Все выше, выше...

основные факторы роста капитализации российских компаний

Среди наиболее значимых экзогенных факторов, которые имеют ярко выраженное количественное воздействие на инвестиционные характеристики ценных бумаг, торгуемых на российских биржах, можно выделить следующие: изменения значений зарубежных фондовых индексов, колебания валютных курсов, динамика цен на сырьевые ресурсы, уровень зарубежных учетных ставок и тенденции их изменений.

Мельнов Д.В.
начальник управления финансовых ресурсов ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат»

Тарасов И.А.
канд. экон. наук

Кривощеков С.В.
канд. экон. наук, вице-президент управляющей компании ММК

Доказательством такого воздействия служат графики изменений цен акций крупных российских компаний – «Норильского никеля» и «Газпрома» с июня 2004 г. по июнь 2006 г. Анализ показывает, что в движениях котировок бумаг отечественных эмитентов и индекса РТС имеется очевидная взаимосвязь с колебаниями индекса Nikkei и изменениями обменного курса долл./евро.

Кроме того, динамика восходящих трендов российских акций позволяет обнаружить другую, более важную закономерность в изменениях их рыночных цен и фондового рынка в целом. Рост котировок бумаг и значений индексов происходит неравномерно: на начальной стадии наблюдается достаточно резкий скачок, что достаточно близко соответствует экспоненциальной зависимости. Однако затем скорость снижается, и в последующем она начинает асимптотически стремиться к нулю.

Основная причина подобного поведения котировок и индексов объясняется тем, что развитие любой компании происходит неравномерно. Как правило, по мере достижения предприятием конкурентных преимуществ и расширения своего присутствия на рынке реализуемой продукции объемы производства начинают возрастать. Это может обусловить расширение парка использу-

емых основных фондов, увеличение количества привлекаемых специалистов, дальнейшую экспансию на рынки. Такие периоды развития компании совпадают с начальной стадией роста рыночной цены ее акций на фондовых биржах.

Однако в определенные моменты начинают сказываться факторы торможения такого развития. Причины здесь могут быть различными: достижение пределов спроса на продукцию фирмы, ограниченность адекватных каналов обмена информацией, несоответствие менеджмента компании современным требованиям, узость ресурсной базы и т.п. В силу воздействия факторов торможения и проявляется затухание скорости цен акции компании. В некоторых интервалах времени факторы торможения различных компаний могут совпадать, что, в конечном итоге, приводит к снижению темпов роста.

Иными словами, любая компания сталкивается с барьерами в своем развитии, на каждой фазе которого возникают локальные пределы роста фирмы. Для преодоления подобных барьеров необходимы качественные изменения как на рынках (ресурсных, товарных, фондовых, валютных), так и в самом предприятии. Если на качественно новой фазе роста компании вновь возникнут барьеры развития, появится иной локальный предел роста стоимости ее акций, то затухание темпов роста капитализации фирмы становится неизбежным фактором.

Важное допущение классических портфельных теорий состоит в том, что случайные величины доходности акций за оцениваемый инвестиционный период распределены по нормальному (Гауссовскому) закону. Именно это позволяет при оценке стратегии инвестирования в портфель оперировать только двумя параметрами – ожидаемой доходностью акций и риском.

В таких условиях оптимизационная задача сводится к формированию портфеля, имеющего минимальный риск для заданной величины ожидаемой доходности.

Распределение доходностей акций по Гомпертцу предполагает нелинейную взаимосвязь доходности и риска инвестирования. Однако нелинейный характер модели должен

в движениях котировок российских акций и индекса РТС имеется очевидная взаимосвязь с колебаниями индекса Nikkei и изменениями обменного курса долл./евро

приводить к асимметрии распределения плотности вероятностей доходности, т.е. допущение о нормальности распределения доходности акций портфеля становится некорректным.

Для доказательства отличия рассматриваемого распределения вероятностей по Гомпертцу от нормального распределения используются методы имитационного моделирования в среде MathCAD, и проводится серия компьютерных экспериментов. С помощью специальной компьютерной программы случайным образом генерируются нормально распределенные величины параметров модели рыночной капитализации и доходности. Затем для каждой совокупности параметров проводятся оценки величин коэффициента эксцесса и коэффициента асимметрии.

Известно, что нормально распределенная величина имеет коэффициент эксцесса, равный единице, а коэффициент асимметрии принимает нулевое значение. Следовательно, если они примут иные значения, то необходимо считать распределение вероятностей доходности инвестиций, отличающимся от нормального.

