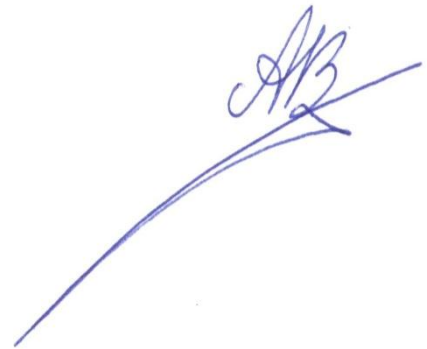


На правах рукописи



Андреев Владимир Евгеньевич

**МНОГОУРОВНЕВЫЙ АНАЛИЗ ВЗАИМОСВЯЗЕЙ ИНДИКАТОРОВ
ФОНДОВОГО РЫНКА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Орёл – 2014

Работа выполнена в Старооскольском технологическом институте им. А.А. Угарова (филиале) федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Национальный исследовательский технологический университет «МИСиС» на кафедре «Экономический анализ, финансы, и аудит»

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор
Виноходова Анна Федоровна

Официальные оппоненты:

Банк Сергей Валерьевич, доктор экономических наук, доцент, Автономная некоммерческая организация высшего профессионального образования Центросоюза Российской Федерации «Российский университет кооперации», кафедра «Финансы», профессор

Паненков Александр Сергеевич, кандидат экономических наук,
ООО «ЛебГОК-ЭЭРЗ», главный бухгалтер

Ведущая организация: Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего профессионального образования «**Белгородский государственный национальный исследовательский университет**»

Защита состоится 26 декабря 2014 г. в 10 часов на заседании диссертационного совета Д 212.182.04 при федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего профессионального образования «Государственный университет – учебно-научно-производственный комплекс» по адресу: 302020, г. Орел, Наугорское шоссе, д. 40, аудитория 705 (www.gu-unpk.ru).

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке и на официальном сайте федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Государственный университет – учебно-научно-производственный комплекс» по адресу: 302020, г. Орел, Наугорское шоссе, д. 29, аудитория 340 (www.gu-unpk.ru).

Автореферат разослан _____ 2014 г. Объявление о защите диссертации и автореферат диссертации размещены в сети Интернет на официальном сайте федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Государственный университет – учебно-научно-производственный комплекс» (www.gu-unpk.ru) и на официальном сайте Министерства образования и науки Российской Федерации (vak2.ed.gov.ru)

Ученый секретарь
диссертационного совета



Коростелкина Ирина Алексеевна

1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. В настоящее время фондовый рынок Российской Федерации прочно занял своё место в структуре мировой экономики. Исследование отечественного фондового рынка представляется особенно актуальным в связи с тенденцией к привлечению в государственную экономику розничных инвесторов. Трансформация сбережений и накоплений в качестве временно свободного частного капитала в инвестиции создаёт новые горизонты для расширения сфер влияния фондового рынка, укрепляет его позиции, а, соответственно, и укрепляет позиции государства в мировой экономике.

Для понимания закономерности процессов, происходящих на фондовом рынке, необходимо опираться на анализ исторического опыта, как российского, так и иностранных рынков. Полное представление таких процессов, возможно только после рассмотрения их на международном, макро- мезо- и микроуровнях экономики. В связи с вышеизложенным, актуальным и своевременным направлением научного исследования представляется проведение многоуровневого анализа взаимосвязей индикаторов фондового рынка в различные характерные временные периоды.

Степень научной разработанности проблемы. Особенности российского фондового рынка, в том числе влияние на него различных факторов, в своих работах рассматривали следующие российские учёные: Б.И. Алёхин, А.В. Аникин, А.И. Басов, С.В. Банк, Е.В. Дорохов, В.Р. Евстигнеев, А.И. Ильинский, О.А. Исаакян, О.А. Кандинская, М.И. Кантолинский, М.М. Кудинова, Я.М. Миркин, Ю.П. Митин, Б.Б. Рубцов, К.А. Торжевский, И.Б. Туруев, Л.В. Учуваткин, Е.А. Фёдорова, И.В. Хромушин, и др.

Исследованию факторов отраслевого анализа посвящены работы таких российских учёных, как: М.В. Алексеенковой, В.А. Бессонова, А.Ф. Виноходовой, М.Г. Делягина, Е.А. Дорофеева, А.С. Паненкова, В.М. Полтеровича, А.Д. Радыгина, Р.М. Энтова и др.

Основные концепции и теории анализа фондовых рынков разрабатывали следующие зарубежные учёные: У. Баффет (W.E. Buffett), Ф. Блэк (F.S. Black), Г. Марковиц (H.M. Markowitz), Р. Мертон (R.K. Merton), М. Миллер (M.H. Miller), Ф. Модильяни (F. Modigliani), Д. Сорос (G. Soros), Ю. Фама (E.F. Fama), У. Шарп (W.F. Sharpe), М. Шоулз (M.S. Scholes) и др..

Особо следует отметить труды по фундаментальному анализу таких учёных, как: Б. Грэм (B. Graham), Д. Додд (D. Dood), М. Томсет (M. Thomsett), С. Коттл (S. Cottle), Р. Мюррей (R. Murray) и др.

Среди российских учёных, исследовавших и применявших фундаментальный анализ, в том числе для оценки и прогнозирования стоимости акций, необходимо отметить труды С.В. Банка, Т.Б. Бердниковой, М.В. Ефимова, О.В. Ефимовой, В.Д. Миловидова, Н.В. Семенюты, Р.С. Сайфулина, А.Б. Фельдмана, А.Д. Шеремета и др.

Несмотря на достаточно большое количество работ, посвящённых российскому фондовому рынку и его анализу, исследование его одновременно на всех уровнях экономики не производилось. Часть работ носят лишь теоретический характер, а большинство практических работ не учитывают влияние на российский фондовый рынок Мирового экономического кризиса 2008 г., а также не изучают закономерности, возникшие в кризисный период и в период посткризисного восстановления. Таким образом, особенно актуально дальнейшее развитие теории и практики многоуровневого анализа фондового рынка Российской Федерации.

Целью диссертационного исследования является разработка принципиально нового подхода к проведению многоуровневого анализа взаимосвязей между финансовыми индикаторами фондового рынка Российской Федерации.

