных средств и условий займа, которые формируются на финансовых рынках.⁵¹ Поэтому ставка может влиять не только на оценку прибыли через призму ставки дисконтирования, но и на саму прибыль компании.

В статье Иванченко была проверена статистическая связь между значениями индекса РТС и некоторыми банковскими процентными ставками (наиболее долгосрочными). Коэффициенты корреляции оказались отрицательными, что полностью соответствует выявленной закономерности: чем выше уровень банковских процентных ставок, тем ниже рыночные котировки ценных бумаг, и наоборот. Наиболее сильно, по результатам анализа Иванченко, связана друг с другом динамика ставки рефинансирования и индекса РТС. Доказательство обратной связи ставки рефинансирования и индекса ММВБ мы приводим в главе 3, анализируя ежемесячные данные за сентябрь 1997 – январь 2011гг. Иванченко делает вывод, что в последние годы в нашей стране, видимо, начали активно взаимодействовать два главных сегмента финансового рынка: ссудного

⁵⁰ Маркс, К. Капитал, 3 том / К.Маркс - М.: Издательство АСТ, 2001, глава 29.

⁵¹ Киселёв, М. Виртуальное хозяйство / М.Киселёв // Свободная мысль. – М., 2010. - № 4. [www.public.ru]

капитала и ценных бумаг.⁵²

Хотелось бы подробнее остановиться на сложных взаимосвязях внутри финансового рынка, между его сегментами, поскольку ситуация в разных секторах долгового рынка способна оказывать влияние на рыночные цены акций, а банки являются видными игроками одновременно и на долговом рынке, и на рынке акций. А.В. Коваленко обнаружил следующие взаимосвязи⁵³:

-Краткосрочные инструменты денежного и фондового рынка оказывают влияние на доходность инструментов с более длительным сроком обращения. При этом государственные ценные бумаги являются ценовым ориентиром для рынков корпоративных долговых инструментов. Так как долговые и долевыe инструменты конкурируют между собой за деньги инвесторов, то растущая доходность по государственным ценным бумагам увеличивает доходность корпоративных облигаций и оказывает понижающее давление на курсы акций, так как часть инвесторов захотят продать акции и купить долговые инструменты.

-Динамика валютных курсов оказывает влияние на уровень ставок по краткосрочным финансовым инструментам, тогда как влияние этого фактора на динамику ставок по долгосрочным инструментам менее определено.

-Ценовые характеристики банковских пассивов влияют на характеристики банковских активов.

-Слабая связь между ценовыми показателями денежного и фондового рынков, с одной стороны, и ставками по кредитно-депозитным операциям банков - с другой. Эта особенность предопределяет сравнительно слабую реакцию кредитно-депозитного рынка на кратковременную дестабилизацию фондового, денежного или валютного рынка, неоднократно наблюдавшуюся в последние годы, по мнению А.Коваленко.

-Официальная процентная ставка (ставка рефинансирования) оказывает влияние не на денежный рынок, а прежде всего на долгосрочные банковские

⁵² Иванченко, И. Воздействие монетарных импульсов на рыночные цены фондовых активов / И.Иванченко // Банковское дело. – М., 2010. - № 3. [www.public.ru]

⁵³ Коваленко, А.В. Механизмы взаимовлияния сегментов российского финансового рынка / А.В.Коваленко // Деньги и кредит. – М., 2010. - № 2. [www.public.ru]

операции. Это явление может быть связано как с психологической значимостью этой ставки (в особенности для населения), так и с ее фискальной функцией (определение базы налогообложения материальной выгоды от завышенных депозитных или заниженных кредитных ставок).

-Особенностью российского финансового рынка является высокая инерционность ценовых индикаторов многих его сегментов. Около половины вариаций процентных ставок и доходности в большинстве анализируемых сегментов рынка определяется предшествующей динамикой данных показателей.

-Параметры операций Банка России являются одним из ключевых факторов ценообразования на денежном рынке.

Названные выше особенности механизмов ценообразования на российском финансовом рынке предопределяют, согласно А.Коваленко, достаточно замедленную реакцию одних сегментов рынка на изменения ситуации в других его сегментах. Зачастую влияние одних индикаторов на другие опосредуется несколькими каналами, характеризующимися различными лагами, что нередко создает иллюзию отсутствия реакции рынка на те или иные воздействия.⁵⁴

А.Коваленко констатирует заметные сдвиги в механизме ценообразования в анализируемых сегментах рынка. В 2004, в период кризиса ликвидности, ослабло влияние межбанковских кредитных ставок на ставки по банковским депозитам и вексельную доходность. Постепенно увеличивалось влияние ставок по кредитам нефинансовым организациям на ставки по банковским депозитам, отражающее развитие рынка корпоративного кредитования и его растущую значимость для банковской системы. В 2008-2009 гг., в условиях резкого снижения доступности внешнего фондирования, возрос интерес банков к рынку вкладов населения. Банки в условиях усилившейся конкуренции на депозитном рынке поднимали ставки по своим депозитам, хотя часть процентных выплат по этим депозитам удерживалась в качестве налога на материальную выгоду. В

⁵⁴ Коваленко, А.В. Механизмы взаимовлияния сегментов российского финансового рынка / А.В.Коваленко // Деньги и кредит. – М., 2010. - № 2. [www.public.ru]

результате влияние ставки рефинансирования на уровень депозитных ставок резко ослабло. По подсчётам, в 2008 - 2009 гг. ставка рефинансирования определяла лишь около 6% динамики долгосрочных депозитных ставок, в то время как в 2003-2007 – более 50%.⁵⁵ Однако именно депозитная доходность (а не ставка рефинансирования) важна большинству частных инвесторов, которая побуждает их продать акции и вложиться в депозит под хороший гарантированный процент.

В сегменте долгосрочных кредитов населению, напротив, существенно увеличилась значимость ставки рефинансирования. Растущее внимание к стоимости формирования банковских пассивов предопределило также существенное усиление влияния депозитных ставок на ставки по кратко - и долгосрочным кредитам населению.⁵⁶ Ставки по кредитам населению и нефинансовым предприятиям, а также наличие платёжеспособных заёмщиков важны для банков, так как чем ниже ставки и качество заёмщиков, тем больше вероятность направления денег на рынок акций и валютные спекуляции, что активно происходило в 2009 году. Возросшая волатильность курса рубля привела к усилению влияния динамики валютных курсов на ставки по краткосрочным кредитам.

Повышение уровня процентных ставок в общем случае приводит к притоку капитала в национальные долговые активы и укреплению курса валюты, понижение процентных ставок – к кредитной экспансии, росту рынка акций, а также кэрри-трейдингу (временному оттоку капитала в страны с более высокой ставкой), обесценению валюты и инфляции.

Инфляция

А.Г.Грязнова рассматривает инфляцию как процесс длительного и устойчивого (обычно длящегося не менее года) обесценения денег, вызванного несоответствием между товарной и денежной массой. В результате обесценения денег цены на товары в своём номинальном денежном выражении растут. Так как акции являются объектом товарного

⁵⁵ Коваленко, А.В. Механизмы взаимовлияния сегментов российского финансового рынка / А.В.Коваленко // Деньги и кредит. – М., 2010. - № 2. [www.public.ru]

⁵⁶ Коваленко, А.В. Механизмы взаимовлияния сегментов российского финансового рынка / А.В.Коваленко // Деньги и кредит. – М., 2010. - № 2. [www.public.ru]

мира, покупаемым и продаваемым за деньги, то их номинальные цены должны расти даже при том же объёме годового производства товарной продукции компаниями, лежащими в основе этих акций. Денежные доходы от продажи того же объёма продукции должны расти вследствие роста цен. По словам Я.М.Миркина, «финансовый рынок произведен от того реального основания, которое создает для него товарное производство и обращение», поэтому рост товарных цен должен являться фактором прямого действия на рыночную цену акций. Исследования Я.М.Миркина подтверждают высокую корреляцию между ценами на потребительские товары и ценовой динамикой фондовых рынков Австралии, Великобритании, Германии, Дании, Италии, Канады, Нидерландов, США, Франции, Японии. Все коэффициенты корреляции находятся в диапазоне от 0,71 у Нидерландов до 0,94 у Австралии. В результате исследования делается вывод, что «рост рынков ценных бумаг в значительной степени обусловлен увеличением цен в сфере товарного производства и обращения. Рынки акций «всегда растут» в той мере, в какой растут в экономике цены»⁵⁷. В главе 3 нами будут проанализированы статистические данные по инфляции и курсам акций с 1947г. по 2011г. в США и с 2002г. по 2011г. в РФ, которые подтверждают сделанный вывод о соразмерности официальной инфляции и роста цен акций, при этом «инфляция» на рынке акций идёт несколько быстрее, чем на рынке потребительских товаров.

К похожему, правда более расплывчатому выводу о переносе инфляции на цены акций приходит и Бенджамин Грэхэм, сравнивая облигации и акции как инструменты для инвестирования. Облигации имеют фиксированную доходность, однако инфляция «бьёт» по ним сильнее всего. Акции имеют непредсказуемую доходность, однако предоставляют большую защиту от инфляции по сравнению с облигациями. При этом Грэхэм не уверен, что акции способны адекватно защитить инвестиции от инфляции.⁵⁸ В соответствии с этими рассуждениями можно выдвинуть дополнительный фактор - инфляционные ожидания, который заставляет инвесторов

⁵⁷ Миркин, Я.М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития [Текст] : дис. ... докт. экон. наук : 08.00.10 / Миркин Яков Моисеевич. – М., 2003, С.213.

⁵⁸ Грэхэм, Б. Разумный инвестор / Б.Грэхэм - М.: Вильямс, 2010. – С. 41-51.

перебросить часть своих инвестиций с долгового рынка на рынок акций при ожидании большой инфляции, тем самым повысив рыночные цены акций и понизив цены облигаций. Напротив, при незначительных инфляционных ожиданиях часть инвесторов с рынка акций может уйти на рынок облигаций, понизив цены акций.

Д. Силка считает, что инфляция в России разогревается дешёвым зарубежным капиталом.⁵⁹ Другие экономисты считают основной причиной инфляции государственные монополии, продукция которых входит в себестоимость большинства товаров.

Цена нефти

Согласно Я.М.Миркину: «Производство топлива и ключевых видов сырья является базисом мировой экономики, системные нарушения в этих отраслях неизбежно ведут к кризисам в процессе воспроизводства, включая его финансовую составляющую»⁶⁰. Отсюда вытекает важность цен на нефть для перспектив большинства компаний и экономик, а вместе с ними и фондовых рынков.

Проведенные В.Кирилловым и Е.Тумановой исследования выявили разнонаправленность движения цен на нефть и котировок американских фондовых индексов в последнее десятилетие, совершающих синусоидальные колебания относительно своих линий тренда с периодом примерно в пять месяцев. При этом, как будет показано в главе 3, несмотря на разные фазы колебаний, общие тренды совпадают, что доказывает превращение нефти в финансовый актив, используемый крупными инвесторами наравне с акциями и находящийся под сильным влиянием монетарных факторов.

Наличие отрицательной корреляционной связи между нефтяными ценами и американскими фондовыми индексами на коротких интервалах времени указывает на существование перетока средств инвесторов с американского фондового рынка на рынок нефтяных фьючерсов и обратно.⁶¹

⁵⁹ Силка, Д.Н. Кризис теории управления экономическими циклами в разрезе денежно-кредитных факторов зарубежных учений / Д.Н.Силка // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 36. [www.public.ru]

⁶⁰ Миркин, Я.М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития [Текст] : дис. ... докт. экон. наук : 08.00.10 / Миркин Яков Моисеевич. – М., 2003, С.63.

⁶¹ Светлов, Н. Мировой рынок нефти: механизм ценообразования в период «третьего нефтяного шока» / Н.Светлов, Л.Разумнова // Мировая экономика и международные отношения. – М., 2010. - № 2. [www.public.ru]

В России наблюдается прямая зависимость индекса РТС от цены нефти не только на длинных, но и на коротких периодах, так как, во-первых, в страну приходят нефтедоллары, которые увеличивают денежную массу и, вместе с ней, инвестиции в акции, во-вторых, на российский фондовый рынок, общепризнанно связанный с ценой нефти, устремляется поток спекулятивных зарубежных денег, вызывающий рост цен.

Влияние нефтяных цен на российский фондовый рынок осуществляется по двум каналам: через изменение стоимости нефтяных акций (вслед за ростом ожидаемых прибылей), составляющих значительную долю в индексе РТС, и через увеличение или сокращение сальдо платежного баланса и денежной массы, часть которой попадет на фондовый рынок под влиянием притока нефтедолларов и спекулятивных денег. В течение длительного периода динамика индекса РТС практически полностью повторяла динамику мировых котировок ближайших нефтяных фьючерсов марки Brent. Однако, по наблюдениям Е.Федоровой и К.Панкратова, в последнее время зависимость финансовых результатов нефтяных компаний от конъюнктуры мирового рынка нефти снизилась в связи с изменениями в налоговой системе, которые привели к изъятию в бюджет значительной части сверхприбылей от высоких цен на нефть. Соответственно, должно было снизиться влияние нефтяных цен на изменение котировок нефтяных акций и на динамику индекса РТС.⁶²

Кроме нефтяных цен, на динамику РТС влияют ценовые изменения на других товарно – сырьевых рынках, например, на рынке металлов, так как тоже способны увеличить денежную массу.

Фундаментально, в мировом масштабе, ситуация на рынке нефти оказывает влияние на прибыли всех компаний, потребляющих продукты нефтепереработки, на макроэкономические показатели стран, денежно-кредитную политику центральных банков и, в конечном итоге, на перемещения капитала в мировом масштабе, что непременно сказывается на фондовых рынках.

⁶² Федорова, Е.А. Влияние макроэкономических факторов на фондовый рынок России / Е.А.Федорова, К.А.Панкратов // Проблемы прогнозирования. – М., 2010. - № 2. [www.public.ru]

Представляется важным более глубоко изучить данный вопрос и уделить особое внимание факторам, влияющим на цену нефти, потому что они, в конечном итоге, повлияют и на цены российских акций.

Безусловно, цены на нефть имеют обоснованную верхнюю и нижнюю границу в долгосрочном периоде. Нижнюю границу диапазона цен на нефть формируют объективно необходимые издержки производства нефти, верхнюю - источники финансирования, допускающие приобретение энергоносителей без существенного ущерба темпам экономического роста. Однако история свидетельствует о наличии факторов, определяющих непосредственную цену нефти внутри заданного диапазона, а иногда и «пробивающих» его, оказывая сильное влияние на экономику разных стран.

В работе Н.М.Светлова и Л.Л.Разумновой рассматриваются 3 «нефтяных шока». Под "нефтяным шоком" понимается резкое изменение цен на нефть, оказывающее сильное влияние на условия производства и/или уровень жизни населения. Такое изменение может быть вызвано сдвигом кривой спроса, произошедшим в результате действия экзогенных факторов, или сдвигом кривой предложения. Соответственно, эти процессы определяются авторами как "шок спроса" и "шок предложения". Вследствие нефтяных шоков происходит резкое падение темпов роста производства, прежде всего в странах - крупнейших потребителях нефти.

"Первый нефтяной шок" был отмечен в октябре 1973 г., когда египетские и сирийские войска атаковали Израиль (война вошла в историю как «Война Судного дня»). Чтобы вынудить Запад проводить антиизраильскую политику, страны ОПЕК ввели эмбарго на поставки нефти в страны, поддержавшие Израиль, в частности в США, Великобританию и Францию. В результате сокращения производства нефти странами ОПЕК мировая цена на нее в течение нескольких дней выросла более чем в 1.5 раза и в 1974 г. достигла 12 долл. за барр. Уже в 1975 г. мировая экономика вошла в стадию рецессии с высокой инфляцией, безработицей и отрицательными темпами роста.

Аналогичные последствия имели место во время "второго нефтяного шока" на рубеже 1979-1980 гг., когда цена на нефть выросла с 13 до 38 долл.

за барр. Причиной тому стали исламская революция в Иране и начавшаяся 22 сентября 1980 г. восьмилетняя ирано-иракская война, приведшие к сокращению добычи нефти. «Кризисы и политические потрясения в нефтедобывающих странах приводят к росту цен на нефть и обвалам на рынках акций. Экстремальные цены на нефть, наряду с политическими рисками, обнаруживают себя как фундаментальный фактор, влияющий на цены активов и развитие мировых финансовых рынков»⁶³.

Таким образом, оба нефтяных шока были вызваны военными событиями на Ближнем Востоке. Рост цен происходил на фоне политически мотивированного снижения предложения нефти, охватывал период в более чем двенадцать месяцев и хронологически совпадал со стагнацией мировой экономики. Синхронизация вышеназванных событий вызвала устойчивое убеждение в том, что значительное повышение цен на нефть всегда оказывает негативное влияние на темпы роста мировой экономики и является непосредственной причиной спадов в экономиках крупнейших потребителей нефти. Однако последний ценовой бум на нефтяном рынке, по мнению авторов, имел ряд существенных отличий от двух предыдущих. «Во-первых, он был более продолжительным; во-вторых, стал результатом резкого изменения спроса, а не предложения, как в 70-80-е годы; в-третьих, оказал нетипично мягкое воздействие на основные макроэкономические показатели стран - крупнейших потребителей нефти. При высоких ценах на энергоресурсы в 2005-2007 гг. поддерживалась высокая инвестиционная активность и сохранялись достаточно высокие темпы экономического роста»⁶⁴. «Третий нефтяной шок» авторы рассматривают наиболее подробно, выделяя 3 этапа, согласно определяющим факторам: на начальных этапах - фундаментальным, отражающим глобальный дисбаланс спроса и предложения на рынке реального товара, на последней фазе цикла - спекулятивным, отразившим новое качество нефтяного рынка как средства

⁶³ Светлов, Н. Мировой рынок нефти: механизм ценообразования в период «третьего нефтяного шока» / Н.Светлов, Л.Разумнова // Мировая экономика и международные отношения. – М., 2010. - № 2. [www.public.ru]

⁶⁴ Светлов, Н. Мировой рынок нефти: механизм ценообразования в период «третьего нефтяного шока» / Н.Светлов, Л.Разумнова // Мировая экономика и международные отношения. – М., 2010. - № 2. [www.public.ru]

тезаврации и страхования валютных рисков.⁶⁵

На I этапе (1999-2003 гг.) цены повысились с 10 до 30 долл. за барр., при этом оставаясь в официальном ценовом коридоре ОПЕК (22-28 долл.). Главными факторами их роста эксперты считают увеличение энергопотребления в странах Азии и сохранение стабильного спроса со стороны крупнейшего мирового потребителя нефти - США. Со стороны предложения повышательное воздействие оказывала политика ОПЕК, сдерживающая добычу нефти начиная с 1999 г. Усилению этой тенденции способствовали также недоинвестирование нефтедобычи и истощение крупных месторождений, что в какой-то степени покрывалось массивным экспортом из стран бывшего СССР. Среди краткосрочных факторов авторы отмечают стагнацию мировой экономики в 2001-2002 гг., гражданские волнения в Венесуэле, а также неопределенность ситуации с добычей нефти в Ираке до и после вторжения США. В условиях растущего спроса все большее значение приобретали такие факторы, как состояние стратегических и коммерческих запасов в странах Запада, наличие свободных нефтедобывающих мощностей в ОПЕК и достаточных мощностей в нефтепереработке, а также надежность международных транспортных маршрутов поставок нефти.

На II этапе (2004 - июль 2008 г.) цены окончательно "пробили" верхнюю границу ценового коридора ОПЕК в 28 долл. за барр., превысив в октябре 2004 г. уровень в 44 долл., а в 2007-м закрепившись на отметке в 60 долл. за барр. По мнению экспертов, в этот период политика ОПЕК уже не способствовала росту цен, так как добыча практически не сдерживалась. Ключевую роль в ценообразовании по-прежнему играл растущий мировой спрос на нефть. Однако появился и новый фактор - биржевые спекуляции с нефтяными фьючерсами, которые обусловили высокую волатильность рынка. Рост цен имел чисто спекулятивный характер и был вызван притоком финансового капитала на фьючерсный нефтяной рынок, который в этот период оценивался в 150 млрд. долл. Вопреки прогнозам экспертов МЭА и

⁶⁵ Светлов, Н. Мировой рынок нефти: механизм ценообразования в период «третьего нефтяного шока» / Н.Светлов, Л.Разумнова // Мировая экономика и международные отношения. – М., 2010. - № 2. [www.public.ru]

МВФ, высокие цены на нефть в 2004-2006 гг. не привели к замедлению темпов роста мировой экономики. В 2007 цена нефти повысилась с 50 до 90 долларов за баррель, а к лету 2008 вышла на отметку 140, что сопровождалось замедлением мирового роста ВВП с 5.2% до 3.2% в 2008г.

