

ВЛИЯНИЕ ВНЕШНИХ ФИНАНСОВЫХ ФАКТОРОВ НА ФОРМИРОВАНИЕ СТОИМОСТИ АКЦИЙ ОРГАНИЗАЦИЙ

© 2010 В.В. Уханов*

Ключевые слова: акции, стоимость акций, финансовые факторы, капитализация фондового рынка, кредитный рейтинг, внутренний валовой продукт.

Рассматриваются вопросы влияния финансовых факторов на формирование стоимости акций организаций. Проводится исследование зависимости капитализации фондовых рынков различных стран от кредитного рейтинга данных стран с целью обоснования существования данной зависимости.

Все многообразие финансовых факторов, влияющих на формирование стоимости акций организаций, можно разделить на два уровня:

- ◆ внешние финансовые факторы, охватывающие финансово-экономические особенности страны местоположения эмитента, а также состояние и инвестиционную привлекательность отрасли, в которой он функционирует;

- ◆ внутренние финансовые факторы, охватывающие финансово-экономическое состояние самого эмитента.

Анализируя внешние финансовые факторы, стоит отметить, что зависимость между динамикой курса акций и динамикой различных макроэкономических показателей, характеризующих эффективность деятельности и развития страны или региона, не дают однозначного ответа о существовании прямо пропорциональной зависимости динамики курсов акций и показателей развития экономики страны, региона. Данная зависимость намного

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 совпадает 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 значения 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. (см. таблицу).

**Основные показатели развития экономики в 2008-2009 гг.,
% к соответствующему периоду предыдущего года***

Показатели	2008 г.	2009 г.				Год
		I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	
ВВП	105,6					92,1
Индекс потребительских цен, за период, к концу предыдущего периода	113,3	105,4	101,9	100,6	100,7	108,8
Индекс промышленного производства	102,1	85,7	84,6	89,0	97,4	89,2
Индекс обрабатывающих производств	103,2	79,2	78,4	85,0	93,5	84,0
Индекс производства продукции сельского хозяйства	110,8	102,3	100,8	99,0	106,4	101,2
Инвестиции в основной капитал	109,8	84,4	79,0	81,0	86,9	83,0
Реальная заработная плата	111,5	99,2	96,1	94,8	99,0	97,2
Оборот розничной торговли	113,5	99,9	94,4	90,8	93,9	94,5
Объем платных услуг населению	104,8	99,1	95,3	93,6	95,1	95,7
Экспорт товаров, млрд. долл. США	471,6	57,4	68,3	82,5	95,1	303,3
Импорт товаров, млрд. долл. США	291,9	38,4	43,9	49,3	61,1	192,7

* Составлено по: Отчет Минэкономразвития России "Об итогах социально-экономического развития Российской Федерации в 2009 году". М., 2009.

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

Экономическое развитие России в 2009 г. происходило под влиянием мирового финансового кризиса и не было равномерным. Резкое ухудшение внешнеэкономических условий, падение экспорта, отток капитала и приостановка банковского кредитования привели к значительному сокращению инвестиционной активности и спаду в промышленности в первой половине 2009 г.

К середине 2009 г. экономический спад в России приостановился и с июня по декабрь наблюдался последовательный рост российской экономики. В целом за 2009 г. ВВП снизился на 7,9%.

В I квартале 2009 г. в российской экономике произошел рекордный экономический спад. Во II квартале 2009 г. было достигнуто дно экономического спада, так как впервые со II квартала 2008 г. сезонно скорректированная поквартальная динамика производства в III квартале 2009 г. приняла положительное значение, в IV квартале рост продолжился.

Одними из основных факторов перелома динамики спада и перехода к восстановительному росту стали улучшение экономической ситуации во многих странах и эффект от стимулирующих фискальных мер, который начал проявляться во второй половине 2009 г.

Улучшение ситуации в мировой экономике в значительной степени способствовало росту цен и спроса на сырьевые товары российского экспорта, восстановлению фондовых индексов, облегчению доступа к иностранному капиталу и укреплению позиций платежного баланса и государственного бюджета.

Экспортеры сырья уже в первом квартале начали вносить положительный вклад в динамику промышленного производства. Это, прежде всего, металлургия, химия, обработка древесины и производство нефтепродуктов. К лету к росту внешнего спроса добавляется эффект от набирающего силу внутреннего спроса, стимулируемого антикризисными мерами. Улучшилась ситуация на рынке труда и снизилась безработица, по мере роста госрасходов сохраняется положительная динамика гособоронзаказа, инфраструктурных и высокотехнологичных проектов.

