

## АНАЛИЗ И ОЦЕНКА МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ФАКТОРОВ, ВЛИЯЮЩИХ НА ФОРМИРОВАНИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ АКЦИЙ

© 2009 В.В. Уханов\*

**Ключевые слова:** акции, рыночная стоимость акций, макроэкономические факторы, микроэкономические факторы, фундаментальная стоимость, отраслевая привлекательность.

Рассматриваются вопросы формирования рыночной стоимости акций под влиянием макроэкономических факторов. Целью анализа влияния факторов макроуровня является оценка изменения инвестиционной привлекательности России, российского фондового рынка и рыночной стоимости конкретных компаний.

В процесс международной интеграции капитала и развития финансового и фондового рынков вовлекается все большее число участников. Российский рынок акций является в настоящее время формирующимся, становление которого связано с выбором приоритетов в пользу российского или иностранного капитала, защитой от финансовых кризисов и преодолением их последствий, разработкой практических рекомендаций по управлению рынком и капиталом, обращающимся на нем.

Становление в России рынка акций привело к появлению нового сектора экономики, регулятивной и обслуживающей инфраструктуры, класса собственников, а также обусловило необходимость решения таких проблем как: совершенствование законодательной базы; выбор в пользу российского или иностранного капитала; защита от финансовых кризисов и преодоление их последствий и качественная и рациональная оценка стоимости акционерного капитала.

Основы оценки рыночной стоимости акций предприятий зависят не только от специфики самого эмитента, но и от факторов развития всей финансовой и рыночной системы государства. Вопрос об оценке рыночной стоимости акций нужно проводить в соответствии с особенностями развития российского рынка акций, который является развивающимся и не до конца сформированным рынком. В настоящее время акции большинства российских предприятий-эмитентов либо не обращаются на фондовом рынке, либо имеют ограниченное обращение и практически не известны инвесторам<sup>1</sup>.

Вся совокупность факторов, которая, так или иначе, может повлиять на формирование рыночной стоимости акций, можно объединить в три большие группы<sup>2</sup>:

♦ макроэкономические факторы, охватывающие политические, экономические, правовые, инфраструктурные, социальные и морально-этические особенности страны - местоположения компании-эмитента;

♦ факторы "среднего уровня", охватывающие состояние отрасли, в которой работает компания-эмитент;

♦ факторы микроуровня, охватывающие финансовое состояние бизнеса компании, ее производственный потенциал, конкурентную среду, в которой она работает, ее корпоративную и организационную структуру управления, а также особенности и характеристики акций (пакетов акций): условия распределения акционерного капитала, размер пакета акций и его контрольность; влияние государства, выступающего в качестве акционера; соблюдение (нарушение) законных прав акционеров и инвесторов и т.п.

Стоит отметить, что рыночная стоимость свободно обращающихся акций формируется под влиянием спроса и предложения участников рынка, которые принимают во внимание множество факторов макро- и микроуровня. Стоимость не обращающихся или ограниченно обращающихся на рынке акций определяется специалистами на основе внутренней стоимости акций с учетом факторов макро- и микроуровня. Внутренняя стоимость акций как наиболее близкая к рыночной стоимости формируется под влиянием фактического состояния бизнеса предприятия и ожиданий перспектив его развития.

\* Уханов Владимир Васильевич, аспирант Ульяновского государственного университета. E-mail: ukhanov.vv@ams-holding.ru, vovaul@yandex.ru.

Основой стоимости с одной стороны является стоимость фиктивного капитала общества, отражающего рыночную стоимость всей совокупности имущественных и других активов компании, с другой - ценность (значимость) прав для акционеров-инвесторов, которыми наделены акции (см. рисунок).

много сложнее: ожидания инвесторов основываются на перспективах развития страны, отрасли, компании, а также минимизации различных рисков. Разнонаправленные ожидания определенных групп инвесторов обеспечивают колеблемость ожиданий, хотя направление общего тренда рынка акций со-