На III этапе (август 2008 - май 2009 г.) мировые цены демонстрировали стремительное падение до 39 долларов за баррель, что свидетельствовало о схлопывании пузыря в сегменте нефтяных фьючерсов, который был надут в первой половине 2008 г. Чрезмерный рост спекулятивных сделок с нефтью был спровоцирован возможностями электронной торговли и интересами институциональных инвесторов - инвестиционных, пенсионных, хеджевых фондов и др. Согласно данным ЮНКТАД, приводимым в статье Н.Светлова и Л.Разумновой, «только за один 2007 год объем фьючерсных контрактов и опционов на рынке энергетических товаров увеличился на 28.6%. Инвестиции фондов в сырьевые индексы выросли с 13 млрд. долл. в 2003 г. до 260 млрд. долл.- в 2008-м. При этом вложения в нефтяные деривативы в 2000-2006 гг. превысили объемы сделок с реальным товаром в 30-35 раз». Нефтяные спекулянты базируют свои вложения на 2 факторах: росте мирового спроса на нефть и её ограниченных запасах. Поэтому основным фактором сброса нефтяных фьючерсов в 2008-м стало замедление темпов роста ведущих экономик мира и прежде всего США и связанное с ним ожидаемое снижение глобального спроса на нефть.⁶⁶

Со стороны спроса ценами на нефть можно управлять с помощью денежно-кредитной политики (мягкая монетарная политика увеличивает спрос на нефть и наоборот), поэтому за высокими ценами на нефть могут стоять продуманные интересы регуляторов (прежде всего ФРС), а также политические интересы. Но тогда возникает вопрос, зачем США высокие цены на нефть, в первом приближении угнетающие их собственную экономику? Один из вероятных ответов предлагает концепция американского политолога Р.Лирси, согласно которой США готовы выплачивать "нефтяной налог" (в виде высоких цен) в размере нескольких процентов ВВП, чтобы

⁶⁶ Светлов, Н. Мировой рынок нефти: механизм ценообразования в период «третьего нефтяного шока» / Н.Светлов, Л.Разумнова // Мировая экономика и международные отношения. – М., 2010. - № 2. [www.public.ru]

снизить темпы роста азиатских "сверхдержав". Высокие цены на нефть выгодны и развитым странам Запада, поскольку позволяют им использовать имеющиеся конкурентные преимущества, прежде всего низкую энергоёмкость производства, которая у них в 2-2.5 раза меньше, чем в странах Азии. Зарубежные филиалы западных ТНК также в меньшей степени несут потери из-за роста нефтяных цен и выигрывают в конкурентной борьбе с местными производителями, поскольку они не только используют более совершенные технологии, но и инвестируют преимущественно в трудоемкие, а не энерго- или материалоемкие отрасли. Таким образом, рассматривая проблему с точки зрения международной конкуренции, Лирси утверждает, что развитые страны Запада понесли наименьший ущерб от роста нефтяных цен и даже выиграли за счет глобального перераспределения нефтяных и других доходов, тогда как потери стран Восточной и Южной Азии были намного больше. Энергоёмкие технологии позволяют США и Европе получить конкурентное преимущество, а реализовать его можно при неоправданно высоких ценах на нефть, которые поддерживаются денежно-кредитной политикой США и финансовыми спекулянтами.

Подтверждение возможности денежно-кредитной политики США влиять на цену нефти и даже вызывать «шоки спроса» даёт Н.Кришен, который выявил в своём исследовании, что процентная ставка оказывает обратно пропорциональное воздействие на нефтяные цены: их повышение приводит к снижению нефтяных цен, и наоборот, снижение - повышает цены на нефть. Кришен рассматривал специфику взаимодействия этих показателей отдельно в период шоков предложения и шоков спроса.

Во время шоков предложения, которые характеризуются сбоями в поставках нефти на фоне стабильного спроса, цены "ведут" процентную ставку. Денежная политика США направлена на снижение нефтяных цен посредством сокращения спроса, для чего процентная ставка на заемные средства существенно повышается. Кришен обращает внимание, что во время шоков предложения (70-е и 80-е годы XX в.) для снижения инфляции и сдерживания роста цен на нефть ФРС США поднимала учетную ставку (в начале 80-х годов - до 21%).

Вместе с тем во время последнего шока спроса (2003-2008гг.), характеризовавшегося значительным ростом спроса на нефть при стабильном уровне ее предложения, напротив, низкие процентные ставки "вели" нефтяные цены. Можно сделать вывод, что для уравнивания спроса и предложения при шоках предложения требуется большее повышение процентной ставки, чем при шоках спроса.⁶⁷

Со стороны предложения ценами на нефть может управлять ОПЕК, налагая искусственные ограничения на объёмы добычи, а также США, наращивая или сокращая объём стратегических запасов нефти, которые действуют как «подушка безопасности» для сглаживания ценовых колебаний в случае сбоя в поставках.

Некоторые исследователи, в частности Я.М.Миркин, К.Тремасов и Е.Фёдоров, указывают на существование лага в 9-12 месяцев, возникающего в корреляционном анализе влияния цен на нефть на российский рынок акций. Возможно, это связано с механизмом форвардного ценообразования при экспорте нефти, когда цена устанавливается сегодня, а деньги поступают лишь через период. Кроме того, необходим период времени, чтобы денежный поток, пришедший в страну, диссипировался и направился частично на фондовый рынок.

В настоящее время рынок нефти становится всё более волатильным в связи с массовым приходом на него спекулянтов. Я.М.Миркин ожидает «хронически волатильного» поведения цен на нефть, обусловленного «непредсказуемыми политическими и экономическими факторами». Так как российский экспорт всё ещё сильно зависит от нефти, то и фондовый рынок будет «столь же волатильным, как и цены на нефть».⁶⁸

Страновые факторы: темп роста ВВП и финансовая структура макроэкономики

Экономическое состояние конкретной страны принято прежде всего определять темпом роста ВВП. По наблюдению Б. Б. Рубцова, связь между

⁶⁷ Светлов, Н. Мировой рынок нефти: механизм ценообразования в период «третьего нефтяного шока» / Н.Светлов, Л.Разумнова // Мировая экономика и международные отношения. – М., 2010. - № 2. [www.public.ru]

⁶⁸ Миркин, Я.М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития [Текст] : дис. ... докт. экон. наук : 08.00.10 / Миркин Яков Моисеевич. – М., 2003, С.121.

экономической конъюнктурой внутри страны и состоянием рынка акций действует в обоих направлениях. "Динамика рынка акций в целом совпадает с динамикой экономики в целом, то есть реального сектора. Первичным как раз является динамика реального сектора. Вместе с тем ситуация на фондовом рынке может оказывать обратное влияние на реальный сектор. Подъем на фондовом рынке создает дополнительные возможности для привлечения инвестиционного капитала компаниями путем дополнительного выпуска акций. Кроме того, возможности привлечения банковского кредита также, как правило, зависят от курсовой стоимости акций компании. То есть при прочих равных условиях рост рынка акций способствует росту производства".⁶⁹ О той же самой взаимозависимости говорит Я.М.Миркин. Он выделяет два базовых интереса инвестора при инвестициях в акции: во-первых, превращение своих денежных средств в капитал, приращение капитала, получение части прибавочного продукта, произведенного в результате инвестиций; во-вторых, обладание правами на ресурсы, титулом собственности на которые являются акции. «Эти интересы более всего удовлетворяются при непрерывном, расширяющемся производстве, с упрочением финансового положения хозяйства. В результате мы видим, что динамика спроса на акции следует за экономической конъюнктурой, а также отражает ожидания инвесторов в отношении будущего роста экономики»⁷⁰. Приведённые выводы будут подтверждены нами статистически в главе 3 на основе данных за 1946 – 2010гг. по США и за 1998 – 2010гг. по России.

Я.М.Миркин отмечает влияние на фондовый рынок таких индивидуальных страновых факторов, как величина налогового бремени, уровень либерализации счёта капиталов, степень использования государством внутренних денежных ресурсов, доля центрального банка в их перераспределении, соотношение между долговым финансированием и собственными средствами, цены на товары и услуги. Рост налогового бремени, то есть увеличение доли денежных ресурсов, используемых государством, оказывает подавляющее действие на фондовый рынок (как со

⁶⁹ Рубцов, Б.Б. Современные фондовые рынки / Б.Б.Рубцов - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 58-59.

⁷⁰ Миркин, Я.М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития [Текст] : дис. ... докт. экон. наук : 08.00.10 / Миркин Яков Моисеевич. – М., 2003, С.62.

стороны спроса, так и предложения ценных бумаг), так как приводит к уменьшению свободных денежных средств, находящихся в распоряжении негосударственных компаний и населения. Высокая доля центрального банка в перераспределении денежных ресурсов сужает финансовый рынок, включая рынок ценных бумаг в качестве его сегмента, так как ослабляет денежные потоки, идущие через коммерческие банки, брокерско-дилерские компании. Долгосрочная динамика цен на товары и услуги оказывает влияние на динамику курсов акций, которые тоже являются частью товарного мира и подвержены инфляции.⁷¹

Если рассмотреть динамику ВВП различных государств за достаточно длительный исторический период, то можно констатировать подверженность экономик циклическим спадам и подъёмам, изучением которых до сих пор занимаются учёные.

Циклы мировой экономики и фондовые циклы

Учёные выделяют следующие виды циклов:

-Длинные циклы Кондратьева продолжительностью 40-60 лет: их главной движущей силой считаются радикальные изменения в технологической базе общественного производства, его структурная перестройка, старение и обновление основных фондов.

-Циклы Кузнеца (воспроизводственные, строительные, циклы недвижимости) – их продолжительность составляет примерно половину цикла Кондратьева, то есть около 20 лет, а движущими силами являются сдвиги в воспроизводственной структуре производства.

-Циклы Жуглара периодичностью 7-11 лет (примерно половина цикла Кузнеца) являются итогом взаимодействия многообразных денежно-кредитных факторов.

-Циклы Китчина - 3-5 лет, порождаются динамикой относительной величины запасов товарно-материальных ценностей на предприятиях.

-Частные хозяйственные циклы, охватывающие период от года до 12

⁷¹ Миркин, Я.М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития [Текст] : дис. ... докт. экон. наук : 08.00.10 / Миркин Яков Моисеевич. – М., 2003, С.60.

лет и существующие в связи с колебаниями инвестиционной активности.⁷²

По поводу причин циклических колебаний экономики каждая экономическая школа имеет своё объяснение.

Одной из ранних теорией циклических колебаний в экономике является теория Карла Маркса, который обнаружил связь трансформации капитала с процессами массового обновления основных фондов, обусловленного в свою очередь средним сроком функционирования промышленного оборудования, которое, в связи с появлением новых технологий, заменяется на более прогрессивное. Кредит является важнейшим фактором цикла, так как выступает в качестве формы движения капитала для вовлечения в хозяйственный оборот дополнительных экономических ресурсов.

Другой теорией, объясняющей природу циклических колебаний, является кейнсианская теория соотношения спроса и предложения на макроэкономическом уровне. Кризисы в ней объясняются недостаточностью спроса для потребления всего объёма произведённого товара, ситуацией, периодически возникающей в экономике. Теория говорит, что для предотвращения кризисов государство должно компенсировать недостаток спроса населения (при склонности населения сберегать) собственными закупками, либо иными способами стимулировать потребление.

Монетарная (неоклассическая) теория Ф. Хайека включает следующие положения:

-Причинами сбоев экономики и её цикличности являются избыточное или недостаточное инвестирование. Причиной недостаточного инвестирования может быть избыточное потребление населения в ущерб сбережениям. Кризиса можно избежать, если развитие производственной структуры происходит посредством добровольных сбережений населения. Если финансы сначала направляются на производство капитальных благ, затем капитальные блага создаются, финансы возвращаются и направляются на потребление вновь созданных товаров, то кризис наступить не может. В ином случае, если деньги одновременно направляются на производство

⁷² Нешиной, А. К новой модели экономического развития: воспроизводственный аспект / А.Нешиной // Экономист. – М., 2010. - № 2. [www.public.ru]

капитальных благ и, не дожидаясь их создания, одновременно направляются в потребительский сектор, кризис неизбежен. Финансирование капитальных вложений сбережениями населения позволяет также избежать инфляции, рост цен на потребительские товары не будет превышать рост цен на факторы производства, так как деньги населения преимущественно идут на факторы производства, а уже потом на потребительские товары.

-Циклы формирует пагубная кредитно-денежная экспансия, проводимая банковской системой, которая осуществляется посредством воздействия на экономику основными инструментами денежно-кредитной политики центрального банка. Непосредственным фактором, вызывающим переход от бума к кризису, является отказ финансовых институтов от дальнейшего расширения кредитов, а также каких-либо дополнительных вливаний денег в осуществляемые проекты. В условиях кредитной экспансии банков, происходит расширение потребительского кредитования населения и искусственный потребительский бум. В условиях недофинансирования первичных средств производства из-за отсутствия сбережений населения и направления на потребительские кредиты денег, которые должны были пойти на инвестиции в производство, происходит стагнация производства капитальных благ. Банки охотнее прибегают к кредитованию населения и потребительского сектора, для которого характерна более высокая оборачиваемость капитала и срок возврата средств. В условиях высокой, быстрой, но нестабильной прибыли предприниматели находят выгодным не увеличивать долгосрочные инвестиции на оборудование и машины, а использовать ручной труд. Однако даже идущие на производственные нужды кредиты не всегда полезны, так как при кредитном буме зачастую финансируются неэффективные или не способные к реализации в будущем проекты, что также делает кризис неизбежным.

-Вовсе не недостаточная покупательная способность денег, а тенденция к стабилизации покупательной способности путем увеличения их количества полностью противоречит фундаментальным принципам экономической

стабильности и ведет к дестабилизации и кризису.⁷³

Существует также психологическая теория, трактующая цикл как следствие охватывающих население волн пессимистического и оптимистического настроения (Лигу, Беджгот и др.)

Теория солнечных пятен связывает циклы с природными катаклизмами в виде плохой погоды, засух, неурожаев (Джеванс, Мур).⁷⁴

Несмотря на разнонаправленный научный поиск, цикличность экономики остаётся реальностью. Исследования демонстрируют наличие связи между динамикой фондовых рынков и экономическими циклами. Я.М.Миркин выделяет длинные волны на рынке ценных бумаг и считает их обусловленными длительными волнами, в рамках которых развиваются рыночные экономики. Кроме того, он доказывает, что в долгосрочном плане положительная динамика рынков акций невозможна вне растущей экономики. Можно выделить 4 волны в мировой экономике XX века.

Первая волна началась с середины 90-х годов XIX века экономическим подъёмом, который продолжался до 1914-1916 годов, и завершилась послевоенным спадом в 1917-1921 годах. Я.М.Миркин наблюдал движение фондовых рынков следующих стран: США, Великобритании, Канады, Австралии, Японии, Германии, Франции, Италии, Испании, Бельгии, Дании, Нидерландов, Норвегии, Швеции, Швейцарии. Оказалось, что рынки шли синхронно с экономикой, повторяя волнообразное движение. Из существующих тогда рынков, по которым сохранились данные, на подъёме экономики росли рынки США, Австралии, Франции, Испании, и только рынки Великобритании и Германии переживали спад. В период падения 100% рынков двигались синхронно вниз.

Вторая волна началась экономическим подъёмом 20-х годов и сменилась Великой депрессией, военной экономикой и спадом 40-х годов. При подъёме из 15 вышеупомянутых рынков не росли только 5: Япония, Италия, Дания, Нидерланды, Норвегия. Все остальные имели

⁷³ Силка, Д.Н. Кризис теории управления экономическими циклами в разрезе денежно-кредитных факторов зарубежных учений / Д.Н.Силка // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 36. [www.public.ru]

⁷⁴ Нешиной, А. К новой модели экономического развития: воспроизводственный аспект / А.Нешиной // Экономист. – М., 2010. - № 2. [www.public.ru]

повышательную конъюнктуру. При спаде в экономиках только рынки Норвегии и Швейцарии росли, остальные 13 рынков падали.

Третья волна началась ростом индустриальных экономик в 50-е и 60-е годы и завершилась спадом 70-х годов и переходом к новой валютной системе. В 50-е годы из 15 стран единственным падающим рынком была Норвегия, в 60-е к ней присоединились Франция, Италия, Бельгия, Дания, Нидерланды. В 70-е годы на фоне стагнации экономики негативную динамику имели все рынки, кроме Японии.

Четвёртая волна началась с роста экономик в 80-е и 90-е, сменилась кризисами конца 90-х и, возможно, ещё не закончилась. В 80-е 100% изучаемых рынков двигались однонаправлено, в 90-е начался спад на рынках Японии, Франции, Италии, Испании, Дании. В 2008г. крах фондовых рынков был общемировым.

Таким образом, динамика рынков акций производна от долгосрочных экономических циклов.⁷⁵

Придерживаясь взглядов Хайека на причины циклов и наблюдая усилия США по стимуляции спроса через увеличение денежной массы, можно лишь спрогнозировать дальнейшую дестабилизацию экономики США, что неизбежно выльется в новый кризис и вызовет крах фондового рынка.

Курс валюты страны относительно других валют

Курс национальной валюты может влиять на рынок акций через 2 канала. Во-первых, согласно Р. Дорнбуш, С. Фишер, С.Ма и Г.Гао, повышение курса валюты должно отрицательно сказываться на внутреннем фондовом рынке для экспортно-доминирующей страны и положительно влиять на внутренний фондовый рынок для импортно-доминирующей страны.⁷⁶ То же самое должно происходить с акциями отдельных экспортно-ориентированных и импорто-ориентированных компаний, так как изменяется уровень их рентабельности и, следовательно, конкурентоспособность.

⁷⁵ Миркин, Я.М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития [Текст] : дис. ... докт. экон. наук : 08.00.10 / Миркин Яков Моисеевич. – М., 2003, С. 113-115.

⁷⁶ Федорова, Е.А. Методологические аспекты оценки зависимости валютных и фондовых рынков в условиях кризиса / Е.А.Федорова // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 35. [www.public.ru]

Девальвация местной валюты позволяет экспортировать товары дешевле и может привести к увеличению внешнего спроса и продаж, увеличить стоимость акций экспортёра и её цену. Для фирм-импортеров, наоборот, девальвация курса местной валюты должна приводить к увеличению себестоимости продукции фирм-импортеров, снижению прибыли и падению рыночной цены акций. Вследствие роста курса национальной валюты, прибыль фирмы-экспортёра будет снижаться вместе с иностранным спросом на продукцию и с ценами на ее акции. А для фирмы-импортера эффект при ревальвации должен быть обратным.

Авторы М. Адлер и В. Дюмас указывают, что «даже отечественные фирмы, которые ведут минимальную международную деятельность, могут столкнуться с воздействиями обменного курса, если их цены на ресурсы, цены на продукцию или спрос на их продукцию зависят от изменения обменных курсов. Таким образом, на макроуровне воздействие колебаний обменного курса на цены акций зависит от степени торгового дисбаланса».⁷⁷

Во-вторых, ослабление курса национальной валюты (или ожидание его ослабления) может спровоцировать иностранных инвесторов выйти из всех бумажных активов внутри данной страны, вызвав падение на фондовом рынке, укрепление курса – привлечь на фондовый рынок.⁷⁸ Связь рынка акций и рынка валюты действует и в обратном направлении. Колебания цен акций могут оказывать влияние на колебания валютных курсов. Процветание фондового рынка должно привлечь поток капитала со стороны иностранных инвесторов и, следовательно, привести к увеличению спроса на валюту страны, и наоборот.⁷⁹

Можно также утверждать, что второй канал влияния обладает большей значимостью, так как, согласно исследованию Е.Фёдоровой и К.Панкратова, рост курса доллара США к рублю приводит к падению российского фондового индекса и замедлению ВВП, несмотря на улучшение позиции

⁷⁷ Федорова, Е.А. Методологические аспекты оценки зависимости валютных и фондовых рынков в условиях кризиса / Е.А.Федорова // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 35. [www.public.ru]

⁷⁸ Федорова, Е.А. Методологические аспекты оценки зависимости валютных и фондовых рынков в условиях кризиса / Е.А.Федорова // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 35. [www.public.ru]

⁷⁹ Федорова, Е.А. Методологические аспекты оценки зависимости валютных и фондовых рынков в условиях кризиса / Е.А.Федорова // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 35. [www.public.ru]

экспортёров.⁸⁰ По мнению авторов, влияние изменений курса доллара на российский фондовый рынок сильнее, чем курса евро. Падение индекса доллара оказывает влияние на российский фондовый рынок в виде роста цен акций, нефти, увеличения ВВП, улучшения сальдо движения капитала.⁸¹ Анализ, проведённый нами в главе 3, полностью подтверждает мнение авторов.

Подытоживая вышесказанное, можно сделать вывод, что, несмотря на улучшение конкурентоспособности экспортёров, при росте курса доллара российский фондовый рынок падает вследствие выхода зарубежных инвесторов из рублёвых активов в долларовые, и наоборот, при падении доллара, спекулянты направляют деньги на товарный рынок, фондовые рынки развивающихся стран, в том числе и России, повсеместно вызывая рост фондовых индексов.

Политические факторы

Наиболее значимыми внутренними политическими факторами, по мнению В.Наливайского и Т.Демиденко, являются: назначения новых руководителей на важнейшие политические посты в правительстве, выборы Президента РФ и депутатов Государственной Думы РФ, вооруженные конфликты и т. д.

К внешним политическим факторам могут быть отнесены заявления на различных мировых форумах и совещаниях относительно расстановки сил на мировой экономической, политической арене, выборы президентов и т.д.

Проанализировав полученные результаты о реакции курсов российских голубых фишек на политические события с 2007г. по январь 2010г., авторы делают следующие выводы⁸²:

1) Наихудшей реакцией было падение акций Сбербанка и Уралкалия на 13% в день инаугурации Б.Обамы. Наилучшей реакцией был рост акций Северстали на 14% в день выборов президента США (акции Сбербанка и

⁸⁰ Федорова, Е.А. Влияние макроэкономических факторов на фондовый рынок России / Е.А.Федорова, К.А.Панкратов // Проблемы прогнозирования. – М., 2010. - № 2. [www.public.ru]

⁸¹ Федорова, Е.А. Влияние макроэкономических факторов на фондовый рынок России / Е.А.Федорова, К.А.Панкратов // Проблемы прогнозирования. – М., 2010. - № 2. [www.public.ru]

⁸² Наливайский, В.Ю. Влияние политических факторов на рыночную капитализацию крупнейших российских компаний /В.Ю.Наливайский, Т.И. Демиденко // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 21. [www.public.ru]

Уралкалия в тот день также росли).

2) В 2007г. наибольшее отклонение среди всех исследуемых событий было вызвано таким политическим событием, как выборы Р. Кадырова Президентом Чеченской Республики от 02.03.2007, на которое рынки отреагировали резко отрицательно. Наименьшее изменение цен акций в 2007 г. произошло после событий от 02.12.2007 (выборы в Государственную Думу РФ) и от 07.05.2007 (победа Н. Саркози на выборах Президента Франции). Авторы предполагают, что участники рынка не сочли данные события способными каким-либо коренным образом повлиять на деятельность крупнейших российских компаний и, таким образом, отразиться на их цене.

3) Политические события 2007г. и 2008г. вызвали почти для всех рассматриваемых компаний уменьшение рыночной капитализации, а не ее рост.

4) Среди внутренних событий 2008г. событие от 05.11.2008 (Послание Президента РФ Федеральному Собранию РФ) по абсолютному значению в большей степени, чем другие события, отразилось на рыночной цене акций компаний, причем в сторону уменьшения (от - 10% до - 2%). В наименьшей степени произошла реакция на события от 02.03.2008 (выборы Президента РФ) и от 07.08.2008 (начало грузино-осетинского конфликта), диапазон отклонения составил от - 6 до +1 % и от - 5 до +2 % соответственно. Важно, что на выборы Президента РФ рынок отреагировал негативно. Иностранцы решили переждать момент неопределённости.

