

Д. А. Харитонов

Уроки кризиса 2008 г. в контексте оценки реальной стоимости ценных бумаг российских компаний

В статье анализируется влияние мирового финансового кризиса на фондовый рынок Российской Федерации, а также дается описание подходов к оценке реальной стоимости некоторых финансовых инструментов, в частности акций публичных компаний, которые во многом спровоцировали появление так называемых «рыночных пузырей». Кроме того, предлагается вывод о связи между ценообразованием на фондовом рынке и реальной стоимостью акций компаний.

Ключевые слова: фондовый рынок, финансовый кризис, финансовые операции, выручка компании, прибыль на акцию, корреляция динамики показателей.

D. A. Kharitonov

2008 Crisis Lessons in the Context of Estimation of Real Cost of the Russian Companies' Securities

In the given article the influence of world financial crisis on the Russian Federation stock market is analyzed, and also the description of approaches to estimate real cost of some financial tools, in particular, actions of the public companies which have provoked so-called "market bubbles" is given. A conclusion about connection between price setting in the stock market and a real value of the companies' stocks is offered.

Keywords: a stock market, a financial crisis, financial operations, company receipts, a stock profit, correlation of dynamics indicators.

Прошедший финансовый кризис со всей остротой показал, что представления многих политиков и экономистов о мировой экономике в целом и о фондовом рынке в частности оказались далеко не такими правильными, как это считалось ранее. Под влияние волны мировой рецессии рухнули многие мифы, которые муссировались в обществе специалистов и обывателей до 2008 г. Например, оказалось, что экономический рост не вечен сам по себе, и уж тем более невозможно поддерживать его за счет постоянных кредитных вливаний. Многие частные лица, корпорации и даже государства считали нормальным жить в долг и не предпринимать никаких мер к сокращению своей долговой нагрузки. Последствия этого мы ощущаем прямо сейчас, когда в конгрессе США острейшим образом стоял вопрос о повышении планки государственного долга. Как следствие этого крупнейшее рейтинговое агентство США Standart and Poor's заявило о снижении на два пункта кредитного рейтинга Соединенных Штатов с уровня AAA до уровня AA+, что стало беспрецедентным событием в экономической истории мира. В Европе ситуация не намного лучше, поскольку в долговых проблемах безнадежно увязли экономики Греции, Исландии, Португалии, а теперь еще и Италии.

Опережающим индикатором проблем в экономике, как известно, является состояние фондовых рынков. В данной статье мы попробуем проанализировать влияние мирового финансового кризиса на фондовый рынок России и постараемся сделать предположения о его дальнейшей динамике.

Возможность извлекать прибыль из финансовых операций всегда была довольно привлекательна для всех участников экономической деятельности. Строго говоря, это совершенно легальный вид экономической активности, который способствует эффективному перераспределению финансовых ресурсов в рыночной экономике. В теории капитал стремится поддерживать наиболее рентабельные сектора хозяйства, что способствует экономическому росту и технологическому обновлению экономики. В данном случае подразумевается, что экономика в достаточной степени диверсифицирована, и у инвестора есть право выбора инвестиционного инструмента. Однако на практике российский фондовый рынок опирается в основном на сырьевой сектор (нефть, газ, металлы), в то время как другие сектора практически на нем не представлены. Несмотря на все попытки правительства диверсифицировать структуру отечественной экономики,

за последние десять лет мы так и не сдвинулись с этих позиций. Таким образом, возможности инвестирования на российском фондовом рынке достаточно узкие, чтобы в случае негативных процессов инвесторы могли перевести свои средства в менее рискованные бумаги, будь то акции или облигации. Это, в свою очередь, обуславливает высокую зависимость наших фондовых индексов от процессов в мировой экономике и прежде всего от мировых цен на углеводороды. Зачастую динамика российских индексов полностью повторяет динамику мировых цен на нефть, газ и металлы. Таким образом, можно сделать вывод, что мировой кризис преподал нам достаточно болезненный, но необходимый урок, а именно подтолкнул нас к скорейшему принятию конкретных мер по диверсификации отечественной экономики и развитию современных высокотехнологичных отраслей.

Следующий фактор риска, который ударил по нашему фондовому рынку, – высокая долговая нагрузка участников рынка. До кризиса компании считали, что можно бесконечно заимствовать деньги за рубежом и вкладывать их не в расширение производственных мощностей, а в финансовые активы. По сути, на рынке строилась громадная финансовая пирамида, поскольку за раздутыми финансовыми активами не стоял рост производства товаров и услуг. Справедливости ради, следует сказать, что такая ситуация сложилась не только на отечественном рынке, но и на рынках практически всех развитых экономик, включая США, Японию и Европу. Об этом свидетельствует резкое падение биржевых индексов этих стран, не сопровождаемое столь же резким снижением производства. Однако немаловажным фактором, который усугубил развитие фондовых пузырей в нашей экономике, явился значительный приток на рынок отечественного и иностранного капитала, который мы видели с начала 2000-х гг. Во многом этому способствовала дорогая нефть, которая позволила крупным нефтяным компаниям получать сверхприбыли и наполнять экономику страны дешевыми деньгами. Кроме того, ни для кого не секрет, что многие российские банки на протяжении десяти лет перед кризисом работали за счет дешевых денег, привлеченных из-за рубежа, что также способствовало раздуванию денежной массы в стране. И наконец, нельзя забывать о крупных иностранных игроках, которые хотели поучаствовать в бурном росте отечественного фондового рынка 2000-х гг. Данные силы накачивали экономику страны фи-

