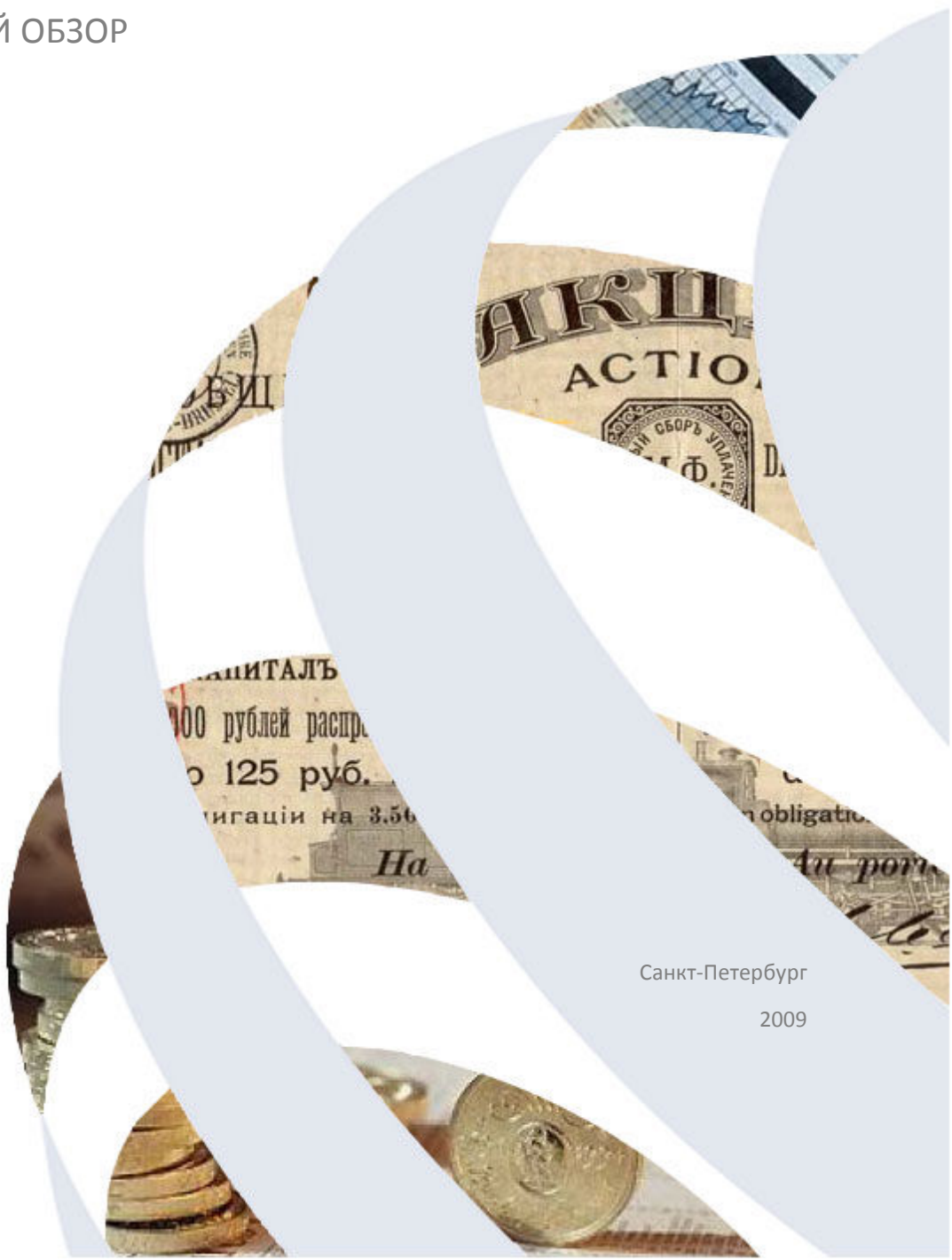


**СТОИМОСТЬ АКЦИЙ И ДИВИДЕНДЫ:
СЛУЧАЙНАЯ СВЯЗЬ ИЛИ ЛЮБОВЬ?**

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР



Санкт-Петербург

2009

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение. «На ухо читателю»	3
Выводы. «Поразительное открытие Простофили»	4
Окупаемость и ожидания. «Рокси проделывает хитрый фокус»	5
Рост стоимости как важнейший фактор. «Подменные ребята подрастают»	7
Биржевые индексы. «Пророчество сбывается»	10
Источники данных. «Красотка обнаружена»	15
Показатели	15
Ставки	15
Расчет	15
Правовая информация. «Возмездие»	16
Авторы. «В лучах славы»	16
Контактная информация	16
Приложение А. Данные для расчета DJIA	17
2008 год	17
2007 год	18
2006 год	19
Приложение Б. Данные для расчета РТС	20
2008 Год	20
2007 год	22

*«Октябрь - один из самых опасных месяцев в году для спекуляции на бирже.
Остальные опасные месяцы июль, январь, сентябрь, апрель, ноябрь,
май, март, июнь, декабрь, август и февраль.»*

Марк Твен, «Простофиля Вильсон»

Введение. «На ухо читателю»

При покупке акций инвестор получает право на долю в прибылях компании-эмитента. Такой смысл заложен в понятие акции изначально (share – акция, доля). Будучи выпущена и продана, акция может принести прибыль своему держателю двумя способами: через дивиденды и через повышение рыночной стоимости. Если еще в начале XX столетия главным источником дохода для акционера были, как правило, дивиденды, выплачиваемые на акцию, то к настоящему времени основную роль стал играть рост рыночной стоимости акции.

Колебания рыночной цены акции объясняются не столько реальными успехами, сколько ожиданиями участников рынка касательно показателей компании. В связи со спекуляциями на ожиданиях, становится возможным «отрыв» рыночной стоимости акции от того дохода, который она способна обеспечить.

Большинство финансовых кризисов XX-XXI веков (например, кризис в 1929 и 1987 в США, «лопнувший пузырь» 2000 года на NASDAQ и падение всех рынков в 2008) произошли как раз на пике разрыва реальных показателей компании с показателями, заложенными в рыночной стоимости акций. Особенно это заметно на примере интернет-компаний, чья капитализация могла превышать годовую выручку в десятки раз.

Данная работа изучает связь цен на акции с реальными показателями (денежными потоками) компании. При этом мы разделили исследование на две части. В первой части проведен анализ связи стоимости акций компаний и показателей чистой прибыли и выплаты дивидендов компаний. Во второй части, опираясь на укрупненную модель дисконтирования денежных потоков, мы проанализировали связь между биржевыми индексами и показателями деятельности составляющих их компаний.

Выводы. «Поразительное открытие Простофили»

- Дивиденды, выплачиваемые компаниями, лишь в незначительной мере оправдывают стоимость их акций с точки зрения прямого инвестора.
- Даже полностью распределенная в виде дивидендов чистая прибыль, не всегда позволяет окупить вложения акционеров в акции компании с точки зрения оценки методом капитализации дохода.
- Чистая прибыль все же является ориентиром для определения динамики стоимости акций, но не ее абсолютного значения.
- Реинвестирование чистой прибыли за счет снижения дивидендных выплат, как правило, не обеспечивает акционерам более высокие выплаты в будущем.
- Стоимость акций, капитализация компаний а, следовательно, и биржевые индексы поддерживаются в основном спекулятивными инвестициями.
- В результате можно сделать вывод о том, что в противовес основной экономической функции фондовых бирж как площадок, способствующих перетоку капиталов от неэффективных отраслей и компаний в эффективные отрасли и компании, не реализуется.
- В то же время дивиденды в последние годы росли опережающими темпами по сравнению с ценами акций, следовательно, можно было бы ожидать снижения влияния спекулятивного фактора на стоимость акций.