5) 2009 г. оказался не столь насыщен политическими событиями, как предыдущие года. Единственным из всей совокупности рассматриваемых внутренних и внешних событий, на которое все без исключения изучаемые компании отреагировали ростом своей капитализации, оказалось Послание Президента РФ Федеральному Собранию РФ: рост составил от +1 до +5 %. Аналогичное событие вызвало в предыдущем году снижение капитализации у всех компаний.

6) В 2010г. среди внутренних событий в большей степени отразилось на капитализации исследуемых компаний заседание Госсовета РФ по развитию политической системы страны (изменение составило от - 6 до +1

%).

7) Просуммировав полученные процентные изменения показателей капитализации по всем предложенным факторам, авторы определяют, капитализация каких компаний оказалась более или менее чувствительной к влиянию всей совокупности рассматриваемых событий. Более чувствительным к влиянию политических факторов оказался представитель нефтегазовой отрасли (Сургутнефтегаз), а менее чувствительным - представители металлургии и связи (Северсталь и МТС).

Подводя итог, можно сказать, что инвесторы в основном боятся политических факторов, способных изменить условия деятельности компаний, поэтому многие предпочитают закрывать свои позиции на время политических событий, вызывая падение котировок.

Приток иностранных инвестиций

Приток иностранных портфельных инвестиций на фондовый рынок любой страны увеличивает цены инструментов, а бегство капитала – снижает, и на российском рынке, как будет показано в главе 3, эти две тенденции прослеживаются. Российский рынок является преимущественно спекулятивным, иностранные спекулянты покупают российские акции ради быстрого роста их курса и дальнейшей продажи. Их влияние заключается лишь в увеличении волатильности рынка. Российский рынок прекратит быть спекулятивным, когда произойдет существенное улучшение инвестиционного климата в стране, стабилизируется политическая система, станет справедливее правовая система, укрепится влияние России на мировой арене, как экономическое, так и политическое – только в этом случае в Россию придут «длинные деньги».

Приоритетными сферами вложения капитала США в Российской Федерации сейчас, согласно исследованию А.Дмитриева, являются прежде всего нефтегазовая (примерно 60% всех накопленных инвестиций) и золотодобывающая отрасли, быстро окупающиеся проекты в отраслях, продукция которых пользуется спросом населения (пищевая). При этом

компании США являются крупнейшими среди иностранных компаний инвесторами в машиностроение и металлообработку.⁸³

Вовлечение масс в процесс инвестирования

Многие авторы отмечают, что перед фондовым крахом на рынке увеличивается количество игроков за счёт непрофессиональных инвесторов. В результате популяризации инвестирования растёт число новых игроков, которые приносят на рынок свои деньги, что ведёт к резкому росту котировок акций и общей капитализации рынка и приводит к существенному росту цен на активы его "старых" участников. Иными словами, согласно мнению Кобякова и Хазина, фондовый рынок несет в себе ярко выраженные черты финансовой "пирамиды". Причем основные доходы от развития этих "пирамид" получают не столько отдельные удачливые игроки фондового рынка, перепродающие свои бумаги новым участникам по завышенным ценам, сколько финансовые посредники и владельцы крупных пакетов акций, которые реально управляют компаниями-эмитентами.⁸⁴

Таким образом, программы по стимулированию привлечения на рынок непрофессиональных инвесторов можно рассматривать как фактор роста цен на акции.

Зарубежные торговые площадки

В условиях свободного перелива капитала между рынками различных стран, они становятся всё более взаимозависимыми, ценовая динамика одних может оказывать влияние на другие. Существует взаимосвязь между развитыми и развивающимися рынками. Поскольку инвесторы из развитых стран являются участниками всех рынков, и при этом развивающиеся считаются более рискованными, то падение фондовых индексов на развитых рынках неизбежно обрушивает и развивающиеся. Обратное влияние не всегда имеет место. Падение на развивающихся рынках вызывает уход инвесторов с этих рынков на развитые, в результате чего может наблюдаться рост цен финансовых активов на развитых рынках. При этом зависимость

⁸³ Дмитриев, А.Т. Отраслевые приоритеты американских инвестиций в России / А.Т.Дмитриев // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 3. [www.public.ru]

⁸⁴ Кобяков, А.Б. Закат империи доллара и конец "Pax Americana" / А.Б.Кобяков, М.Л.Хазин – М.: Вече, 2003 – С. 37.

рынков сильнее проявляется во время рыночных шоков. Негативная конъюнктура на Нью-Йоркской фондовой бирже или NASDAQ немедленно перебрасывается на рынки других стран. И, наоборот, рост фондовых индексов в США вызывает повсеместное повышение курсов акций. Например, в 1929г. «крах рынка акций в Нью-Йорке был продолжен на фондовых рынках Европы...Падение на 32% цен на акции в Нью-Йорке (в декабре по отношению к средним ценам в сентябре)...было продолжено снижением цен на акции в Канаде на 33%...в Бельгии на 30%, а также вызвало эхо на других рынках, в том числе в Великобритании – на 16%, в Нидерландах – на 15%, в Германии – на 14%, во Франции – на 11%, в Швейцарии – на 10%, в Швеции – на 8%».⁸⁵ Таким образом, Россия, являясь развивающимся рынком, зависит от ситуации на торговых площадках развитых рынков, в первую очередь США. В 3 главе будет проанализирована связь российских индексов с индексами США, Японии, Франции, Англии, Германии, Гонконга, Бразилии, Мексики.

Помимо глобальной взаимозависимости между развитыми и развивающимися рынками, существует также связь между рынками одного региона и «рынками-аналогами». Часто инвесторы направляют деньги в регион, (например, Азию), что вызывает рост индексов во всех странах одновременно, а при возникновении проблем в одной из стран они выводят средства со всех рынков региона, вызывая повсеместное падение фондового рынка. «Рынками-аналогами» называются рынки, расположенные в разных регионах, но являющихся аналогами с точки зрения международных инвесторов и потому демонстрирующих общую динамику. По наблюдению Я.М.Миркина, российский рынок акций обнаруживает значительные совпадения с динамикой капитализации рынков Латинской Америки, а наиболее сильная корреляция наблюдается между фондовыми рынками России и Бразилии. Международные инвесторы рассматривают Россию и Бразилию как схожие объекты инвестирования, что проявилось во время

⁸⁵ Цит. по: Миркин, Я.М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития [Текст]: дис. ... докт. экон. наук : 08.00.10 / Миркин Яков Моисеевич. – М., 2003, С.126.
Kindleberger Charles P.A Financial History of Western Europe. – New York: Oxford University Press, 1993. – P. 359.

финансового краха в России в августе 1998г. После его наступления инвесторы начали немедленно ликвидировать свои портфельные инвестиции на рынке Бразилии, продавая акции и приобретая долларовую наличность, попутно вызывая девальвацию национальной валюты, падение золотовалютных резервов. Иными словами, бегство капитала привело к острому финансовому кризису. На других рынках Латинской Америки в 1998 также наблюдалось усиление связи с российским рынком. При этом корреляция рынков сильнее проявляется в периоды кризиса, чем при стабильной ценовой конъюнктуре. Тот же вывод можно сделать по странам Азии, динамика которых обычно автономна от Российского рынка, однако в кризисы российский рынок оказывается связан с ним фактически функциональной зависимостью.⁸⁶

Сезонность

В.Твардовский в качестве сезонных факторов выделяет рост в декабре («новогоднее ралли»), марте, апреле, июне, падение в третьем квартале. По мнению В.Твардовского, сезонность на рынке акций связана с явной сезонностью российской экономики и недостаточной развитостью инструментов регулирования денежного предложения. Это приводит к тому, что невостребованные экономикой ресурсы в декабре, марте и апреле, а также частично в июне, попадают на фондовый рынок и вызывают его опережающий рост относительно роста экономики в целом. Из исследования Твардовского также следует, что вероятность роста рынка наибольшая в первом полугодии, причем статистически наибольший доход получается инвесторами в апреле месяце. Наоборот, наибольшая вероятность падения рынка приходится на третий квартал, а наихудшими периодами, как правило, являются июль и осенние месяцы, особенно сентябрь.⁸⁷

Г.Григор объясняет появление невостребованных экономикой денег в указанные месяцы. В конце года происходит значительное увеличение количества денег в экономике, так как правительство завершает

⁸⁶ Миркин, Я.М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития [Текст] : дис. ... докт. экон. наук : 08.00.10 / Миркин Яков Моисеевич. – М., 2003, С.128.

⁸⁷ Твардовский, В. Модель справедливой капитализации российского фондового рынка и прогноз стоимости российских акций / В.Твардовский // Рынок ценных бумаг. – М., 2004. - № 11. [www.public.ru]

финансирование расходных статей федерального бюджета, предприятия стремятся исполнить сметы расходов, население получает зарплату и премии. Часть этих денег попадает на фондовый рынок, в результате рынок начинает расти. Рост после Нового Года объясняется тем, что зарубежные инвестиционные фонды пересматривают свои позиции и вкладывают выделенные дополнительные средства в российские бумаги. Кроме того, в это время у предприятий начинается период отсечения и выплат дивидендов, что также влияет на рост. Закрытие реестров компаний прекращает весенний рост. С приближением лета рынок начинает падать, так как профессиональные инвесторы сокращают позиции, получив запланированную прибыль, население готовится к отпускам и выводит накопления из финансовой системы, постепенно замирает деловая активность и замедляется денежный оборот. Сочетание этих факторов может оказаться настолько сильным, что в особо неблагоприятные годы приводит к банковским кризисам. С завершением периода отпусков экономика постепенно возвращается к своему обычному состоянию. Фондовый рынок оживает и восстанавливается, совершает колебательные движения в зависимости от новостных и денежных потоков вплоть до декабря, когда вновь начинается «новогоднее ралли».⁸⁸

Таким образом, большинство макро-факторов оказываются связанными с денежно-кредитной политикой и ростом денежной массы в экономике.

Кроме макро-факторов, которые, как мы убедились, оказывают значимое воздействие на весь фондовый рынок одновременно, в данной главе будут рассмотрены микро-факторы, оказывающие влияние на цену отдельных акций и делающих владение одними акциями предпочтительным перед другими в глазах большинства инвесторов.

2.2 Микро-факторы

Корпоративные события

Кроме рассмотренных количественных и качественных факторов на рыночную капитализацию корпораций может влиять разного рода

⁸⁸ Григор, Г. Фактор ежегодной сезонности / Г.Григор // [Электронный ресурс] – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://www.rcb.ru/rcb/2005-10/6872/>, свободный. – Загл. с экрана, 2005.

информация, в том числе и выпускаемая на рынок самими компаниями корпоративная информация. Например, новости о выходе квартальной и годовой финансовой отчетности, подготовленной по Международным стандартам финансовой отчетности. Анализ влияния на капитализацию выхода такого рода новостей аналогичным с политическими факторами образом также выявил усиление колеблемости рыночной капитализации российских корпораций под их воздействием: если отчетность носит положительный характер, то рыночная цена отклоняется в сторону увеличения, если отрицательный - в сторону уменьшения. Новости, говорящие об улучшении долгосрочных перспектив компании, сулящие большую прибыль, снижающие риски её неполучения увеличивают капитализацию, новости об уменьшении будущих денежных потоков или об увеличении рисков неполучения прибыли уменьшают капитализацию.

Необходимо отметить, что одной из особенностей информационных факторов является то, что их действие носит кратковременный характер и может изменять капитализацию лишь в коротком временном интервале.⁸⁹

Примерами позитивных новостей могут быть: повышение цен на продукт компании (например, повышение цен на нефть для нефтяных компаний), драйверы роста цен и спроса на продукцию (например, неурожай в Юго-Восточной Азии привел к росту цен на каучуки, так как остался неудовлетворённым спрос китайский автопроизводителей, цена акций Нижнекамкнетехима выросла), принятие дивидендной политики в компании, выход государства из состава основных акционеров (что движет сейчас акциями Сбербанка), планы провести IPO, покупка компании западным игроком (приобретение Вимм-Билль-Данн со стороны зарубежной Pepsi), высокая дивидендная доходность (например, у Балтики), рекордная чистая прибыль (акции Московского НПЗ выросли в ноябре 2010 в 4 раза на фоне сверхприбыли), обратный выкуп акций.

Примерами негативных новостей могут быть: удорожание ресурсов (повышение цен на кокс почти в два раза сделало убыточным

⁸⁹ Наливайский, В.Ю. Рейтинговая оценка значимости факторов, влияющих на капитализацию российских корпораций / В.Ю.Наливайский, Т.И.Демиденко // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 32. [www.public.ru]

Южуралникель, поставив вопрос о необходимости смены технологии производства), планы правительства по увеличению налоговой нагрузки (в нефтяной отрасли), невыполнение планов по выручке или выпуску продукции, отмена IPO (Челябинский трубо-прокатный завод) и др.

Фёдорова и Панкратов отмечают существование феномена асимметричной волатильности заключающегося в том, что на финансовые рынки плохие новости оказывают большее воздействие, чем хорошие.⁹⁰

Показатели роста компании

Прибыль – цель любого акционерного общества, так как именно она характеризует рост действительного капитала компании. Стоимость акций, как титулов собственности на действительный капитал, должна находиться в прямой зависимости от его способности расти, то есть от способности компании приносить прибыль. Доминирующая часть корпоративных новостей должна рассматриваться участниками рынка именно с точки зрения их влияния на будущую способность приносить прибыль и на риски её неполучения.

Влияние показателей роста компании (выручки, прибыли, активов) на капитализацию было исследовано Л.В.Юдкиной и Ю.И.Берлиным по данным 2002-2008 годов. В результате авторы приходят к следующим выводам:

-Зависимость капитализации, а также цены бизнеса (капитализация + чистый долг) от выручки может быть описана линейно-логарифмической регрессионной моделью, что соответствует парной степенной зависимости $Y = a_0 X^{a_1}$. Согласно их расчётам, средние темпы роста капитализации и цены бизнеса в 2003-2007гг. превышали средние темпы роста выручки. Исследование также выявило, что цена бизнеса зависит от выручки сильнее, чем капитализация от выручки.

-Между показателями операционной прибыли и капитализации (цены бизнеса) авторами наблюдалась нелинейная прямая связь, однако теснота связи не являлась устойчивой по годам. В 2002-2004гг. эта зависимость может быть описана парным степенным уравнением регрессии вида

⁹⁰ Федорова, Е.А. Влияние макроэкономических факторов на фондовый рынок России / Е.А.Федорова, К.А.Панкратов // Проблемы прогнозирования. – М., 2010. - № 2. [www.public.ru]

$Y = a_0 X^{a_1}$. В указанные годы при увеличении прибыли на 1 % капитализация (цена бизнеса) увеличивалась в среднем на 0,8%. В дальнейшем зависимость от операционной прибыли постепенно ослабевала, а зависимость от выручки сохранилась. Сравнение данных позволяет авторам утверждать, что для рассматриваемых компаний влияние выручки на капитализацию (цену бизнеса) компании более сильное, чем влияние показателей прибыли, а также EVA. По этой причине можно считать, что использование мультипликатора EV/Sales для оценки ожидаемой цены акций (но не стоимости, т.к. стоимость акций зависит от прибыли, на которую также влияет и себестоимость) в рамках сравнительного подхода вместо широко распространенного P/E, является более оправданным в настоящее время. В то же время выручка не единственный фактор влияния на цену акций, поскольку разброс между попавшими в выборку компаниями по темпам роста капитализации гораздо выше, чем разброс по темпам роста выручки. Несмотря на большой разброс по капитализации, по темпам роста цены бизнеса (капитализация + чистый долг) компании более однородны.

-Между суммой нераспределенной прибыли и капитализацией, а также ценой бизнеса в период 2000-2008 гг. имеется прямая тесная линейная взаимосвязь, кроме 2005, 2007 и 2008 гг., когда наблюдалась прямая нелинейная взаимосвязь. При наличии прямой линейной взаимосвязи в 2006 г., с изменением суммы нераспределенной прибыли на 1 млн. долл. капитализация и цена бизнеса в среднем изменяются, по наблюдениям авторов, на 2,6 и 3,2 млн. долл. соответственно; в период до 2006г. цена бизнеса изменялась в среднем на 1,5 млн. долл., а капитализация - в среднем на 0,6-1,1 млн. долл. Абсолютные приросты суммы нераспределенной прибыли и капитализации, а также цены бизнеса в отдельные годы связаны прямой умеренной взаимосвязью (за исключением 2008 г., когда между приростами показателей наблюдается обратная взаимосвязь).

-Между активами (пассивами) и капитализацией (ценой бизнеса) компании в рассматриваемый период за исключением отдельных лет также наблюдалась взаимосвязь. При увеличении величины активов на 1 % от среднего значения капитализация компании в среднем увеличивается на 0,8-

1 % относительно своего среднего значения.⁹¹ С моей точки зрения, оказывать влияние на капитализацию должны не активы/пассивы, а собственный капитал, непосредственно принадлежащий акционерам.

-Для периода 2000-2008 гг. зависимость между собственным капиталом и капитализацией компании за исключением 2007-2008 гг., представляет собой прямую тесную взаимосвязь типа $Y = a_0 X^{a_1}$. При увеличении суммы собственного капитала на 1 % капитализация компании в среднем увеличивалась на 0,9 %. Аналогичные результаты получены авторами для парной взаимосвязи собственного капитала и цены бизнеса. Между абсолютными приростами собственного капитала и капитализации (цены бизнеса) в отдельные годы периода 2001-2008 гг. наблюдалась умеренная и заметная нелинейная прямая взаимосвязь, в 2008 г. взаимосвязь отсутствовала. Взаимосвязь между темпами роста собственного капитала и капитализацией в период 2000-2008 гг. не прослеживается, как и для суммы капитала (активов).⁹²

-Результаты анализа взаимосвязи между суммой обязательств и капитализацией демонстрируют, что существует тесная взаимосвязь между ними. При увеличении суммы обязательств на 1 % капитализация увеличивалась в среднем на 0,8-0,95%.⁹³

Из всего вышесказанного следует, что рынок оценивает лишь увеличение капитала компании, безразлично к тому, кому он принадлежит, акционерам компании (собственный капитал) или же кредиторам (долг), что абсолютно противоречит здравому смыслу. Однако мы находим объяснение данному явлению в доминировании макро-факторов над ценой акций, процессы кредитной экспансии (увеличивающие долг многих компаний), параллельно провоцируют приток денег и на фондовый рынок, вызывая рост котировок. Таким образом, рост долга компании и рост капитализации

⁹¹ Юдкина, Л.В. Исследование взаимосвязей показателей роста и капитализации публичных компаний России / Л.В.Юдкина, Ю.И.Берлин // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 30. [www.public.ru]

⁹² Берлин, Ю. Статистический анализ взаимосвязей показателей управления капиталом и рыночной стоимости публичных компаний России / Ю.Берлин, Л.Юдкина // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 10. [www.public.ru]

⁹³ Берлин, Ю. Статистический анализ взаимосвязей показателей управления капиталом и рыночной стоимости публичных компаний России / Ю.Берлин, Л.Юдкина // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 10. [www.public.ru]

являются не причиной и следствием, а оба являются последствиями кредитной экспансии в экономике. Впрочем, и рост прибыли также может быть следствием кредитной экспансии, о чём говорит в целом синхронная динамика прибылей различных компаний. Поэтому микро-фактор роста конкретной компании может быть лишь следствием факторов макроэкономических и денежно-кредитных.

Качество управления в компании (степень открытости, заботы об интересах акционеров)

Данный фактор влияет на восприятие инвестором риска неполучения прибыли. Большинство моделей фундаментального анализа предполагает, что «справедливая цена» акций определяется двумя факторами: прибылью и ставкой капитализации (ставкой дисконтирования), которая зависит от ситуации на долговом рынке, а также включает риск неполучения запланированной прибыли компанией. Качество менеджмента есть тот фактор, который снижает риск неполучения прибыли и должен учитываться в ставке капитализации. Допустим, есть две компании с одинаковым уровнем прибыли. Инвестор заплатит больше за ту из них, которая более открыта информационно и чей менеджмент проявлял в предыдущих случаях больше заботы об акционерах. Даже при ожидаемых одинаковых уровнях прибыли инвесторы заплатят за акции такой компании больше, а значит, они будут согласны на меньшую доходность (численно равную коэффициенту, обратному P/E) ради большей уверенности в получении этой доходности. Открытость компании позволяет инвестору быть в курсе происходящих в компании событий, увеличивает доверие к менеджменту.

Забота об интересах акционеров со стороны менеджмента особенно важна, ведь менеджмент управляет компанией, и от него зависит не только получение прибыли, но и её грамотное распределение, а также стоимость, приходящаяся на каждую акцию. Например, качество менеджмента проявляется, если во времена рыночных шоков и низкого курса собственных акций, компания проводит выкуп с рынка собственных акций, платя небольшую сумму денег, но одновременно увеличивая стоимость, приходящуюся на каждую из оставшихся акций. Также о качестве

менеджмента может свидетельствовать выплата дивидендов в том случае, если компания в данный момент не может вложить деньги в свой бизнес, способствуя по крайней мере пропорциональному увеличению стоимости каждой акции, и невыплата дивидендов, если есть возможность пустить деньги на соответствующее или опережающее увеличение стоимости одной акции. Безусловно, существует очень мало менеджеров, проявляющих столь большую заботу о стоимости (не цене) одной акции. В большинстве случаев менеджеры лучше направят деньги на поглощение других компаний по бешеным ценам (что уменьшает стоимость одной акции), чем выплатят дивиденды. Конфликт интересов менеджмента и акционеров может проявляться и через «вывод» денег из компании путём установления завышенных цен на покупку сырья или заниженных цен на реализацию, в результате чего вся прибыль уходит на связанное с менеджментом юридическое лицо. Вызывает сомнения в качестве менеджмента и поглощение менее рентабельных компаний путём обмена акциями, ведь в этом случае стоимость одной акции также понижается, а менеджеры словно говорят: «Даже та нерентабельная компания и то лучше нашей, поскольку мы готовы обменять долю акционеров в собственной компании на долю в поглощаемой компании».

