



0030596 12

На правах рукописи

Здоровицкий Николай Александрович

**СТАНОВЛЕНИЕ И РАЗВИТИЕ ФОРМ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКОЙ  
ДЕЯТЕЛЬНОСТИ В ФИНАНСОВОЙ СФЕРЕ  
( на примере фондового рынка предприятий электроэнергетики)**

Специальность 08 00 05 –  
«Экономика и управление народным хозяйством»  
(Предпринимательство 10 6)

**АВТОРЕФЕРАТ**

диссертации на соискание ученой  
степени кандидата экономических наук

МОСКВА-2007

Работа выполнена в Институте бизнеса, психологии и управления на кафедре  
«Экономика и управление»

Научный руководитель	доктор экономических наук, профессор Кропин Юрий Анатольевич
Официальные оппоненты	доктор экономических наук, профессор Есипов Владимир Михайлович
	кандидат экономических наук, профессор Литвинов Федор Ильич
Ведущая организация	Институт предпринимательства и экономики

Защита состоится « 29 » марта 2007 года в 12 00 ч на заседании  
диссертационного совета К 521 062 01 в Институте бизнеса, психологии и  
управления по адресу 141400, Московская область, г Химки, ул Зои  
Космодемьянской, д 2

С диссертацией можно ознакомиться в научной библиотеке института

Автореферат разослан 21 февраля 2007 года

Ученый секретарь  
Диссертационного совета



доктор педагогических наук,  
профессор Карманов А И

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность исследования.** Современный этап экономического развития национального хозяйства России характеризуется процессами формирования рыночных отношений во всех сферах и секторах, складывания необходимых элементов производственной, финансовой, социальной инфраструктуры Экономика страны убедительно подтверждает динамику поступательного развития и вместе с тем находится в состоянии фундаментальных преобразований, определяемых необходимостью реструктуризации отношений собственности, внедрения новейших технологий, поиском инвестиционных ресурсов Интеграция российской экономики в мирохозяйственные процессы и вступление России во Всемирную торговую организацию требуют коренной перестройки многих отраслей и сфер хозяйства, повышения конкурентоспособности их товаров и услуг, что в полной мере относится и к финансовой области

Наметившиеся тенденции устойчивого экономического роста экономики страны и объективный процесс реструктуризации большинства отраслей обуславливают потребность в привлечении масштабных инвестиционных ресурсов, которыми они не располагают Это в полной мере касается топливно-энергетического комплекса, транспортной системы, сектора машиностроения, сферы производства потребительских товаров и услуг Вместе с тем ресурсная база капиталов в России вполне разрешима за счет разработки и внедрения в инвестиционную практику новых схем финансирования, более активного использования возможностей фондового рынка, расширения участия частных и иностранных инвесторов По мнению большинства экспертов – специалистов по финансовым рынкам – у российского фондового рынка, как составной части финансового рынка, достаточно хорошие перспективы, хотя сегодняшний уровень его развития не может удовлетворить расширяющиеся потребности в инвестициях В настоящее время на финансовый рынок приходится только 10% от совокупных инвестиций компаний, полученных от размещения долговых обязательств и акций В то же время консолидированный финансовый сектор, включая банковскую сферу, за

последние несколько лет дает около 30% всех инвестиций, полученных фирмами через финансовые рынки

В то же время было бы методологически правильным дать анализ тех проблем, которые мешают развитию предпринимательской деятельности российских компаний на фондовом рынке и повышению роли финансового сектора в развитии экономики в целом. Одной из них является замедленное формирование инфраструктуры фондового рынка, который создавался с участием международных финансовых институтов без учета потребностей переходного периода национального хозяйства от централизованно-управляемой экономики к рыночной. Существующая российская инфраструктура финансового рынка, включая и фондовый рынок, не выдерживает жесткой конкуренции в этой сфере. Другая серьезная проблема – слабый внутренний инвестиционный спрос. С одной стороны, формируются фонды, которые аккумулируют значительные средства, включая коллективных инвесторов, а с другой – наблюдается колеблющийся спрос на российском финансовом рынке. По нашему мнению, именно это является причиной того, что торговля российскими ценными бумагами в существенной степени перемещается на зарубежные торговые площадки, где есть устойчивый спрос на активы российских фирм. Следует признать, что спрос этот относится к высоколиквидным ценным бумагам наиболее крупных, в основном сырьевых компаний. Наконец, третья проблема обусловлена тем, что регулирование финансовых рынков, защита инвесторов, состояние законодательства во многом несовершенны, в ряде областей вообще отсутствуют. Так, например, российским компаниям (особенно небольшим по масштабам предпринимательской деятельности) до сих пор трудно использовать классические формы первичного размещения своих ценных бумаг. Аналогичная ситуация складывается в регулировании инсайдерских сделок и сфере использования на российском финансовом рынке производных финансовых инструментов – сделки с паевыми инвестиционными фондами не имеют судебной защиты.