Окупаемость и ожидания. «Рокси проделывает хитрый фокус»

Понятие фундаментальной стоимости акции, представляющей собой не что иное, как все будущие дивиденды на акцию, дисконтированные на момент оценки, давно критикуется за оторванность от реальной картины рынка. В последние годы компании, производившие реинвестирование прибыли в больших объемах, чем распределение ее между акционерами, привели к тому, что рынок привык не видеть в дивидендах основного источника прибыли от вложения в акции. Главную роль стало играть повышение рыночной стоимости. Однако по нашему мнению, такая смена ориентиров и спекуляции на ожиданиях инвесторов, привели к отрыву этих ожиданий от реального участия в прибылях компаний.

В том, что ожидания прибылей в будущем определяют рыночную цену на акции сегодня, нет ничего нелогичного, особенно если мы инвестируем на длительный период. В частности, на ожиданиях основывается возможность компаний реинвестировать прибыль, выплачивая небольшие дивиденды или не выплачивая их вовсе. Теоретически, компании, которые не делятся прибылью с акционерами, не могут существовать на рынке длительный период, поэтому разумно полагать, что сегодняшняя прибыль реинвестируется для того, чтобы обеспечить значительный прирост чистой прибыли и, следовательно, дивидендов в будущем.

Чтобы оценить, насколько оправдываются ожидания, и увидеть результаты реинвестирования прибылей для акционеров, мы встанем на позицию инвесторов 1994 года и рассмотрим в качестве ожидаемых денежных потоков от долгосрочных инвестиций в акции их реальные значения. Взяв исторические данные о рыночной цене и денежных потоках (дивиденды, чистая прибыль) на акцию, мы смогли оценить выгоду от инвестирования в акции ряда известных американских компаний, из разных отраслей.

Инвестиционный период длился 10 лет, на протяжении которых мы смоделировали максимально щадящие условия - в качестве ставки дисконтирования была взята доходность 10-ти летних казначейских билетов США (10-year Treasury Notes), т.е. мы не требовали премии за риск (что является значительным послаблением).

Для каждой компании акция «покупалась» в первый день ее фискального года закончившегося в 1995, поэтому календарный инвестиционный период и ставка дисконтирования могут различаться между компаниями из-за колебаний доходности казначейских билетов.

В таблице 1 приведены данные об окупаемости¹ акций выбранных компаний денежными потоками. Можно видеть, что темпы окупаемости весьма невелики. Инвестиции на столь длительный срок имеют высокий риск и, следовательно, должны обладать большей окупаемостью, чтобы быть целесообразными. Также следует еще раз обратить внимание, что при дисконтировании была использована самая щадящая (безрисковая) ставка.

¹ Под окупаемостью имеется в виду доля от цены покупки в процентах, возвращенная в виде периодических выплат.

Таблица 1. Окупаемость потоком дивидендов.

Компания	Ставка, %	Цена покупки, (BP)	Расчетная цена, P_f	Соотношение P_f / BP , %
Pfizer	7,88	6,35	3,70	58,23
American Express	7,88	9,88	2,17	21,92
AT&T	7,88	20,31	6,70	32,98
Microsoft	7,34	3,14	0,12	3,86
DuPont	7,88	27,56	8,74	31,71
Verizon Communications	7,88	24,50	10,15	41,43
Alcoa	7,88	10,95	2,82	25,78
Johnson & Johnson	7,88	13,59	3,92	28,82
Merck	7,88	18,75	8,94	47,69
Ecolab	7,88	5,22	1,48	28,43
McCormic & Co	7,88	5,22	2,44	46,77
IBM	7,88	18,78	3,07	16,37
PepsiCo	7,88	17,38	3,61	20,78
Wal-Mart	5,77	13,68	1,47	10,78
Caterpillar	7,88	14,16	6,71	47,39
Walt Disney	7,66	12,63	1,25	9,88

Обычно, в виде дивидендов акционеры получают долю нераспределенной чистой прибыли компании. Если компания не реинвестирует чистую прибыль, то она целиком может быть распределена в форме дивидендов. На практике такая ситуация маловероятна, но она позволяет найти верхнюю границу стоимости акции определяемую денежными потоками, которые могут быть перенаправлены в пользу акционеров. Данные об окупаемости акций потоком чистой прибыли представлены в таблице 2.

Таблица 2. Окупаемость потоком чистой прибыли.

Компания	Ставка, %	Цена покупки, (BP)	Расчетная цена, P_f	Соотношение P_f / BP , %
Pfizer	7,88	6,35	5,66	89,12
American Express	7,88	9,88	10,54	106,64
AT&T	7,88	20,31	11,83	58,25
Microsoft	7,34	3,14	3,56	113,44
DuPont	7,88	27,56	19,47	70,63
Verizon Communications	7,88	24,50	12,27	50,09
Alcoa	7,88	10,95	7,78	71,02
Johnson & Johnson	7,88	13,59	10,12	74,47
Merck	7,88	18,75	19,91	106,19
Ecolab	7,88	5,22	4,59	88,02
McCormic & Co	7,88	5,22	5,77	110,46
IBM	7,88	18,78	26,60	141,64
PepsiCo	7,88	17,38	8,69	50,02

Компания	Ставка, %	Цена покупки, (BP)	Расчетная цена, P_f	Соотношение P_f / BP , %
Wal-Mart	5,77	13,68	8,07	58,96
Caterpillar	7,88	14,16	20,58	145,31
Walt Disney	7,66	12,63	4,80	37,97

Следует отметить, что в целом окупаемость потоком чистой прибыли выше, чем потоком дивидендов (что не вызывает сомнений). Но значительная разница в показателях окупаемости по дивидендам и чистой прибыли в пользу последней на таком длительном периоде рассмотрения свидетельствует о неоправданности отказа акционеров от распределения дивидендов в полном объеме «сейчас» в надежде на большие дивиденды в будущем.

В отдельных случаях могла возникать ситуация отрицательных потоков, если компания несла убытки. В такой ситуации денежный поток чистой прибыли соответствующего периода нами считался нулевым, что является еще одним «ослаблением» в оценке окупаемости.

Рост стоимости как важнейший фактор. «Подмененные ребята подрастают»

На данном этапе мы можем сказать, что ожидать прибыли от долгосрочного инвестирования в акции без учета продажи не стоит. Исторические данные показывают, что даже в самом оптимистичном случае (низкая ставка дисконтирования, выплата чистой прибыли на акцию в качестве дивидендов), большинство компаний не окупают вложения в свои акции дивидендами.