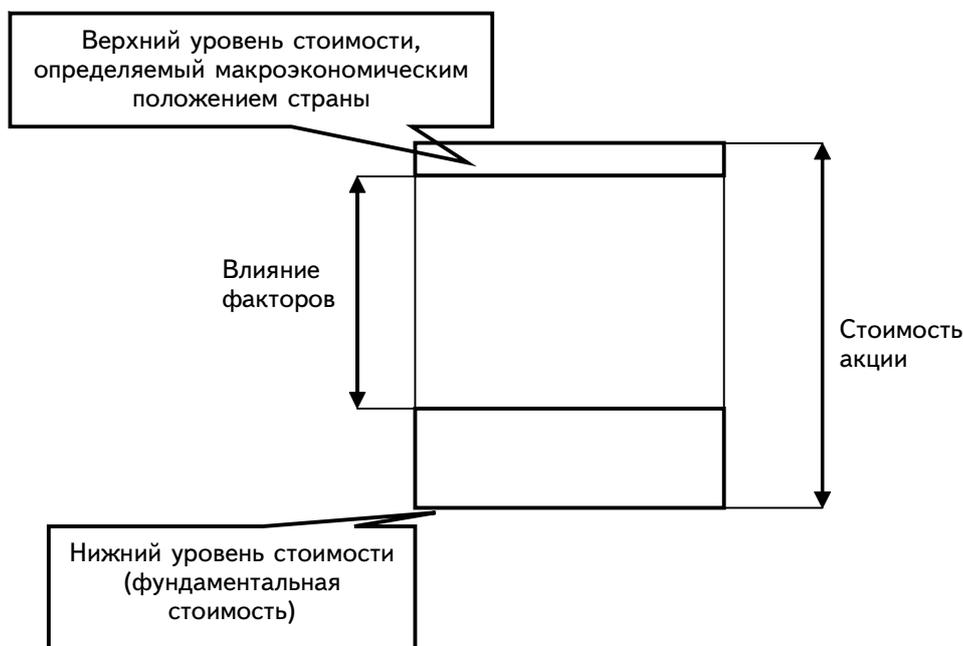


Рис. Рыночная стоимость акции

Рыночная стоимость акций российских компаний - это паритет цен между продавцами и покупателями акций, причем верхняя граница стоимости определяется и формируется факторами макроуровня, характеризующими финансово-экономическую ситуацию в стране, а нижняя граница стоимости формируется стоимостью активов, финансово-экономическим положением и перспективами развития бизнеса компании-эмитента, корректируясь на факторы микроуровня.

**Анализ влияния факторов социально-экономического положения страны на формирование рыночной стоимости акций.** Анализ зависимости между динамикой курса акций и динамикой валового внутреннего продукта (индикатора общеэкономической конъюнктуры); между динамикой курса акций и динамикой чистой прибыли компаний (обобщающий показатель эффективности ее функционирования) не дает однозначного ответа о существовании прямо пропорциональной зависимости динамики курсов акций и показателей развития экономики, отрасли, компании. Данная зависимость на-

падает с направлением трендов отраслевого и странового развития.

Основные макроэкономические показатели, характеризующие состояние и прогнозы развития экономики России, сильно влияют на формирование рыночной стоимости акций. В первую очередь они опираются на ВВП, а также показатели его дополняющие: данные об исполнении бюджета и его структуре, о развитии отраслей экономики, о численности и занятости населения, об анализе потребительского рынка, о валютном рынке, об индексах цен, темпах инфляции, уровне внешнего и внутреннего долга, движении иностранных инвестиций и др.

Наравне с экономическими политические факторы также оказывают существенное влияние. Наиболее важный политический фактор - это проводимая Президентом страны и Кабинетом министров политика. Послания Президента и Кабинета министров не "учтены" фондовым рынком заранее и имеют огромное значение, так как содержат рекомендации, например, относительно новых налогов, мер воздействия на экономическое раз-

витие страны, государственных расходов и бюджета, политики в области государственного сектора экономики, программы расходов на оборону и т.д.

Очень сильное “медвежье” влияние на рынок могут оказывать выборы, политические убийства и ухудшение здоровья Президента.

Поэтому участникам фондового рынка следует всегда с должным вниманием относиться к событиям экономического и политического характера, оценивая их влияние на фондовый рынок в целом и на рыночную стоимость отдельных акций.

Совокупное влияние факторов макроуровня обуславливает изменение инвестиционной привлекательности России, российского фондового рынка и рыночной стоимости акций национальных компаний. Инвестиционная привлекательность - это сводный показатель, рассчитываемый на основе экономико-политических, организационно-правовых и социокультурных предпосылок, определяющих привлекательность и целесообразность инвестирования в ту или иную хозяйственную систему (страну, регион, компанию).