Все это в существенной степени тормозит выход на фондовые рынки огромного числа предпринимательских структур из малого и среднего бизнеса, привлечения возвратных инвестиционных ресурсов, иммобилизации средств для

придания импульса в развитии и техническом перевооружении многих отраслей и секторов национального хозяйства

Степень научной разработки темы Проблемам использования фондового финансирования промышленных предприятий уделено много внимания в научных исследованиях зарубежных и отечественных авторов. Значение и методы заимствований финансовых ресурсов, а также законы и функции их обращения рассматриваются в трудах отечественных ученых, в частности И.А. Бланка, С.Л. Ермакова, Е.Ф. Жукова, В.В. Ковалева, Л.Н. Красавиной, О.И. Лаврушина, Г.С. Пановой, Е.А. Рассказова, Н.Э. Соколинской, М.М. Ямпольского, также в исследованиях зарубежных ученых Р.Брейли, Д. Даймонда, С. Майерса, Дж. Сиики, Р. Холта, В. Хорна и ряда других. Исследования, посвященные моделированию процесса предоставления возвратных финансовых ресурсов включают алгоритмизацию распределения средств кредитных организаций, основанную на развитии принципов классической портфельной теории Г. Марковича, Д. Тобина, У. Шарпа, И.Э. Амелина, З.М. Цирихова. Однако знакомство с научной и деловой литературой по рассматриваемой проблеме позволяет выявить, что далеко не все аспекты тематики в полной мере раскрыты, обоснованы, а рекомендации и предложения применимы в условиях российской хозяйственной практики. В частности, теоретически слабо просматривается научное обоснование выхода предприятий так называемого «второго эшелона» на торговые площадки первичного размещения акций и облигаций, схемы эмиссионной деятельности реструктурируемых предприятий электроэнергетики, структура и информационное обеспечение фондового рынка, методика использования операций с ценными бумагами в деле привлечения инвестиций и некоторые другие вопросы. Все это и предопределило выбор диссертантом темы настоящего исследования.

Теоретическую и методологическую основу диссертационного исследования составили фундаментальные теоретические и прикладные исследования зарубежных и отечественных авторов, правительственные и ведомственные концепции и разработки по проблемам развития финансового сектора экономики, публикации в периодической печати, материалы и отчеты российских

фондовых бирж В качестве статистической и фактологической базы в диссертации были использованы документы и материалы государственных статистических органов, справочные данные участников фондового рынка, брокерских компаний и консалтинговых фирм

**Цель и задачи исследования** Разработка механизма использования предпринимательскими структурами рынка ценных бумаг в целях решения проблемы эффективного привлечения финансовых ресурсов для осуществления процессов обновления основного капитала в одном из системообразующих секторов национального хозяйства страны – электроэнергетике Для разрешения указанной цели автором в настоящем диссертационном исследовании были решены следующие научно-теоретические и прикладные задачи

1 Проанализировать состояние и тенденции развития современного фондового рынка в России и обосновать его как область предпринимательской деятельности с целью эффективного привлечения инвестиционных ресурсов

2 Исследовать эффективность используемых в практике эмиссионной деятельности финансовых инструментов (акций и облигаций), а также разработать варианты их использования фирмами и предприятиями в качестве возвратных финансовых ресурсов

3 Изучить функционирующие в условиях российской финансовой практики первичный и вторичный рынки ценных бумаг и систему информационного обеспечения участников операций с ценными бумагами

4 Оценить существующие методики определения рисков участников (эмитентов, банков инвесторов) фондового рынка

5 Определить тенденции и специфику функционирования первичного размещения ценных бумаг на примере IPO (первичное публичное размещение) в процессе реструктуризации предприятий сектора российской электроэнергетики

6 Разработать методику повышения капитализации акций энергетических компаний в процессе реформирования структур РАО «ЕЭС России» с использованием финансовых мультипликаторов

**Объектом исследования** в данной работе является предпринимательская деятельность российских хозяйствующих структур на фондовом рынке как области получения инвестиционных ресурсов

**Предметом исследования** выступает механизм эмиссионной деятельности предприятий по выпуску в обращение и реализации на фондовых площадках ценных бумаг с участием банков, инвесторов и посреднических структур

**Научная новизна диссертации** заключается в разработке механизма и моделей привлечения (аккумулирования) возвратных финансовых ресурсов фирмами и предприятиями с целью обеспечения привлечения дополнительных источников средств, обосновании необходимости и возможности внедрения в практику оценки финансовых активов компании затратного и доходного методов