С помощью компьютерной обработки результатов имитационного моделирования автором установлено, что для функции Гомпертца коэффициент эксцесса составляет величину -0,012, а коэффициент асимметрии равен 0,121.

Как видно, полученные величины коэффициентов эксцесса и асимметрии существенно отличаются от соответствующих значений, присущих нормальному распределению. Это подтверждает предположение о том, что распределение случайных величин доходности акций при наличии факторов торможения и пределов роста капитализации компании не соответствует нормальному закону распределения.

Данный вывод существенно влияет на принимаемые инвестиционные решения при вложении средств в ценные бумаги. Это обусловливает необходимость разработки иных подходов для формирования инвестиционных стратегий на рынке ценных бумаг.

Рассмотрим применение разработанной на основании распределения Гомпертца модели

любая компания сталкивается с барьерами в своем развитии, на каждой фазе которого возникают локальные пределы роста

все выше, выше...

роста рыночной капитализации на примере акций ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат». Выбор этого эмитента не случаен. Как известно, ММК является крупнейшим российским производителем черного проката, в нем сосредоточено подавляющее количество вкладов частных лиц. Поэтому проблема оценки и прогнозирования стоимости крупнейшего металлургического предприятия России находится в фокусе аналитических интересов как экономического сообщества, так и частных инвесторов.

распределение случайных величин доходности акций при наличии факторов торможения и пределов роста капитализации не соответствует нормальному закону распределения

Выбор для анализа именно акций ММК объясняется и другой весьма важной причиной. Выше уже указывалось, что предложенная нами модель роста капитализации компании, которая основывается на распределении Б. Гомпертца и позволяет учитывать локальные пределы такого роста, применима для долгосрочных восходящих трендов. Специфика ММК как раз и состоит в том, что в течение нескольких лет, начиная с 2000 г. цены обыкновенных и привилегированных акций этого эмитента практически непрерывно возрастали. В результате сформировался мощный повышательный тренд котировок этих бумаг.

Для доказательства рассмотрим динамику цен обыкновенных акций ОАО «ММК» с сентября 2000 г. по июль 2006 г. Анализ финансовой информации позволяет сделать вывод о том, что динамика рыночной капитализации ММК имеет следующие особенности:

– даже визуально можно выделить последовательность S-образных кривых роста стоимости обыкновенных акций ММК;

– динамика стоимости финансовых активов ММК в среднем опережает динамику суммарной рыночной капитализации российских компаний;

– в тренде стоимости компании, как правило, присутствуют существенные осцилляции, предшествующие преодолению очередных локальных пределов роста;

– наблюдалась значительная корреляция между рыночными ценами обыкновенных и привилегированных акций предприятия.

ключевой проблемой обеспечения эффективности инвестиционных решений является среднесрочное прогнозирование рыночной стоимости акций

Таким образом, ключевой проблемой обеспечения эффективности инвестиционных решений со стороны инвесторов, которые не преследуют спекулятивных целей, является среднесрочное прогнозирование рыночной стоимости акций (в частности, Магнитогорского металлургического комбината).

Литература

1. Аксёнов Д.Б. Рынок ценных бумаг, и инвестиции в реальный сектор экономики. Сб. – СПб.: СПбГИЭА, 2005.
2. Бард В.С. Инвестиционный потенциал российской экономики. – М.: Экзамен, 2003. 320 с.
3. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – 550 с.

pn

D.V. Melnov,
Superintendent, Financial Resources Division, OAO Magnitogorsky Metallurgichesky Kombinat, or Magnitogorsk Iron and Steel Works;

I.A. Tarasov,
Cand. Econ. Sci.;

S.V. Krivoshchyokov,
Vice President, MMK Management Company,
Cand. Econ. Sci.

Main factors in the growth of capitalization of Russian companies

The paper reviews macroeconomic factors affecting the price of shares of Russian businesses. A trend is identified in the rise of share price and activities in the securities market in the RF. The above fluctuations in the share prices can also be attributed to internal corporate factors (better competitive performance, market expansion, etc.). In addition, the paper examines the negative factors that cause a downward trend in the share prices (lower demand for products, higher prices for energy resources, etc.). The paper provides a rationale for the local caps on capitalization growth that exist at Russian businesses. The conclusions in the final part of the paper propose measures to overcome the growth barriers to Russian firms through qualitative changes in the markets and in the businesses themselves.