нансовыми ресурсами, значительный объем которых инвестировался именно в финансовые активы. В качестве контрмеры правительство создало резервный фонд, который несколько охлаждал темпы накачки экономики деньгами. Однако создание данного фонда не позволило радикальным образом сгладить эффект, разразившийся на рынках в 2008 г. Таким образом, наша экономика получила еще один серьезный урок, который говорит о необходимости инвестирования финансовых ресурсов в долгосрочные проекты, связанные с реальным производством.

Третий важнейший урок, который можно выделить в связи с прошедшим кризисом, говорит о возможности вмешательства государства в управление рыночной экономикой. До кризиса практически все эксперты в один голос заявляли, что государство – неэффективный собственник, а значит, его участие в экономике должно быть сведено к минимуму. Однако с началом кризиса именно помощь государства стала единственным путем спасения для многих крупных частных компаний в России и за рубежом. Во многих случаях собственники бизнеса готовы были продать свои активы государству с большим дисконтом, поскольку понимали, что это единственный выход, который позволит сохранить компанию на плаву. Применительно к фондовому рынку государство также проводило активную политику в самые острые моменты кризиса, например, на некоторое время на рынке были запрещены короткие продажи, которые носили явно спекулятивный характер и продавливали и без того падающий рынок; государство в лице ФСФР проводило активную работу по выявлению недобросовестных брокерских и управляющих компаний, действия которых носили откровенно мошеннический характер. Нельзя не сказать, что вливание больших объемов ликвидности со стороны государства позитивно сказалось на отечественном рынке и позволило многим игрокам остаться на рынке в период паники. Данные меры стимулировали достаточно быстрый отскок отечественных фондовых рынков в 2009–2010 гг.

О чем свидетельствуют данные факты? Только о том, что текущие модели оценки стоимости ценных бумаг, а соответственно, и капитализации публичных компаний слишком оторваны от реальной экономической действительности. Биржевые игроки в большинстве своем не уделяют достаточно внимания результатам операционной деятельности эмитента ценных бумаг. В качестве примера можно рассмотреть динамику обыкно-

венных акций одной из крупнейших публичных компаний России ОАО «ГМК Норильский Никель», с наложением на нее основных финансовых показателей компании за соответствующий период. В качестве подобных показателей мы использовали выручку компании, а также рентабельность продаж за соответствующий период. Показатель выручки выбран нами, поскольку по его динамике можно составить первичное приблизительное представление о том, развивается бизнес компании или же, напротив, сужается и деградирует. Рост выручки предприятия в данном контексте может свидетельствовать либо о расширении портфеля клиентов компании, либо о благоприятной рыночной конъюнктуре и, соответственно, высокой цене на реализуемый продукт. Показатель рентабельности продаж, в свою очередь, характеризует эффективность основной деятельности предприятия и является своеобразным фильтром для интерпретации показателя выручки, поскольку рост выручки может быть достигнут за счет такого роста издержек, который не позволит предприятию эффективно развивать бизнес в будущем. Таким образом, для относительно качественного первичного анализа

состояния предприятия необходимо исследовать данные показатели в комплексе, сопоставляя их динамику на каждом отрезке исследуемого периода. Дополнительно мы выбрали такие показатели, как прибыль на одну акцию, а также размер дивиденда на одну акцию. Данные показатели позволяют привязать финансовые итоги деятельности предприятия к объему ее акционерного капитала. Мы считаем, что в конечном итоге грамотный инвестор должен анализировать эффективность его вложений с учетом данных показателей, поскольку именно они показывают, какой процент прибыли он может получить даже без учета изменения курсовой стоимости бумаг. В качестве периода для исследования мы использовали динамику бумаг компании, а также ее основных финансовых показателей за 2005–2010 гг. Данный период позволил нам отразить как сам момент мирового финансово-экономического кризиса, так и несколько лет, ему предшествовавших.

Сведем в таблицу (Табл. 1) основные показатели, а затем попробуем дать интерпретацию их взаимосвязи.

Таблица 1

Динамика основных финансовых показателей ОАО «ГМК Норильский Никель»*

Показатели/год	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Выручка от реализации металлов (млн. долл.)	7 169	11 550	15 909	11 799	8 075	12 126
Валовая прибыль (млн. долл.)	4175	8420	11237	6354	4409	7 903
Рентабельность продаж (%)	58	73	71	54	51	62
Прибыль на акцию (долл.)	11,3	26,5	29,2	-2,4	14,9	18,8
Дивиденды на акцию (долл.)	3,5	6,7	9,3	н.д.	6,7	6,8
Цена акции на конец года (руб.)	2 300	4 500	5 900	1 200	4 500	7 700

*Данные отчета ОАО «ГМК Норильский Никель» <http://www.nornik.ru/investor/fact/>,

а также интернет-сайта финансового холдинга ЗАО «Финам» <http://www.finam.ru/analysis/charts/default.asp>

Очевидно, что в данном виде весьма затруднительно оценить, каким образом соотносятся между собой исследуемые показатели, поскольку все они имеют разную природу и, соответственно, не могут сравниваться напрямую. Вследствие

этого мы добавили к данной таблице строки, отражающие динамические изменения каждого показателя за каждый рассматриваемый отрезок. После подобного преобразования таблица принимает следующий вид (Табл. 2).