Интегрированная оценка факторов социально-экономического положения любой страны находит отражение в кредитных рейтингах, присваиваемых международными рейтинговыми агентствами, например, Moody's. Проведенный анализ зависимости коэффициентов P/E и P/BV ratio от кредитных рейтингов стран с формирующимися фондовыми рынками показывает, что:

♦ изменение рейтинга кредитоспособности страны приводит к изменению капитализации фондового рынка в целом;

♦ чем выше кредитный рейтинг России, тем выше капитализация отечественного фондового рынка в целом и, соответственно, выше рыночная стоимость акций национальных компаний.

Таким образом, улучшение рейтинга кредитоспособности России приведет к росту капитализации фондового рынка в целом и, соответственно, к увеличению рыночной стоимости акций национальных компаний.

Анализ факторов социально-экономического положения России показывает, что наибольшее влияние на формирование рыночной стоимости национальных акций в современных условиях оказывает изменение<sup>3</sup>:

♦ объема внешней задолженности государства и исполнение графика ее погашения;

♦ объема прямых и портфельных инвестиций в России;

♦ цен на экспортируемое стратегическое сырье: энергоресурсы, топливо, цветные и черные металлы;

♦ уровня инфляции и курса национальной валюты.

Улучшение рейтинга кредитоспособности России приведет к росту капитализации фондового рынка в целом и, соответственно, к увеличению рыночной стоимости акций национальных компаний.

В целях повышения рейтинга инвестиционной привлекательности России как одной из первоочередных мероприятий автор видит необходимость:

♦ реализации на территории РФ проектов в сфере добычи полезных ископаемых на условиях соглашения о разделе продукции (СРП);

♦ вступления России во всемирную торговую организацию (ВТО), обеспечив политику либерализации торгового режима и финансовых рынков;

♦ обеспечения привилегированного отношения к иностранным инвесторам, соблюдая их права, защищенные законом.

**Анализ влияния факторов отраслевой привлекательности на формирование рыночной стоимости акций.** За последнее десятилетие понятие “отрасль народного хозяйства” претерпело значительные изменения. В настоящее время это не только производство определенных товаров, работ и услуг, но еще финансовая и торгово-сбытовая инфраструктура, обеспечивающая продвижение произведенных товаров (работ и услуг) до потребителя, реализация продукции через оптовую и розничную торговлю, финансирование производства и сбыта продукции, обеспечение средствами связи и транспортом<sup>4</sup>.

Приобретая акции какой-либо компании, инвесторы обращают внимание на особенности развития и перспективы отрасли, в которой функционирует компания: среднюю рентабельность, продолжительность жизненного цикла, сезонность, емкость, уровень контроля со стороны государственно-реви-зионных органов и др. Эти факторы обуславливают особенности функционирования

конкретной компании, влияя на ее инвестиционную привлекательность, ликвидность и рыночную стоимость ее акций.

Одновременно следует учитывать тот факт, что среднеотраслевые показатели деятельности могут не совпадать с показателями деятельности отдельных компаний. Поэтому среднеотраслевые данные всегда следует корректировать в соответствии с особенностями функционирования конкретной компании.

При оценке отраслевой привлекательности принято рассматривать следующие показатели: емкость рынка и скорость его роста; области конкурентного соперничества (локальная, региональная, национальная, глобальная); стадии жизненного цикла отрасли; число конкурентов на рынке, их относительные размеры, степень концентрации; число покупателей и их относительные размеры; легкость входа и выхода; степень дифференциации продуктов услуг конкурирующих фирм; уровень технологических изменений в процессе производства новых продуктов; является ли использование производственных мощностей критичным в достижении низкоченовой эффективности производства; наблюдается ли в отрасли зависимость стоимости единицы продукции от кумулятивной величины объема производства; требования к минимальному уровню капитала; прибыльность и уровень издержек; трудовые отношения; длительность производственного цикла; законодательное регулирование отрасли; производственный потенциал и платежеспособность покупателей; структурные изменения; движущие силы, имеющие основное значение для отрасли.

Отрасли с наивысшим итоговым баллом по всем показателям позиционируются как наиболее привлекательные для инвестирования.

В настоящее время принято выделять несколько подходов к ранжированию инвестиционной привлекательности отраслей:

1. Подход, основанный на оценке доли каждой отрасли в объеме ВВП страны.

2. Подход, основанный на ранжировании показателей экономического состояния отраслей, например, показателей рентабельности, прибыльности, кредиторской и дебиторской задолженности и др.

3. Подход, основанный на ранжировании объемов торгов акциями компаний, функционирующих в разных отраслях.