Для реализации этой цели были поставлены и решены следующие **задачи**:

- разработать и адаптировать оригинальный подход к многоуровневому исследованию фондового рынка акций для выявления взаимосвязей между финансовыми индикаторами;
- провести исследование взаимосвязей между мировыми фондовыми рынками, отдельными отраслями экономики России и внутри одной отрасли;
- выявить связь между финансовыми индикаторами на различных уровнях экономики, как на общем временном интервале, так и в отдельных (докризисный, кризисный и посткризисный) периодах;
- определить величину воздействия одних индикаторов на другие, оценить динамику каждого финансового индикатора и выявить наиболее эффективные из

них, проверить влияние основных валютных пар и стоимости отдельных видов сырья на российский фондовый рынок;

- провести анализ стоимости акций компаний и уточнить систему показателей для оценки их балансовой стоимости.

Объектом диссертационного исследования является рынок акций Российской Федерации в целом и акции компаний нефтегазового сектора, в частности.

Предметом диссертационного исследования являются взаимосвязи и взаимозависимости, возникающие в процессе функционирования рынка акций.

Область диссертационного исследования соответствует Паспорту специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» раздел 4 «Финансы домохозяйств» п. 4.7 «Механизм инвестиционной стратегии сбережений населения», раздел 6 «Рынок ценных бумаг и валютный рынок» п. 6.1 «Теоретические основы организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов» (экономические науки).

Теоретической и методологической основой являются фундаментальные исследования российских и зарубежных учёных и практиков по экономике, финансовому менеджменту, теории рынка капитала, техническому и фундаментальному анализу, теории фондового рынка, основам биржевой торговли, Федеральные Законы РФ, Указы Президента РФ, Постановления Правительства РФ, нормативно-правовые документы Федеральной Службы по финансовым рынкам РФ, аналитические материалы саморегулирующихся организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг, управляющих компаний, научных организаций, опубликованные в периодических научных изданиях, информационных сборниках и обзорах, размещённые на корпоративных, ведомственных, общегосударственных сайтах в сети Интернет, литература зарубежных и отечественных авторов.

В ходе исследования использовались логический и сравнительный методы, метод графических интерпретаций, экономико-статистический корреляционный и фундаментальный анализ, индексный метод, количественные характеристики исследуемых явлений, методы обработки эмпирических данных. Для обоснования выдвигаемых положений применялись исторический, логический и системный подходы.

Информационной базой диссертационного исследования являются данные по дневным «ценам» закрытия мировых фондовых индексов, отраслевых индексов Российской Федерации, а также акций компаний нефтегазовой отрасли России с 30.12.2004 г. по 31.12.2012 г., ежеквартальные и годовые отчёты компаний нефтегазовой отрасли, содержащие квартальную бухгалтерскую отчётность за период с 31.12.2004 г. по 31.12.2012 г.

Научная новизна диссертационной работы состоит в разработке теоретико-методических положений по проведению многоуровневого анализа взаимосвязей индикаторов фондового рынка и практических рекомендаций по исследованию рынка акций Российской Федерации, обеспечивающих гибкость и адаптированность современных финансовых инструментов к конкретной экономической ситуации.

Наиболее значимыми являются следующие результаты, характеризующие **научную новизну диссертации:**

- выявлены инвестиционные особенности акций российских компаний и специфика применения различных методов анализа и прогнозирования рыночной стоимости акций в условиях российского фондового рынка (п. 6.1 паспорта специальности 08.00.10);

- разработан и адаптирован авторский подход к проведению многоуровневого анализа фондового рынка и представлен алгоритм его использования в практических целях для исследования взаимосвязей между финансовыми индикаторами на различных уровнях экономики, что даёт возможность всесторонне оценить привлекательность конкретного финансового инструмента (п. 6.1 паспорта специальности 08.00.10);

- выявлены существенные различия во взаимосвязях между мировыми фондовыми рынками в докризисном, кризисном и посткризисном периодах и предложены коэффициенты сопоставления индикаторов, рассчитанные по их ключевым значениям для каждого периода исследования (п. 6.1 паспорта специальности 08.00.10);

- определена динамика изменения отраслевых рынков, показывающая тесную связь рыночной капитализации компаний различных отраслей с изменением фондового рынка в целом при существенно меньшей связи между отдельными отраслями, что обуславливает необходимость выбора

индивидуальной стратегии инвестирования в рамках каждой отрасли (п. 6.1 паспорта специальности 08.00.10);

- установлена слабая взаимосвязь между рыночной стоимостью акций различных компаний, входящих в базу расчета индекса нефтегазовой промышленности, а также существенная разница между рыночной стоимостью привилегированных и обыкновенных акций одной компании с одинаковой номинальной стоимостью, что означает их различную инвестиционную привлекательность (п. 6.1 паспорта специальности 08.00.10);

- на базе фундаментального анализа уточнена система показателей для оценки балансовой стоимости акций и сравнения её с рыночной стоимостью применительно к привилегированным акциям, проведено сравнение акций компаний нефтегазовой отрасли по адаптированным коэффициентам эффективности, дивидендной политики компаний и дивидендной доходности их акций с целью выявления наиболее инвестиционно-привлекательных акций (пп. 4.7, 6.1 паспорта специальности 08.00.10).

Теоретическое значение диссертационного исследования заключается в разработке принципиально нового научного подхода к многоуровневому изучению фондового рынка на примере рынка акций Российской Федерации в историческом аспекте, проведении масштабного ретроспективного историко-экономического анализа с выявлением закономерностей процессов, происходивших на фондовом рынке, определении места российского рынка акций в системе финансовых рынков, рассмотрении основных концепций и теорий анализа фондового рынка акций, определении возможностей их применения в условиях российского фондового рынка, исследовании и анализе взаимосвязи индекса ММВБ с мировыми фондовыми индексами как на всём общем временном интервале в рамках обозначенных исследованием, так и на протяжении каждого конкретного исследуемого периода (докризисного, кризисного, посткризисного), выявлении влияния основных валютных пар и сырья на фондовый рынок акций России, проведении исследования одной из ведущих отраслей экономики с использованием оригинальных подходов и элементов фундаментального анализа, выявлении общих тенденций и соответствии рыночной стоимости акций их фундаментальной стоимости.

Практическая значимость диссертационного исследования обусловлена тем, что разработанный научный подход к многоуровневому анализу российского рынка акций с использованием авторских методов индексного анализа ориентирован не только на научное сообщество, но и на инвестиционную деятельность. Оптимизация инвестиционных стратегий с использованием данного научного подхода может послужить одним из механизмов, обеспечивающих широкое эффективное участие розничных инвесторов на финансовом рынке и защиту их инвестиций путём первоначально грамотного и обоснованного размещения их сбережений, что соответствует первоочередным мероприятиям, согласно плану Стратегии развития финансового рынка РФ до 2020 г.