Структура капитала

Структура капитала способна повлиять одновременно на оба фактора ценообразования акций – и на ожидаемую прибыль, и на риск её неполучения, отражающийся в ставке дисконтирования. Существуют различные взгляды на роль и влияние структуры капитала на «справедливую цену» акций компании:

-Согласно теории Модильяни – Миллера, в идеальной экономической среде структура капитала не должна влиять на стоимость предприятия, которая зависит только от рентабельности и связанных с ней рисков. Приняв во внимание налогообложение прибыли и сохранив неизменными остальные допущения модели, Модильяни и Миллер показали, что в данных условиях заемное финансирование влияет на стоимость компании, повышая ее на величину создаваемого налогового щита. Теория Модильяни – Миллера

призывает компании наращивать долг для увеличения стоимости акций.

-Традиционный подход говорит о том, что при прочих равных условиях минимизация цены капитала способствует повышению прибыли, а значит и «справедливой цены» акций. Таким образом, если долговое финансирование дешевле, то нужно увеличивать его долю.

-Сторонники компромиссного подхода согласны с тем, что использование заемных средств обычно снижает общие издержки финансирования из-за более низкой их стоимости, способствуя росту рентабельности бизнеса. Однако увеличение долговых обязательств повышает риски и вероятность неисполнения обязательств перед кредиторами. Кроме того, возможны требования досрочных погашений задолженностей при нарушении условий предоставления заемных средств. Могут возникнуть проблемы с рефинансированием долгов, увеличивается риск банкротства, а в этом случае кредиторы всегда имеют преимущественное право на активы компании по отношению к её акционерам. Применение компромиссного подхода на практике предполагает поддержание некоторого целевого соотношения займов и собственного капитала.⁹⁴ Считается, что оно максимизирует оценку акций инвесторами, так как в меру улучшает рентабельность, не вызывая риска банкротства.

Ликвидность акций

При прочих равных условиях участники рынка предпочитают более ликвидные бумаги, так как увеличивается их свобода выбора, в случае принятия решения о продаже акций, сделать это будет проще. В связи с этим акции ликвидных компаний в большинстве случаев торгуются с более высокими мультипликаторами, чем менее ликвидные аналоги. Инвесторы готовы переплатить за возможность быстро конвертировать акции обратно в деньги. Данный фактор должен учитываться в ставке дисконтирования.

Нами были выявлены факторы, способные оказать воздействие на рыночную цену акций. В следующей главе мы протестируем их влияние на статистических данных, чтобы определить, какие из них являются определяющими, а какие – незначительными.

⁹⁴ Берлин, Ю. Статистический анализ взаимосвязей показателей управления капиталом и рыночной стоимости публичных компаний России / Ю.Берлин, Л.Юджина // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 10. [www.public.ru]

3 Анализ влияния факторов ценообразования

3.1 Макро-факторы

Среди макро-факторов в данной главе будут рассмотрены: денежная масса, ставка рефинансирования, цена нефти, инфляция, курс валют, иностранные инвестиции, ВВП, безработица, итоги торгов за рубежом.

Денежная масса

Согласно нашему анализу ежемесячных данных с января 1997 до декабря 2010г. по денежной массе РФ (M2) и индексу РТС, коэффициент корреляции равен 0.82, а между M2 и индексом ММВБ коэффициент корреляции составляет 0.86, что свидетельствует о сильной связи между показателями. Зависимость по характеру прямая, то есть увеличение денежной массы вызывает рост индекса, а рост индекса свидетельствует о росте денежной массы, при этом лаг отсутствует. Теоретическое обоснование данной зависимости было приведено нами в главе в главе 2. Связь демонстрируется следующим графиком, показатели приводятся в логарифмическом виде:

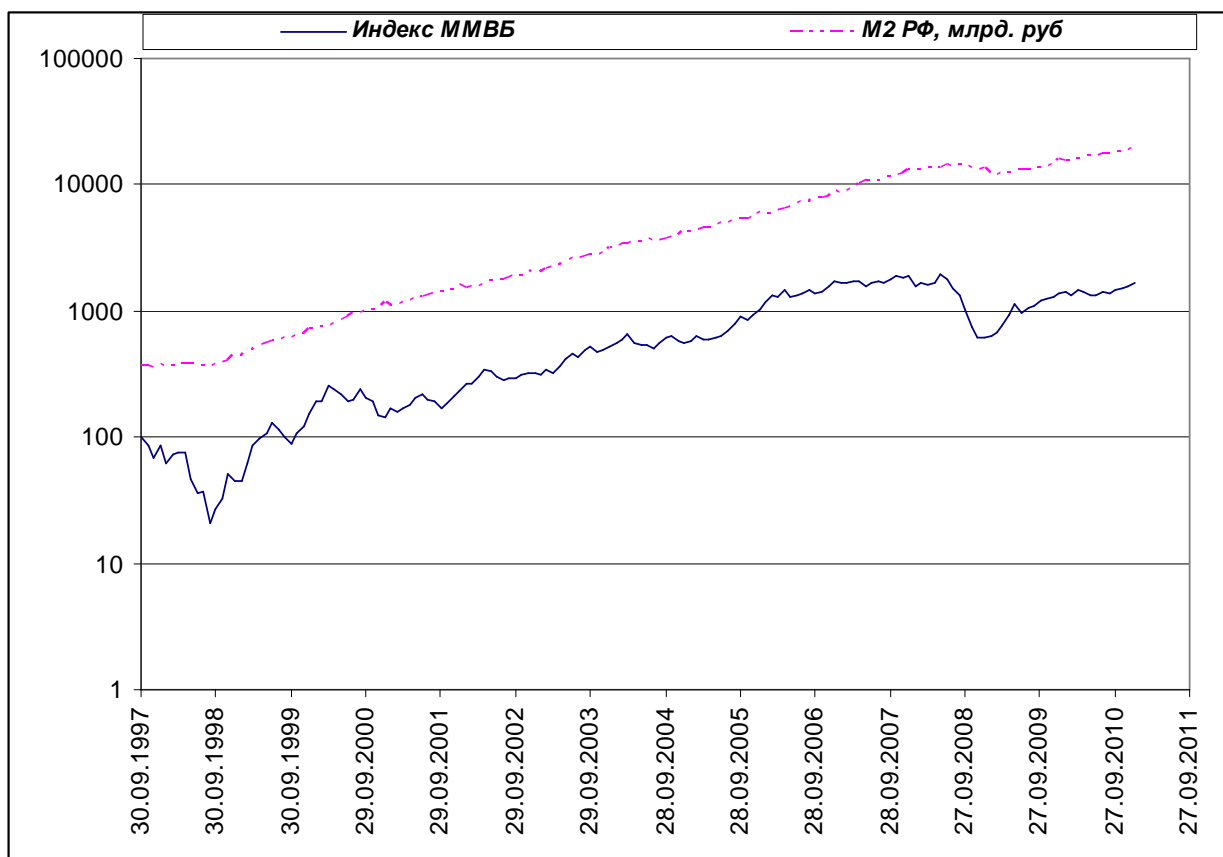


Рисунок 1

На графике мы наблюдаем практически «параллельный» рост денежной массы и индекса ММВБ. Во время фондового краха второй половины 2008г. падение индекса было опережающим показателем по отношению к денежной массе.

Корреляция агрегата М0 (наличные деньги в обращении) с индексами РТС и ММВБ ещё выше, она составляет 0.84 и 0.88 соответственно. Скорее всего, корреляции с индексом ММВБ выше, поскольку он зависит от рублёвых цен акций, а РТС – от долларовых (при том, что денежная масса выражена в рублях), в результате волатильность валютного курса снижает корреляцию.

В США корреляция денежной массы (М2) с индексами настолько же сильна: 0.88 – для Dow Jones, 0.76 – для NASDAQ, 0.83 – для S&P500. Растущая денежная масса также увеличивает цены (сокращая доходность) на рынке облигаций, что выражается в коэффициенте корреляции -0.85 между М2 США и доходностью US-T10. Сама денежная масса сильно зависит от ставки рефинансирования, коэффициент корреляции равен -0.77. Расчёт производился по ежемесячным данным с января 1981 по декабрь 2010г.

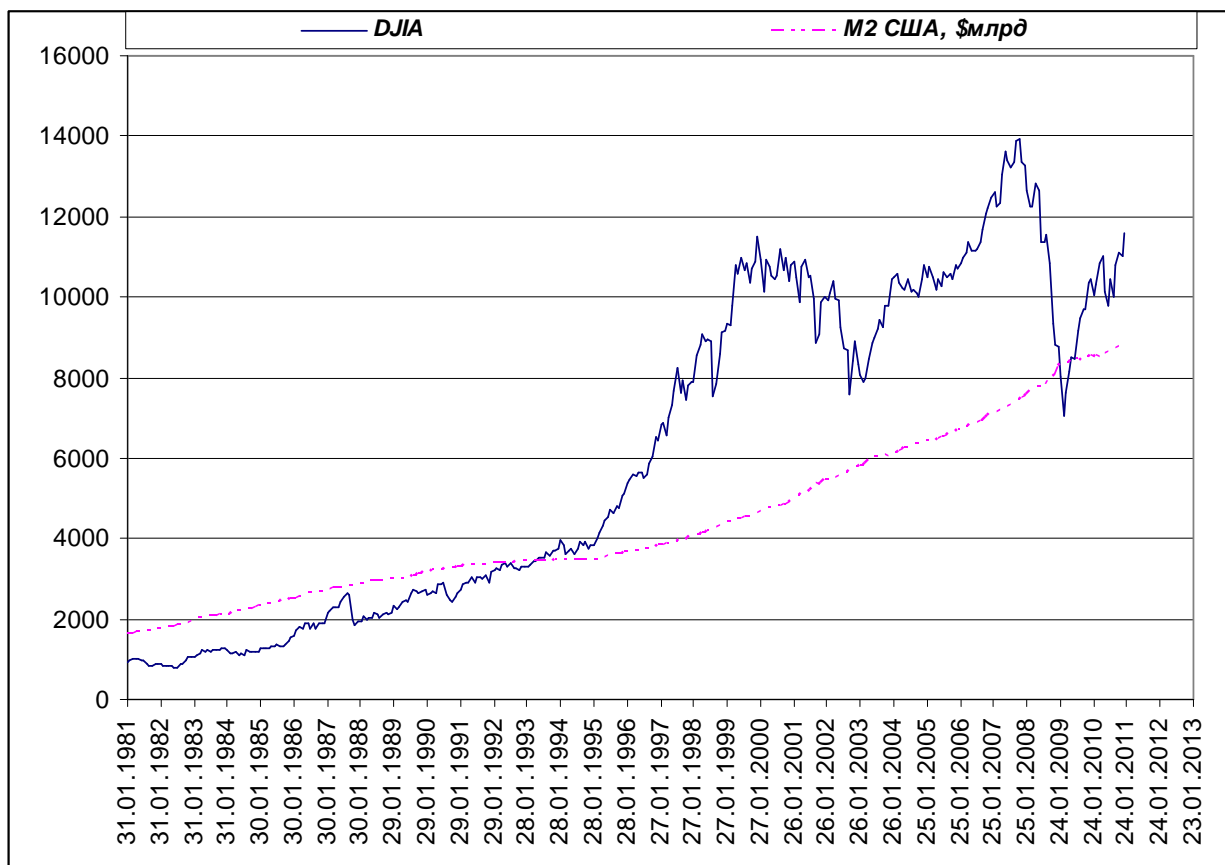


Рисунок 2

Можно заметить, что денежная масса США не снижается даже в моменты фондовых крахов, но рост её незначительно замедляется.

Ставка рефинансирования

Ставка рефинансирования диктует ситуацию на денежном рынке, что неизбежно отражается на ценах акций. На графике ниже чётко видна обратная зависимость между ставкой рефинансирования, установленной ЦБ РФ и индексом ММВБ.

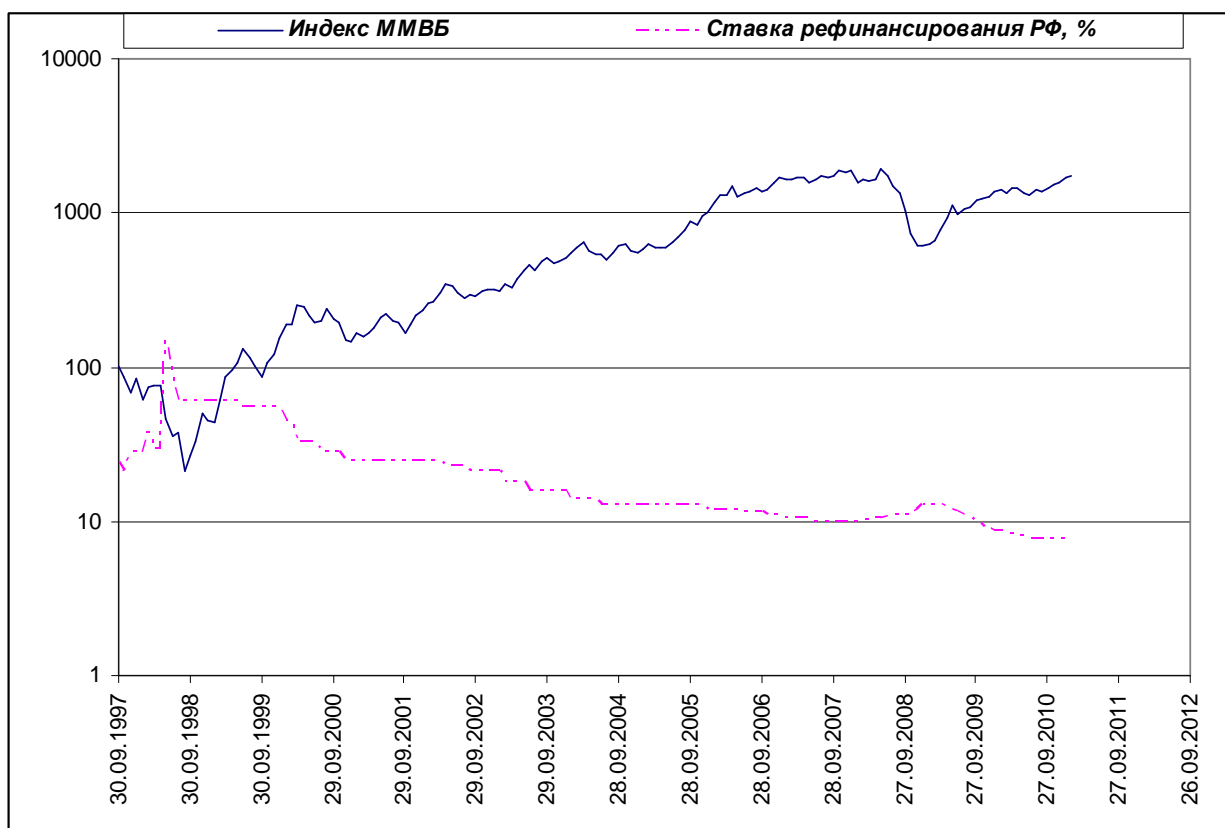


Рисунок 3

Коэффициент корреляции по данным за сентябрь 1997 – январь 2011 равен -0.63 , однако график говорит красноречивее всех корреляций. Поведение цен акций подтверждает наличие обратной связи, теоретическое обоснование которой было приведено в главе 2. Взглянем теперь на более сложный фондовый рынок США.

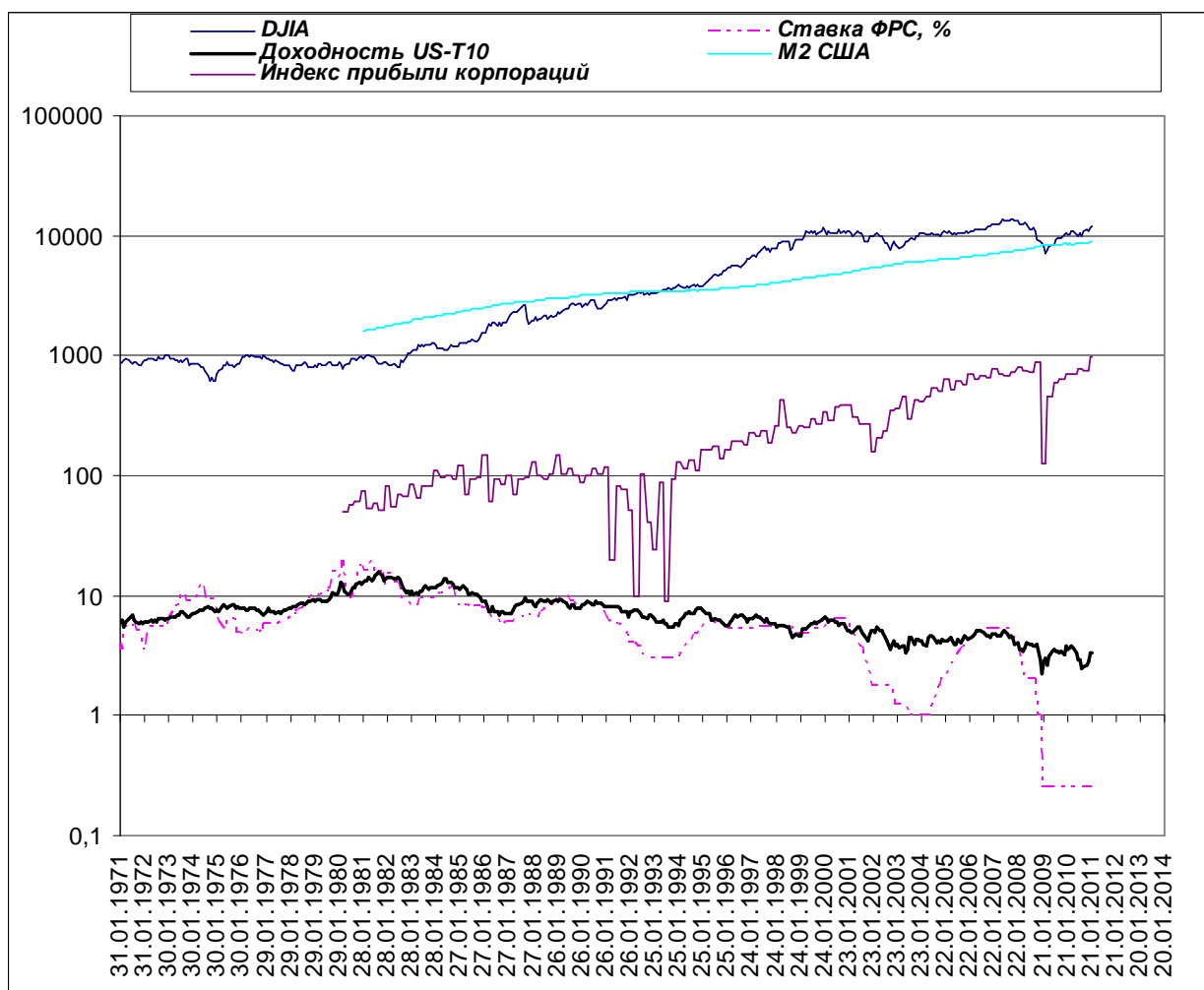


Рисунок 4

На рынке США мы также наблюдаем схожую зависимость: при снижении ставок рынки растут, при повышении – падают, коэффициент корреляции также составляет $-0,63$. Однако становятся заметными две аномалии: в 2000-2003гг. и 2008-2009гг. ставки и фондовый рынок падали одновременно. Причём ФРС начинали снижать ставку ещё до фондового краха в обоих случаях. После начала обрушения котировок, ставка снижалась особенно быстро, но падения котировок это не останавливало. Значит возможны 3 варианта: либо участники рынка прекратили оценивать акции методом «прибыль/ставка капитализации», либо они продолжали использовать высокую ставку капитализации, несмотря на падение ставки рефинансирования, либо сократились прибыли большинства компаний.

Возможно, доходность на долговом рынке реально была намного выше, чем ставка рефинансирования, в связи с чем ставка капитализации не уменьшилась. С нашей точки зрения, лучшим показателем состояния

долгового рынка может быть доходность по 10-летним US – Treasuries, считающаяся так называемой «безрисковой доходностью». Можно заметить, что динамика доходности по данным облигациям идёт почти вровень со ставкой рефинансирования (при этом коэффициент корреляции равен 0.88), однако с марта 1991 по февраль 1995, с апреля 2001 по май 2005, с октября 2007 по настоящее время – падение ставки рефинансирования не вызывает соответствующего падения доходности по облигациям США. Так что доходность на долговом рынке, являющаяся более «близким» для инвесторов показателем, действительно была выше ставки рефинансирования, но всё же она снизилась, следовательно, при прочих равных условиях, должна была снизиться (пусть и не так значительно) ставка капитализации, а цены акций – повыситься. Но этого не произошло: во время последнего кризиса цены облигаций росли на фоне падения фондового рынка, то есть мы стали свидетелями перетока денег с рынка акций в облигации США, несмотря на позитивный для акций фактор. Возможно, на понижение «справедливой цены» акций в глазах инвесторов повлияли многочисленные риски неполучения прибыли компаниями, что существенно повысило ставку капитализации, либо снижение реальных и ожидаемых прибылей корпораций, которые и должны были капитализироваться, либо оба эффекта одновременно. Проверим это.

Для создания индекса прибыли американских корпораций мы использовали до 1 кв. 1990г. данные по 6 компаниям: IBM, Johnson & Johnson, Coca-Cola Co., Hewlett-Packard, Walt Disney, Boeing. 1 квартал 1990г. мы приняли за точку отсчёта и присвоили ему значение 100. После 1 кв. 1990г. в расчёте индекса использовались также данные по компаниям: Exxon Mobil, Apple, Microsoft, General Electric, Berkshire Hathaway, Chevron, Wal-Mart, Procter & Gamble, Pfizer, ConocoPhillips, Cisco, Verizon, Pepsi, McDonalds, Ford Motor.