**Основные научные результаты** (личный вклад автора в решение рассматриваемой проблемы) заключается в следующем

- в содержательном плане систематизирована специфика функционирования российского фондового рынка и раскрыты основные проблемы его развития в ближайшей перспективе,
- определены причины диспропорций между возможностями современного российского фондового рынка и потребностями привлечения возвратных инвестиционных ресурсов российскими предпринимательскими структурами,
- дана оценка потенциала различных сегментов российского фондового рынка с точки зрения эффективности предпринимательской деятельности фирм и предприятий,
- определена система финансовых инструментов в целях размещения коротких денежных средств с фиксированной доходностью и минимальной степенью риска,
- оценена тактика организационных и экономических мероприятий российского энергохолдинга (РАО «ЕЭС России») с точки зрения использования его вновьобразуемыми генерирующими предприятиями возможностей от эмиссии ценных бумаг и операций на фондовых площадках,

- предложено и обосновано понятие «привлекательность ценных бумаг» применительно к категории предприятий «второго эшелона», не относящихся к «голубым фишкам»,

- предложен матричный вариант модуля взаимодействия участников эмиссионных программ по выпуску и размещению облигационного займа

#### **Положения, выносимые на защиту.**

1 Использование российскими предпринимательскими структурами финансовых инструментов (акции, облигации, векселя) как эффективного направления привлечения инвестиционных ресурсов для осуществления реструктуризации имеющегося оборудования, обновления технологии, обеспечения выпуска конкурентоспособной продукции и достижения эффективности всей производственной и коммерческой деятельности. При этом основное внимание уделено финансовому анализу сочетания максимальной доходности и минимальных рисков с учетом нестабильности российской финансовой системы

2 Выбор финансовым менеджментом фирмы (предприятия) оптимальных вариантов выхода на фондовые торговые площадки. При этом следует учитывать фактор отсутствия подобного опыта операционной деятельности у большинства российских предпринимательских структур и именно по этой причине им в наибольшей степени подходит услуга доверительного управления, оказываемая инвестиционными компаниями

3 Использование российскими энергетическими компаниями двухвариантных стратегий: продажа акций территориальных генерирующих компаний на фондовых рынках и их реализация стратегическим инвесторам. Эффективность последнего варианта размещения ценных бумаг предпочтительнее, поскольку стратегические инвесторы в таком случае проявляют к ценным бумагам больший интерес и получают возможность действенного контроля над энергетическими объектами

4 Оценка условий привлекательности первичного размещения на рынке ценных бумаг предприятий электроэнергетики из «второго эшелона» складывается из



системы работы фондовых бирж и самих предприятий по разработке программ эмиссионной деятельности

5 В качестве основного фактора успешной операционной деятельности по выпуску и реализации ценных бумаг является повышение капитализации (стоимостной оценки) вновьобразуемых предприятий электроэнергетики. В этом отношении заслуживает применения предлагаемая методика использования доходного и расходного методов с использованием финансовых мультипликаторов.

**Практическая значимость работы.** Предложенные в диссертационном исследовании механизм и модели эмиссионной деятельности предпринимательских структур электроэнергетической сферы открывают значительные возможности для привлечения инвестиционных ресурсов через использование инструментария финансовых рынков, и, прежде всего, фондового рынка.

Разработанные предложения и рекомендации создают для предприятий рассматриваемой отрасли научно-практическую основу эффективного использования возвратных финансовых ресурсов для модернизации собственного основного капитала, повышения эффективности использования собственного и заемного капиталов.

Материалы диссертационного исследования могут способствовать разработке программ эмиссионной деятельности многих российских предпринимательских структур, впервые выходящих на фондовые торговые площадки самостоятельно или на условиях сотрудничества с брокерскими фирмами и агентствами.

Ряд положений диссертационной работы были использованы при разработке лекционных курсов, семинарских занятий и деловых игр в учебном процессе высших учебных заведений («Финансы и кредит», «Банковское дело», «Рынок ценных бумаг»).

**Апробация и реализация результатов исследования.** Ряд теоретических положений и практических рекомендаций, положений и выводов диссертации обсуждались на кафедре, излагались автором на студенческих и аспирантских конференциях. Основные положения диссертации нашли отражение в научных публикациях автора общим объемом в 5 п.л.

Логика исследования предопределила структуру диссертации

## **Введение**

### **Глава 1. Роль фондового рынка в формировании современного российского предпринимательства**

- 1 1 Фондовый рынок – источник финансовых ресурсов  
промышленных предприятий
- 1 2 Место и роль рынка ценных бумаг в инвестиционном  
процессе

### **Глава 2. Специфика операций с ценными бумагами в условиях становления российского фондового рынка**

- 2 1 Информационное обеспечение – основа  
функционирования российского рынка ценных бумаг
- 2 2 Характеристика операций на фондовом рынке
- 2 3 Отраслевой аспект российского фондового рынка  
электроэнергетики

### **Глава 3. Эмиссия ценных бумаг – основа привлечения инвестиций в электроэнергетику**

- 3 1 Функции рынка IPO в финансовом обеспечении компаний  
(на материалах электроэнергетики)
- 3 2 Модели повышения капитализации акций компаний
- 3 3 Финансовый мультипликатор как инструмент повышения  
капитализации энергетических компаний