Таким образом, начиная с июля 2009 г. обозначилась тенденция прекращения спада российской экономики и начала восстановления промышленного производства и гру-

зоборота транспорта, приостановился спад инвестиций в основной капитал и постепенно начали восстанавливаться производственные запасы.

Со стороны производства существенное влияние на падение ВВП в 2009 г. оказывало снижение промышленного производства, сокращение работ в строительстве, снижение налогов, а также сужение торговой деятельности. При этом положительный вклад в ВВП, в течение года вносила сфера деятельности "Государственное управление и обеспечение военной безопасности; обязательное социальное обеспечение", а также "Здравоохранение и предоставление социальных услуг".

Восстановление ВВП во II полугодии было связано с возобновлением роста в строительстве. Положительную динамику продемонстрировали: сельское хозяйство, добыча полезных ископаемых, производство и распределение электроэнергии, газа и воды, а также транспорт и связь.

Со стороны спроса спад ВВП в 2009 г. связан, прежде всего, с обвалом инвестиционного спроса и спроса на запасы. В целом валовое накопление снизилось за год на 37,6%. Во втором полугодии восстановление роста ВВП было связано с ростом объемов экспорта и с ростом спроса на производственные и товарные запасы. Увеличение спроса на запасы во втором полугодии способствовало росту импорта, в результате позитивная роль вклада чистого экспорта в динамику ВВП в четвертом квартале несколько уменьшилась.

Изменения ВВП, инвестиционного спроса и других макроэкономических показателей оказали существенное влияние на фондовый рынок. Данное влияние четко прослеживается при анализе динамики изменения ВВП и индекса ММВБ (рис. 1).

Как видно из рис. 1, наблюдается сильная зависимость в изменениях обоих показателей. При этом стоит отметить, что изменение индекса ММВБ идет с опережением динамики ВВП в среднем на 2-3 месяца. Это связано с тем, что участники фондового рынка при принятии решений об инвестировании опираются не только на фактические данные, но и оценивают значения опережающих индикаторов развития экономики, среди которых выделяют¹:

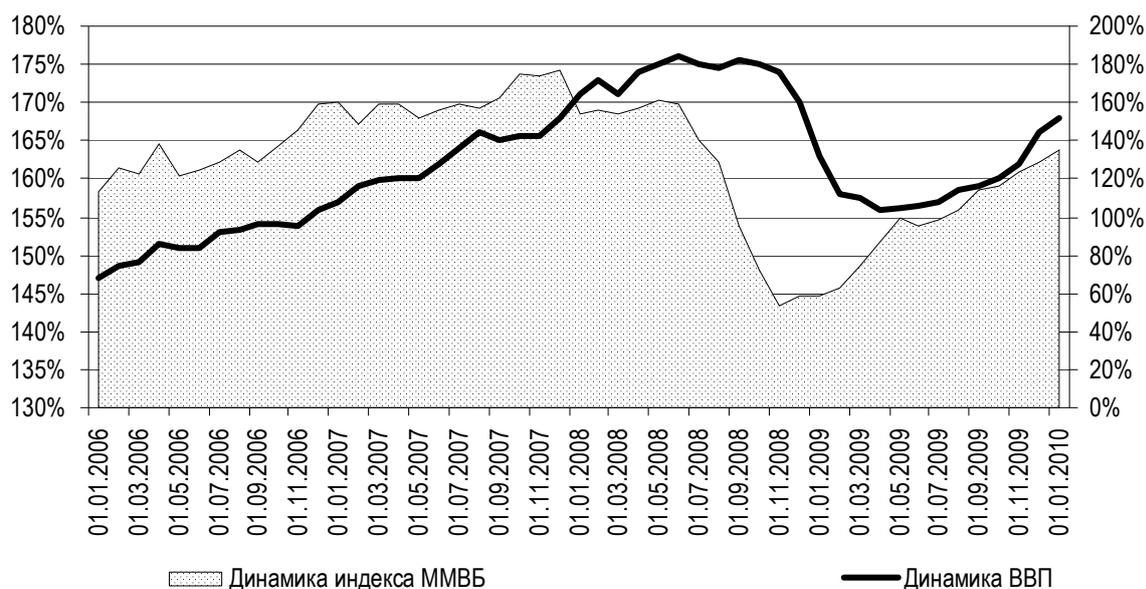


Рис. 1. Динамика индекса ММВБ и валового внутреннего продукта с января 2006 г. по январь 2010 г.

