

И. В. Бульдин

Одесский национальный университет имени И. И. Мечникова

КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ ФОНДОВОГО ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ

В статье рассмотрены концептуальные основы теорий фондового ценообразования, таких как традиционная теория и “теория уверенности”, позитивные и негативные аспекты последних, степень их противодействия. Проведен анализ влияния основных факторов (внутренних и внешних) на динамику формирования цен на фондовом рынке; выявлена целесообразность практического применения вышеозначенных теорий в условиях динамично изменяющегося современного рынка ценных бумаг.

Ключевые слова: фондовый рынок, акция, облигация, “теория уверенности”, традиционная теория, фондовое ценообразование, доходность, дивиденд, процентная ставка, инвестор.

Основной задачей при анализе тенденций развития фондовых рынков является определение общих концепций портфельного инвестирования, базисных параметров и факторов, которые оказывают влияние на предметный выбор объекта инвестирования. В данном контексте наиболее актуальным представляется провести анализ зарождения и развития основных теоретических постулатов, в соответствии с которыми формируются основные концепции фондового ценообразования.

Наиболее сложным аспектом современного фондового рынка является выявление и систематизация всего перечня факторов, которые оказывают влияние на фондовое ценообразование. На современных фондовых рынках динамика изменения цен имеет для инвестора намного большее значение, чем размер дивидендного дохода, получаемого по акциям. Проблема моделирования процесса ценообразования на рынке ценных бумаг была затронута в научных работах ведущих идеологов современного фондового рынка, таких как Тьюлз Р., Финнерти Д., Мур Д., Айрес Л., Мэнделл Д. Целью данной статьи является исследование основных концепций и факторов, в соответствии с которыми происходит периодическое колебание фондовых цен в условиях динамично изменяющейся конъюнктуры рынка ценных бумаг.

Все многообразие факторов и условий, оказывающих влияние на фондовый рынок, исходя из заключения Ричарда Дж. Тьюлза, условно можно разделить на две категории. К первой категории относят факторы и условия, которые формируются за пределами фондового рынка. Но именно данные факторы оказывают влияние на изменение цен в долгосрочной перспективе. Ко второй категории относятся “технические” факторы и условия, которые проявляются на самом рынке в краткосрочном периоде и также влияют на динамику фондовых цен. Данные две категории факторов могут воздействовать на рынок как в одновекторном, так и разновектор-

ном направлениях. Исходя из данного заключения, Ричард Дж. Тьюлз выделяет две теории фондовых цен [1].

Первой из них является так называемая традиционная теория фондовых цен. Суть этой теории заключается в утверждении, что основной причиной изменения цен на акции является ожидание возможных изменений в структуре и размерах доходов корпораций. Изменения в доходах влияют на размер дивидендов. Исходя из этого, инвестор должен максимально точно оценить степень влияния всех основополагающих условий на формирование доходов компаний. Вот почему многие агенты фондового рынка совершают сделки зачастую еще до того, как произойдут ощутимые изменения в доходах корпораций. Основная идея данной теории заключается в том, что именно цена акции является максимально точным ориентиром размера будущих дивидендов [1]. Любой отдельно взятый фактор, изменяющий размер дохода корпорации, отрасли, в свою очередь, оказывает влияние на цены акций, которые обычно реагируют на изменения в доходах и дивидендах с определенным опережением. В рамках данной теории дивиденд выступает вторичным фактором по отношению к доходам компаний, находясь в прямой зависимости от последних. Именно в этом состоит классическая теория, объясняющая движение цен на акции, т. е. цены на акции реагируют с определенным опережением на изменения в деловой активности предприятий.