Апробация и внедрение результатов исследования. Основные теоретические и практические положения работы докладывались автором на Международных и Всероссийских научно-практических конференциях: «Образование. Наука. Производство. Управление» (Россия, г. Старый Оскол, 2012 г.), «Общество в эпоху перемен: формирование новых социально-экономических отношений» (Россия, г. Саратов, 2013 г.), «Современные проблемы горно-металлургического комплекса. Энергосбережение. Экология. Новые технологии» (Россия, г. Старый Оскол, 2013 г.).

Отдельные результаты диссертационного исследования внедрены в деятельность и используются в практике коммерческих организаций Белгородской области. В частности, методы анализа, разработанные в диссертационном исследовании, внедрены и успешно используются в практической деятельности инвестиционной компанией ОАО «Осколинвест».

Материалы диссертации используются в качестве учебно-методического обеспечения при подготовке специалистов и бакалавров по дисциплинам «Биржевое дело», «Инвестиции», «Рынок ценных бумаг», «Экономика» в Старооскольском технологическом институте им. А.А. Угарова (филиале) федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Национальный исследовательский технологический университет «МИСиС».

Публикации. Основные результаты исследования опубликованы в 9 работах общим объемом 3,0 п.л., в том числе в научных изданиях, рекомендованных ВАК РФ – 4 статьи. Авторский объем составляет 2,4 п.л.

Объем и структура диссертационного исследования. Диссертационная работа состоит из введения, трёх глав, заключения, списка использованных источников, содержащего 169 наименований и 4 приложений. Общий объем работы 248 страниц, 96 таблиц, 41 рисунок.

Во введении обоснована актуальность темы, сформулированы цель, задачи, объект и предмет исследования, раскрыты научная новизна, теоретическая и практическая значимость работы, представлены направления внедрения результатов исследования.

В первой главе «Теоретические основы анализа индикаторов фондового рынка Российской Федерации» определено место российского рынка акций в системе финансовых рынков, изучены используемые фондовые индексы как основные индикаторы фондового рынка, выявлены особенности акций российских компаний как объекта для инвестирования, рассмотрены основные методы анализа рыночной стоимости акций и сделан вывод о необходимости многоуровневого исследования и совершенствования методов анализа рынка акций.

Во второй главе «Исследование взаимосвязей индикаторов фондового рынка на различных уровнях экономики» разработан авторский подход к исследованию взаимосвязей между финансовыми индикаторами на различных уровнях экономики, в соответствии с которым исследованы взаимосвязи между мировыми фондовыми рынками (международный уровень) и различными секторами экономики Российской Федерации (макроуровень).

В третьей главе «Анализ стоимости акций компаний нефтегазового сектора Российской Федерации» проведено исследование взаимосвязей между акциями компаний нефтегазового сектора Российской Федерации, на базе фундаментального анализа уточнена система показателей для оценки балансовой стоимости акций и сравнения её с рыночной стоимостью, проведено сравнение акций компаний нефтегазовой отрасли по адаптированным коэффициентам эффективности, дивидендной политики компаний и дивидендной доходности акций.

В заключении обобщены наиболее важные положения работы и сформулированы выводы и предложения.

2 ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ РАБОТЫ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1 Выявлены инвестиционные особенности акций российских компаний и специфика применения различных методов анализа и прогнозирования рыночной стоимости акций в условиях российского фондового рынка

В ходе диссертационного исследования установлены инвестиционные особенности акций российских компаний, как объектов инвестирования, которые представлены на рисунке 1.



Рисунок 1- Специфика акций, как объекта инвестирования

Тот факт, что акция является титулом реального капитала для инвестора, является определённым гарантом его инвестиций. Право на реальное участие в управлении обществом для миноритарного акционера весьма затруднительно ввиду малой доли его пакета акций, поэтому при покупке акций на фондовом рынке розничного инвестора, прежде всего, интересует получение прибыли при перепродаже акций в будущем по более высокой цене и получение прибыли в виде дивидендов. Для этого необходимо анализировать как потенциальную стоимость самой акции, т.е. определять внутренние факторы, влияющие на неё, так и изменение динамики рыночной стоимости акции относительно других акций той же отрасли и рынка в целом.

В процессе изучения наиболее известных методов анализа и прогнозирования рыночной стоимости акций, применявшихся на зарубежных фондовых рынках, сделан вывод, что использование их в первоначальном виде без изменений на российском фондовом рынке невозможно, т.к. они не учитывают специфику, присущую российскому фондовому рынку, поэтому в инвестиционной деятельности возможно применение лишь их отдельных элементов.

2 Разработан и адаптирован авторский подход к проведению многоуровневого анализа фондового рынка и представлен алгоритм его

использования в практических целях для исследования взаимосвязей между финансовыми индикаторами на различных уровнях экономики, что даёт возможность всесторонне оценить привлекательность конкретного финансового инструмента

Для проведения многоуровневого исследования в диссертации разработан и практически апробирован оригинальный подход к анализу российского рынка акций на всех основных уровнях экономики (Рисунок 2).