Можно выделить 3 периода падения прибылей компаний: 1 кв.1991г. - 3 кв.1993г., 1 кв.2001г. - 3 кв.2002г., 3 кв.2008г. - 1 кв.2009г. В первый период падения прибылей обвала цен на акции не произошло. А в 2001-2002гг. и 2008-2009гг. снижение цен акций предшествовало падению прибылей

компаний и достигало своего пика тогда, когда прибыли уже восстанавливались. Причём можно заметить, что именно в эти 3 периода ставка рефинансирования «отрывалась» от доходности десятилетних облигаций США. В первом периоде ФРС приступила к снижению ставки рефинансирования, как только начали падать прибыли корпораций и не поднимала её вплоть до 1994, когда прибыли начали восстанавливаться. Фондовый рынок не показывал и признаков падения, возможно потому, что падение прибылей и снижение ставки разнонаправлено действуют на оценку акций и нейтрализуют друг друга. Впрочем, вопрос влияния ставки на фондовый рынок США сложен, так как до снижения ставки в январе 2001г. ФРС её поднимало, что позитивно(!) сказывалось на фондовом рынке. Как только рост акций на фоне дальнейшего увеличения ставки прекратился, ФРС начала снижать ставку, вскоре компании начали показывать худшие результаты по прибыли, ФРС планомерно понижало ставку, а фондовый рынок начал снижение, достигшее дна лишь в сентябре 2002. К началу 2004г. прибыли компаний восстановились, и ФРС начала вновь повышать ставку, «параллельно» с ростом индекса. В 2008 году последовательность событий была следующей: сначала сентябре 2007г. ФРС без видимых причин начала понижать ставку, положив начало понижательной(!) тенденции на рынке, а кратковременное падение прибылей появилось лишь в 4 кв. 2008, после чего последовало ещё одно резкое снижение ставки с 1% до 0.25%.

Можно сделать вывод, что падение прибылей компаний, резкое снижение ставок рефинансирования, падение рынка акций взаимосвязаны между собой и сигнализируют о нарушениях в движении капитала, однако остаётся открытым вопрос о механизме и первопричине данного взаимодействия.

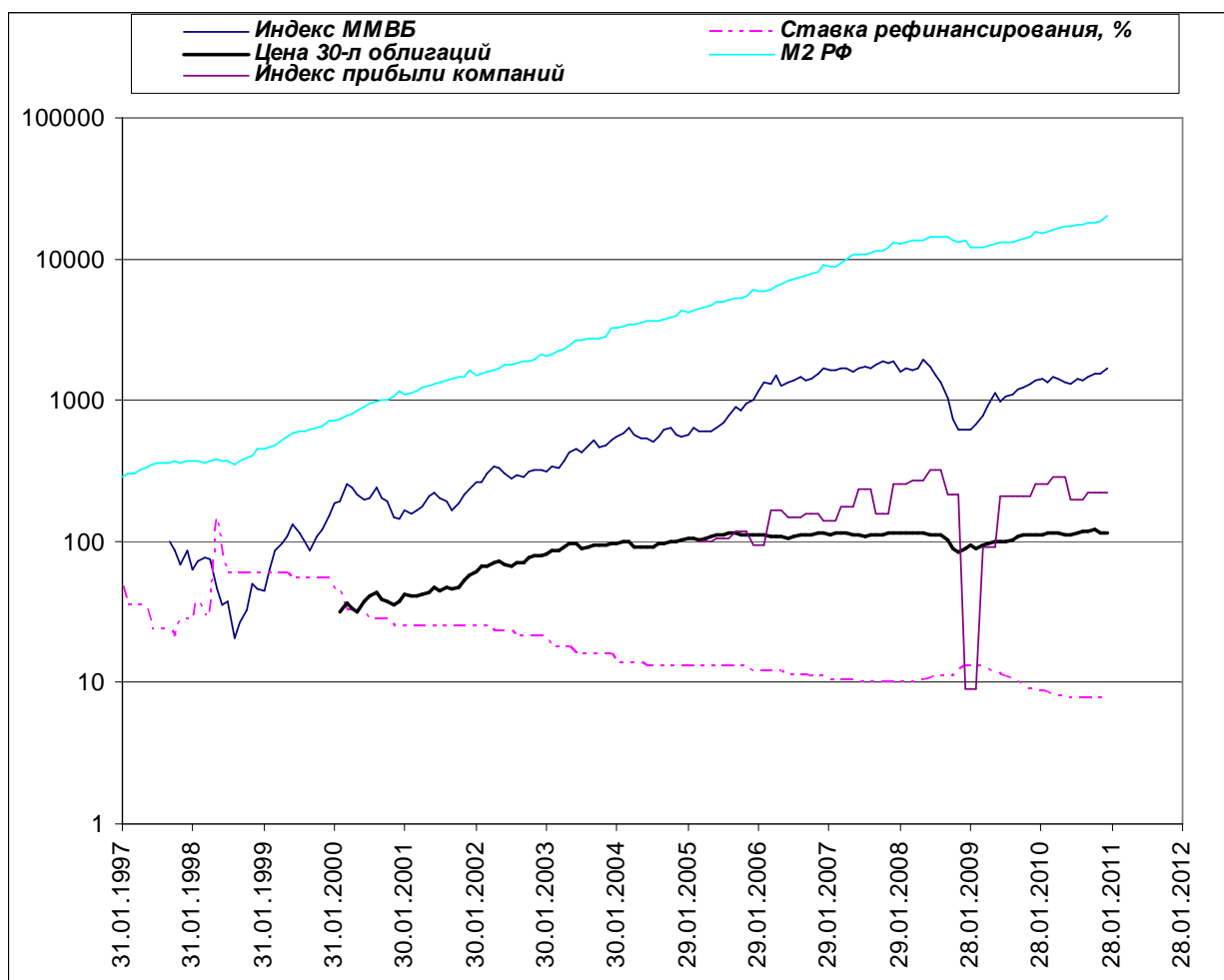


Рисунок 5

Проведя подобный анализ для России, можно заметить «зеркальность» денежной массы, самого индекса ММВБ и цены 30-летних государственных облигаций по отношению к ставке рефинансирования. (Коэффициент корреляции М2 и ставки равен -0.59, ММВБ и ставки равен -0.63) Если в США во время кризисов деньги переходят с рынка акций на рынок государственных облигаций, вызывая рост цен на облигации, то в России деньги уходят со всех рынков одновременно, вызывая падение и на рынке государственных облигаций в том числе. Коэффициент корреляции цен на акции и облигации в России равен 0.81, что может объясняться наличием большого числа иностранных инвесторов, которые вводят и выводят деньги из страны. Индекс прибыли компаний, построенный по данным Газпрома, Роснефти, Лукойла, Новотеха, НЛМК, МТС, Мечела, АФК Системы, свидетельствует об убытках по результатам 4 кв. 2008г. (значения индекса от 10 и ниже соответствуют убыткам), прибыль быстро восстановилась, впрочем, как и в компаниях США.

Нефть

Корреляция индекса ММВБ с ценами нефти марки Brent и Urals равна 0,92 в обоих случаях, основываясь на ежемесячных данных за сентябрь 1997 – январь 2011. Многие учёные (в частности, Я.М.Миркин) не зря называют российский фондовый рынок производным от цены на нефть, что подтверждается графиком ниже:

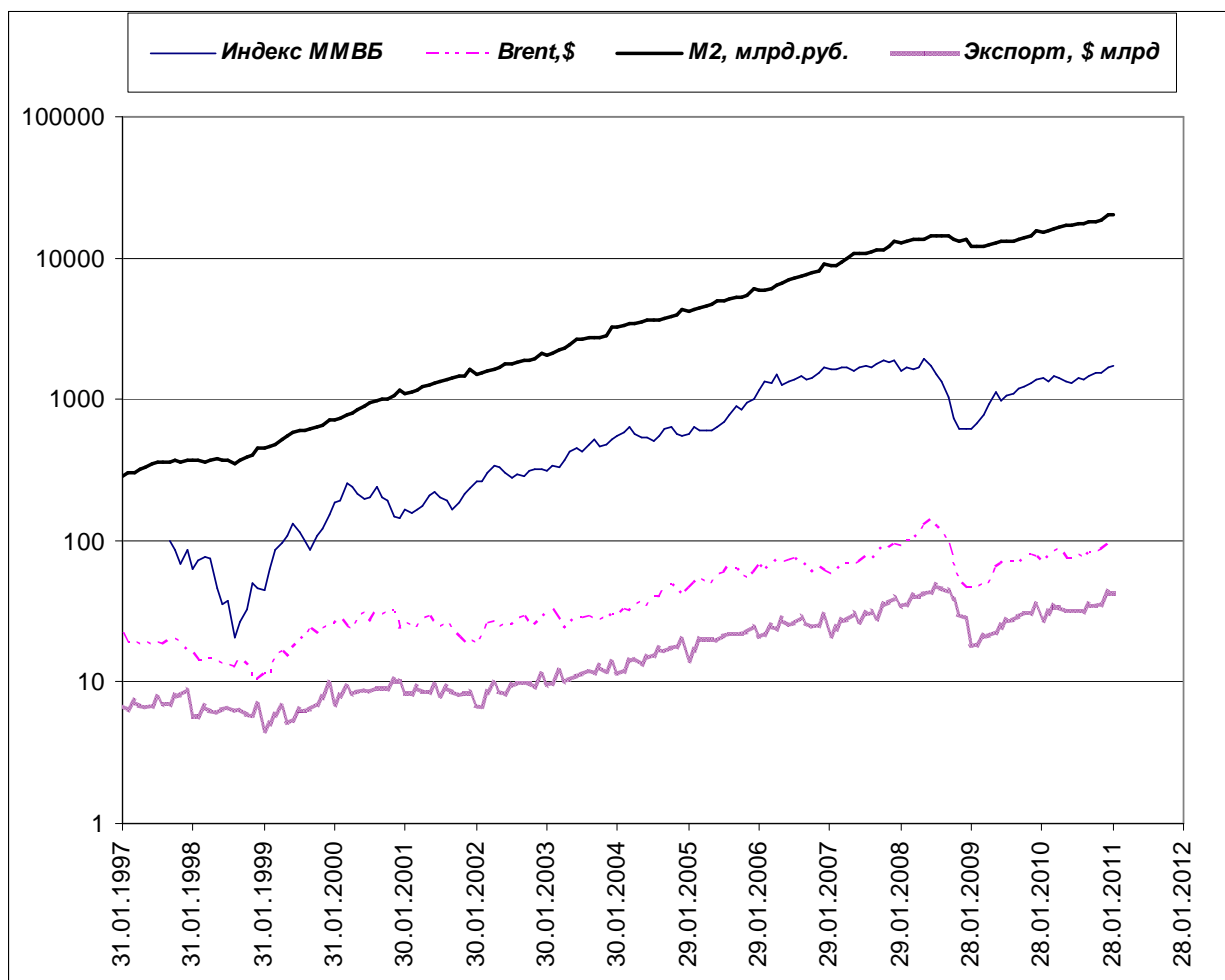


Рисунок 6

В подтверждение ранее сказанному из главы 2, на графике чётко заметна идентичность ценовой динамики нефти и индекса ММВБ, что, возможно, опосредуется приходом в страну экспортной выручки (корреляция цены нефти и экспорта составляет 0.97) и ростом денежной массы (корреляция экспорта с денежной массой равна 0.93). Посмотрим, что происходит с американским индексом.

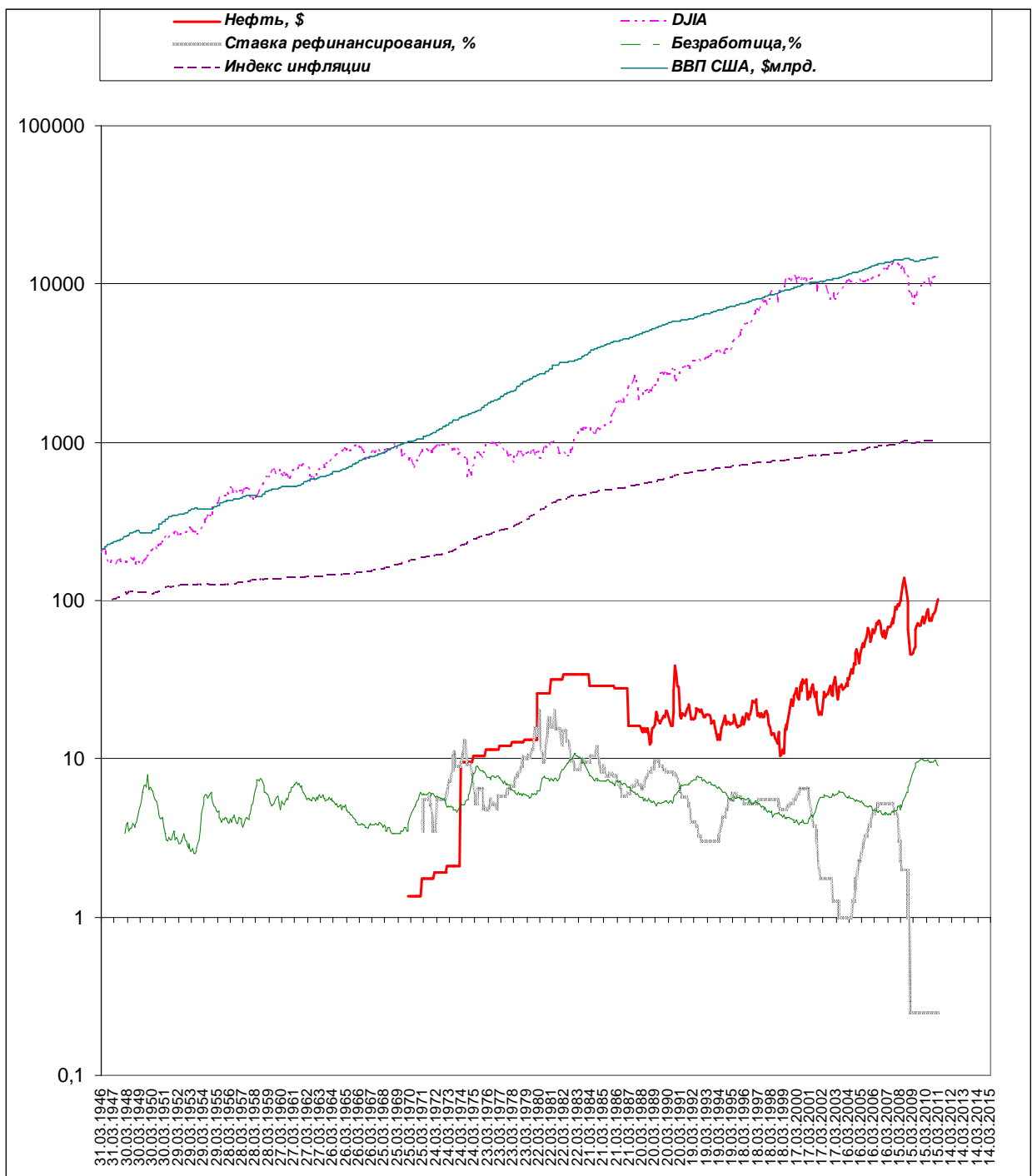


Рисунок 7

Зависимость американского индекса от нефти не столь однозначна – во время первого «нефтяного шока» индекс «просел» на 35%, произошло ускорение инфляции, ФРС подняла ставку до 13% в мае 1974г., выросла безработица. Во время второго «нефтяного шока» произошло резкое усиление инфляции, опасаясь которого ФРС подняла ставку до 20% в марте 1980г. Фондовый рынок на скачок нефтяных цен не отреагировал. К концу 1982г. безработица возросла до 10.8%. В период «третьего нефтяного шока» фондовый рынок США рос, несмотря на высокие цены нефти. По данным с

января 1970г. по январь 2011г. коэффициент корреляции между ценой нефти и индексом Dow Jones составляет 0.66, что означает прямую зависимость, то есть акции растут вместе с ценой на нефть, несмотря на ухудшение маржи компаний за счёт роста себестоимости. Подобный неожиданный вывод заставляет отвлечься от модели «прибыль/ставка капитализации» и взглянуть на рост цен двух различных видов активов как на процесс обесценения доллара.

Инфляция

Взглянем на график, изображающий динамику индекса Доу Джонса, индекса потребительской инфляции (CPI), индекса промышленной инфляции (PPI), а также цен на золото и нефть.

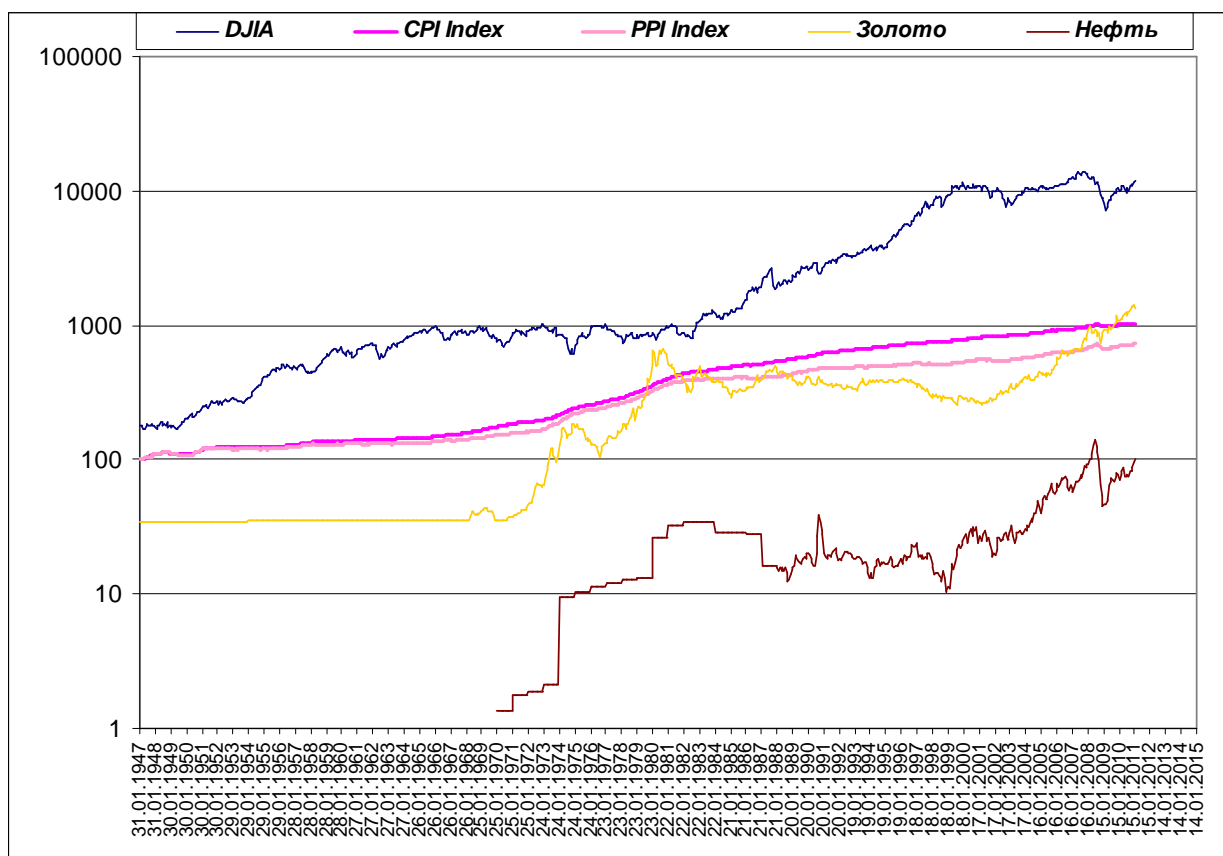


Рисунок 8

Глядя на график, можно сделать следующие выводы: если потребительские цены за последние 65 лет выросли в США приблизительно в 10 раз, то фондовый индекс вырос значительно больше – в 65 раз. Объясняться это может частичным переходом инфляции из сферы торговли в финансовую сферу. В результате инфляция на фондовом рынке идёт быстрее, чем на рынке потребительских товаров, привлекая на себя всю избыточную

ликвидность. Также привлекает внимание синхронность скачков цен на нефть и золото, которая может характеризовать падение покупательной способности доллара по отношению к реальным товарам, зачастую даже более сильное, чем потребительская инфляция. Именно эта инфляция в долгосрочном периоде и отражается на рынке акций в виде роста цен, будучи опосредованной соответствующим ростом прибылей в номинальном выражении. Если взять за точку отсчёта 1976г., то к январю 2011г. индекс Доу Джонса вырос в 12.2 раза, золото – в 12.8 раз, нефть – в 8.8 раз, что является сопоставимыми величинами. Таким образом, мы являемся свидетелями обесценения ничем не обеспеченного после краха Бреттон-Вудской системы доллара относительно реальных ценностей: золота, нефти, работающих и создающих стоимость компаний.

Таким образом, фондовый рынок действительно реагирует на падение покупательной способности ничем не обеспеченных денег ростом цен (коэффициент корреляции CPI и индекса Доу Джонса равен 0.90), что подтверждает приведённое в главе 2 теоретическое обоснование. При этом показателями инфляции могут служить цены на нефть и золото (корреляции CPI с ценами нефти и золота равны 0.82 и 0.84 соответственно).