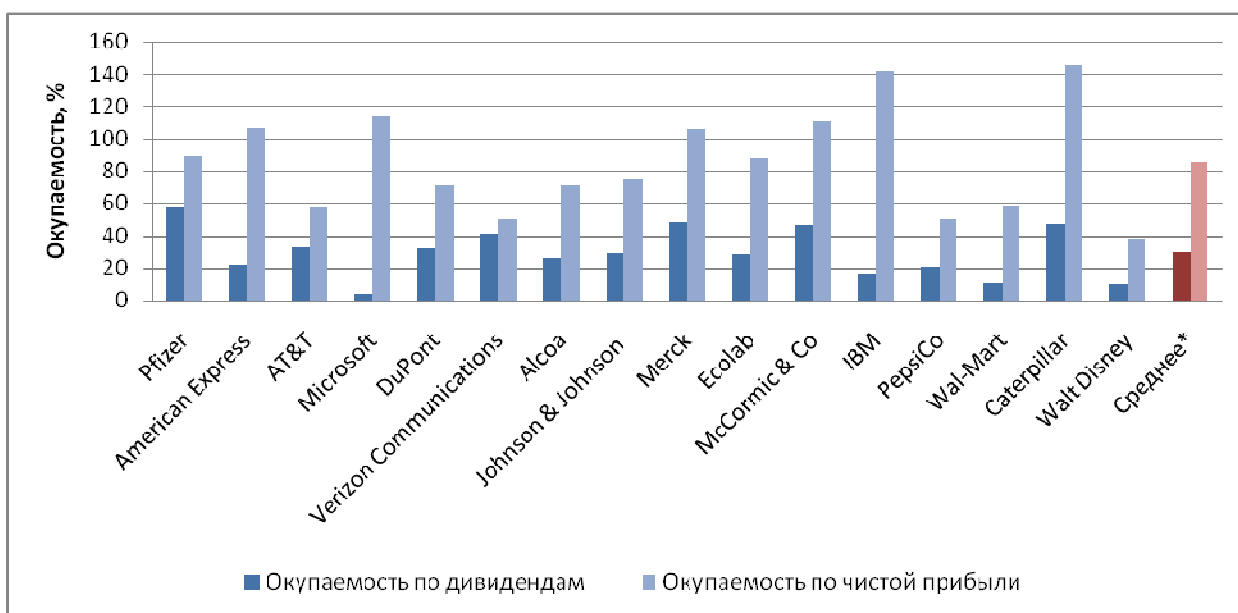


Рисунок 1. Окупаемость вложений в акции дивидендами и чистой прибылью, %.

Настало время учесть продажу. Возможно, что котировки некоторых компаний с 1995 по 2004 год предоставляли более выгодные варианты продажи, нежели в конце этого периода, однако, нас интересовало именно долгосрочное инвестирование. Данные таблиц 3 и 4 (мы снова делаем предположение о выплате чистой прибыли на акцию в форме дивидендов) отражают вклад прибыли от продажи.

Таблица 3. Окупаемость потоком дивидендов с учетом продажи акции в конце инвестиционного срока.

Компания	Цена покупки (BP)	Цена продажи (SP)	Приведенная прибыль, $P_f + SP_{dis}$	Окупаемость $P_f + SP_{dis} / BP$, %	Доходность, % в год
Pfizer	6,35	26,89	16,29	256,57	20,74
American Express	9,88	49,32	25,27	255,72	19,18
AT&T	20,31	25,77	18,77	92,41	6,87
Microsoft	3,14	26,72	13,28	422,93	24,00
DuPont	27,56	49,05	31,71	115,06	9,65
Verizon Communications	24,50	40,51	29,12	118,87	10,19
Alcoa	10,95	31,42	17,54	160,18	13,53
Johnson & Johnson	13,59	63,42	33,62	247,39	18,82
Merck	18,75	32,14	24,00	127,98	11,27
Ecolab	5,22	35,13	17,94	343,64	22,88
McCormic & Co	5,22	38,60	20,52	393,12	25,28
IBM	18,78	98,58	49,25	262,22	19,23
PepsiCo	17,38	52,20	28,06	161,45	13,57
Wal-Mart	13,68	53,85	32,20	235,41	15,45
Caterpillar	14,16	48,76	29,55	208,67	17,22
Walt Disney	12,63	22,55	12,03	95,23	7,11

Таблица 4. Окупаемость потоком чистой прибыли с учетом продажи акции в конце инвестиционного срока.

Компания	Цена покупки (BP)	Цена продажи (SP)	Приведенная прибыль, $P_f + SP_{dis}$	Окупаемость $P_f + SP_{dis} / BP$, %	Доходность, % в год
Pfizer	6,35	26,89	18,25	287,46	22,98
American Express	9,88	49,32	33,64	340,45	26,04
AT&T	20,31	25,77	23,90	117,68	10,18
Microsoft	3,14	26,72	16,72	532,52	30,35
DuPont	27,56	49,05	42,44	1,54	14,71
Verizon Communications	24,50	40,51	31,25	127,53	11,19
Alcoa	10,95	31,42	22,49	205,41	18,23
Johnson & Johnson	13,59	63,42	39,82	293,04	22,28
Merck	18,75	32,14	34,96	186,48	18,70
Ecolab	5,22	35,13	21,05	403,23	26,96
McCormic & Co	5,22	38,60	23,85	456,80	29,07
IBM	18,78	98,58	72,77	387,49	30,66
PepsiCo	17,38	52,20	33,14	190,70	16,09
Wal-Mart	13,68	53,85	38,80	283,60	18,85
Caterpillar	14,16	48,76	43,41	306,59	27,99
Walt Disney	12,63	22,55	15,58	123,32	10,44

С учетом продажи окупались вложения во все рассмотренные акции, однако реальная доходность от инвестиций (дивиденды и продажа), для некоторых акций оказалась ниже, чем доходность безрисковых 10-летних казначейских билетов (AT&T, Walt Disney). Говоря проще, инвестируя в акции этих компаний, мы понесли альтернативные издержки и подвергли себя значительному риску.

Сравнивая окупаемость вложений в акции денежными потоками без и с учетом продажи в конце инвестиционного периода, легко видеть, насколько важна продажа в конечном итоге. Это подкрепляет нашу уверенность в том, что рост рыночной стоимости акций в настоящее время доминирует в предпочтениях инвесторов. В таблице 5 представлены сводные данные об окупаемости вложений в некоторые акции на 10 лет.

Таблица 5. Окупаемость акций с учетом и без учета продажи.

Компания	Окупаемость дивидендами без продажи	Окупаемость дивидендами с продажей	Окупаемость чистой прибылью без продажи	Окупаемость чистой прибылью с продажей
Pfizer	58,23	256,57	89,12	287,46
American Express	21,92	255,72	106,64	340,45
AT&T	32,98	92,41	58,25	117,68
Microsoft	3,86	422,93	113,44	532,52
DuPont	31,71	115,06	70,63	153,99
Verizon Communications	41,43	118,87	50,09	127,53
Alcoa	25,78	160,18	71,02	205,41
Johnson & Johnson	28,82	247,39	74,47	293,04
Merck	47,69	127,98	106,19	186,48
Ecolab	28,43	343,64	88,02	403,23
McCormic & Co	46,77	393,12	110,46	456,80
IBM	16,37	262,22	141,64	387,49
PepsiCo	20,78	161,45	50,02	190,70
Wal-Mart	10,78	235,41	58,96	283,60
Caterpillar	47,39	208,67	145,31	306,59
Walt Disney	9,88	95,23	37,97	123,32

Как мы могли убедиться, наибольший вклад в прибыльность инвестирования вносит продажа акций по рыночной цене, а вовсе не дивидендные выплаты, что влечет за собой ориентацию инвестора на рост курсовой стоимости акции как на основной фактор в вопросе выбора конкретного эмитента.

Биржевые индексы. «Пророчество сбывается»

Изложенный выше материал должен был показать, что при инвестировании в акции, ожидания инвесторов, касающиеся участия в будущих прибылях компании, не оправдываются даже при долгосрочном инвестировании. Однако, нельзя отвергать возможность того, что за последние годы ситуация изменилась. Кроме того, низкий уровень показателя окупаемости мог быть определен относительной развитостью рынка США (меньшие риски и меньшая доходность), и можно ожидать, что развивающиеся рынки более доходны. Чтобы разобраться с текущим положением вещей, обратим внимание на поведение рынков России и США в целом, наблюдая за композитными индексами DJIA и РТС.