Суть второй теории (называемой “теорией уверенности”) состоит в утверждении, что динамика цен на акции зависит от уверенности и осведомленности инвестора в будущих доходах корпораций. Данная теория в значительной степени отличается от традиционной, так как объясняет изменение рыночных цен на акции на основе психологического фактора (уверенности), в отличие от традиционной теории, которая базируется на статистике (информации об изменениях доходов корпораций). Именно с помощью теории уверенности стало возможным объяснить стихийные изменения в котировках ценных бумаг, необъяснимые с позиции традиционной теории [1]. В последнее время наблюдается ярко выраженное противодействие этих двух теорий. Традиционная теория определяет цену на акции с позиции анализа определенной статистической информации (уровень доходов, дивидендов, процентных ставок), выбор инвестора зависит от установившихся правил и стандартов поведения на бирже (например, тенденция продавать акции при определенном значении отношения рыночной цены акции к чистой прибыли компании в расчете на одну акцию). Следовательно, располагающий определенным объемом статистической информации инвестор может с высокой степенью точности предсказать изменения на рынке. Но это противоречит тому факту, что рынок зачастую ведет себя стихийно, вопреки всем положениям теории, независимо от характера статистической информации о деловой активности предприятий.

Сторонники теории уверенности отрицают подобный “рутинный” (автоматизированный) характер движения рынка. По их мнению, рынок не в состоянии адекватно реагировать на экономическую информацию, а его “беспристрастность” не имеет объяснения, особенно в случае возникнове-

ния биржевой паники и нелогичного поведения институциональных инвесторов вследствие финансового кризиса. Цены на акции также, в свою очередь, не всегда изменяются пропорционально уровню предпринимательской деятельности компании, то опережая, то отставая от последнего [2]. Главной же аксиомой, которую выдвигают сторонники данной теории, является утверждение, что рынок сам по себе крайне непредсказуем, поскольку является квинтэссенцией взаимодействия психологического и информационного факторов, результат которого крайне сложно спрогнозировать. Согласно этой теории, акции определенной компании будут массово приобретаться в случае позитивной оценки инвесторами перспектив ее развития. Этот процесс будет продолжаться, пока цены не достигнут максимума с точки зрения нормального рыночного уровня цен. В случае, если инвесторы настроены пессимистически, будет иметь место массовый “сброс” и понижение цен акций конкретной компании, независимо от результатов ее деятельности. Именно теория “уверенности” в значительной степени объясняет периодическое возникновение рынков “быков” и “медведей”, поскольку формирование последних труднообъяснимо с позиции традиционной теории. Благодаря теории “уверенности” можно объяснить причины падения цен на акции в преддверии экономического подъема, и повышение цен на них незадолго до рецессии. Минусом теории “уверенности” является тот факт, что анализировать фондовый рынок, опираясь на поведение инвесторов, крайне нецелесообразно.

Традиционная теория, в свою очередь, приводит к успеху лишь в том случае, если инвестор занимается тщательной проработкой и анализом первичного статистического материала, который в значительной степени базируется на фундаментальных условиях предпринимательства [3]. К ним обычно относят сформировавшиеся за пределами рынка экономические и политические факторы, которые определяют основные тенденции на рынках отдельных акций или на рынке в целом. Фондовые индексы, например, обычно соотносятся с такими показателями экономической активности, как объем ВВП или индекс промышленного производства. В период динамичного экономического подъема цены на акции растут, в период спада — падают. Но цены на отдельные группы ценных бумаг ведут себя в определенной степени индивидуально. Тем не менее целесообразно выделить основополагающие экономические и политические факторы, которые являются доминирующими в специфике фондового ценообразования. Согласно традиционной теории фондовых цен, наиболее важным фундаментальным фактором являются доходы корпораций. Цены акций должны учитывать возможное изменение доходов компании. Любой инвестор приобретает акций для достижений следующих двух целей: 1) переоценки их стоимости; 2) доходности. Если с течением времени доходность компании имеет склонность к увеличению, то рынок, в свою очередь, реагирует изменением стоимости акций. Доходность акций определяется соотношением между выплачиваемым по ней дивидендом и рыночной ценой. Акция может выступать доходным инструментом для своего владельца только в том случае, если корпорация — эмитент распределяет часть своей прибыли

ли для выплаты дивидендов. Но даже если происходит противоположная ситуация и компания реинvestирует большую часть прибыли в собственное развитие, которое ведет к повышению ее доходов в перспективе, это также положительно сказывается на увеличении объема дивидендов и цен на ее акции [2].