- ◆ ожидаемый рост промышленного производства;
- ◆ индекс потребительских ожиданий;
- ◆ оценка ожидаемого спроса и т.д.

В связи с этим фондовый рынок начинает быстрее реагировать на изменения в экономике и уже впоследствии все прогнозируемые изменения находят свое отражение в макроэкономических показателях, в частности ВВП, который отражает состояние экономики страны в целом.

Стоит отметить, что совокупное влияние макроэкономических показателей обуславливает изменение инвестиционной привлекательности России, российского фондового рынка и рыночной стоимости акций национальных компаний. Под инвестиционной привлекательностью понимается 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).

В соответствии с методикой Мирового банка интегрированный показатель инвестиционной привлекательности страны включает девять отдельных показателей с разными весами: эффективность экономики (25%); уровень политического риска (25%); состояние внешней задолженности (10%); способность к обслуживанию долга (10%); креди-

тоспособность (10%); доступность банковского кредитования (5%); доступность краткосрочного финансирования (5%); доступность к рынку капитала (5%); вероятность возникновения форс-мажорных обстоятельств (5%).

Интегрированная оценка факторов социально-экономического развития любой страны находит отражение в различных кредитных рейтингах, присваиваемых международными рейтинговыми агентствами, например, Moody's. Суверенные кредитные рейтинги являются эффективным показателем инвестиционной привлекательности региона и применяются при оценке инвестиционной привлекательности и кредитоспособности страны и перспектив развития ее экономики. Проанализируем зависимость показателей P/E и P/BV ratio от кредитных рейтингов различных стран (рис. 2, 3).

Проведенный анализ зависимости коэффициентов P/E и P/BV ratio от кредитных суверенных рейтингов стран, присвоенных агентством Moody's показывает, что:

- ◆ изменение рейтинга кредитоспособности страны приводит к изменению капитализации фондового рынка в целом;
- ◆ стоимость акций аналогичных компаний с одинаковыми показателями деятельности будет отличаться в зависимости от того, в какой стране или регионе данная компания осуществляет свою деятельность.