Последний год рынок «лихорадит» как никогда. Любая отчетность или новость может повлечь значительный рост или падение котировок акций. По нашему мнению, такая волатильность – результат ориентации рынка в большей степени на спекулянтов, нежели на долгосрочных инвесторов, которых действительно могут волновать финансовые показатели компании (а не только реакция рынка на них).

Чтобы оценить, насколько котировки индексов определены фундаментальными показателями, мы пересчитали стоимости входящих в них акций. Для расчета использовались денежные потоки от дивидендов и чистой прибыли на акцию. Цена акции рассчитывалась путем суммирования бесконечного ряда выплат, приведенных к концу отчетного года 2008 (2007 или 2006) года дисконтированием. В связи со значительной неопределенностью, вызванной кризисом, прогнозирование денежных потоков на 3-5 лет вперед, которое обычно делается при расчете фундаментальной стоимости акций, может быть крайне неточным. В связи с этим мы решили по возможности воздержаться от прогнозирования. С нашей точки зрения, целесообразно ориентироваться на самую свежую реальную информацию. Конечно, полностью отстраниться от прогнозов и ожиданий не представлялось возможным, но мы постарались свести их к минимуму. В расчетах были приняты следующие допущения:

- Будущие показатели компаний, по крайней мере, не хуже реальных за последний год, т.е. в ежегодные поступления по акции не меняются со временем.
- Ставка дисконтирования 10%. Учитывая, что в настоящее время ставка дисконтирования 15% и даже 20% не является редкостью, можно утверждать, что уровень 10% - это более чем «щадящая» основа для определения стоимости акций методом дисконтирования. Таким образом, завышая текущую стоимость денежного потока, мы создаем возможность для еще более критического взгляда на результаты расчетов.

Для каждой акции были рассчитаны стоимости, основанные на реальных денежных потоках. Наименьшая возможная стоимость акции рассчитывается исходя из дивидендных выплат, поскольку дивиденды являются единственным денежным обеспечением акций, на которое могут претендовать миноритарные акционеры компании. Наибольшая же стоимость акции рассчитывается аналогично наименьшей, но на основании потока чистой прибыли на акцию, поскольку это наибольшее возможное денежное обеспечение акций, на которое могут претендовать мажоритарные акционеры в долгосрочной перспективе. Хотя, как мы показали выше, это утверждение скорее опровергается практикой.

По причине того, что многие компании понесли убытки в 2008 году, цены их акций, рассчитанные указанным выше способом, будут отрицательными, в то время как цены, определенные по дивидендам, могут быть положительными. Такие ситуации были скорректированы – в качестве наибольшей стоимости взято максимальное из расчетных значений стоимости акции (по дивидендам или чистой прибыли). В расчете индекса РТС эта коррекция вылилась в повышение индекса на 40 пунктов.

Стоимость компаний, рассчитанная через дивиденды в основном была ниже рыночной цены. Причем к настоящему моменту (ноябрь 2009 года) биржевые индексы значительно выросли по сравнению с рассмотренным периодом, то есть ситуация для консервативного инвестора еще более ухудшилась. Стоимость же, рассчитанная через чистую прибыль, могла быть как ниже, так и выше рыночной цены. В выборке обнаружено значительное количество и тех, и других примеров компаний.

Таблица 6. Итоговые данные расчета Dow Jones Industrial Average (в пунктах, если не указано иначе).

Индекс	Рыночное значение	Расчетное через дивиденды	% от рыночного	Расчетное через чистую прибыль	% от рыночного
DJIA 2008	8776,39	3162,42	36,03	8664,81	98,73
DJIA 2007	13365,87	2972,97	22,24	8356,99	62,52
DJIA 2006	12463,15	2693,17	21,61	8347,86	66,98

Таблица 7. Итоговые данные расчета индекса Российской Торговой Системы (в пунктах, если не указано иначе).

Индекс	Рыночное значение	Расчетное через дивиденды	% от рыночного	Расчетное через чистую прибыль	% от рыночного
РТС 2008	631,89	264,79	41,90	1283,12	203,06
РТС 2007	2290,51	562,99	24,58	1936,49	84,54

Отношения значений индексов, рассчитанных через дивиденды, к реальным значениям, были близки для рынков США и России.

Таблица 8. Отношение расчетных значений индексов по дивидендам к реальным, %.

Год	РТС	DJIA
2008	41,90	36,03
2007	24,58	22,24

Отношение индексов, рассчитанных через чистую прибыль, к их реальным значениям, существенно отличались друг от друга. Надо заметить, что в 2008 году расчетный DJIA был очень близок к реальному значению (98,73%).

Таблица 9. Отношение расчетных значений индексов по чистой прибыли к реальным, %.

Год	РТС	DJIA
2008	203,06	98,73
2007	84,54	62,52

Наблюдается различное поведение расчетных значений индексов США и России по чистой прибыли относительно их реальных значений. Будущие прибыли на акции американских компаний были ниже рыночных значений, что могло бы говорить о переоцененности

(«перегретости») американского рынка уже на тот момент. Аналогичная картина наблюдалась в России в 2007 году, когда расчетный индекс составлял 84,54% от рыночной цены, однако, в 2008 году российский рынок при выборе инвестором в качестве ориентира чистой прибыли был бы недооценен. За прошедшее с конца 2008 года время ситуация для консервативного инвестора, вновь ухудшилась.

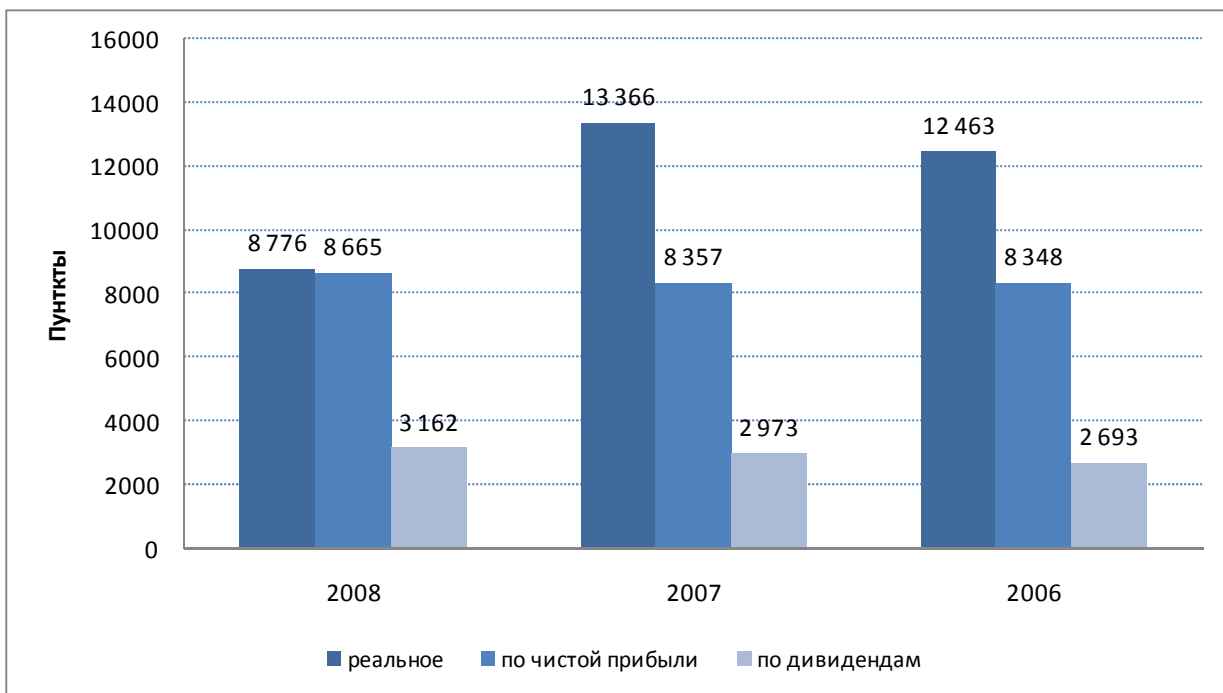


Рисунок 2. Значения индекса DJIA.