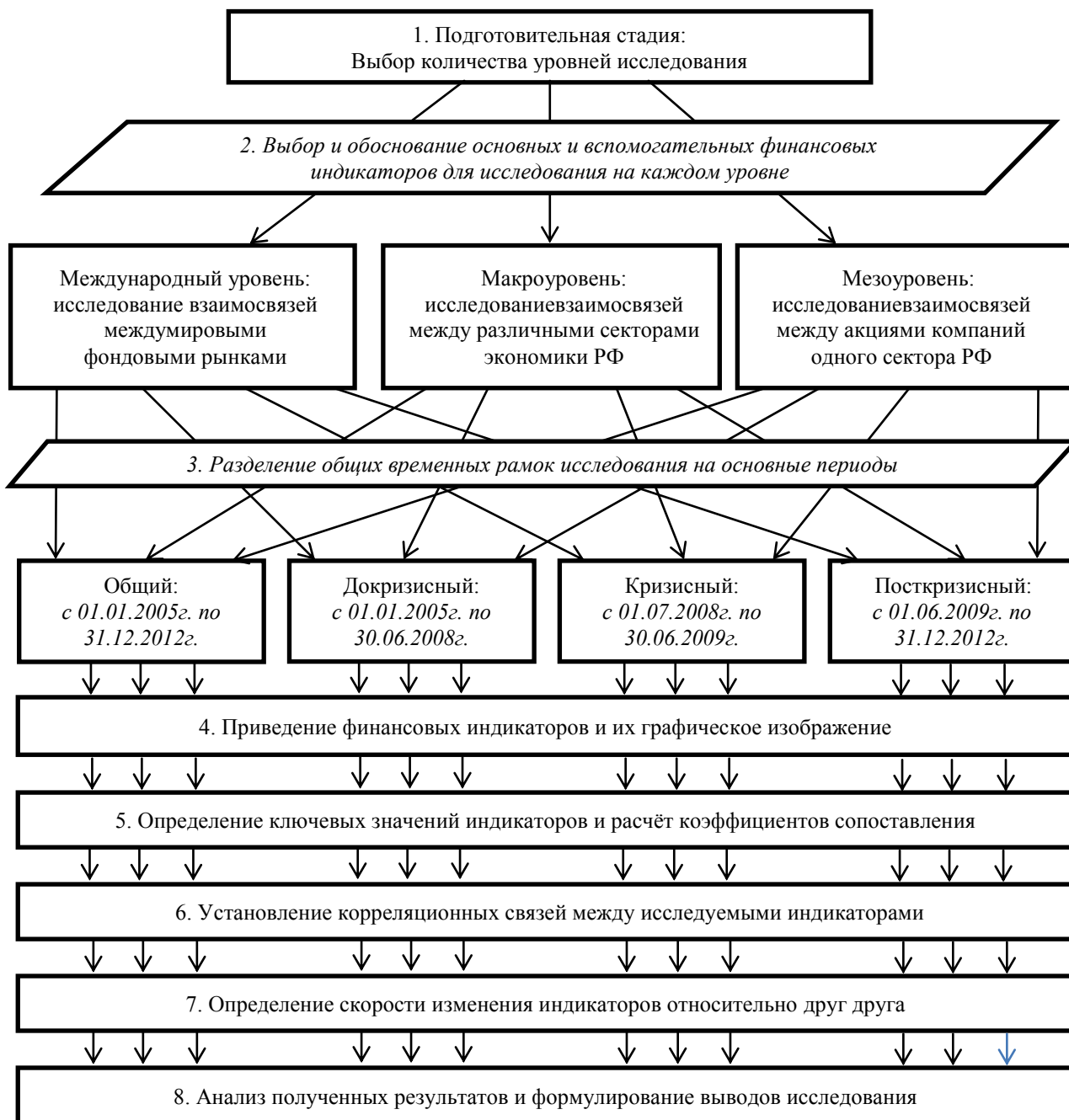


Рисунок 2 – Алгоритм проведения многоуровневого анализа индикаторов фондового рынка

На подготовительной стадии принимается решение провести всесторонний анализ рынка акций Российской Федерации на всех уровнях экономики, а именно:

- на международном уровне, на котором определяется его зависимость от зарубежных рынков в разные периоды исследования посредством оценки взаимосвязей и динамики основных мировых фондовых индексов;

- на макроуровне, на котором проводится исследование различных секторов экономики Российской Федерации посредством оценки взаимосвязей и динамики отраслевых индексов Московской биржи с целью выявления наиболее «успешных» и, напротив, «отстающих» отраслей и оценки их возможной привлекательности для инвестирования;

- на мезоуровне, на котором проводится исследование компаний внутри одного сектора экономики Российской Федерации посредством оценки взаимосвязей и динамики рыночной стоимости акций данных компаний.

Далее для каждого уровня исследования выбираются и обосновываются характерные финансовые индикаторы с целью анализа их динамики и выявления взаимосвязей между ними. При этом проводится их краткий анализ с целью выявления характерных особенностей. При необходимости выбираются и обосновываются вспомогательные индикаторы для проверки их влияния на исследуемые индикаторы.

На основании предварительного анализа автором выбран период исследования с 01.01.2005 г. по 31.12.2012 г, который впоследствии был разделён на три этапа:

I. Докризисный: 01.01.2005 г. – 30.06.2008 г. (3,5 года);

II. Кризисный: 01.07.2008 г. – 30.06.2009 г. (1 год);

III. Посткризисный 01.07.2009 г. – 31.12.2012 г. (3,5 года).

Для построения графиков индикаторов с целью последующего визуального анализа, а также для расчёта коэффициента относительного изменения скорости индикаторов β необходимо привести исследуемые индикаторы к общему значению.

Помимо известных методов приведения автором разработан метод, основанный на приведении индикаторов к максимальным докризисным значениям с помощью коэффициента K_X^{MAX} , который предлагается рассчитывать по формуле:

$$K_X^{MAX} = \frac{MAX_Y^I}{MAX_X^I}, \quad (1)$$

где MAX^I_Y и MAX^I_X – максимальные значения эталонного индикатора Y и приводимого индикатора X в докризисный период исследования.

Приведение индикаторов по данному методу позволит наглядно оценить посткризисную динамику различных индикаторов на одном графике, а также повысить достоверность расчёта коэффициента β в посткризисном периоде, который не будет зависеть от выбранной даты начала интервала.

Для определения относительного изменения индикаторов в каждом периоде исследования автором предлагается рассчитать относительные коэффициенты сопоставления. Для их расчёта требуется определить ключевые значения индикаторов на каждом этапе:

N - Значение индикатора на начальную дату периода;

MIN – Минимальное значение индикатора в исследуемом периоде;

MAX – Максимальное значение индикатора в исследуемом периоде;

Z – Значение индикатора на конечную дату периода.

На каждом периоде исследования автором предложено ввести и рассчитать от одного до двух оригинальных коэффициентов сопоставления, представленных в таблице 1.

Таблица 1 - Оригинальные коэффициенты сопоставления индикаторов

Название	Формула	Описание
Коэффициент диапазона	$D = \frac{MAX}{MIN}$	Показывает во сколько раз максимальное значение индикатора больше минимального в рассматриваемом периоде
Коэффициент максимального докризисного роста	$K^I = \frac{MAX^I}{N}$	Показывает во сколько раз максимальное значение индикатора в докризисном периоде было выше начального
Коэффициент наибольшего снижения в кризисном периоде	$K^{II} = \frac{MAX^I}{MIN^{II}}$	Показывает во сколько раз снизился индикатор с максимальных докризисных значений в пик кризиса
Коэффициент относительного посткризисного восстановления	$K_1^{III} = \frac{MAX^{III}}{MAX^I}$	Показывает смог ли и во сколько раз индикатор превысить своё максимальное докризисное значение в посткризисном периоде
Коэффициент итогового положения	$K_2^{III} = \frac{Z}{MAX^{III}}$	Показывает положение индикатора на конец исследования относительно посткризисного максимума

Далее, на каждом периоде исследования устанавливаются корреляционные связи между всеми исследуемыми индикаторами, с целью выявления их взаимного влияния. Для оценки скорости изменения финансовых индикаторов в ходе диссертационного исследования принято решение использовать коэффициент β в качестве показателя, являющегося мерой изменения скорости одного индикатора

относительно другого – эталонного. После расчёта предлагаемых коэффициентов необходимо провести краткий анализ полученных результатов по каждому из них на каждом периоде исследования. При проведении анализа необходимо выявить как общие тенденции, так и исключения из правил на каждом уровне.