## **Заключение**

## **Список использованной литературы**

## ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во введении обосновывается актуальность и важность избранной для исследования темы, необходимость ее научной разработки, сформулированы цели, задачи, объект и предмет исследования, научная повизпа диссертации и положения, выносимые на защиту

В первой главе «Роль фондового рынка в формировании современного российского предпринимательства» рассмотрены теоретические аспекты формирования рыночных отношений в финансовой сфере национального хозяйства России. Становление финансового рынка в целом и его составного сегмента – фондового рынка – как необходимых элементов рыночной инфраструктуры связано с рядом особенностей по сравнению с зарубежным опытом. Это обусловлено рудиментами централизованно-управляемой экономики, условиями неопределенности финансовых отношений, неразвитостью предпринимательской деятельности в рассматриваемом секторе хозяйства страны. Существенным фактором воздействия на рыночные процессы оказывает неоптимальное административное вмешательство государственных органов в систему весьма чувствительных механизмов привлечения финансовых ресурсов. Именно эти характеристики свидетельствуют об определенном отставании предпринимательской деятельности субъектов хозяйствования в финансовой сфере.

Характерные для большинства российских предпринимательских структур проблемы привлечения инвестиционных ресурсов для реструктуризации отраслей и предприятий, обновления устаревающего основного капитала, внедрения новых технологий трудноразрешимы без использования инструментария фондового рынка.

На сегодняшний день одной из актуальных задач науки является разработка адекватных потребностям бизнес-практики моделей рынка ценных бумаг как альтернативного и транспарентного источника финансовых возвратных ресурсов по справедливой, т.е. устанавливаемой рыночной конъюнктурой стоимости. Актуальность решения этой проблемы, главным образом, обусловлена рядом

специфических обстоятельств, характерных для экономики переходного периода усложненные схемы операций с ценными бумагами из западной практики подчас трудно применимы в условиях российских реалий, сосуществованием на фондовом национальном рынке развитого сегмента «голубых фишек» и практически «спящего» сегмента малых и средних предприятий, отсутствием у названных предпринимательских структур оптимальных моделей и алгоритмов эмиссионной деятельности

### Потребности различных отраслей промышленности в инвестициях<sup>1</sup>

Таблица 1

Отрасли промышленности	Инвестиционные потребности, в трлн руб	Коэффициент обеспеченности собственными средствами, в %	Возможность самофинансирования
Промышленность, всего	18,3	13,5	Падает
Электроэнергетика	1,6	36,9	Нейтральна
Нефтедобывающая промышленность	1,9	56,8	Растет
Цветная металлургия	2,5	31,3	Растет
Машиностроение и металлообработка	2,8	12,1	Падает
Угольная промышленность	1,2	33,3	Растет
Пищевая промышленность	1,9	10,8	Растет

Методологически важными аспектами ведения предпринимательской деятельности для многих фирм и корпораций являются проблемы определения вариантов выхода на фондовые торговые площадки и схемы размещения денежных средств. Для предпринимательских структур так называемого «второго эшелона» наиболее целесообразным представляется размещение коротких денежных средств в финансовые инструменты с фиксированной доходностью и минимальной степенью

<sup>1</sup> Финансы и кредит, 2005, №12, с 24

риска банковские депозиты, покупка векселей банков, вложения в государственные и корпоративные облигации В то же время в авторской трактовке предлагаются и иные, более рискованные, но финансово оправданные варианты банковские авуары в виде неснижаемых остатков на расчетных счетах, выход на вексельные рынки, что позволит получить более высокую ставку дохода Правда, следует отметить, что доходность векселей, обращающихся на рынке, подвержена колебаниям в зависимости от деловой репутации эмитента, и на конец 2006 года она составляла от 7 до 23% годовых в рублевом эквиваленте

При определении выбора схемы выхода на фондовые рынки, особенно для первичного публичного размещения (IPO) целесообразно использовать вариант брокерского обслуживания Преимуществом этого способа является то, что инвестору предоставляется так называемое «маржинальное плечо» (предоставление кредита до 100%) Этот способ, довольно затратный и, скорее всего, мало приемлем для малых и средних предпринимательских структур в силу дорогостоящего кредита, стоимость которого колеблется в пределах от 18 до 35% годовых По расчетам, проведенным автором, для предприятий впервые выходящим на торговые фондовые площадки со своими ценными бумагами более оптимальна и менее рискованна услуга доверительного (трастового) управления Решение об инвестировании в таком случае принимает портфельный управляющий Применительно к рассматриваемой в диссертации сфере электроэнергетики автором разработаны иные варианты реализации ценных бумаг вновь образуемых предпринимательских структур Образование генерирующих, сбытовых, распределительных компаний привело к активизации их эмиссионной деятельности и в течение 2007 года планируется выход ценных бумаг на фондовый рынок При этом показатель низкой рыночной стоимости установленной мощности создает повышенный интерес на акции территориальных (ТТК) и объединенных генерирующих компаний (ОГК) В противовес доходным «голубым фишкам» нефтегазового сектора, зависящего от колебаний цен на мировых рынках, электроэнергетика и ее финансовые активы являются более привлекательным сегментом для инвестиций Отсюда логичным становится способ продажи

блокирующих пакетов акций генерирующих компаний стратегическим инвесторам, которые могут быть заинтересованы в установлении контроля над энергопроизводящими объектами. В то же время частично акции могут быть проданы по второму сценарию – на фондовых площадках рынка.