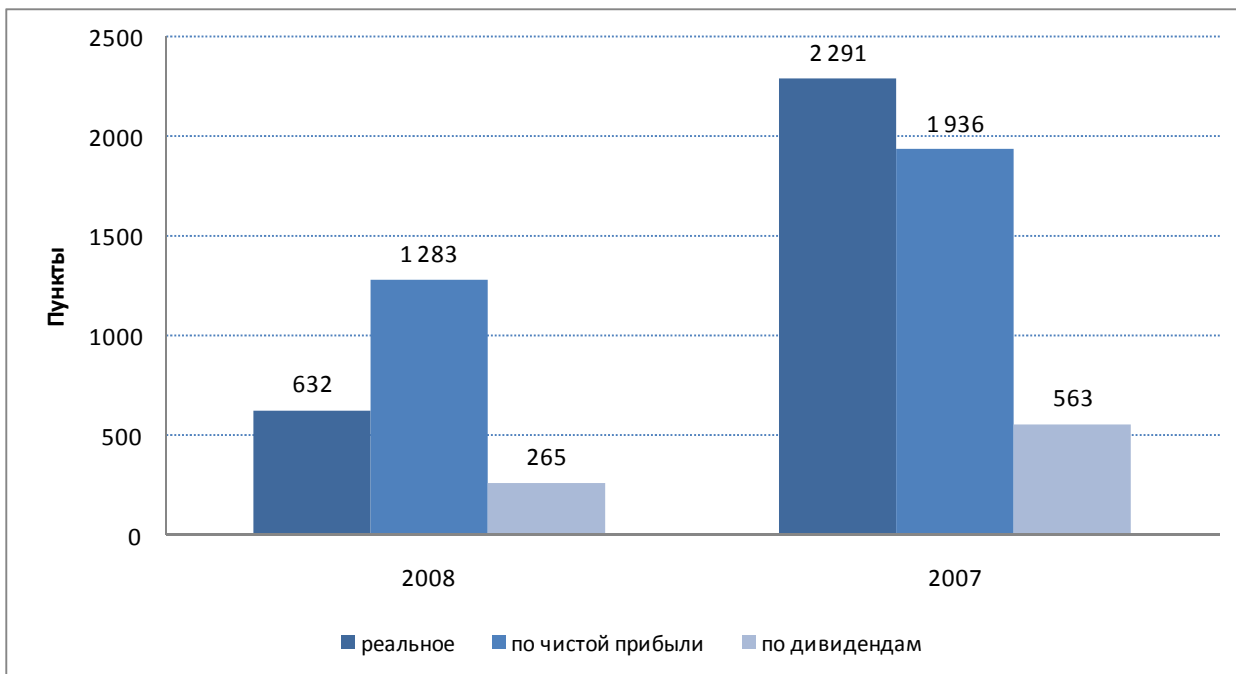


Рисунок 3. Значения индекса PTC.

Следует обратить внимание, что расчетные значения индексов привязаны к финансовой отчетности по итогам 2008, 2007 и 2006 г., и, следовательно, актуальны на конец этих периодов; однако, мы не задавались целью рассчитать точные значения цен акций и индексов, а хотели

продемонстрировать оторванность реальной картины от ее фундаментально обоснованного варианта. В сложившейся же на рынке ценных бумаг ситуации, показатели компаний оказывают на стоимость ее акций не столь существенное влияние.

Таблица 10. Доля чистой прибыли, распределенная в виде дивидендов.

Индекс	2008	2007
DJIA	43%	45%
РТС	19%	21%

На рисунке ниже можно увидеть, как менялась доля чистой прибыли, направляемая на выплату дивидендов, в среднем для компаний, которые использовались для анализа в первой части отчета. Можно заметить, что в среднем отмечалась тенденция к росту данного показателя.

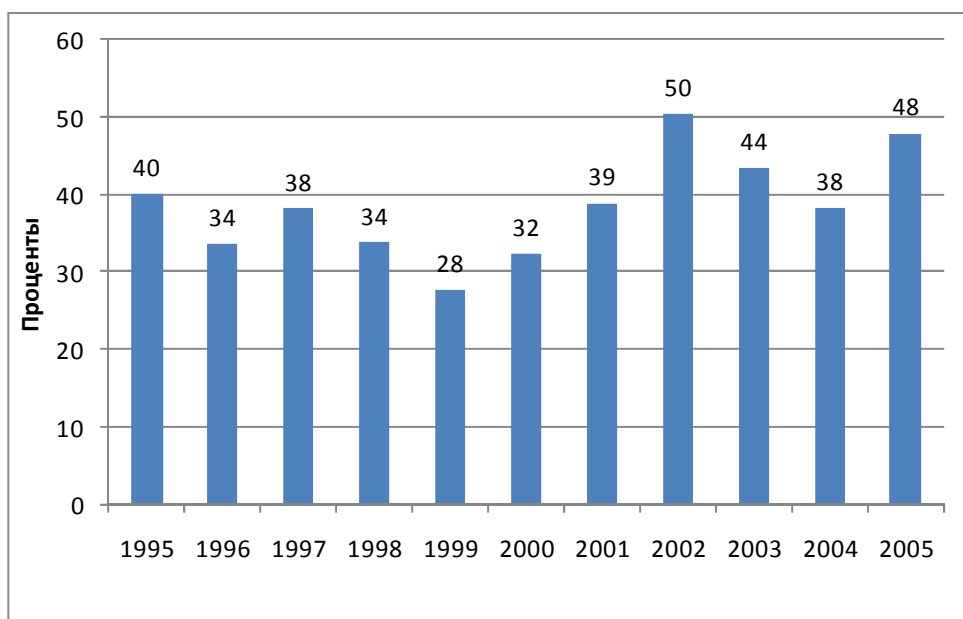


Рисунок 4. Доля чистой прибыли, направляемая на выплату дивидендов по выборке компаний из индекса DJIA.

Средняя доля прибыли, идущая на выплату дивидендов, в США равнялась 43% (45% в 2007), а в России аналогичное отношение составило только 19% (21% в 2007). Таким образом, видно явное различие рынков. Российский рынок хоть и относится к развивающимся, был не столь прибылен исходя из дивидендов, сколь рынок США.