Таким образом, адаптированный алгоритм действий, необходимых для многоуровневого исследования российского рынка акций по оригинальному подходу позволяет:

- определить взаимосвязь между финансовыми индикаторами на международном, макро- и мезоуровнях, а также выявить среди них «опережающие» и «отстающие» индикаторы;
- проводить анализ на различных характерных временных периодах и сравнивать полученные результаты;
- определить скорость изменения индикаторов относительно друг друга на каждом уровне и периоде исследования;
- сравнить индикаторы по темпам роста и другим предложенным коэффициентам сопоставления;
- оценить результаты полученного исследования и принять соответствующие инвестиционные решения.

3 Выявлены существенные различия во взаимосвязях между мировыми фондовыми рынками в докризисном, кризисном и посткризисном периодах и предложены коэффициенты сопоставления индикаторов, рассчитанные по их ключевым значениям для каждого периода исследования

Для исследования взаимосвязей между фондовыми рынками акций на международном уровне в разные периоды в целях диссертационного исследования выбраны 20 мировых фондовых индексов, представляющие 18 стран. Наглядное отображение основных коэффициентов взаимосвязи на всех периодах исследования представлено в таблице 2.

Проанализировав данные за все периоды исследования мировых фондовых индексов, автором сделаны следующие выводы. В докризисный период все фондовые индексы уверенно росли с весьма высокой степенью корреляции. Индексы развивающихся рынков росли быстрее развитых и достигли больших значений в конце данного периода. Российский фондовый рынок рос высокими темпами, опередив все развитые рынки и большинство развивающихся. В период

кризиса все индексы стремительно снизились соответственно росту в предыдущем периоде.

Таблица 2 - Коэффициенты взаимосвязи индекса ММВБ с мировыми фондовыми индексами за все периоды исследования

Период	\bar{r}_{ED}	\bar{r}_E	\bar{r}_D	$\bar{\beta}_{ED}^N$	$\bar{\beta}_E^N$	$\bar{\beta}_D^N$	$\bar{\beta}_{ED}^{MAX}$	$\bar{\beta}_E^{MAX}$	$\bar{\beta}_D^{MAX}$
Общий 01.01.2005г. – 31.12.2012г.	66,5%	74,8%	59,3%	1,47	0,91	1,99	0,82	0,74	0,93
Докризисный 01.01.2005г. – 30.06.2008г.	88,2%	88,7%	87,7%	2,85	1,50	3,99	1,49	1,12	1,49
Кризисный 01.07.2008г. – 30.06.2009г.	88,1%	90,2%	86,3%	2,51	1,81	3,04	1,48	1,48	1,43
Посткризисный 01.07.2009г. – 31.12.2012г.	48,5%	58,7%	39,4%	1,04	0,70	1,38	0,56	0,54	0,63

\bar{r}_{ED} - средняя корреляция между всеми исследуемыми индексами,
 \bar{r}_E и \bar{r}_D средние значения корреляции с индексами развивающихся и развитых рынков соответственно,
 $\bar{\beta}_{ED}^N, \bar{\beta}_E^N, \bar{\beta}_D^N$ - средние значения скорости изменения индекса ММВБ относительно различных групп индексов при приведении к начальной дате исследования;
 $\bar{\beta}_{ED}^{MAX}, \bar{\beta}_E^{MAX}, \bar{\beta}_D^{MAX}$ средние значения скорости изменения индекса ММВБ относительно различных групп индексов при приведении индексов к максимальным докризисным значениям

В посткризисном периоде все индексы стали стремиться восстановить свои значения, приближаясь к максимальным значениям в докризисном периоде. Рост большинства индексов продолжался вплоть до начала 2012 г. после чего все индексы стали снижаться. Учитывая результаты исследования других авторов, можно констатировать, что в 2012 г. произошло самое значительное снижение корреляционных связей международных фондовых рынков и наблюдаются минимальные значения корреляции индекса ММВБ с индексами других стран.

Таким образом, проведённый нами анализ, позволил выявить факт значительного снижения влияния фондовых рынков других стран на российский фондовый рынок, по сравнению с предыдущими периодами. В будущем не исключено увеличение корреляционных связей между фондовыми рынками, однако при выборе инвестиционной стратегии, нельзя полагаться лишь на динамику основных мировых фондовых индексов.

4 Определена динамика изменения отраслевых рынков, показывающая тесную связь рыночной капитализации компаний различных отраслей с изменением фондового рынка в целом при существенно меньшей связи

между отдельными отраслями, что обуславливает необходимость выбора индивидуальной стратегии инвестирования в рамках каждой отрасли

В диссертационном исследовании проведён анализ отдельных секторов экономики Российской Федерации с помощью отраслевых индексов ММВБ в целях выбора возможной отрасли для инвестирования. Помимо выявления взаимосвязей между нефтегазовым, финансовым, электроэнергетическим, металлургическим, потребительским, телекоммуникационным, машиностроительным и химическим секторами была выявлена связь отраслевых индексов с индексом ММВБ, а также стоимостью нефти марки «BRENT», стоимостью золота и значениями валютных пар USD/RUB, EUR/RUB, EUR/USD. Коэффициенты взаимосвязи на всех периодах исследования представлены в таблице 3.

Таблица 3 - Средние значения коэффициентов взаимосвязи отраслевых индексов ММВБ с индексом ММВБ за все периоды исследования

Период	$\bar{r}_{ММВБ}$	$\bar{r}_{ОИ}$	$\bar{\beta}_{ММВБ}^N$	$\bar{\beta}_{ММВБ}^{MAX}$
Общий 01.01.2005г. – 31.12.2012г.	82,3%	72,9%	1,33	1,02
Докризисный 01.01.2005г.-30.06.2008г.	84,9%	62,4%	1,41	0,96
Кризисный 01.07.2008г. – 30.06.2009г.	96,5%	93,5%	1,41	1,02
Посткризисный 01.07.2009г. – 31.12.2012г.	79,5%	61,9%	1,80	1,39
указаны: средние значения корреляционных связей отраслевых индексов с индексом ММВБ ($\bar{r}_{ММВБ}$), средние корреляционные связи между отраслевыми индексами ($\bar{r}_{ОИ}$), средние значения скорости изменения отраслевых индексов относительно индекса ММВБ ($\bar{\beta}_{ММВБ}^N$ и $\bar{\beta}_{ММВБ}^{MAX}$)				

Результатами исследования являются следующие утверждения.