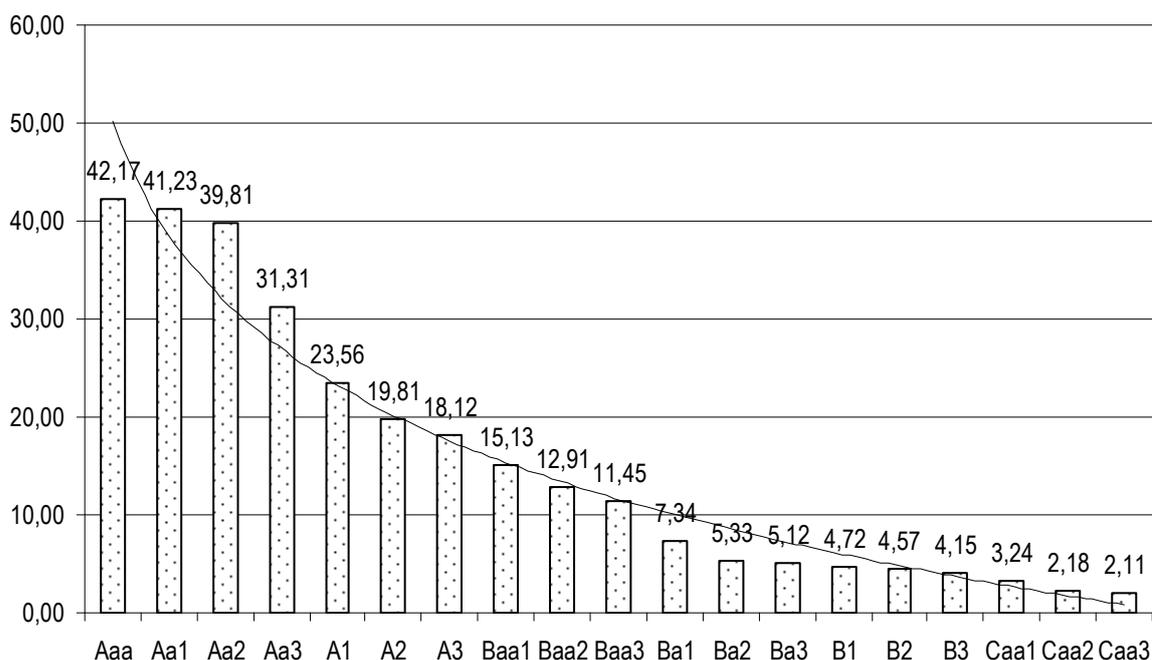


Рис. 2. Зависимость среднего значения показателя Р/Е для стран с аналогичными кредитными рейтингами по методике Moody's

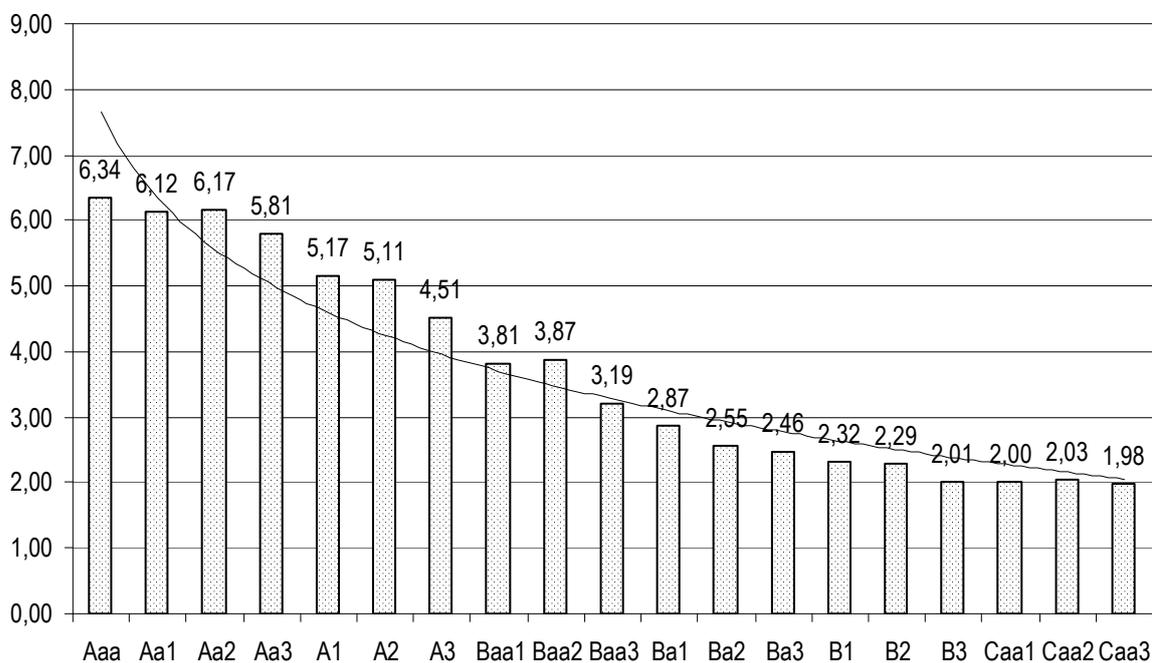


Рис. 3. Зависимость среднего значения показателя Р/BV ratio для стран с аналогичными кредитными рейтингами по методике Moody's

Таким образом, проведенное исследование позволяет сделать заключение, что внешние финансовые факторы оказывают сильное влияние на формирование рыночной стоимости акций и капитализацию фондового рынка в целом. Среди основных внешних финансовых факторов, влияющих на формирование и оценку стоимости акций российских организаций, можно выделить: динамику ВВП, объем прямых и портфельных инвестиций, состояние внешней задолженности страны, ее кредитоспособность и т.п. Данные факторы учитываются при оценке инвестиционной привлекательности страны и находят свое отражение в суверенных кредитных рейтингах,

присваиваемых международными кредитными агентствами. Анализ зависимости таких показателей как P/E и P/BV ratio от кредитных суверенных рейтингов стран показал, что страны с более высокими кредитными рейтингами имеют лучшую оценку стоимости акций их национальных организаций.

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

¹ Смирнов С. Система опережающих индикаторов для России // Вопр. экономики. 2009. № 3.

Поступила в редакцию 31.08.2010 г.