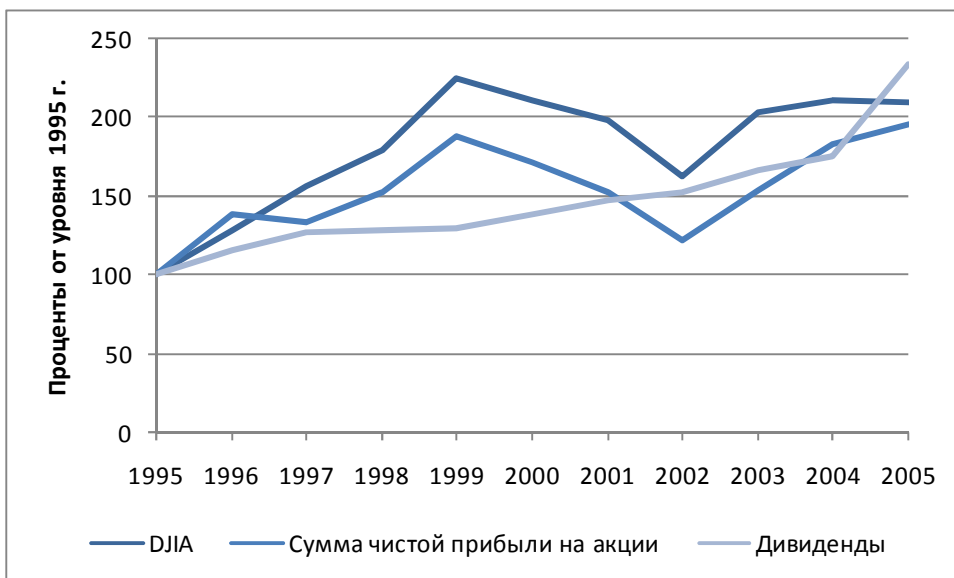


Рисунок 5. Динамика показателей чистой прибыли, дивидендных выплат и DJIA для выборки компаний.

Можно отметить, что для рынка США в рассмотренный ранее период был характерен опережающий рост дивидендных выплат относительно темпов роста чистой прибыли, и что немаловажно, биржевого индекса. Весьма примечательным является факт, что чистая прибыль, хоть и не определяет абсолютные фактические значения индекса DJIA, в значительной степени описывает ее динамику. Эта связь отчетливо видна на графиках изменения данных показателей и подтверждается высоким значением коэффициента корреляции (0,89).

Источники данных. «Красотка обнаружена»

Показатели

Для исследования долгосрочной окупаемости были собраны данные о чистой прибыли на акцию и дивидендах на акцию для ряда компаний, входивших в композитный индекс Dow Jones Industrial Average, за 10 летний период. В показателях были учтены все имевшие место сплиты, таким образом, что рассматривалась прибыль и дивиденды на акции, как они есть сейчас.

Данные были собраны напрямую из отчетности компаний перед комиссией по ценным бумагам (U.S. Securities and Exchange Commission), либо из ежегодных отчетов перед акционерами.

Для моделирования значений индекса для американских компаний, данные были получены описанным выше способом. Для моделирования индекса Российской Торговой Системы, информация о чистой прибыли была собрана из ежегодных отчетов компаний перед акционерами, либо из ежегодных финансовых отчетов. Данные о дивидендах по акциям компаний были взяты из соответствующих протоколов решений ежегодного собрания акционеров. Под дивидендами подразумеваются рекомендованные к выплате дивиденды со сроком выплаты истекшим к моменту выхода данного отчета.

Все использованные в данном отчете материалы опубликованы в открытом доступе на страницах компаний в сети Интернет.

Ставки

В качестве ставки дисконтирования для каждой компании была взята доходность 10-ти летних казначейских билетов США (10-year Treasury Notes) на день предполагаемой покупки акций. Информация представлена на официальном сайте казначейства США (<http://www.ustreas.gov>).

В моделировании значений индексов была взята ставка дисконтирования равная 10%, как нейтральная и наиболее часто используемая для оценочных расчетов.

Расчет

Для расчета индексов DJIA и RTS были использованы оригинальные схемы и составы расчета этих индексов, доступные для ознакомления на соответствующих официальных сайтах (<http://www.djindexes.com> и <http://www.rts.ru>). При расчете значения индекса RTS, было сделано допущение, что переход к цене акций, определенной выплатами, происходит без изменения прочих факторов, влияющих на расчет индекса, а именно: состав входящих в индекс акций, коэффициенты, учитывающие количество акций находящихся в свободном обращении (free-float), коэффициенты ограничивающие капитализацию компаний, учитываемую в индексе.

Показатели российских компаний указанные в рублях были конвертированы в доллары США, по курсу, установленному Центробанком на последний рабочий день соответствующего календарного года. Показатели российских компаний указанные в долларах так же были пересчитаны в целях соответствия обменному курсу на конец соответствующего года. Для промежуточных расчетов использовался среднегодовой обменный курс соответствующего года.

Правовая информация. «Возмездие»

Авторские права на текст отчета принадлежат ЗАО «Решение». Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация текста отчета запрещены. Разрешается использование/цитирование оригинальных фрагментов отчета в средствах массовой информации с обязательным указанием авторства ЗАО «Решение».

Настоящий отчет выражает независимое мнение ЗАО «Решение». Данные, содержащиеся в отчете, носят информационный, а не рекомендательный характер. ЗАО «Решение» не несет ответственность за использование информации, содержащейся в отчете, а также за возможные убытки от любых сделок, совершенных на её основании.

Отчет основан на информации, которой располагало ЗАО «Решение» на момент его выхода. ЗАО «Решение» приложило максимум усилий для проверки достоверности данных, включенных в отчет, однако, не несет ответственности за их исчерпывающую полноту и точность. ЗАО «Решение» не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а также при выявлении несоответствия приводимых в отчете данных действительности.

В случае обнаружения неточностей и ошибок в отчете просим сообщить об этом в ЗАО «Решение».

Авторы. «В лучах славы»

Александр Батушанский (идея, текст) - генеральный директор ЗАО «Решение», советник председателя Комитета экономического развития, промышленной политики и торговли Санкт-Петербурга.

Тимм Шраго (сбор данных, расчеты, текст) – аналитик ЗАО «Решение», студент магистратуры Высшей школы менеджмента СПбГУ.

Контактная информация



<http://decision.ru>,

e-mail: ask@decision.ru

Тел.: (812) 331 2738, 331 2739

Адрес: 199034, Санкт-Петербург, 14-я линия В.О., д.7, оф. 6.1.1.

Приложение А. Данные для расчета DJIA.

Данные для расчета Dow Jones Industrial Average, доллары США.

2008 год

Данные о составе индекса и ценах акций представлены на 31.12.2008.

Название компании	Дивиденды на акцию	Чистая прибыль на акцию	Рыночная цена акции	Цена по дивидендам	Цена по чистой прибыли
3M Comp.	2,00	4,89	57,54	20,00	53,79
Alcoa Inc.	0,68	-0,09	11,26	6,80	6,80
American Express Comp.	0,72	2,33	18,55	7,20	25,63
AT&T Inc.	1,61	2,16	28,50	16,10	23,76
Bank of America Corp.	2,24	0,55	14,08	22,40	22,40
Boeing Corp.	1,68	3,71	42,67	16,80	40,81
Caterpillar Inc.	1,62	5,66	44,67	16,20	62,26
Chevron Corp.	2,53	11,67	73,97	25,30	128,37
Citigroup Inc.	1,12	-5,59	6,71	11,20	11,20
Coca-Cola Comp.	1,52	2,49	45,27	15,20	27,39
Du Pont	1,64	2,20	25,30	16,40	24,20
Exxon Mobil Corp.	1,55	8,69	79,83	15,50	95,59
General Electric Comp.	1,24	1,72	16,20	12,40	18,92
General Motors Corp.	0,50	-53,32	3,20	5,00	5,00
Hewlett-Packard Comp.	0,32	3,25	36,29	3,20	35,75
Home Depot Inc.	0,90	1,34	23,02	9,00	14,74
Intel Corporation	0,55	0,92	14,66	5,50	10,12
IBM	1,90	8,93	84,16	19,00	98,23
Johnson & Johnson	1,80	4,57	59,83	17,95	50,27
J.P. Morgan Chase & Co.	1,52	1,37	31,53	15,20	15,20
Kraft Foods Inc.	1,12	1,92	26,85	11,20	21,12
McDonald's Corp.	1,83	3,76	62,19	18,30	41,36
Merck & Company, Inc.	1,52	3,64	30,40	15,20	40,04
Microsoft Corp.	0,44	1,87	19,44	4,40	20,57
Pfizer Inc.	1,28	1,20	17,71	12,80	13,20
Procter & Gamble Comp.	1,45	3,64	61,82	14,50	40,04
United Technologies	1,35	4,90	53,60	13,50	53,90
Verizon Comp.	1,78	2,26	33,90	17,80	24,86
Wal-Mart Stores Inc.	0,95	3,39	56,06	9,50	37,29
Walt Disney Comp.	0,35	2,28	22,69	3,50	25,08

2007 год

Данные о составе индекса и ценах акций представлены на 28.12.2007.