В виде дополнительного обстоятельства необходимости оценки ценных бумаг в процессе эмиссионной деятельности российских предпринимательских структур в диссертации уточнено понятие «привлекательности» ценных бумаг. Предприятия-эмитенты должны в первую очередь создавать имидж акциям и облигациям уже на предварительном этапе эмиссионной программы, выявлять преимущества конкретной бумаги, проводить сравнительный анализ различных финансовых инструментов, привлекать интерес к ценным бумагам, разрабатывать определенные планы по инвесторам. Необходимо также учитывать интересы многих хозяйствующих субъектов, населения и государства. В современных условиях для предприятий необходим «перехват» немалых денежных средств населения, идущих в основном на депозитные счета банковских структур, в сферу потребительского кредита и различные «финансовые пирамиды». По оценкам финансовых аналитиков, в США до 40% населения страны получает дополнительные доходы за счет владения ценными бумагами американских корпораций, в то время как в России эта цифра едва превышает 3%<sup>2</sup>. В качестве рекомендаций для предпринимательских структур в настоящей работе предлагается матричный вариант модуля взаимодействия участников эмиссионной программы по выпуску и реализации облигационного займа. Он включает в себя субъектно-объектный принцип формирования участников (эмитент и банк), группировку факторов и условий реализации займа, определение целей, рисков, привлекательность выпускаемых на рынок облигаций.

Во второй главе «Специфика операций с ценными бумагами в условиях становления российского фондового рынка» рассмотрены структура и

---

<sup>2</sup> Руднева Е.В. Эмиссия корпоративных ценных бумаг – М. Экзамен, 2001 – С. 107, Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами: российская практика – М. Издательство «Перспектива», издательский дом «Инфра-М», 1997 – С. 13-15.

информационное обеспечение современного российского рынка ценных бумаг. Как и в других странах, структура рынка ценных бумаг характеризуется наличием первичного и вторичного рынков, а также по видам фондовых инструментов и сделок. Ретроспективный анализ характера и видов сделок позволяет установить, что эмитентами ценных бумаг предпочтение отдается самостоятельному размещению, поскольку использование услуг фирм-брокеров обходится существенно дороже. В результате проведенного анализа выявлено, что обычно практикуется два вида операций:

- «короткая» продажа или продажа «без покрытия», когда клиент берет займы для продажи ценных бумаг у брокерской компании, а через определенное время погашает заем такими же ценными бумагами, приобретаемым в результате последующей сделки,

- покупка ценных бумаг с использованием маржи, когда клиент оплачивает часть суммы сделки, а оставшаяся часть предоставляется брокерской компанией с отсрочкой платежа.

Распространение маржинальных сделок способствует повышению активности и ликвидности всей биржевой торговли, хотя вопросы правового регулирования сделок по этим видам операций в стране еще не урегулированы в полной мере. При этом в практике деятельности субъектов рынка ценных бумаг используется достаточно представительный набор фондовых индексов: индекс инвестиционного банка CS First Boston (ROS Index) и индексы агентства «Скейт Пресс», индексы агентства «Акции, консультации и маркетинг», консалтинговой компании «Соболев», Российской торговой системы (РТС), агентства «Интерфакс», еженедельника «Коммерсант», агентства «Росбизнесконсалтинг», индексного фонда ОАО «базовый индекс капитала» и др.

Структура современного российского рынка ценных бумаг формально содержит практически все элементы, характерные для высокоразвитых фондовых рынков, однако степень развития этих элементов далеко несопоставима с ними, несмотря на то, что организационно-техническое и информационное обеспечение уже соответствует современным требованиям.

В оценке различных видов операций с ценными бумагами (эмиссионных, клиентских, инвестиционных, сделки РЕПО) предпочтение на сегодняшний день отдается инвестиционным операциям. Это связано с тем, что они сочетают в себе ряд особых преимуществ по сравнению с другими видами действий с ценными бумагами: вложение средств в ценные бумаги, рыночная стоимость которых способна расти и приносить доход в форме процентов, дивидендов, прибыли от продажи активов на вторичном рынке. Важным обстоятельством является то, что инвестор приобретает не один, а несколько видов финансовых активов, т.е. формирует портфель (набор) ценных бумаг.