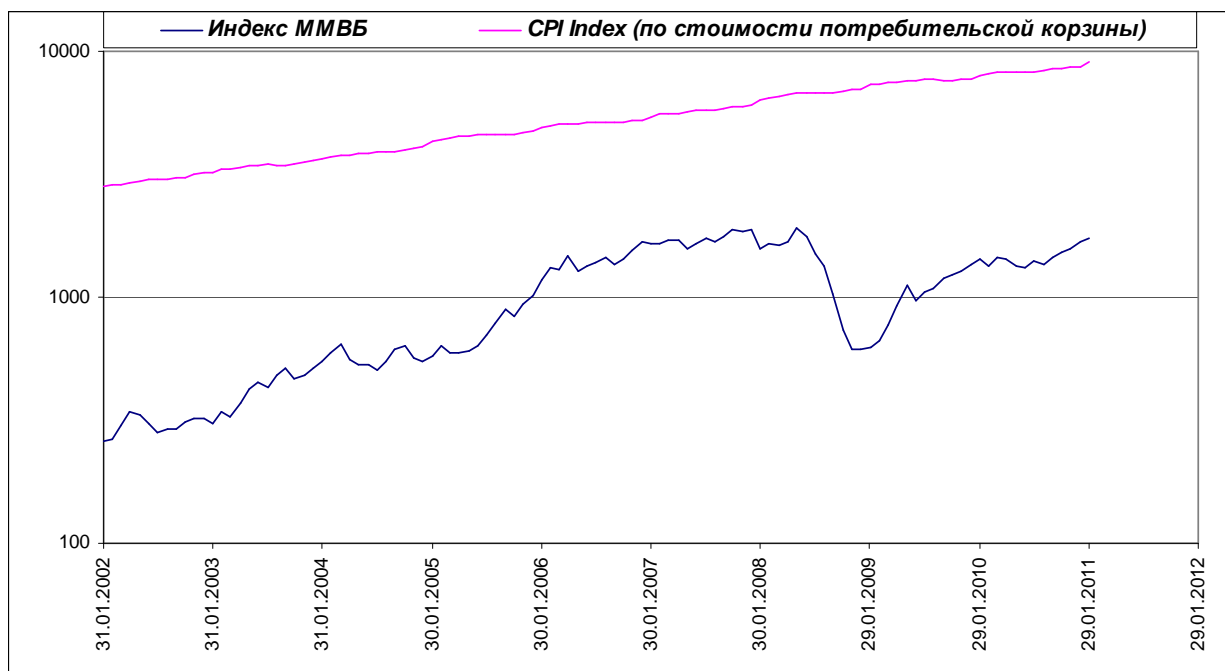


Рисунок 9

Даже на российском рынке, несмотря на кризис, общий тренд индекса ММВБ в приближении совпадает с потребительской инфляцией, при этом

незначительно её обгоняя, как и на американском рынке, а коэффициент корреляции между ними равен 0.70.

Валюты

Анализ влияния валютных курсов на российский рынок акций дал совершенно неожиданные результаты. Коэффициенты корреляции представлены в таблице ниже.

Таблица 1 – Влияние валютных курсов на российские индексы акций

	RUR/USD	RUR/EUR	EUR/USD
ММВБ	0,24	0,64	0,81
РТС	0,31	0,59	0,71

В расчёт принимались ежемесячные данные с сентября 1995г. по индексу ММВБ и с сентября 1997г. по индексу РТС. Оказалось, что курс евро находится в большей корреляции с российскими индексами, чем курс доллара. Ещё большее влияние оказывает курс евро/доллар, который вообще не связан с рублём и российской экономикой напрямую. Скорее всего, соотношение таких мировых валют как евро и доллар характеризует состояние мировой экономики/мирового рынка капитала, при котором инвесторы считают привлекательными или непривлекательными фондовые рынки развивающихся стран. Таким образом, высокий курс евро/доллар может быть следствием политики дешёвого доллара, при которой весь мир насыщается дешёвой ликвидностью, проникающей на фондовые рынки и вызывающей их рост.

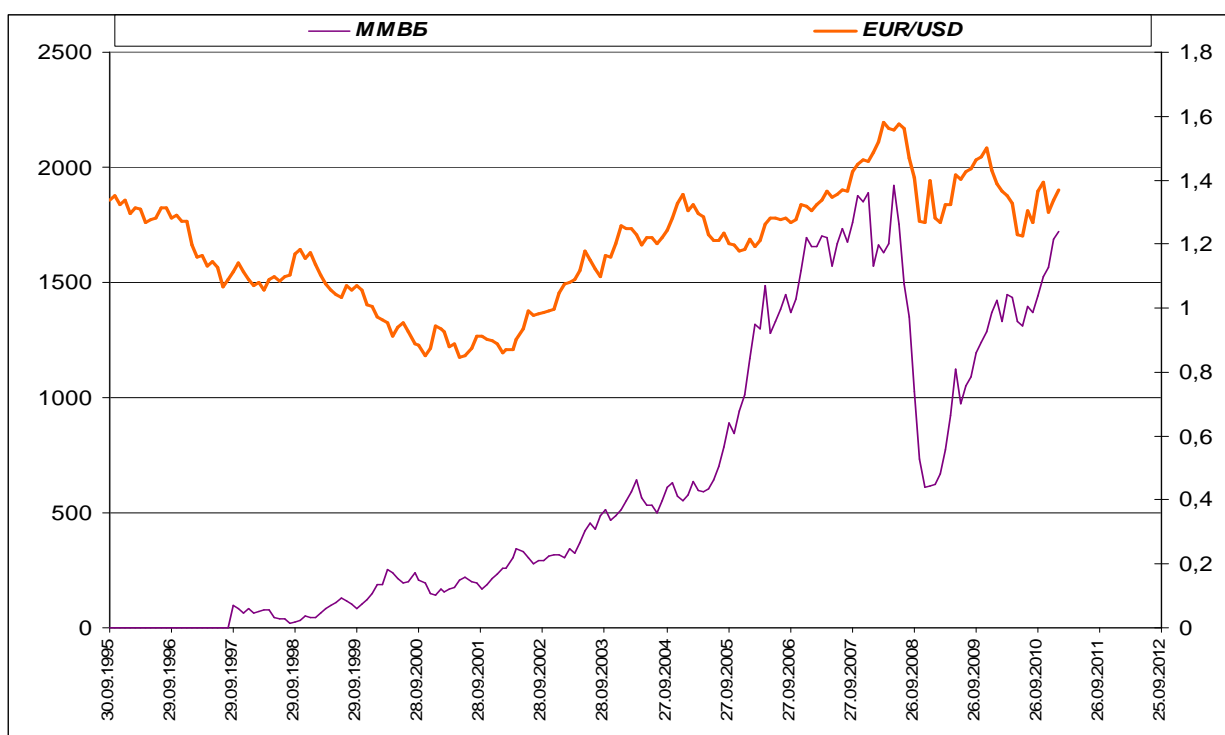


Рисунок 10

Можно сделать вывод, что российский фондовый рынок растёт вместе с рублём и евро, падает при росте доллара относительно других валют и нефти, растёт при падении доллара. В общем, российский рынок зависит от силы доллара, что подтверждается наличием высокой отрицательной корреляции индекса ММВБ и индекса доллара (-0.80). Механизм влияния валютного курса на рынок акций был рассмотрен нами в главе 2.

На американском рынке индекс Доу Джонса имеет корреляцию 0.77 с валютной парой JPY/USD, то есть при укреплении доллара по отношению к йене, рынок акций США растёт. Данную связь можно проследить на графике.

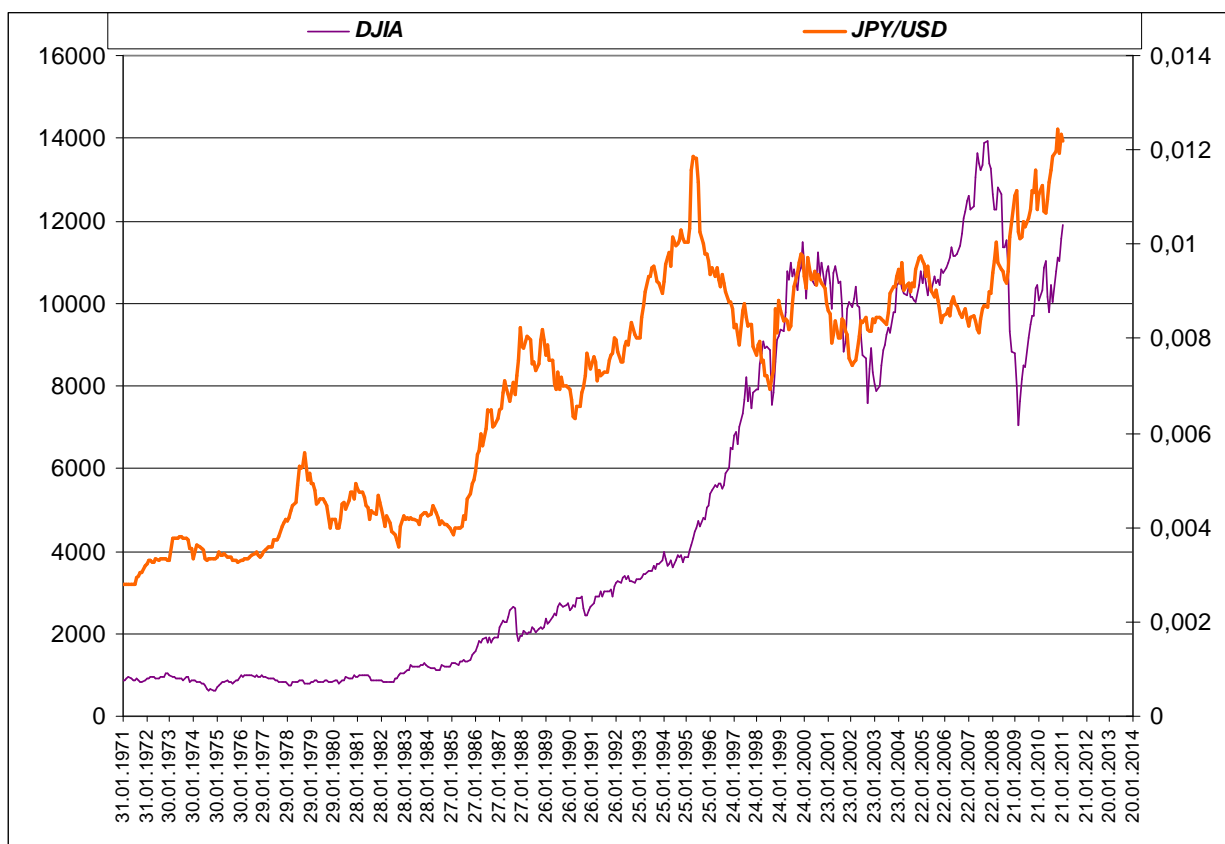


Рисунок 11

Возможно, здесь следует говорить не об укреплении доллара как таковом, а именно об ослаблении йены, долгое время конкурировавшей с долларом, следствием которого является приток капитала в долларские активы, в т.ч. на американский фондовый рынок. Не стоит говорить о влиянии укрепления доллара как такового потому, что в указанный период индекс доллара демонстрировал, в целом, снижение, что наглядно видно из графика ниже.

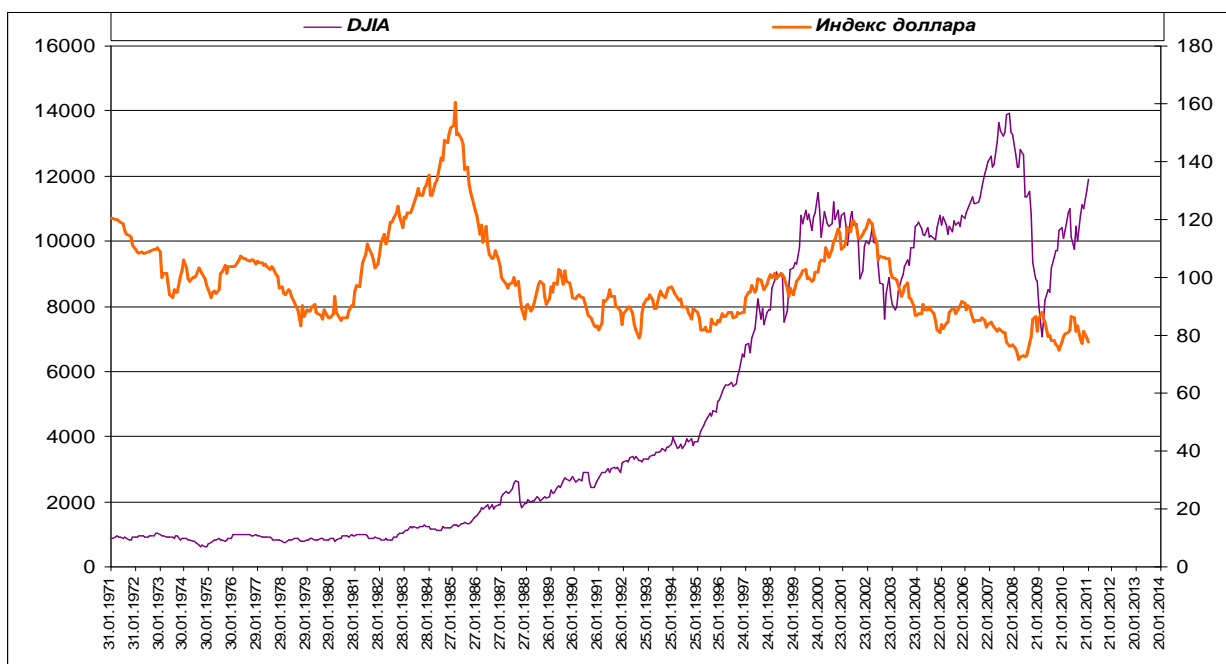


Рисунок 12

Несмотря на то, что общая корреляция между индексом доллара и DJIA за весь период невысока (-0.39), необходимо отметить, что начиная приблизительно с 2003 года она становится более тесной (-0.53), а стадии роста и падения на фондовом рынке начинают совпадать с обратными стадиями динамики доллара. Рынок растёт на фоне падения доллара к другим валютам и падает на фоне укрепления доллара к другим валютам. То же происходит и на российском рынке акций, даже с большей зависимостью от индекса доллара, чем на американском.

Иностранные инвестиции

Российский фондовый рынок исторически сильно зависит от иностранных инвесторов, что ясно заметно на графике.

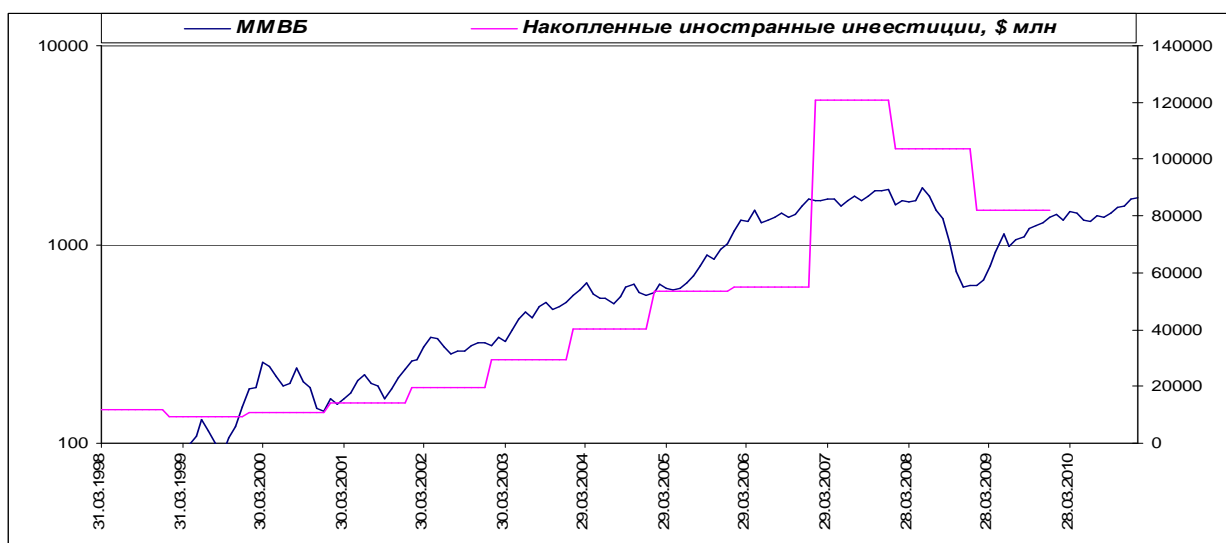


Рисунок 13

Динамика фондового индекса сильно зависит от притока зарубежных денег на рынок. Коэффициент корреляции составляет 0.90. В свою очередь, приток иностранных инвестиций зависит от многих упомянутых выше факторов, в основе которых лежит денежно-кредитная политика ФРС США.

Связь с зарубежными фондовыми рынками

Поскольку одни и те же инвесторы могут действовать на рынках акций разных стран, динамика их становится всё более синхронной. Мы решили определить рынки, с которыми наблюдается наибольшая связь у индексов РТС и ММВБ.

Таблица 2 – Корреляция российских и зарубежных индексов акций

	РТС	ММВБ
MEXICO IPC	0,93	0,95
BOVESPA	0,91	0,93
Hang Seng	0,86	0,86
DJ Industrial	0,67	0,66
MSCI World	0,67	0,59
Xetra DAX 100	0,58	0,50
S&P 500	0,46	0,33
FTSE Eurotop 100	0,36	0,21
CAC 40	0,34	0,18
NASDAQ	0,24	0,11
Nikkei 225	-0,15	0,00

Наибольшая связь наблюдается с единственными индексами развивающихся экономик, взятыми для анализа – Мексики и Бразилии, - что подтверждает теорию «рынков-аналогов», приведённую в главе 2. Из двух российских индексов наибольшую связь с развитыми рынками демонстрирует долларовой РТС, а с развивающимися – рублёвый ММВБ, что указывает на синхронность курсов национальных валют России, Мексики и Бразилии.

Внутренний валовой продукт

Поскольку реальная экономика лежит в основе фондового рынка (к данному выводу мы пришли в главе 2), то необходимо сравнить динамику индексов акций с показателем ВВП, отражающим рост реальной экономики. Критику показателя ВВП со стороны таких учёных, как Л.Ларуш и П.Кругман, мы временно оставляем в стороне, полагая, что рост ВВП отражает рост реальной экономики. Взглянем на график.

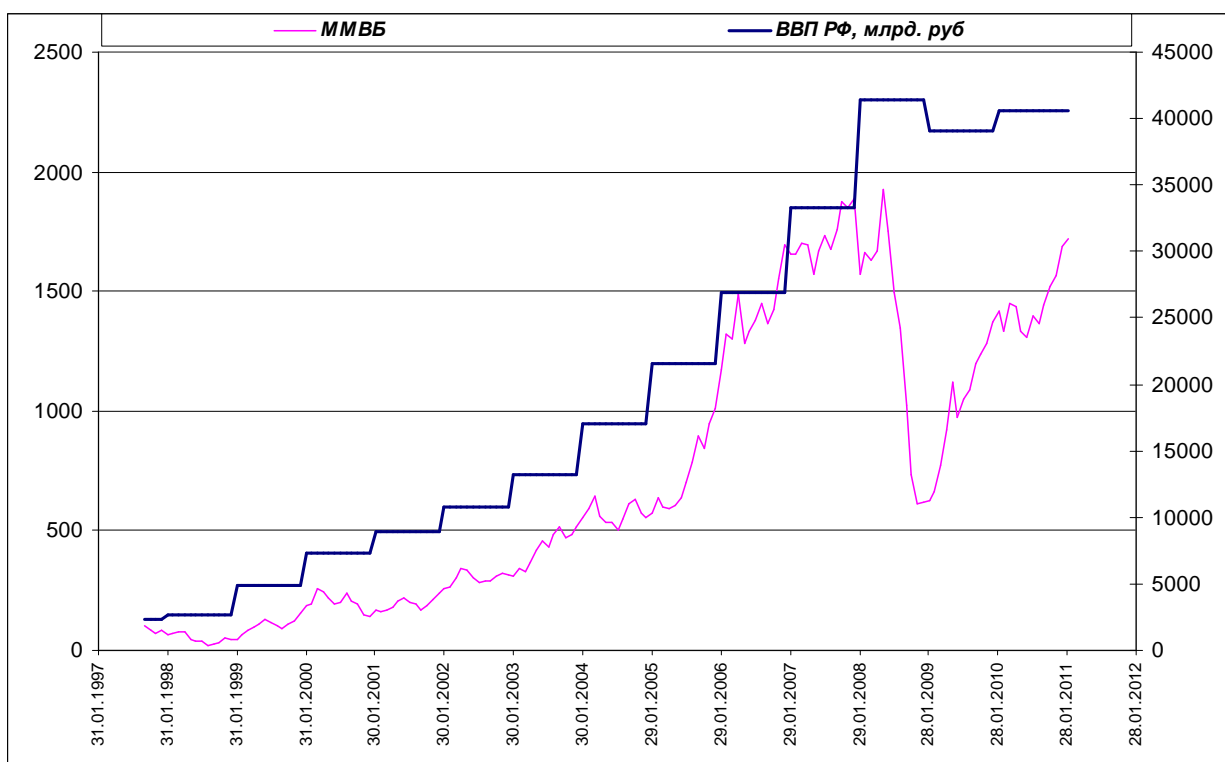


Рисунок 14

Российский ВВП, судя по графику, служит некой «границей», которую индекс ММВБ не может превысить (если за точку отсчёта принять сентябрь 1997г.). При этом темп роста ВВП большую часть времени превышал темп роста цен на акции. Темп роста российского ВВП нельзя рассматривать как независимый макро-фактор, поскольку, согласно мнению А.Кобякова и М.Хазина, он находится под сильным влиянием цен на нефть, тарифов естественных монополий и уровня цен на основные ресурсы, рассчитанного на основе паритета покупательной способности. «Именно эти три фактора в основном определяли экономический рост в России в течение всего периода ее независимого существования».⁹⁵

⁹⁵ Кобяков, А.Б. Закат империи доллара и конец “Рах Americana” / А.Б.Кобяков, М.Л.Хазин – М.: Вече, 2003

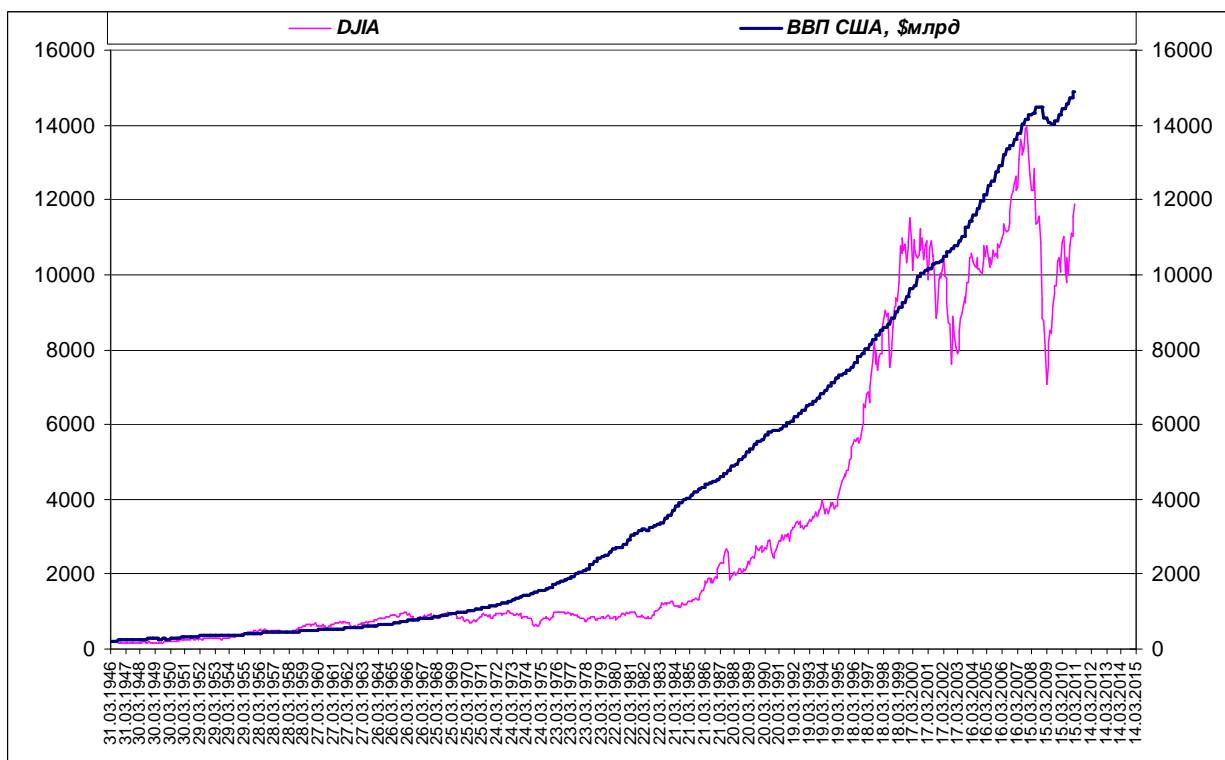


Рисунок 15

Похожая на Россию ситуация в плане соотношения динамики индекса и ВВП наблюдается и в США, где индекс в 2007г. не смог «пробить» численно равное ему значение ВВП. В октябре 2007г. индекс составлял 13930 пунктов при ВВП равном 14158 млрд. долл.