Название компании	Дивиденды на акцию	Чистая прибыль на акцию	Рыночная цена акции	Цена по дивидендам	Цена по чистой прибыли
3M Comp.	1,92	5,60	84,32	19,20	61,60
Alcoa Inc.	0,68	2,95	36,86	6,80	32,45
Altria Group, Inc.	3,05	4,62	23,40	30,50	50,82
American Express Comp.	0,63	3,36	52,02	6,30	36,96
American Int. Group	0,77	2,39	57,94	7,70	26,29
AT&T Inc.	1,47	1,94	42,44	14,70	21,34
Boeing Corp.	1,45	5,26	88,25	14,50	57,86
Caterpillar Inc.	1,38	5,37	73,16	13,80	59,07
Citigroup Inc.	2,16	0,72	29,29	21,60	21,60
Coca-Cola Comp.	1,36	2,57	62,27	13,60	28,27
DuPont	1,52	3,22	44,30	15,20	35,42
Exxon Mobil Corp.	1,37	7,28	95,00	13,70	80,08
General Electric Comp.	1,15	2,17	37,20	11,50	23,87
General Motors Corp.	1,00	-68,45	24,89	10,00	10,00
Hewlett-Packard Comp.	0,32	2,68	51,36	3,20	29,48
Home Depot Inc.	0,90	2,37	26,68	9,00	26,07
Honeywell Int., Inc.	1,00	3,16	61,20	10,00	34,76
Intel Corp.	0,45	1,18	26,76	4,50	12,98
IBM	1,50	7,18	110,09	15,00	78,98
J.P. Morgan Chase & Co.	1,48	4,38	43,26	14,80	48,18
Johnson & Johnson	1,62	3,63	67,38	16,20	39,93
McDonald's Corp.	1,50	1,98	59,50	15,00	21,78
Merck & Company, Inc.	1,52	1,49	58,71	15,20	16,39
Microsoft Corp.	0,40	1,42	36,12	4,00	15,62
Pfizer Inc.	1,16	1,17	22,90	11,60	12,87
Procter & Gamble Comp.	1,28	3,04	74,25	12,80	33,44
United Technologies	1,17	4,27	76,87	11,70	46,97
Verizon Comp.	1,67	1,90	44,62	16,70	20,90
Wal-Mart Stores Inc.	0,88	3,13	48,08	8,80	34,43
Walt Disney Comp.	0,35	2,25	32,42	3,50	24,75

2006 год

Данные о составе индекса и ценах акций представлены на 29.12.2006.

Название компании	Дивиденды на акцию	Чистая прибыль на акцию	Рыночная цена акции	Цена по дивидендам	Цена по чистой прибыли
3M Comp.	1,84	5,06	77,93	18,40	55,66
Alcoa Inc.	0,68	2,57	30,01	6,80	28,27
Altria Group, Inc.	3,32	5,71	19,82	33,20	62,81
American Express Comp.	0,57	2,99	60,67	5,70	32,89
American Int. Group	0,65	5,36	71,66	6,50	58,96
AT&T Inc.	1,35	1,89	35,75	13,50	20,79
Boeing Corp.	1,25	2,84	88,84	12,50	31,24
Caterpillar Inc.	1,15	5,17	61,33	11,50	56,87
Citigroup Inc.	1,96	4,31	55,70	19,60	47,41
Coca-Cola Comp.	1,24	2,16	48,25	12,40	23,76
DuPont	1,48	3,38	48,71	14,80	37,18
Exxon Mobil Corp.	1,28	6,62	76,63	12,80	72,82
General Electric Comp.	1,03	2,00	37,34	10,30	22,00
General Motors Corp.	1,00	-3,50	32,84	10,00	10,00
Hewlett-Packard Comp.	0,32	2,18	41,19	3,20	23,98
Home Depot Inc.	0,68	2,79	40,16	6,75	30,69
Honeywell Int., Inc.	0,91	2,51	45,24	9,08	27,61
Intel Corp.	0,40	0,86	20,25	4,00	9,46
IBM	1,10	6,11	97,15	11,00	67,21
J.P. Morgan Chase & Co.	1,36	4,04	48,30	13,60	44,44
Johnson & Johnson	1,46	3,73	66,02	14,55	41,03
McDonald's Corp.	1,00	2,83	44,33	10,00	31,13
Merck & Company, Inc.	1,52	2,03	43,60	15,20	22,33
Microsoft Corp.	0,35	1,20	29,86	3,50	13,20
Pfizer Inc.	0,96	2,66	25,90	9,60	29,26
Procter & Gamble Comp.	1,15	2,64	64,27	11,50	29,04
United Technologies	1,02	3,71	62,56	10,20	40,81
Verizon Comp.	1,62	2,12	37,24	16,20	23,32
Wal-Mart Stores Inc.	0,67	2,71	46,18	6,70	29,81
Walt Disney Comp.	0,31	1,64	34,27	3,10	18,04

Приложение Б. Данные для расчета РТС.

2008 Год

Данные о составе индекса и ценах акций представлены на 31.12.2008

Данные для расчета индекса Российской Торговой Системы, доллары США. Акции обыкновенные, если не отмечено знаком +.

Название компании	Дивиденды на акцию	Чистая прибыль на акцию	Рыночная цена акции	Расчетная по дивидендам	Расчетная по чистой прибыли
АФК Система	0,00	0,01	0,17	0,00	0,07
Аэрофлот	0,01	0,18	1,00	0,07	1,95
Акрон	2,72	7,30	10,90	29,95	80,27
Автоваз	0,00	-0,45	0,70	0,00	0,00
Башнефть	1,66	2,17	4,00	18,28	23,86
Северсталь	1,05	1,71	2,90	11,50	18,80
Сибирьтелеком	0,0009	0,0033	0,012	0,01	0,04
ЦентрТелеком	0,01	0,05	0,13	0,09	0,55
ФСК ЕЭС	0,00	0,0002	0,00425	0,00	0,00
Газпром	0,01	0,25	3,65	0,13	2,74
ГМК Норильский никель	0,00	2,03	64,00	0,00	22,33
РусГидро	0,00	0,00267	0,0209	0,00	0,03
Иркутскэнерго	0,00	0,02	0,30	0,00	0,24
Лукойл	1,70	9,20	32,00	18,72	101,25
ММК	0,01	0,03	0,27	0,14	0,34
Магнит	0,05	1,91	16,05	0,55	21,01
Мосэнерго	0,00	0,0017	0,035	0,00	0,02
Мечел	0,19	2,29	4,10	2,07	25,22
МТС	0,69	0,85	3,85	7,54	9,31
НЛМК	0,07	0,32	1,20	0,75	3,54
Новороссийский морской торговый порт	0,00077	0,00398	1,00	0,01	0,04
ВолгаТелеком	0,06	0,30	0,54	0,67	3,32
НОВАТЭК	0,09	0,26	1,55	0,94	2,82
ОГК-2	0,00	-0,0014	0,0099	0,00	0,00
ОГК-3	0,00	0,0050	0,0135	0,00	0,06
ОПИН	0,00	-4,19	65,00	0,00	0,00
Полюс Золото	0,00	0,25	25,50	0,00	2,70
Полиметалл	0,00	-0,04	4,33	0,00	0,00
Распадская	0,05	0,55	1,05	0,56	6,07
РБК Инфо.Системы	0,00	0,68	0,50	0,00	7,48