Подход, основанный на оценке доли каждой отрасли в объеме ВВП страны, является наиболее простым. Опосредованно доля указывает на объем активов, функционирующих в отрасли, на объем привлекаемых в отрасль инвестиций, а также на совокупный объем произведенной в данном отраслевом сегменте готовой продукции (оказанных услуг). Однако данный подход не позволяет оценить эффективность функционирования отраслевых сегментов, характеризуя лишь их емкость и ценность производимой ими продукции для конечных потребителей.

Подход, основанный на ранжировании показателей экономического состояния отдельных отраслей, раскрывает не только абсолютные показатели состояния отраслей, но и позволяет определить инвестиционную привлекательность отраслей для различных групп инвесторов. Например, ориентированных на прибыльность и рентабельность отрасли, на обеспеченность отрасли "живыми" денежными средствами или на возможность проведения экспортно-импортных операций.

На отраслевую привлекательность также оказывает влияние размер уже вложенных инвестиций. Наиболее привлекательными отраслями экономики для иностранных инвесторов являются топливная и пищевая промышленность, машиностроение, металлообрабатывающая промышленность, а также транспорт и связь.

Отметим, что в ситуации, когда часть отраслей на подъеме, а другая - на спаде, привлечение иностранных инвесторов - довольно сложная задача. В современных условиях российский хозяйственный комплекс в основном может рассчитывать лишь на собственные силы, ориентируясь на прибыль и амортизационные средства, а привлечь иностранные инвестиции можно лишь в те отрасли, продукция которых пользуется спросом.

Таким образом, оценка финансово-экономического состояния отраслей показывает, что в относительно лучшем положении находятся отрасли, работающие на гарантированно платежеспособный спрос: пищевая и нефтеперерабатывающая промышленность, электроэнергетика, связь, торговля продукцией производ-

ственно-технического назначения, а также эк-спортноориентированные отрасли: нефтяная, цветная и черная металлургия.

Отраслевая привлекательность с учетом специфики российской экономики (монополизация промышленности, ориентация на сырьевые сегменты, высокая концентрация производства, ограниченный платежеспособный спрос, низкая конкурентоспособность производимой продукции по сравнению с мировыми аналогами) оказывает сильное влияние на развитие отечественного фондового рынка. Например, на фондовом рынке обращаются акции компаний ограниченного числа отраслей.

Лидирующие позиции занимают: электроэнергетика, топливная промышленность, связь, машиностроение и металлообработка, металлургия, химия и нефтехимия. Инвестиционную привлекательность отраслей можно оценить по количеству компаний-эмитентов, представляющих отрасль.

В настоящее время на российском фондовом рынке не представлены акции компаний таких сверхпривлекательных отраслевых сегментов, как шоу-бизнес, развлекательно-игровая отрасль, гостиничный бизнес. Высокая рентабельность этих сегментов рынка способствует концентрации акционерного капитала компаний среди ограниченного числа собственников.

Другие отрасли с повышенной привлекательностью могут отсутствовать на фондовом

рынке в силу того, что подпадают под жесткое регулирование государства, и ведущие компании таких отраслей находятся в его собственности. Это, например, компании, которые функционируют в таких отраслевых сегментах как медицина и фармакология, коммунально-бытовое и социальное обслуживание. К таким компаниям можно отнести производителей оружия, предприятия медицинского обслуживания, производителей алкогольной продукции, ядовитых и взрывчатых веществ. Эти предприятия являются либо государственной собственностью, либо частной, но с ограниченным доступом для инвесторов.

Таким образом, отраслевая привлекательность в российских условиях является весьма значимым фактором, влияющим на инвестиционную привлекательность и ликвидность акций компаний, формируя их рыночную стоимость.

---

<sup>1</sup> *Миркин Я.М.* Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М., 2002.

<sup>2</sup> *Минасов О.Ю.* Формирование рыночной стоимости акций российских предприятий. М., 2002. С. 195.

<sup>3</sup> *Самохвалов В.* Как определить ключевые факторы стоимости? // Управление компанией. 2004. № 5.

<sup>4</sup> *Щербинин С.П.* Сравнительный подход оценки акций промышленных предприятий // Финансы, денежное обращение и кредит: Сб. науч. тр. / Отв. ред. Ю.А. Казак. Екатеринбург, 2004. Вып. 16. С. 62-68.

*Поступила в редакцию 10.09.2009 г.*