**Крупнейшие по рыночной капитализации виды ценных бумаг, включенных в расчет российских фондовых индексов**

Таблица 2

Эмитенты	Вид ценных бумаг	Рейтинговые институты			
		АК&М	РТС-Интерфакс	RBC	Рос Капитал
ОАО «Газпром»	АО	+	+	+	+
ОАО «НК ЛУКОЙЛ»	АО	+	+	+	+
ОАО «Мосэнерго»	АО	+	+	+	+
ОАО «Норильский никель»	АО	+	+	+	+
ОФЗ 25023	ГО	-	-	-	+
РАО «ЕЭС России»	АО	+	+	+	+
ОАО «Сибирская нефтяная компания»	АО	+	+	+	+
ОАО «Сургутнефтегаз»	АО	+	+	+	+
ОАО «Татнефть»	АО	+	+	+	+
ОАО НК «ЮКОС»	АО	-	+	-	+

Примечание: АО - акция обыкновенная, ГО - государственная облигация

В создавшейся ситуации недостатка инвестиционных ресурсов для большинства российских предприятий, по оценке автора, инвестиционные операции позволяют



предпринимательским структурам решить комплекс задач осуществление долговременных инвестиций для долевого участия в капитале или размещения собственных эмиссий, приобретение акций для контроля над собственностью (характерно для электроэнергетики), краткосрочные спекуляции с акциями и арбитражные сделки, приобретение ценных бумаг как рискованной составляющей инвестиционного портфеля при осуществлении долгосрочных операций

При планировании и проведении инвестиционных операций от финансового менеджмента предпринимательских структур потребуется масштабная аналитическая работа по оценке В диссертационном исследовании предложены два варианта аналитической работы фундаментальный и технический анализ Можно с уверенностью сказать, что практически каждому профессионалу доступен инструментарий технического анализа, но не каждому – фундаментальный

Допустим, фундаментальный аналитик выясняет, завышена или занижена рыночная стоимость акций данной компании по сравнению с их «внутренней» или «действительной» стоимостью Цель этого анализа – выявить «недооцененные» рынком ценные бумаги На основании этого принимаются инвестиционные решения – купить, продать или держать Однако, если рынок недооценил акцию сейчас, то вполне возможно, что он этого не сделает и в будущем, в результате издержки (затраты на анализ) не окупятся Таким образом, нет никаких гарантий, что рынок подтвердит фундаментальные оценки аналитиков Кроме того, фундаментальный анализ – это тяжелая, трудоемкая работа, требующая и создания базы данных, и адекватного финансирования Причем, доход от операции с ценными бумагами каждого отдельного оператора может оказаться недостаточным для финансирования затрат по проводимому им фундаментальному анализу В странах с развитой рыночной экономикой широко используется методика рейтинговой оценки корпораций в различных отраслях экономики, осуществляемая специалистами в рамках фирмы, компании, агентства, бюро и т.д

Результаты фундаментального анализа становятся продуктом, т.е. товаром фондового рынка, и в форме бюллетеней, отчетов и т.д. продаются участникам рынка

Если характеризовать основные направления фундаментального анализа, то можно выделить его этапы

1 Общеэкономический или макроэкономический анализ Положение экономики оценивается с учетом следующих факторов ВВП, занятости, инфляции, процентных ставок, валютного курса и т.п. Учитывается фискальная и монетарная политика правительства, влияние их на фондовый рынок. Таким образом, определяется социально-политический и экономический климат инвестиционной деятельности эффективный рынок

2 Индустриальный анализ предполагает изучение делового цикла в экономике, его индикаторов, а также осуществление классификации отраслей по отношению к уровню деловой активности и по стадиям развития

3 Анализ конкретного предприятия (фирмы, корпорации) Оценка корпорации включает анализ состояния менеджмента и перспектив его развития, организационные и коммерческие условия работы. Анализ финансового положения компании (предприятия), коэффициенты, оценка платежеспособности, оценка финансовой устойчивости – определение цены фирмы

#### 4 Моделирование цены акций.

Оценка эффективности инвестиционных операций по корпоративным ценным бумагам основывается на анализе затрат и результатов различных инвестиционных операций, и в исключительных случаях при решении стратегических задач — оценке их долгосрочного воздействия на деятельность инвестора. Оценка отдельных направлений инвестиций в акции включает функциональную оценку затрат по сделке и уровня ее доходности, например, используя метод «затраты-результат». Такой анализ целесообразно производить и по объектам инвестирования в случае вложения средств в акции тех или иных эмитентов и при оценке эффективности проведения тех или иных операций с корпоративными ценными бумагами.