Название компании	Дивиденды на акцию	Чистая прибыль на акцию	Рыночная цена акции	Расчетная по дивидендам	Расчетная по чистой прибыли
НК Роснефть	0,07	0,45	3,75	0,72	4,99
Ростелеком	0,07	0,43	7,01	0,73	4,69
Сбербанк России	0,016	0,15	0,75	0,18	1,68
Сбербанк России +	0,021	0,00	0,35	0,24	0,24
Седьмой Континент	0,00	0,69	25,00	0,00	7,63
Газпром Нефть	0,18	0,98	2,10	2,02	10,78
Сильвинит	16,68	29,00	225,00	183,46	318,99
Сургутнефтегаз	0,02	0,14	0,550	0,22	1,51
Сургутнефтегаз +	0,05	0,00	0,25	0,50	0,50
Сев.-Зап. Телеком	0,02	0,14	0,21	0,23	1,54
СОЛЛЕРС	0,54	2,15	4,00	5,99	23,62
Татнефть	0,15	0,53	1,95	1,65	5,78
Трубная металлическая компания	0,06	0,23	1,30	0,66	2,53
АК Транснефть +	8,06	80,59	225,00	88,65	886,50
Уфанефтехим	0,30	0,64	0,92	3,25	7,06
Уралкалий	0,14	0,36	1,85	1,50	3,91
Уралсвязьинформ	0,0004	0,0022	0,0098	0,00	0,02
Корпорация ВСМПО-АВИСМА	0,79	7,88	38,00	8,66	86,64
Банк ВТБ	0,000015	0,000136	0,00110	0,00	0,00
Вимм-Билль-Данн ПП	0,00	2,31	13,00	0,00	25,41

Конвертация дивидендов и чистой прибыли на акцию, выраженных в рублях, произведена по курсу на 31.12.2008, \$1 = 29,3804 рублей. Показатели, указанные в долларах исходя из среднегодового курса \$1 = 24,8553 рубля, пересчитаны по курсу на 31.12.2008. Чистая прибыль в расчете на одну привилегированную акцию не рассчитывается, кроме случая, когда в индекс входят только привилегированные акции компании.

2007 год

Данные о составе индекса и ценах акций представлены на 28.12.2008

Данные для расчета индекса Российской Торговой Системы, доллары США. Акции обыкновенные, если не отмечено знаком +.

Название компании	Дивиденды на акцию	Чистая прибыль на акцию	Рыночная цена акции	Расчетная по дивидендам	Расчетная по чистой прибыли
АФК Система	0,01	0,18	1,66	0,11	1,93
Аэрофлот	0,06	0,22	3,73	0,61	2,44
Автоваз	0,01	0,08	1,88	0,13	0,83
Башнефть	0,66	3,12	16,40	7,28	34,33
Северсталь	0,78	1,91	22,70	8,53	21,01
РАО ЕЭС	0,00	0,45	1,30	0,00	4,93
РАО ЕЭС +	0,00	0,00	1,15	0,00	0,00
Сибирьтелеком	0,0015	0,0068	0,119	0,02	0,07
ЦентрТелеком	0,01	0,08	0,93	0,16	0,91
Газпром	0,11	0,62	14,09	1,19	6,80
ГМК Норильский никель	8,93	30,30	265,00	98,22	333,34
Иркутскэнерго	0,0031	0,02	1,19	0,03	0,22
Корпорация ИРКУТ	0,01	0,05	0,94	0,06	0,57
Лебедянский	0,00	4,03	89,00	0,00	44,29
Лукойл	1,70	11,91	84,50	18,75	131,05
ММК	0,04	0,19	1,30	0,41	2,05
Магнит	0,00	1,39	50,50	0,00	15,30
Мосэнерго	0,00	0,0020	0,238	0,00	0,02
Мечел	1,07	2,27	26,00	11,78	25,00
МТС	0,60	1,09	15,35	6,63	11,99
НЛМК	0,12	0,39	4,05	1,34	4,28
ВолгаТелеком	0,09	0,37	5,85	0,95	4,09
НОВАТЭК	0,10	0,25	7,50	1,05	2,75
ОГК-3	0,00030	0,0064	0,1525	0,00	0,07
ОГК-5	0,00	0,0017	0,1757	0,00	0,02
ОПИН	0,00	7,56	310,00	0,00	83,16
Полюс Золото	0,23	0,51	45,90	2,53	5,59
Распадская	0,15	0,32	6,50	1,67	3,50
РБК Информационные Системы	0,00	-0,87	10,50	0,00	0,00
РИТЭК	0,00	1,15	10,20	0,00	12,70
НК Роснефть	0,06	0,62	9,50	0,71	6,80
Ростелеком	0,08	0,12	11,80	0,87	1,29
Ростелеком +	0,16	0,00	3,00	1,73	1,73

Название компании	Дивиденды на акцию	Чистая прибыль на акцию	Рыночная цена акции	Расчетная по дивидендам	Расчетная по чистой прибыли
Сбербанк России	0,021	0,21	4,22	0,23	2,28
Сбербанк России +	0,026	0,00	2,95	0,29	0,29
Седьмой Континент	0,00	1,38	25,90	0,00	15,21
Газпром Нефть	0,33	0,87	6,35	3,61	9,57
Сургутнефтегаз	0,02	0,10	1,240	0,27	1,11
Сургутнефтегаз +	0,03	0,00	0,65	0,37	0,37
Северо-Западный Телеком	0,03	0,52	1,71	0,29	5,73
Северсталь-авто	1,18	3,08	54,00	13,03	33,86
Татнефть	0,23	0,81	6,00	2,52	8,86
Трубная металлургическая компания	0,19	0,56	10,97	2,08	6,16
АК Транснефть +	10,49	104,88	2005,00	115,43	1 153,69
Уфанефтехим	0,13	0,51	3,55	1,45	5,65
Уралкалий	0,08	0,16	7,80	0,85	1,71
Уралсвязьинформ	0,0009	0,0023	0,0630	0,01	0,03
Корпорация ВСМПО-АВИСМА	2,19	21,88	302,00	24,07	240,70
Банк ВТБ	0,001284	0,000241	0,00506	0,01	0,01
Вимм-Билль-Данн ПП	0,00	3,18	89,00	0,00	34,98

Конвертация дивидендов и чистой прибыли на акцию, выраженных в рублях, произведена по курсу на 31.12.2007, \$1 = 24,6387 рублей. Показатели, указанные в долларах исходя из среднегодового курса \$1 = 25,57 рубля, пересчитаны по курсу на 28.12.2007. Чистая прибыль в расчете на одну привилегированную акцию не рассчитывается, кроме случая, когда в индекс входят только привилегированные акции компании.