Исходя из концепции традиционной теории фондового ценообразования, вторым по важности фактором (после доходов), влияющим на цену акции, является размер дивиденда. Инвесторы предпочитают высокий дивиденд, поскольку он является подтверждением высокой рентабельности доходов, реинvestированных корпорацией. Однако подобное высокое значение дивиденда применимо, в основном, при инвестировании в акции молодых, быстрорастущих компаний. При инвестировании в акции крупных, стабильных компаний размер дивиденда не играет столь решающей роли, поскольку для инвестора намного более важна будущая переоценка рыночной стоимости, которая может принести прибыль, намного большую, чем размер дивиденда. При этом инвестор избавлен от поисков альтернативного источника вложения дивиденда, поскольку за него эту функцию выполняет корпорация — эмитент, реинvestируя большую часть дивидендов в собственное развитие. Сравнительно небольшой дивиденд также сокращает налоговое бремя для инвестора, поскольку любой дивиденд облагается налогом в год своей выплаты, получив же меньший дивиденд в абсолютном значении, в обмен на перспективу роста цены акции в будущем, инвестор сокращает свои (налоговые) издержки по владению акциями.

Еще одним немаловажным параметром, влияющим на цену акции, является процедура дробления акций, называемая “сплит”. Данная процедура заключается в делении корпорацией своих акций в определенной пропорции, например, 1 : 2. Это значит, что инвестор, владеющий, например, 100 акциями по 50 долларов за единицу, станет владельцем 200 акций по 25 долл. за единицу. Причинами (как и результатом) дробления акций является понижение цен на них и расширение круга потенциальных инвесторов, способных их приобрести. Встречается и прямо противоположная ситуация, когда “сплит” приводит к повышению цены акции, которое может иметь место вследствие определенных ожиданий инвесторами информации об увеличении прибыли компании. Но в данном случае повышение цены акции вызвано ожиданием высоких доходов компании, а не процедурой дробления [1].

Также крайне немаловажно отметить определенную степень влияния на цены акций такого показателя, как уровень процентных ставок. Взаимосвязь между ставкой процента и ценами на фондовом рынке проявляется в следующем: чем меньше процентная ставка по кредитам, тем больше у потенциального инвестора возможностей получить денежные средства для осуществления спекуляций на фондовом рынке. Доход спекулянта в данном конкретном случае составляет разница между доходностью акций и стоимостью пользования денежными средствами. Т. е. чем ниже уровень процентной ставки, тем больше акций инвестор в состоянии приобрести на заемные средства, тем больше спрос на акции, а следовательно, в результа-

те повышается их цена. В случае высоких процентных ставок, небольшого количества денег в обращении, спекулянты предпочитают не пользоваться заемными денежными средствами, вследствие этого их активность на фондовом рынке слабеет, как результат, цены на акции снижаются [4].

Многие исследователи фондового рынка пытались определить степень взаимозависимости между доходностью на акции и облигации. Степень разрыва между последними может оказать решающее влияние на цены акций. В случае, если доходность акций превышает доходность облигаций, инвесторы предпочитают воздерживаться от продажи акций и инвестировать свободные денежные средства в приобретение дополнительных акций, что ведет к повышению цен на них. В случае, если разница между доходностью акций и облигаций незначительна, инвесторы предпочитают вкладывать средства в облигации, как в инструменты с фиксированной доходностью и более высокой степенью надежности. Подобную разницу между доходностью акций и облигаций называют “спрэд”. В случае отрицательного спреда можно сделать вывод, что на фондовом рынке наблюдается “медвежья” тенденция [3].