Перспективным направлением при проведении инвестиционной операции является и покупка недооцененных акций, что весьма актуально при оценке стоимости активов реструктурируемых компаний российской электроэнергетики. Классический

фундаментальный анализ позволяет выявлять истинную цену этих «педоопенных» акций. Наиболее удобным является метод коэффициентов. При этом, однако, нельзя не отметить, что анализ коэффициентов имеет дело только с количественными данными. Поэтому использование только коэффициентов без проведения всех этапов фундаментального анализа могут привести к получению недостоверной информации. При этом возможно рекомендовать следующие коэффициенты

- коэффициент  $p/e\text{-ratio}$ , определяется как отношение курсовой стоимости акции к величине чистой прибыли в расчете на одну обыкновенную акцию,

- коэффициент  $d/e\text{-ratio}$ , определяется как отношение дивиденда по обыкновенной акции к ее курсовой стоимости,

- бета-коэффициент. Данный коэффициент определяет влияние общей ситуации на рынке в целом на судьбу конкретной ценной бумаги. Если коэффициент бета положительный, то эффективность данной ценной бумаги аналогична эффективности рынка. При бета-отрицательном показателе эффективность данной ценной бумаги будет снижаться при возрастании эффективности рынка. Бета-коэффициент также принято считать мерой риска инвестиций в данные ценные бумаги. При бета-коэффициенте больше единицы риск инвестиций выше, чем в среднем по рынку, а при меньшем единицы – наоборот,

- R-квадрат ( $R\text{-squared}$ ). R-квадрат характеризует долю риска вклада в данную ценную бумагу, вносимую неопределенностью риска в целом. Чем ближе R-квадрат к нулю, тем более независимым является поведение акции по отношению к общей тенденции рынка. Результаты анализа финансовых коэффициентов имеют несомненное значение при сравнении со стандартами, выбор которых всегда затруднителен. Сравнение можно проводить с аналогичными показателями западных компаний или коэффициентами других эмитентов в данном секторе рынка.

В третьей главе «Эмиссия ценных бумаг – основа привлечения инвестиций в электроэнергетику» проанализированы тенденции и развитие рынка первичных публичных размещений акций (IPO) на примере реструктурируемой сферы электроэнергетики России, а также разработаны методические правила повышения

капитализации активов вновь образуемых компаний и варианты их выхода на фондовые торговые площадки.

В ходе исследования установлено, что коммерческий интерес к тем или иным бумагам предприятий «второго эшелона» инициируют крупные участники рынка (они были определены выше как стратегические инвесторы), которые делятся на 2 группы. Первая группа – это крупные российские компании, выстраивающие производственные схемы и с этой целью время от времени производящие скупку акций интересующих их предприятий. Например, по некоторым данным, компания «Росуглесбыт», входящая в группу «МДМ», покупала акции Хабаровскэнерго и Челябинскэнерго в интересах головного холдинга. В результате этой операции обыкновенные акции «Хабаровскэнерго» за неделю выросли в цене почти на 48%, а Челябинскэнерго – на 25%. Ко второй группе относятся институциональные портфельные инвесторы. Именно они, проводя ежегодный плановый пересмотр портфелей, вносят кратковременное оживление в рынок акций «второго эшелона» в начале года. Эта категория инвесторов ориентируется на разницу в потенциале роста «голубых фишек» и акций «второго эшелона». Если котировки «голубых фишек» испытали существенный рост, а «второй эшелон» «запоздал», то возникает явная недооцененность последних. Это привлекает инвесторов, причем как долгосрочных, вкладывающих на 3-5 лет, так и спекулятивных. И если первые в основном представители западных инвестиционных фондов, то вторые – российские трейдеры. Причем для первых основным сдерживающим фактором является риск ликвидности, поэтому размер их инвестиций в акции «второго эшелона», как правило, составляет не более 5-10% от всего портфеля.

Можно сформулировать ряд общих условий для активизации сегмента рынка IPO предприятий, включая и электроэнергетические, проведение успешных операций IPO средними компаниями различных отраслей, активная работа с международными рейтинговыми агентствами и расширение спектра компаний, имеющих авторитетные кредитные рейтинги, разработка и реализация государственных программ повышения инвестиционной привлекательности бизнеса. С нашей точки зрения в энергетическом секторе хозяйства и в соответствующем сегменте именно акции «второго эшелона» в

связи с реорганизацией электроэнергетического сектора хозяйства станут более привлекательными для долгосрочного инвестирования, поскольку они остаются в известной мере недооцененными. Кроме этого рост акций генерирующих и передающих компаний могут оказать существенное влияние на уровень консолидации сектора электроэнергетики или улучшения рыночной конъюнктуры сырьевых рынков.

В первую очередь хотелось бы отметить акции выделенных энергетических компаний, которые представляют интерес в связи с их недооценкой по фундаментальным показателям. Единственным ключевым фактором, препятствующим росту их стоимости, является отсутствие свободного рынка электроэнергии. Учитывая то, что либерализация рынка не произойдет раньше конца 2008 г., следует ожидать лишь умеренного спроса на эти бумаги. Однако возможно увеличение ликвидности рынка акций этих компаний и постепенный рост бумаг с приближением даты либерализации, которая сама по себе может наступить после выборов Президента РФ. Среди акций компаний, стоимость мощности которых, на наш взгляд, занижена, необходимо выделить бумаги Волжской ГК, Липецкой ГК, Пензенской ГК, Смоленской ГК, Челябинской ГК. Также следует отметить акции Ставропольской ЭГК, которая впоследствии войдет в состав ГидроОГК, что является дополнительным фактором, повышающим ее инвестиционную привлекательность.