До кризиса 2008 г. все отрасли уверенно росли, при этом динамику лучше других секторов экономики показал финансовый сектор. В пик кризиса 2008 г. все отраслевые индексы снизились до величины, меньшей начального значения расчёта индексов, за исключением финансового сектора, выросшего больше остальных в предыдущем периоде. Таким образом, отраслевые индексы росли несколько лет, а снизились всего за несколько месяцев.

В посткризисном периоде только половина отраслевых индексов смогла превысить свои докризисные значения, а на конец нашего исследования лишь потребительский и нефтегазовый секторы находились на значениях, выше максимальных докризисных. Рост на данном этапе продолжался до начала 2011 г., после чего большинство индексов стало снижаться, за исключением индекса химической промышленности.

В целом динамику лучше индекса ММВБ показали потребительский, нефтегазовый, химический и финансовый секторы. Динамику хуже сводного индекса ММВБ показали индексы машиностроительной и электроэнергетической промышленности. Индекс металлургического сектора в первой половине посткризисного периода демонстрировал одну из лучших динамик среди отраслевых индексов, после чего стал снижаться быстрее остальных. Индекс телекоммуникационного сектора в момент кризиса снизился значительно больше остальных, что сказалось на трудности восстановления в посткризисном временном периоде.

За исключением индекса химической отрасли, корреляция всех отраслевых индексов с индексом ММВБ в докризисном и кризисном периодах находилась на высоком уровне, однако в посткризисном периоде корреляционные связи заметно снизились. Корреляция отраслевых индексов с индексом ММВБ в подавляющих случаях выше средней корреляции между отраслевыми индексами.

Таким образом, динамика рыночной капитализации компаний каждой отрасли тесно связана с динамикой фондового рынка в целом, однако связь между различными отраслями существенно меньше. В связи с этим, выбор отрасли экономики для инвестирования является особенно важным, т.к. динамика компаний различных отраслей может отличаться весьма существенно.

Данный анализ позволил выявить как отрасли - «лидеры», так и отрасли «аутсайдеры». При этом для долгосрочного инвестора представляют интерес обе эти группы. С одной стороны, акции компаний, представляющих успешную отрасль, привлекательны тем, что могут показывать высокий рост капитализации и в будущем, но при сильной переоценки акций рост может смениться стремительным падением, что можно отчетливо наблюдать на примере кризисного периода. С другой стороны, отрасль может находиться в упадке не только по фундаментальным причинам, но и по временным, в таком случае именно компании данной отрасли могут показать существенный рост в будущем за относительно короткий промежуток времени.

5 Установлена слабая взаимосвязь между рыночной стоимостью акций различных компаний, входящих в базу расчета индекса нефтегазовой промышленности, а также существенная разница между рыночной стоимостью привилегированных и обыкновенных акций одной компании с

одинаковой номинальной стоимостью, что означает их различную инвестиционную привлекательность

В ходе диссертационного исследования проанализированы зависимости между рыночной стоимостью 10 акций 8 нефтегазовых компаний Российской Федерации, а именно обыкновенных акций ОАО «Газпром», ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «НК «Роснефть», ОАО «НОВАТЭК», ОАО «Газпром нефть», привилегированных акций ОАО «Транснефть», обыкновенных и привилегированных акций ОАО «Сургутнефтегаз» и ОАО «Татнефть». Проведённый анализ выявил связи между стоимостью акций и индексом ММВБ, отраслевым индексом, и стоимостью нефти марки «BRENT». Значения приведённой рыночной стоимости акций и вспомогательных индикаторов к значению индекса ММВБ на начало исследования и рассчитанные коэффициенты взаимосвязи на всех периодах исследования представлены в таблице 4.

Таблица 4 - Средние значения коэффициентов взаимосвязи рыночной стоимости акций компаний нефтегазовой отрасли России и вспомогательных индикаторов за все периоды исследования

Период	$\bar{r}_{ММВБ}$	$\bar{r}_{НуГ}$	\bar{r}_A	$\bar{\beta}_{ММВБ}^N$	$\bar{\beta}_{ММВБ}^{MAX}$
Общий 01.01.2005г. – 31.12.2012г.	65,3%	69,6%	49,3%	0,94	0,73
Докризисный 01.01.2005г. – 30.06.2008г.	62,5%	79,2%	56,8%	0,71	0,55
Кризисный 01.07.2008г. – 30.06.2009г.	89,9%	91,3%	82,6%	0,98	0,83
Посткризисный 01.07.2009г. – 31.12.2012г.	59,5%	70,2%	49,3%	1,28	0,91
указаны: средние значения корреляционных связей стоимости акций с индексом ММВБ ($\bar{r}_{ММВБ}$), средние корреляционные связи стоимости акций с индексом нефтегазовой отрасли ($\bar{r}_{НуГ}$), средние корреляционные связи между стоимостью акций (\bar{r}_A), средние значения скорости изменения стоимости акций относительно индекса ММВБ ($\bar{\beta}_{ММВБ}^N$ и $\bar{\beta}_{ММВБ}^{MAX}$).					

При подведении итогов анализа взаимосвязей между рыночной стоимостью акций нефтегазовой отрасли автором сформулированы следующие выводы. На мезоуровне между динамикой изменения рыночной стоимости акций российских компаний одной отрасли взаимосвязи слабые, гораздо ниже взаимосвязей на других уровнях, при этом корреляция стоимости большинства акций с индексом ММВБ и отраслевым индексом гораздо выше.

Разница между стоимостью и динамикой обыкновенных и привилегированных акций одной компании может быть весьма существенна, поэтому необходимо выявить специфику каждого типа акций у конкретной

компании с помощью проведения анализа дивидендной политики компаний с целью выявления дивидендной доходности их акций.

Влияние стоимости нефти на акции нефтегазового сектора неоднородно. На протяжении всего времени исследования, высокая корреляция нефти наблюдается только с акциями «НОВАТЭКа» и «Татнефти». По сравнению с докризисным этапом, в посткризисном временном интервале корреляционные связи стоимости нефти и акций нефтегазового сектора увеличились, за исключением акций «Газпрома», «Газпром нефти» и «Роснефти».