Коэффициент корреляции ВВП и индекса в России составляет 0.89, в США он равен 0.95. И, наконец, неожиданный результат: корреляция ММВБ с американским ВВП составляет 0.91, что выше, чем с собственным, российским ВВП. Данный факт может лишней раз указывать на присутствие международных инвесторов на российском рынке.

Безработица

Другой значимой характеристикой состояния экономики является безработица. Мы решили проверить, насколько сильно влияет данный фактор на рыночные цены акций.

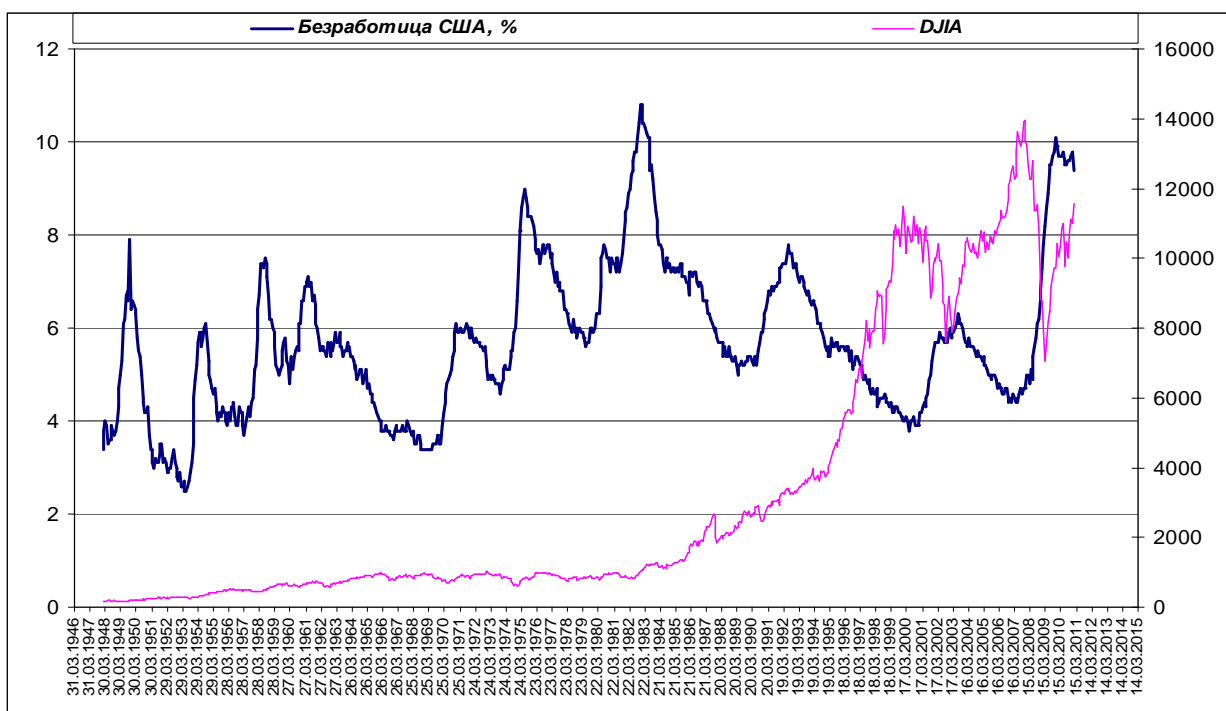


Рисунок 16

О чём можно сказать наверняка, так это что безработица чётко идентифицирует кризисы в экономике США: кризис начала 70-х, первый «нефтяной шок» 1974-1975гг., второй «нефтяной шок» 1979- начало 80х, кризис начала 90х (сопровождённый убытками компаний и банкротствами), кризис 2008г. Однако ощутимую связь с ценами акций можно выделить лишь в последнее десятилетие, когда рынок негативно реагировал на рост безработицы и позитивно – на её снижение.

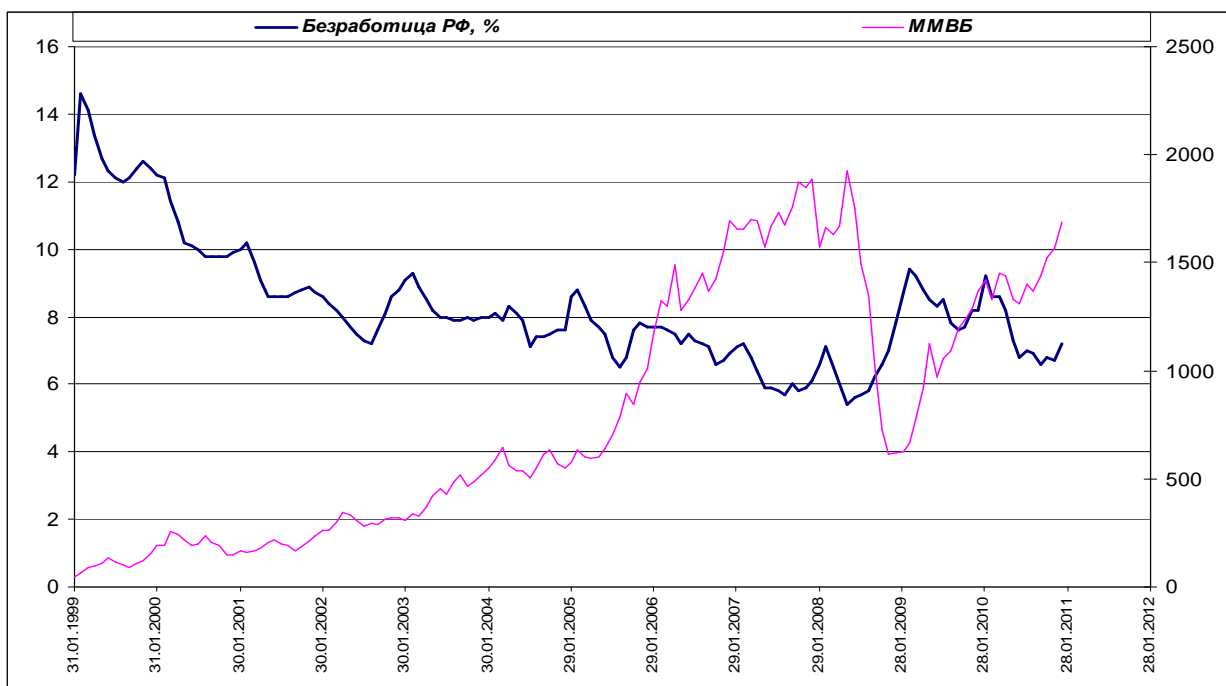


Рисунок 17

На российском рынке корреляция безработицы и индекса составляет - 0.72, что подтверждает обратную связь между показателями.

Подытоживая всё вышесказанное, российский рынок очень сильно зависит от макроэкономических факторов, таких как: цена нефти, индекс доллара, приток иностранных инвестиций, денежно-кредитная политика ФРС и ЦБ РФ, рублёвая инфляция.

Рынок акций США взаимосвязан с индексом доллара, инфляцией (отражающейся в росте цен на нефть и золото), денежно-кредитной политикой ФРС.

Кроме макро-факторов, влияющих в целом на весь рынок акций одновременно, для каждого частного капитала и представляющих его конкретных акций есть свои микро-факторы, которые также являются целью нашего исследования.

3.2 Микро-факторы

Корпоративные события

Чтобы оценить влияние корпоративных событий на котировки акций, мы решили проанализировать более 150 новостей, касающихся ОАО «Корпорация ВСМПО-АВИСМА» (мировой лидер по производству титана) и находящихся на сайте компании, а также сопоставить их с историческими котировками, выявив реакцию рынка на новости. При анализе динамики котировок оказалось, что их график во многом повторяет индекс ММВБ. Коэффициент корреляции составляет 0.66. Являясь акциями стабильного предприятия, они растут и падают вместе с рынком, по мере прихода/ухода на него денег из других частей российского финансового рынка либо от зарубежных инвесторов. Чтобы отделить влияние корпоративных событий на оценку акций ВСМПО-АВИСМА от общей конъюнктуры рынка, мы решили рассматривать ежедневные отклонения доходности акций от доходности индекса ММВБ.

Таким образом, нас интересуют ситуации, когда акция «обгоняет» рынок либо, наоборот, «отстаёт» от него. Сопоставив полученные результаты с происходящими в радиусе одного-двух дней событиями, мы выявили

список новостей, оказавших влияние на котировки, независимо от рыночной конъюнктуры:

Таблица 3

Влияние корпоративных новостей на цену акций		
26.01.2006	22%	Открытие торгов после завершения судебного процесса, длящегося с 12 октября 2005г. Акция «подтянулась» к рынку.
16.05.2006	6%	EADS и ВСМПО Ависма заявляют о долгосрочном контракте на поставку титана до 2011г.
19.07.2006	11%	ВСМПО-АВИСМА подписала с EMBRAER длительный контракт на поставку титана до 2011г.
30.10.2006	-4%	Генеральный директор Владислав Тетюхин объявил о планах развития компании до 2012 года, предусматривающих увеличение объемов капиталовложений на годы вперед.
08.11.2006	8%	Председателем нового совета директоров ОАО Корпорация ВСМПО-АВИСМА (после покупки компании "Ростехнологиями") назначен Чемезов С.В. «Мы приобрели пакет акций вашего предприятия, для того чтобы развивать производство титана в России. Мы полностью поддерживаем планы корпорации по увеличению мощностей в два раза и готовы работать вместе с вами»
20.02.2007	5%	ОАО Корпорация ВСМПО-АВИСМА объявляет предварительные финансовые результаты деятельности в 2006 году и планы на 2007 год. Оба предприятия работали стабильно, Компания выполнила план по производству титана и магния в 2006 году. Достигнутые финансовые результаты и объемы производства соответствуют ожиданиям менеджмента.
19.04.2007	-2%	Совет директоров ОАО Корпорация ВСМПО-АВИСМА рассмотрел программу развития компании до 2012 года и новую дивидендную политику. Совет директоров утвердил концепцию, заложенную в «Программе стратегического развития ОАО «Корпорация ВСМПО – АВИСМА» на 2007-2012 годы» по достижению следующих целей развития: 1. увеличение объема производства титана губчатого в филиале АВИСМА с обеспечением надежного энергоснабжения до 44 тысяч тонн в 2011 году. 2. увеличение общего выпуска товарной титановой продукции до 44 тысяч тонн к 2012 году. Совет директоров утвердил положение о дивидендной политике корпорации, срок действия которого был продлен до 2012 года. Принципиальным изменением в новой редакции положения стало изменение базы расчета по определению размера дивидендов. Согласно предыдущей редакции размер дивидендов рекомендовался Советом директоров из расчета не менее 10 % чистой прибыли, определяемой в соответствии со стандартами US GAAP, в новой редакции размер дивидендов определяется не менее 10% чистой прибыли, рассчитанной согласно требованиям российских стандартов бухгалтерской отчетности.
03.12.2007	-3%	3 декабря в 23 часа 03 минуты в кузнечно-прессовом комплексе (цех № 21) ОАО «Корпорации ВСМПО-АВИСМА» произошло разрушение сосуда, работающего под давлением на прессе усилием шесть тысяч тонн, что вызвало взрыв. Пострадало пять сотрудников предприятия, в том числе двое – погибли.
30.06.2008	-8%	Общее собрание акционеров

14.07.2008	4%	ОАО «Корпорация ВСППО-Ависма» и Airbus - ведущий производитель самолетов подписали 30 июня 2008 года рамочное соглашение касательно поставок титана. Стоимость соглашения может достичь 4 миллиардов долларов США.
20.03.2009	12%	Совет директоров ОАО «Корпорация ВСППО-АВИСМА» избрал нового Президента. Им стал Михаил Воеводин - член Совета директоров и председатель комитета по аудиту, исполнительный директор ООО «Проминвест».
20.04.2009	7%	AIRBUS/EADS подписывают контракт с корпорацией ВСППО-АВИСМА (ГК "Ростехнологии") о поставке титановой продукции. AIRBUS/EADS и ВСППО-АВИСМА укрепляют долгосрочное партнерство. Подписанное соглашение предусматривает поставку титана компании Airbus и другим подразделениям EADS вплоть до 2020 года.
09.02.2010	7%	ОАО «Корпорация ВСППО-АВИСМА» продлила долгосрочное соглашение на поставку со Snecma, компанией группы Safran. Новость также может служить подтверждением качества титана, так как Snecma является одним из ведущих мировых производителей двигателей самолетов и ракет.

График котировок приведен ниже. Индекс «отрыва», превышающий 0, означает лучшую динамику бумаги по отношению к рынку в конкретный торговый день, не превышающий – худшую.

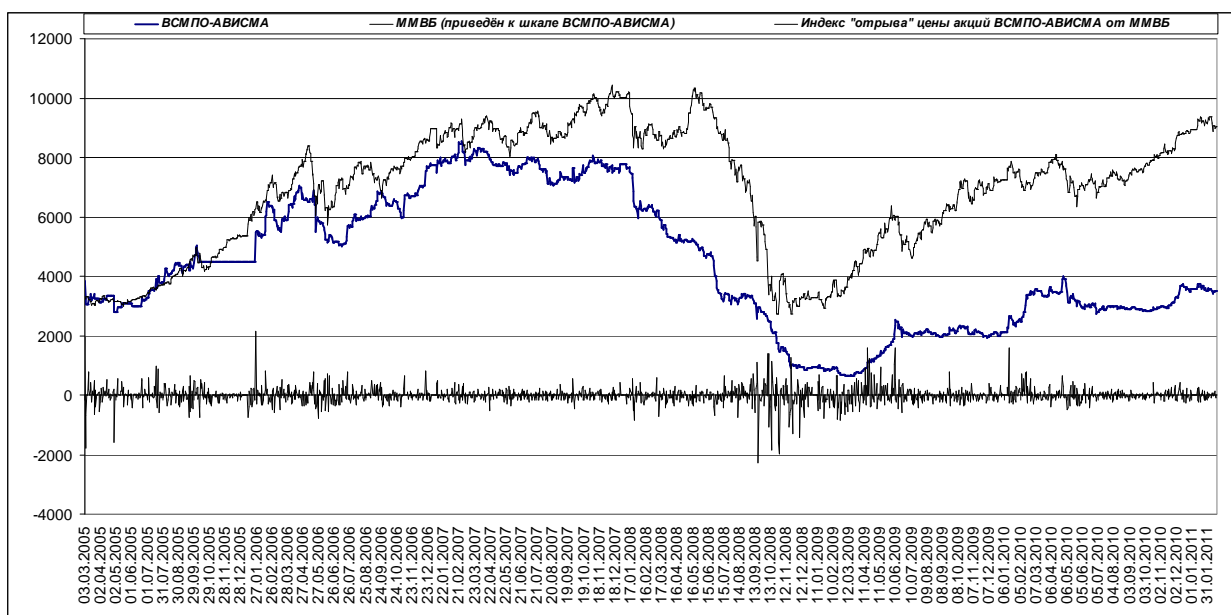


Рисунок 18

По результатам исследования можно сказать, что акции позитивно отреагировали на подписание новых контрактов с потребителями продукции, назначение Председателя совета директоров и Президента, негативная реакция последовала за аварией в цехе №21, а также при обнародовании планов полномасштабной модернизации и расширения производства, требующего обширных капиталовложений. Сложно сказать, почему общее

собрание акционеров в июне 2008г. так негативно сказалось на котировках. Возможно, это просто видимость, так как спад в котировках начался задолго до собрания, и вызван он был, вероятно, снижением планов Boeing, Airbus по выпуску новых самолётов в ближайшие годы в связи с падением мирового пассажиропотока на фоне кризиса.

Финансовые показатели компаний

Поскольку каждый покупатель акций стремится получить долю в растущем бизнесе и увеличить свой капитал, логично предположить, что именно показатели роста действительного капитала компании должны определять цену акций, являясь основным микро-фактором. Проверим, так ли это. Для анализа мы взяли ежеквартальные отчёты 21 американской компании с 1990г. по 2010г.

В качестве примера соотношения финансовых показателей с ценой акции взглянем на их график для компании Exxon Mobil.

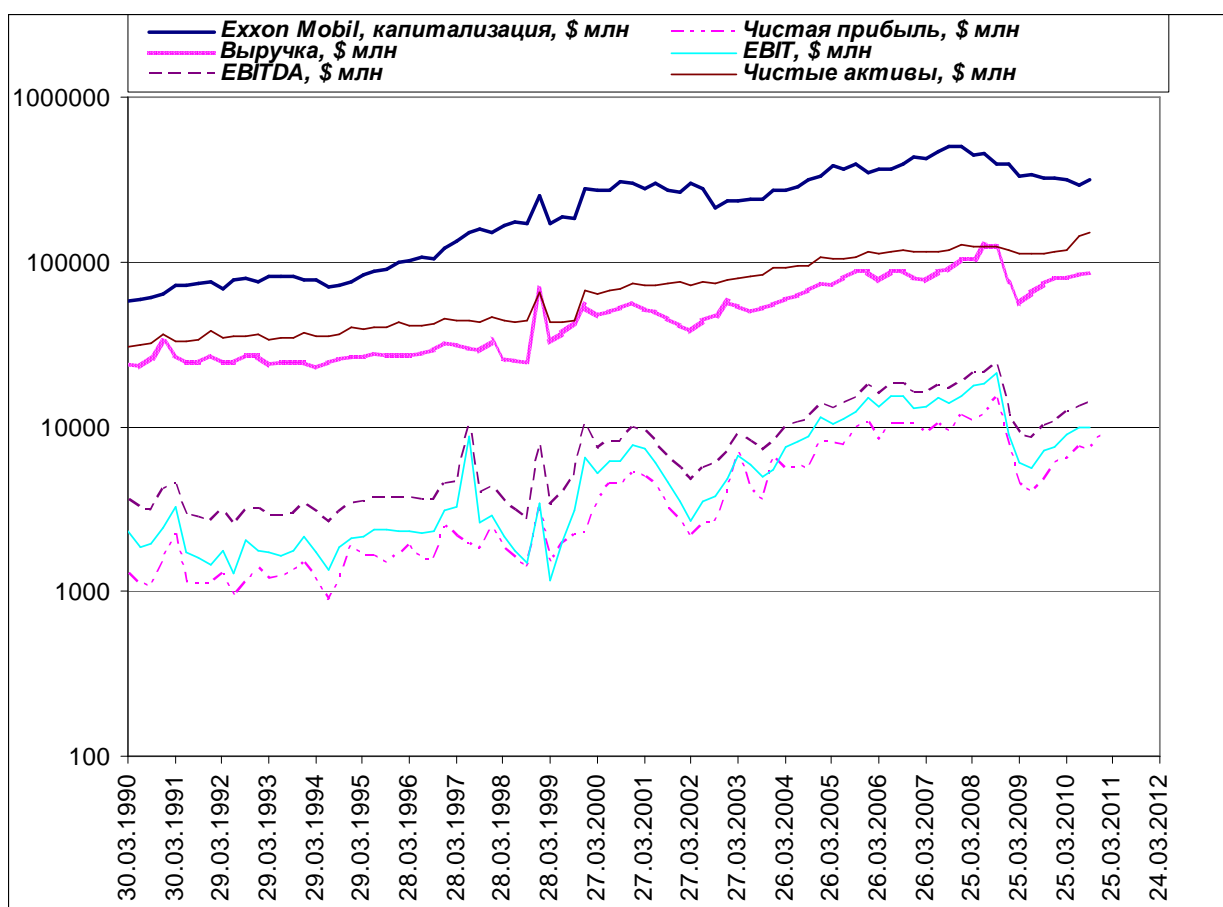


Рисунок 19

На графике выше мы можем наблюдать, что рыночная цена акций Exxon Mobil зависит в разной степени от следующих показателей: чистых

активов (собственного капитала), выручки, EBIT, EBITDA, чистой прибыли. Особенно заметна связь с выручкой, график капитализации буквально повторяет каждый её изгиб. Взглянем на ещё один график.