Фактором, оказывающим влияние на динамику фондового ценообразования, являются также товарные цены. Во многих крупных компаниях объем товарных — материальных запасов в значительной степени влияет на величину прибыли. В случае повышения цен у компаний появляется возможность реализовать свои товарно-материальные запасы по более высоким, чем закупочные, ценам. Такая возможность имеет место в том случае, если между закупкой и продажей товаров проходит значительный промежуток времени. В случае же снижения цен, хранение товарных запасов приносит убытки. Во время “великой депрессии” инвесторы, в случае с инфляционным ростом товарных цен, предпочитали вкладывать средства в акции компаний — товаропроизводителей. Подобное поведение объясняется высокой степенью доверия населения к акциям в периоды высокой инфляции. Обычно цены на акции растут пропорционально повышению уровня товарных цен вследствие того, что прибыли корпораций и дивиденды растут одинаковыми с инфляцией темпами. Таким образом, выполняется главная задача инвестора — сохранение покупательной способности своих вложений. Уровень доходности акций в случае инфляционных тенденций в экономике зависит от ряда факторов. Необходимо отметить, что вероятность повышения доходов в случае инфляции касается, в первую очередь, владельцев акций частных промышленных компаний, но не акционеров государственных коммунальных и транспортных предприятий [5].

Немаловажное значение при анализе фондовых цен имеет степень влияния фундаментальных политических факторов. В последнее время их влияние на динамику фондовых цен значительно возросло. Это объясняется тем фактом, что в ряде отраслей значительно увеличилась степень государственного влияния, наряду с его ослаблением в других. Динамика изменения степени государственного влияния в значительной степени сказывается на прибыли как отдельных компаний, так и отраслей в целом. Усиление степени регулирования может негативно отразиться на дохо-

дах корпораций, но еще больший негативных эффект может оказать дерегулирование, в случае которого происходит ужесточение конкуренции, ведущее к определенному сокращению прибыли. Нельзя недооценивать степень влияния на фондовый рынок таких факторов, как программы государственных расходов, фискальной политики, предвыборных обещаний электорату. Различные государственные службы также своими действиями оказывают влияние на фондовый рынок. Изменения в тарификации услуг сказываются на объемах прибыли компаний коммунального сектора, а также транспортных компаний. Антимонопольные действия правительства ведут к снижению котировок акций компаний, против которых они направлены. Зачастую решения о слиянии или приобретении корпораций принимаются с определенной долей правительственного вмешательства. Исходя из этого, можно сделать вывод о все более увеличивающейся степени влияния политических факторов на конъюнктуру рынка ценных бумаг. В этой связи актуально высказывание одного из идеологов американского фондового рынка Джона Финнерти: "...инвестор не может игнорировать политические события точно так же, как он не может не обратить внимание на последние отчеты корпораций о прибылях" [6].

На динамику фондовых цен также оказывает влияние так называемый военный фактор. Военные расходы правительства могут оказывать как стимулирующее, так и дестабилизирующее влияние на развитие экономики и фондового рынка соответственно. Война относится к числу непрогнозируемых событий и часто оказывает непредсказуемое и ярко выраженное влияние на фондовый рынок. Например, после окончания второй мировой войны в США наблюдалась высокая инфляция и экономический бум. Темпы развития экономики в некоторой степени сократились в 1949 г., но началась война в Корее, предотвратившая экономический спад и оказавшая стимулирующее влияние на экономику страны. В дальнейшем расходы федерального правительства остались на высоком уровне и даже увеличились вследствие войны во Вьетнаме [1]. Теракт 11 сентября 2001 г. привел к беспрецедентному на тот момент падению фондовых индексов, значительному снижению котировок акций страховых, строительных, транспортных компаний, авиакомпаний. Последовавшая затем война в Ираке отразилась на значительном увеличении правительственных социальных расходов, льготных условий ипотечного кредитования, повышении объема внешних обязательств. Результатом этого стало повышение котировок корпораций, связанных с ВПК, нефтедобывающих компаний, увеличился объем эмиссии облигаций, обеспечением которых выступали кредиты на недвижимость. Но самое главное последствие этих событий — рост фиктивного капитала на американском и мировом фондовых рынках, который рано или поздно должен был начинать "сжиматься", и как результат, возникший в середине 2007 г. мировой финансовый кризис ликвидности.