Таким образом, анализ на мезоуровне позволил установить, что внутри одной отрасли, акции разных компаний показывают различную динамику, поэтому к выбору объекта инвестирования нужно относиться особенно тщательно с проведением подробного анализа каждой интересующей компании.

6 На базе фундаментального анализа уточнена система показателей для оценки балансовой стоимости акций и сравнения её с рыночной стоимостью применительно к привилегированным акциям, проведено сравнение акций компаний нефтегазовой отрасли по адаптированным коэффициентам эффективности, дивидендной политики компаний и дивидендной доходности их акций с целью выявления наиболее инвестиционно-привлекательных акций

Целью фундаментального анализа является нахождение справедливой стоимости акции и сопоставление её с рыночной стоимостью на организованном рынке акций. В ходе дальнейшего исследования обоснованно проведение ретроспективного анализа влияния справедливой стоимости акций на рыночную стоимость, поэтому в качестве справедливой стоимости предлагается использование балансовой стоимости акций.

Так как обыкновенные и привилегированные акции по своей сути являются долями уставного капитала компании, выражающимися через номинальную стоимость акций, то, по мнению автора для целей оценки инвестиционной привлекательности акций балансовая стоимость одной обыкновенной акции должна равняться балансовой стоимости одной привилегированной акции с тем же номиналом. Поэтому предложено рассчитывать универсальную балансовую стоимость акции по следующей формуле:

$$P_{бал} = \frac{ЧА}{\sum N}, \quad (2)$$

где ЧА – Чистые активы компании,

ΣN – общее количество обыкновенных и привилегированных акций с одинаковой номинальной стоимостью.

В случае если номинальная стоимость акций различается, предлагается ввести формулу для расчёта общего количества акций:

$$\Sigma N = N_{об} + \frac{P_{ном.прив}}{P_{ном.об}} \cdot N_{прив}, \quad (3)$$

где $N_{об}$ и $N_{прив}$ – количество обыкновенных и привилегированных акций находящихся в обращении,

$P_{ном.об}$ и $P_{ном.прив}$ – номинальная стоимость обыкновенных и привилегированных акций.

Для оценки соотношения балансовой и рыночной стоимости акций предлагается преобразовать классическую формулу коэффициента P/BV для привилегированных акций:

$$\frac{P}{BV}_{прив} = \frac{P_{прив} \cdot \frac{P_{ном.об}}{P_{ном.прив}}}{P_{бал}}, \quad (4)$$

где $P_{прив}$ – рыночная стоимость 1 привилегированной акции.

Квартальные значения данного коэффициента для акций всех исследуемых нефтегазовых компаний представлены на рисунке 3.

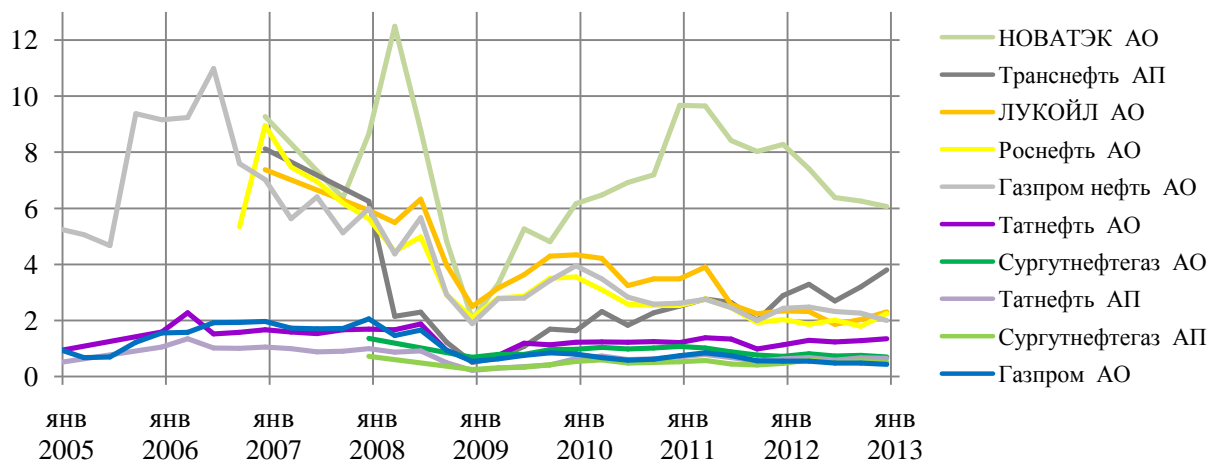


Рисунок 3 – Квартальные значения коэффициента P/BV для акций нефтегазовых компаний Российской Федерации

При подведении итогов анализа на разных периодах, в диссертации все акции компаний были разделены на 3 группы. К первой группе относятся «Газпром», «Сургутнефтегаз» и «Татнефть», акции которых до кризиса стоили немного выше балансовой стоимости, а после кризиса стоят меньше балансовой

стоимости (за исключением обыкновенных акций «Татнефти»), что указывает на явную недооценку данных акций. Ко второй группе отнесены акции нефтяных компаний «ЛУКОЙЛ», «Роснефть» и «Газпром нефть». До кризиса акции данных компаний были явно переоценены, однако последние значения коэффициента P/BV указывают на то, что рыночная стоимость выше балансовой всего в 2 раза, что является приемлемым показателем и не означает переоценку данных акций. К третьей группе относятся акции «НОВАТЭК» и «Транснефти». Рыночная стоимость акций данных компаний значительно выше балансовой стоимости, как в докризисный, так и в посткризисный периоды. В посткризисном периоде разница между стоимостью акций несколько сократилась, однако, и в настоящий момент значения коэффициента P/BV указывают на сильную переоценку акций этих эмитентов.

Дальнейший сравнительный анализ акций компаний нефтегазовой отрасли по коэффициентам P/S и P/E с аналогичной методикой расчёта для привилегированных акций не выявил существенных противоречий с вышеприведёнными выводами об оценке стоимости акций этих компаний.

Анализ дивидендной политики компаний показал, что частные нефтегазовые компании России на выплату дивидендов направляют больший процент от чистой прибыли, по сравнению с государственными компаниями. При этом в последние годы наметилась тенденция увеличения дивидендных выплат государственными компаниями и доведения их до мировых стандартов.