Таблица 2

Темпы прироста (динамика) основных финансовых показателей ОАО «ГМК Норильский Никель» за период 2005-2010 г.

Показатели/год	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Динамика изменения выручки от реализации (%)		61	38	-26	-32	50
Динамика изменения валовой прибыли (%)		102	33	-43	-31	79
Динамика изменения рентабельности продаж (%)		26	-3	-24	-6	22
Динамика изменения прибыли на акцию (%)		135	10			26
Динамика изменения дивидендов на акцию (%)		91	39			1
Динамика изменения цены акции на конец года (%)		96	31	-80	275	71

Как видно из данной таблицы, для каждого исходного показателя мы рассчитали его изменение за соответствующий период. Далее мы рассчитали коэффициент корреляции между динамикой каждого показателя и динамикой цены акции компании. В процессе расчета мы получили следующие результаты:

1. Коэффициент корреляции между динамикой показателя выручки и динамикой акций компании составляет $-0,15$. Данное значение, во-первых, ниже нуля, что говорит об обратной зависимости между исследованными величинами. Однако оно слишком мало по модулю, чтобы говорить о какой-либо зависимости в принципе.

2. Коэффициент корреляции между динамикой прибыли и динамикой акций равен $0,14$, что также свидетельствует об отсутствии какой-либо системной связи между данными величинами.

3. Коэффициент корреляции между динамикой рентабельности и ценой акции составляет $0,28$. Данное значение говорит о том, что между величинами имеется определенная прямая связь, однако она относительно невелика.

4. Интересным выглядит коэффициент корреляции между показателем прибыли на акцию и ценой акции. В нашем исследовании он равен $0,86$, что говорит об относительно высокой прямой связи между данными величинами.

5. Коэффициент корреляции между динамикой размера дивидендов на акцию и ценой акции составляет $0,46$, что позволяет говорить о существовании определенной прямой связи между величинами, но сила данной связи средняя.

6. И в заключение в качестве контрольного показателя мы рассчитали коэффициент корреляции между динамикой выручки компании и динамикой показателя рентабельности. Как и ожидалось, данная связь является прямой и достаточно сильной. Коэффициент корреляции составил $0,85$.

Итак, по итогам нашего небольшого исследования можно сделать определенные выводы. Динамика акций ОАО «ГМК Норильский Никель» имеет более-менее устойчивую связь с показателем размера прибыли компании на одну обыкновенную акцию. Однако остальные показатели финансового состояния, вероятно, игнорируются фондовым рынком при определении цены на данную бумагу. На наш взгляд, это может свидетельствовать о недостаточно глубоком исследовании инвесторами реального положения компании-эмитента при принятии решения об инвестировании финансовых ресурсов в бумаги дан-

ного эмитента. Таким образом, рыночная стоимость акций данного эмитента лишь в слабой степени отражает реальную экономическую ситуацию в компании. Это, в свою очередь, говорит о спекулятивном характере инвестиций в данную бумагу, что возвращает нас к основному тезису настоящей статьи – большинство инвестиций на российском фондовом рынке имеют спекулятивный характер. Мы считаем, что подобный подход к инвестициям является в значительной степени опасным, поскольку провоцирует «надувание» спекулятивных «пузырей» на финансовых рынках, дестабилизируя тем самым ситуацию в экономике в целом. Наше предложение состоит в том, чтобы от поверхностного анализа динамики бумаг предприятия переходить к углубленному изучению его финансово-экономического состояния, причем период подобного исследования должен быть достаточно длинным, чтобы отразить состояние эмитента с учетом различных циклов экономической конъюнктуры.

Библиографический список

1. Елисеева, И. Е. Как выжить на фондовом рынке? Финансовая самозащита инвестора [Текст] / И. Е. Елисеева. – М.: Вершина, 2008. – 168 с., илл., табл.
2. Криничанский К. В. Рынок ценных бумаг : учебное пособие [Текст] / К. В. Криничанский. – М.: Дело и сервис, 2007. – 512 с.
3. Найман, Э. Малая энциклопедия трейдера. – 4-е изд., перераб. и доп. [Текст] / Э. Найман. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 395 с.
4. Элдер, А. Трейдинг с доктором Элдером: Энциклопедия биржевой игры [Текст] / А. Элдер. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 488 с.
5. Интернет-сайт ОАО «ГМК Норильский Никель», отчет для инвесторов [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.nornik.ru/investor/fact/>
6. Интернет-сайт финансового холдинга ЗАО [Электронный ресурс]. – Режим доступа : «Финам» <http://www.finam.ru/analysis/charts/default.asp>