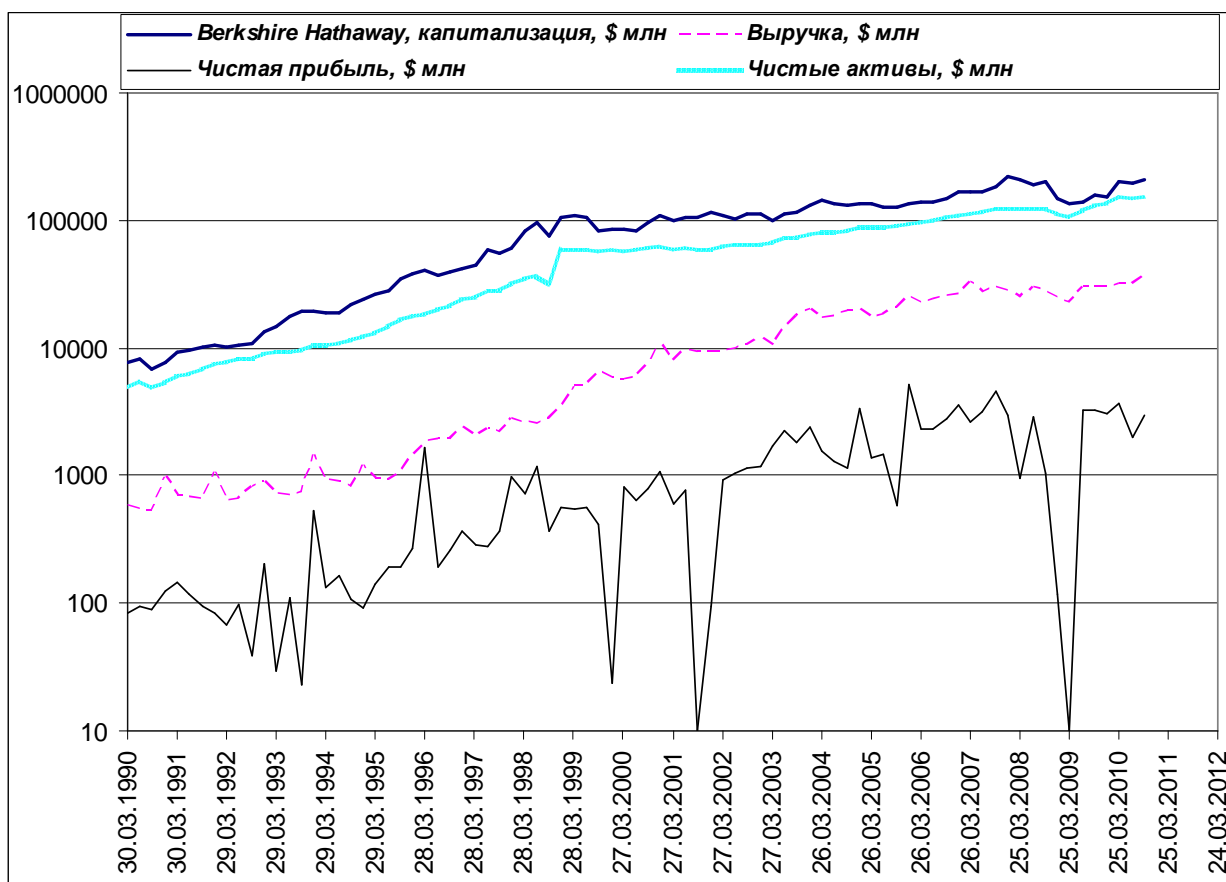


Рисунок 20

Berkshire Hathaway является акционерным инвестиционным фондом Уоррена Баффета, в связи с чем его капитализация следует за величиной чистых активов фонда, при этом не теряя связи с выручкой. Цены акций могут зависеть в большей степени от различных финансовых показателей. Для того чтобы определить, какие финансовые показатели оказывают наибольшее воздействие на рыночную цену рассматриваемых акций, посчитаем для них коэффициенты корреляции. Полученные результаты представлены в таблице ниже:

Таблица 4

Влияние финансовых показателей компаний на цену акций

	Чистые активы	Чистая прибыль	Выручка	ЕБИТ	ЕБИТДА	Чистый долг
Exxon Mobil	0,92	0,89	0,92	0,87	0,90	-0,85
Apple	0,96	0,94	0,96	0,93	0,93	-0,92
Microsoft	0,74	0,60	0,56	0,63	0,63	-0,68
General Electric	0,47	0,73	0,67	0,74	0,76	0,38
Berkshire Hathaway	0,97	0,70	0,92	0,71	0,72	-0,92

Продолжение таблицы 4

Chevron	0,93	0,85	0,94	0,84	0,91	-0,65
IBM	-0,28	0,56	0,68	0,56	0,55	0,18
Wal-Mart	0,74	0,72	0,75	0,68	0,69	0,72
Procter & Gamble	0,84	0,85	0,93	0,91	0,93	0,87
Johnson & Johnson	0,87	0,82	0,89	0,86	0,88	-0,65
Pfizer	0,50	0,43	0,66	0,61	0,58	-0,12
Coca-Cola	0,55	0,96	0,76	0,91	0,87	0,90
ConocoPhillips	0,98	0,25	0,95	0,95	0,96	0,82
Cisco	0,58	0,39	0,57	0,48	0,53	-0,35
Verizon	0,75	0,43	0,81	0,80	0,86	0,82
Pepsi	0,90	0,84	0,66	0,81	0,79	-0,33
HP	0,72	0,76	0,80	0,76	0,76	-0,15
Walt Disney	0,76	0,47	0,75	0,61	0,74	0,74
Mcdonalds	0,76	0,70	0,83	0,86	0,87	0,58
Ford Motor	0,19	0,15	0,20	0,21	0,29	0,04
Boeing	0,09	0,32	0,75	0,39	0,46	0,26
Среднее значение	0,67	0,64	0,76	0,72	0,74	0,03

Как оказалось, для большинства компаний определяющим показателем является выручка, что подтверждает результаты исследования Л.Юдкиной и Ю.Берлина, приведённые в предыдущей главе. Выручка является основным финансовым показателем для Exxon Mobil, Apple, Chevron, IBM, Wal-Mart, Procter & Gamble, Johnson & Johnson, HP, Boeing.

Величина чистых активов, или размер собственного капитала, является определяющим для акций Microsoft, Berkshire Hathaway, ConocoPhillips, Pepsi, Walt Disney. EBITDA служит ориентиром для цены акций General Electric, Procter & Gamble, Verizon, Mcdonalds. И лишь у Coca-Cola максимальная корреляция наблюдается с чистой прибылью.

Попытка обнаружить подобные корреляции на российском рынке не увенчалась успехом: лишь в очень редких случаях она достигала 0,5. Возможно, это объясняется небольшой по времени статистической базой, значимую часть которой занимает период кризиса, а возможно – спекулятивной природой российского фондового рынка, который зависит не столько от финансовых показателей компаний, сколько от притока денег на рынок.

Интересно также проанализировать вышеназванные американские акции с точки зрения коэффициента P/E и обратного ему E/P, который демонстрирует ожидаемый и устраивающий инвесторов темп роста капитала,

на который они нацелены при покупке акций. С течением времени этот показатель (усреднённый по всем неубыточным компаниям) менялся для корпораций следующим образом:

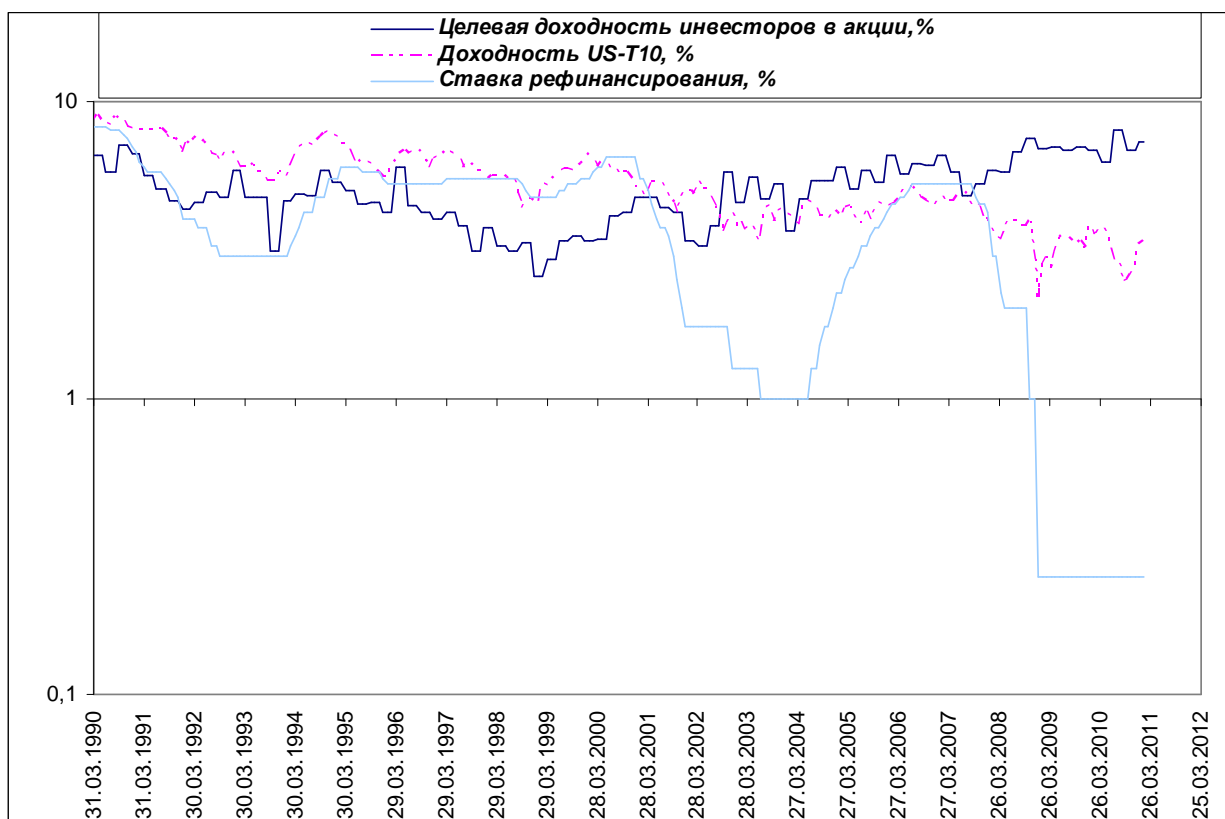


Рисунок 21

Можно заметить, что до 2002г. целевая доходность инвесторов в акции шла параллельно доходности 10-летних облигаций США, причём была ниже последней. С 2003 по 2007 года обе доходности по-прежнему шли параллельно друг другу, однако целевая доходность по акциям превысила доходность гособлигаций. С 2008г. ситуация кардинально изменилась (и остаётся такой по сей день) – доходности симметрично разошлись в разные стороны, что является следствием падения курсов акций при сохранении прибыли компаниями и роста цен на десятилетние облигации США. Сегодняшнюю ситуацию можно охарактеризовать следующим образом: акции недооценены по отношению к гособлигациям, так как позволяют увеличивать капитал примерно в 2 раза быстрее (при условии сохранения прибылей). С другой стороны, можно сказать, что участники рынка ощущают высокий риск неполучения сегодняшних и исторических прибылей компаниями в будущем, в связи с чем предпочитают «безопасность» госбумаг.

Если найти исторически средние значения показателя целевой доходности для вышеперечисленных акций, то обнаружим следующее:

Таблица 5 – Целевая доходность инвестирования в акции

Компания	(EPS/Price) Avg
Coca-Cola	2,9%
Walt Disney	3,1%
Johnson & Johnson	3,5%
Cisco	3,8%
HP	4,0%
Microsoft	4,2%
IBM	4,3%
Boeing	4,4%
Berkshire Hathaway	4,4%
Wal-Mart	4,6%
Pepsi	4,7%
Pfizer	4,8%
Procter & Gamble	5,2%
General Electric	5,4%
Apple	5,6%
Mcdonalds	5,7%
Exxon Mobil	6,5%
Verizon	6,9%
Chevron	8,2%
ConocoPhillips	9,7%

На самую малую доходность согласны инвесторы в Coca-Cola, Walt Disney, Johnson & Johnson, следовательно, рынок считает данные компании сверхнадёжными, риски неполучения ими прибылей – минимальными, что подтверждается долгой историей стабильной прибыльности. Поэтому данные акции торгуются с высокими мультипликаторами. Напротив, рынок считает, что прибыль ConocoPhillips может в любой момент снизиться (история прибылей действительно очень скачкообразна), в связи с чем акции торгуются с более низкими мультипликаторами.

Вывод: среди микро-факторов наиболее сильно цены акций зависят от выручки, далее в порядке убывания идут: EBITDA, EBIT, собственный капитал, чистая прибыль. Среди новостей наибольшее влияние оказывают те, которые отразятся на будущих финансовых показателях компаний либо стратегии (смена менеджмента). На развитых фондовых рынках микро-факторы играют большую роль в ценообразовании акций, чем на развивающихся, цены акций действительно отражают рост капитала компании. В то же время, динамика прибылей компаний в основном синхронна, что является доказательством их зависимости от макроэкономических факторов, в первую очередь денежно-кредитных.

Заключение

Основной вывод работы – определяющими факторами поведения российского фондового рынка в настоящее время являются макрофакторы: индекс доллара, денежная масса, ставка рефинансирования, инфляция, цена нефти, ВВП США. Поскольку российский фондовый рынок не является самостоятельным, он сильно зависит от ситуации на мировых рынках капитала и макрофакторов мирового масштаба, которые в большинстве случаев определяются денежно-кредитной политикой ФРС США. И долларовая денежная масса, приходящая в нашу страну, являющаяся следствием низкой ставки рефинансирования в США, и долларовая инфляция, вызванная эмиссией необеспеченных долларов (которые в большом количестве находятся в золотовалютных резервах России, а значит, снижает в той же степени покупательную способность рубля), и цена нефти, устанавливаемая на рынке фьючерсных контрактов, растущая в зависимости от денежно-кредитной политики США. В итоге получается, что за большинством макрофакторов, влияющих на российский рынок акций, стоит управленческая воля ФРС США. А американский ВВП является вторым по важности, после цен на нефть, фактором, с коэффициентом корреляции 0,91. Иностраные портфельные инвестиции по-прежнему оказывают значительное разбалансирующее влияние на российский рынок акций. Особую важность для современных рынков акций (для российского даже больше, чем для американского) играет индекс доллара, противостоящий им по динамике: при падении доллара рынки растут, при росте доллара – корректируются.

На американском рынке велико влияние микро-факторов роста капитала на акции конкретных компаний, причём определяющей для большинства компаний является выручка, которая зависит во многом от денежно-кредитной политики ФРС. На российском рынке связь цен акций с финансовыми показателями компаний гораздо ниже.

При написании работы ставилась цель – определить факторы, наиболее значимо сказывающиеся на динамике цен российских и американских акций.

Таким образом, можно утверждать, что полученные результаты соответствуют заявленной цели.

Практическая значимость исследования заключается в следующем: определены факторы, влияющие сегодня на рыночную цену российских акций. Большинство из них оказалось макро-факторами зарубежного происхождения. Чтобы сделать российский фондовый рынок эффективным механизмом поступления сбережений населения в реальный сектор экономики, повысить доверие к нему и снизить волатильность, необходимо законодательно затруднить доступ на него зарубежных спекулятивных денег, приветствуя прямые инвестиции в основные средства на территории России. В прогнозировании цен акций необходимо сместить акцент с поиска «справедливой цены» на определение объёмов невостребованных в экономике денег, которые и пойдут на фондовый рынок. Также необходимо отслеживать и контролировать кредитные бумы, поскольку именно в эти периоды надуваются «пузыри».

Список использованной литературы

1. Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" N 39-ФЗ от 22.04.1996. Статья 2. [Электронный ресурс] – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/popular/cenbum/>, свободный.
2. Баффет, У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями. / У.Баффет - М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. С. 89-91.
3. Грэхэм, Б. Разумный инвестор / Б.Грэхэм - М.: Вильямс, 2010. – С. 41-51.
4. Кобяков, А.Б. Закат империи доллара и конец “Рах Americana” / А.Б.Кобяков, М.Л.Хазин – М.: Вече, 2003 – С. 17, С. 37-40, С. 62-64, С. 262-265.
5. Маркс, К. Капитал, 3 том / К.Маркс - М.: Издательство АСТ, 2001, глава 29.
6. Миркин, Я.М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития [Текст] : дис. ... докт. экон. наук : 08.00.10 / Миркин Яков Моисеевич. – М., 2003, С.55-63, С. 113-128, С. 213.
7. Рубцов, Б.Б. Современные фондовые рынки / Б.Б.Рубцов - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 58-59.
8. Сорос, Д. Алхимия финансов / Д.Сорос – М.: Инфра-М, 2001. – С. 34-83.
9. Берлин, Ю. Статистический анализ взаимосвязей показателей управления капиталом и рыночной стоимости публичных компаний России / Ю.Берлин, Л.Юдкина // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 10. [www.public.ru]
10. Голосов, Д.А. Анализ влияния психологии на поведение участников финансовых рынков / Д.А.Голосов // Имущественные отношения в Российской Федерации. – М., 2010. - №3. [www.public.ru]
11. Дмитриев, А.Т. Отраслевые приоритеты американских инвестиций в России / А.Т.Дмитриев // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 3. [www.public.ru]
12. Доу, Ш. Психология финансовых рынков: Кейнс, Мински и поведенческие финансы / Ш. Доу // Вопросы экономики. – М., 2010. - № 1. [www.public.ru]
13. Елисеева, И. Технический анализ / И.Елисеева // Промышленный еженедельник. – М., 2010. - № 11. [www.public.ru]
14. Зимин, В.С. Прогнозирование и анализ точности метода дисконтированных денежных потоков. Ретроспективное обозрение ранее выполненных отчетов об оценке / В.С. Зимин, В.Н. Тришин // Имущественные отношения в Российской Федерации. – М., 2006. - № 7. [www.public.ru]
15. Иванченко, И. Воздействие монетарных импульсов на рыночные цены фондовых активов / И.Иванченко // Банковское дело. – М., 2010. - № 3. [www.public.ru]
16. Киселёв, М. Виртуальное хозяйство / М.Киселёв // Свободная мысль. – М., 2010. - № 4. [www.public.ru]
17. Коваленко, А.В. Механизмы взаимовлияния сегментов российского финансового рынка / А.В.Коваленко // Деньги и кредит. – М., 2010. - № 2. [www.public.ru]
18. Кузнецова, Л. Случайные блуждания на эффективных рынках / Л.Кузнецова // Рынок ценных бумаг. – М., 2010. - № 7. [www.public.ru]
19. Кузнецова, Л. Технический анализ как зеркало теории случайных блужданий / Л.Кузнецова // Рынок ценных бумаг. – М., 2010. - № 9. [www.public.ru]
20. Наливайский, В.Ю. Влияние политических факторов на рыночную капитализацию крупнейших российских компаний /В.Ю.Наливайский, Т.И. Демиденко // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 21. [www.public.ru]
21. Наливайский, В.Ю. Рейтинговая оценка значимости факторов, влияющих на капитализацию российских корпораций / В.Ю.Наливайский, Т.И.Демиденко // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 32. [www.public.ru]
22. Нешиной, А. К новой модели экономического развития: воспроизводственный аспект / А.Нешиной // Экономист. – М., 2010. - № 2. [www.public.ru]

23. Нилов, И. Основной принцип ценообразования на фондовом рынке / И.Нилов // Рынок ценных бумаг. – М., 2007. - № 3. [www.public.ru]
24. Рожков, Ю.В. Финансовые «пузыри» и масса риска / Ю.В.Рожков // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 46. [www.public.ru]
25. Светлов, Н. Мировой рынок нефти: механизм ценообразования в период «третьего нефтяного шока» / Н.Светлов, Л.Разумнова // Мировая экономика и международные отношения. – М., 2010. - № 2. [www.public.ru]
26. Силка, Д.Н. Кризис теории управления экономическими циклами в разрезе денежно-кредитных факторов зарубежных учений / Д.Н.Силка // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 36. [www.public.ru]
27. Солодухина, А.В. Поведенческие модели ценообразования активов / А.В.Солодухина // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 11. [www.public.ru]
28. Старченко, Н. Мифы и реальность фигур технического анализа / Н.Старченко // Д-штрих. – М., 2010. - № 21. [www.public.ru]
29. Твардовский, В. Модель справедливой капитализации российского фондового рынка и прогноз стоимости российских акций / В.Твардовский // Рынок ценных бумаг. – М., 2004. - № 11. [www.public.ru]
30. Тремасов, К. Модель: капитализация – ликвидность / К.Тремасов, Е.Федоров // Аналитический обзор Банка Москва от 11.03.2004. С. 14-18.
31. Федорова, Е.А. Влияние макроэкономических факторов на фондовый рынок России / Е.А.Федорова, К.А.Панкратов // Проблемы прогнозирования. – М., 2010. - № 2. [www.public.ru]
32. Федорова, Е.А. Методологические аспекты оценки зависимости валютных и фондовых рынков в условиях кризиса / Е.А.Федорова // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 35. [www.public.ru]
33. Хромов, Е.А.Фундаментальный анализ акций / Е.А.Хромов // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 28. [www.public.ru]
34. Юдкина, Л.В. Исследование взаимосвязей показателей роста и капитализации публичных компаний России / Л.В.Юдкина, Ю.И.Берлин // Финансы и кредит. – М., 2010. - № 30. [www.public.ru]
35. Григор, Г. Фактор ежегодной сезонности / Г.Григор // [Электронный ресурс] – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://www.rcb.ru/rcb/2005-10/6872/>, свободный. – Загл. с экрана, 2005.
36. Липницкий, Д. Эпоха бесконечных "пузырей" / Д. Липницкий [Электронный ресурс] – Электрон. дан. – Режим доступа: http://strateger.net/epoxa-beskonechnix-puzirej-l_denis-lipnickij, свободный. – Загл. с экрана, 25.03.10.
37. Моисеев, С. Гипотеза эффективного рынка / С.Моисеев// Валютный спекулянт. – М., 2003. - №11. [Электронный ресурс] – Электрон. дан. – Режим доступа: http://www.spekulant.ru/archive/Gipoteza_effektivnogo_rynka.html, свободный. – Загл. с экрана.
38. Пикулев, П. Почему рынки не делают этого / П.Пикулев // [Электронный ресурс] – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://slon.ru/blogs/pikulev/post/340359/>, свободный. – Загл. с экрана, 23.03.2010.

«Данная дипломная работа выполнена мною самостоятельно»

«____» _____ 200_ г. _____