Анализ дивидендной доходности акций показал, что она не имеет строгой зависимости от дивидендной политики компании, т.к. у компаний, направляющих высокий процент от чистой прибыли на выплату дивидендов, доходность может быть ниже аналогичных компаний, направляющих меньший процент на выплату, что указывает на переоценку акций компаний первой группы.

На выплату дивидендов по привилегированным акциям направляется стабильно высокий процент от чистой прибыли, а их дивидендная доходность является высокой, значительно опережая доходность обыкновенных акций того же эмитента. Таким образом, автор делает вывод о том, что для долгосрочного инвестора привилегированные акции привлекательнее, т.к. обеспечивают большую дивидендную доходность. В настоящее время значение фактора дивидендных выплат значительно увеличилось. Если в докризисные годы

основной целью инвестора являлась покупка акций с целью получения прибыли от курсовой разницы стоимости быстро растущих в цене акций, то сейчас стоимость некоторых акций даже снижается, в то время как дивидендная доходность приближается к уровню банковских депозитов.

Анализ на микроуровне с применением элементов фундаментального и корреляционного анализа показал, что на рыночную стоимость конкретных акций влияют различные показатели. У части акций наблюдается зависимость рыночной стоимости от чистой прибыли и выручки компаний, у другой части зависимостей не выявлено вовсе.

Таким образом, в ходе диссертационного исследования выявлено, что до кризиса большинство акций компаний были серьёзно переоценены по фундаментальным показателям. В кризис рыночная стоимость абсолютно всех акций снизилась в несколько раз, причём у части компаний она снизилась ниже справедливой стоимости. В посткризисном периоде рыночная стоимость некоторых акций смогла вновь вырасти выше справедливой, а часть так и осталась ниже её, что указывает на недооцененность этих акций.

3. ОБЩИЕ ВЫВОДЫ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ

В ходе диссертационного исследования разработан принципиально новый подход к анализу фондового рынка с целью выбора индивидуальной стратегии инвестирования. В диссертационной работе данный подход был применён при анализе рынка акций Российской Федерации на международном, макро- и мезоуровнях. Дополнительно выполнен анализ компаний крупнейшей российской отрасли – нефтегазовой на микроуровне с помощью элементов корреляционного, графического и фундаментального анализов.

Российский фондовый рынок акций до сих пор не полностью восстановился после мирового экономического кризиса, капитализация большинства компаний находится ниже докризисных значений, в то время как их финансово-экономические показатели, напротив, возросли. Таким образом, возросла привлекательность отечественного рынка акций для широкой массы инвесторов, однако объект для инвестирования необходимо тщательно выбирать и анализировать, что и показало диссертационное исследование.

Теоретическое значение диссертационного исследования состоит в приращении научных знаний о многоуровневом анализе взаимосвязей индикаторов фондового рынка Российской Федерации. **Практическая значимость результатов исследования** состоит в том, что предложенные в работе научно-методические рекомендации позволяют решить ряд конкретных задач по проведению анализа индикаторов фондового рынка. Выводы и предложения, представленные в работе, содержат совокупность оригинальных авторских результатов и положений, имеют большое практическое значение инвестиционной и научной деятельности.

4. ОСНОВНЫЕ ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Статьи в научных журналах, рекомендованных ВАК

1. Андреев, В.Е. Сопоставление рыночной стоимости акций с фундаментальными показателями компании на примере ОАО «Газпром» / В.Е. Андреев // Вестник Московского университета МВД России. - 2012. - №9. - С.205-209. – 0,3 п.л.

2. Андреев, В.Е. Исследование взаимосвязей мировых фондовых индексов как метод анализа российского фондового рынка / В.Е. Андреев, А.Ф. Виноходова // Образование. Наука. Научные кадры. - 2012. - №4. - С.109-115. – 0,5 п.л. (в т.ч. авт. 0,25 п.л.).

3. Андреев, В.Е. Анализ посткризисного восстановления фондового рынка России на основе показателя рыночной капитализации компаний / В.Е. Андреев, А.Ф. Виноходова // Образование. Наука. Научные кадры. - 2012. - №5. - С.75-81. – 0,4 п.л. (в т.ч. авт. 0,2 п.л.).

4. Андреев, В.Е. Исследование динамики индикаторов различных отраслей экономики Российской Федерации и выявление взаимосвязей между ними / В.Е. Андреев // Экономические и гуманитарные науки. – 2014. - №8. – С.67-77. – 0,6 п.л.

Статьи в других научных изданиях

5. Андреев, В.Е. Анализ дивидендной политики крупнейших российских компаний и дивидендной доходности их акций / В.Е. Андреев // Материалы десятой всероссийской научно-практической конференции с международным участием «Современные проблемы горно-металлургического комплекса.

Энергосбережение. Экология. Новые технологии» (26-27 ноября 2013 года, г. Старый Оскол). – Старый Оскол: СТИ НИТУ «МИСиС», 2013. – 0,2 п.л.

6. Андреев, В.Е. Оценка влияния стоимости нефти на капитализацию нефтегазового сектора России и российского рынка акций в целом / В.Е. Андреев, А.Ф. Виноходова // Материалы III международной научно-практической конференции «Общество в эпоху перемен: формирование новых социально-экономических отношений» (11 октября 2013 года, г. Саратов). – Саратов: ЦПМ «Академия бизнеса», 2013. – 0,3 п.л. (в т.ч. авт. 0,15 п.л.).

7. Андреев, В.Е. Влияние макроэкономических факторов на Российский фондовый рынок и отдельные российские компании / В.Е. Андреев // Материалы девятой всероссийской научно-практической конференции студентов и аспирантов (14–16 мая 2013 года, г. Старый Оскол). – Старый Оскол: СТИ НИТУ «МИСиС», 2013. – 0,3 п.л.

8. Андреев В.Е. Финансовый эффект крупнейшего первичного публичного размещения акций российской компании ОАО «НК «Роснефть» / В.Е. Андреев // Материалы всероссийской научно-практической конференции с международным участием «Образование. Наука. Производство. Управление» (21-23 ноября 2012 года, г. Старый Оскол). – Старый Оскол: СТИ НИТУ «МИСиС», 2012. – 0,2 п.л.

9. Андреев, В.Е. Влияние показателя объема торгов на изменение российского рынка акций / В.Е. Андреев // Материалы всероссийской научно-практической конференции с международным участием «Образование. Наука. Производство. Управление» (21 -23 ноября 2012 года, г. Старый Оскол). – Старый Оскол: СТИ НИТУ «МИСиС», 2012. – 0,2 п.л.