Исходя из вышеперечисленного, можно сделать следующие выводы. Как традиционная теория фондового ценообразования, так и теория "уверенности" не являются идеальным руководством к действию для инвесторов. Знание инвесторами особенностей конъюнктуры фондового рынка,

статистической информации о деятельности компании и перспективах ее развития не дают никаких гарантий для осуществления идеального вложения средств. В то же время, нецелесообразно постоянно полагаться при принятии инвестиционных решений лишь на психологический фактор в попытке действовать вопреки тенденциям на рынке, поскольку такая стратегия эффективна лишь в случае динамично изменяющихся фондовых рынков, функционирующих в условиях жесткой неопределенности, порожденной политической либо экономической нестабильностью. Фондовый рынок на протяжении всего периода своего существования подвергался влиянию широкого спектра фундаментальных факторов, периодически опровергая ту или иную теорию формирования цен на рыночные активы. Основная задача инвестора — разработать комбинированный инвестиционный подход, включающий в себя анализ фундаментальных определяющих факторов (статистические отчеты о деятельности компаний, размер дохода, дивидендов, процентных ставок, товарных цен), а также учитывающий возможное влияние факторов, которые проявляют себя не так часто (политические изменения, конфликты, теракты, забастовки, финансовые кризисы, иррациональное поведение инвесторов и дилеров). Лишь динамично изменяющаяся инвестиционная стратегия, учитывающая все экономические, политические и социальные реалии, и психологические аспекты, позволяет объективно оценивать фондовые активы в зависимости от предпочтений инвестора.

Литература:

1. Tewels R., Tewels T., Bradley E. *The Stock Market*, John Wiley & Sons Inc., — 1997. — P. 487–500.
2. G. H. Moore, *Business Cycles, Inflation, and Forecasting*, Published for The National Bureau of Economic Research, Inc. by Ballinger Publishing Company, Cambridge, MA. — 1993. — P. 57–58.
3. Mindell J., *The Stock Market*. New York: B. C. Forbes, — 1998. — P. 130–132.
4. Owens R. N, Hardy C. O. *Interest Rates and Stock Speculation*. Washington, DC: The Brookings Institution. (Reissued by McGraw — Hill Publishing). — 2003. — P. 120.
5. Ayres L. M., *Turning Points in Business Cycles*. New York; Macmillan, Reissued by Rutledge, New York. — 1994. — P. 177–179.
6. Finnerty J. D., *Corporate Financial Analysis*. New York: McGraw — Hill. — 1986. — P. 191–193.

І. В. Бульдін

Одеський національний університет імені І. І. Мечникова

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ ФОНДОВОГО ЦІНОУТВОРЕННЯ

Резюме

У статті розглянуті концептуальні основи теорій фондового ціноутворення, таких як традиційна теорія й “теорія впевненості”, позитивні й негативні аспекти останніх, ступінь їхньої протидії. Проведено аналіз основних факторів (внутрішніх і зовнішніх) на динаміку формування цін на фондовому ринку; виявлена доцільність практичного застосування вищезазначених теорій в умовах сучасного ринку цінних паперів.

Ключові слова: фондовий ринок, акція, облігація, “теорія впевненості”, традиційна теорія, фондове ціноутворення, прибутковість, дивіденд, процентна ставка, інвестор.

I. Buldin

Odessa National I. I. Mechnikov University

THE CONCEPTUAL BASIS OF STOCK MARKET ASSET PRICING

Summary

The article deals with main theoretical concepts of stock market price formation, such as traditional theory and so called theory of “random walk”; it highlights the analysis of various factors, which determine the dynamics of modern stock market pricing.

Key words: stock market, shares, bonds, traditional theory, theory of “random walk”, stock market price formation, profitability, dividend, interest rate, investor.