Вместе с тем привлекательность акций российских энергокомпаний усиливается активными процессами вступления региональных АО-энерго в заключительную фазу реформирования, суть которого сводится к выделению новых энергетических компаний, структурированных по функциональному признаку: генерация, распределение, передача энергии, сбыт. До конца 2006 года запланировано зарегистрировать около 130 новых компаний, выделяющихся из региональных АО-энерго. В частности, на 1 апреля 2007 г. запланирована процедура госрегистрации новых обществ, созданных на базе ОАО «Архэнерго», ОАО «Кировэнерго», ОАО «Мосэнерго», ОАО «Нижегородэнерго», ОАО «Новгородэнерго», ОАО «Орелэнерго», ОАО «Ставропольэнерго», ОАО «Пермэнерго», ОАО «Свердловэнерго», ОАО «Томскэнерго» и ОАО «Тулэнерго».

Как уже подчеркивалось выше, основной проблемой вновь образуемых предприятий электроэнергетики является повышение капитализации их активов в целях создания благоприятной рыночной привлекательности ценных бумаг. Сегодня эта проблема обостряется высокими биржевыми требованиями к необходимому объему торгов, выжидательностью позиций инвесторов, слабостью финансового менеджмента новых компаний. Наша оценка действий высшего эшелона финансовых аналитиков РА «ЕЭС России» в решении указанной проблемы достаточно критична. Расчет на привлечение внимания к ценным бумагам новых энергетических компаний по результатам торгов оправдался не в полной мере (из допущенных к торгам 50 дочерних компаний ПАО «ЕЭС России» в 2006 году в листинге наиболее крупных торговых площадок РТС и ММВБ представлены акции только 12 компаний, остальные распространяли свои ценные бумаги в других, внебиржевых системах). В частности, в системе индикативных котировок RTS Board 6 из реорганизуемых дочерних обществ имеют программы депозитарных расписок. В отношении них предполагается разработать отдельные программы по трансформации существующих планов депозитарных расписок на акции реорганизуемых предприятий с учетом интересов последних и пожеланий владельцев депозитарных расписок.

При анализе привлекательности ценных бумаг российских компаний и оценке эффективности их стратегий выхода на торговые площадки в настоящем диссертационном исследовании автор стремился достигнуть две методологические цели:

- опровергнуть или подтвердить гипотезу о том, что ключевым показателем при оценке акций вновь созданных предприятий электроэнергетики (генерирующих, сбытовых, распределительных) является соотношение капитализации (текущей рыночной стоимости) и генерирующих мощностей,

- обосновать необходимость и возможность использования наиболее эффективного мультипликатора для современного этапа реформирования предприятий электроэнергетической сферы и предстоящего их выхода на торговые площадки фондового рынка

В процессе экспериментального тестирования 12 энергетических объектов (АО-энерго) Центральной части России был сформирован модельный портфель из самых дешевых по показателю P/IC акций. При изменении структуры портфеля делались скидки на потери ликвидности акций, т.е. покупки осуществлялись по лучшим ценам предложения, а продажи – по лучшим ценам покупки. Общее правило формирования портфеля заключается в том, что продажа какой-либо бумаги из портфеля осуществляется только после покупки более дешевой акции по указанному показателю P/IC. Всего за период тестирования было совершено 86 сделок. Полученные результаты свидетельствуют о том, что при оценке инвестиционного потенциала энергообъекта главным параметром является его установленная мощность. Фактически модельный портфель, сформированный на основе самых дешевых ценных бумаг по коэффициенту P/IC 5 за период с марта 2001 года по июнь 2005 года подорожал в 22 раза, в то время как индекс РТС за тот же период увеличился лишь в 2,3 раза. Единственным годом по показателю был 2001 год – модельный портфель потерял в стоимости существенно больше, чем индекс Российской торговой системы, что, по нашему мнению, объясняется тем, что на фоне общего снижения положительной динамики рынка неликвидные акции энергетических компаний дешевеют значительно быстрее, чем более устойчивые «голубые фишки».

В основе предложенной модели лежит оптимальная стратегия: потенциальные инвесторы должны покупать акции энергетических компаний с невысокими показателями P/IC, то есть с низкой рыночной стоимостью установленных мощностей. При этом коммерческий риск портфельных инвесторов остается приемлемым.

**Доходность и модельного портфеля акций и индекса РТС<sup>3</sup>**  
( период март 200 1г - июнь2005 г )

Показатель	Модельный портфель	Индекс РТС
Доходность с 1 марта 2001 г	2281	232
Средняя доходность за год	108,3	32,1
Доходность по годам		
2001 г	-63	-21
2002 г	396	79
2003 г	47	40
2004 г	351	58
2005 г (июнь)	92	6
Стандартное отклонение		36
Sharpe Ratio	1,95	0,75

В ходе проведенного тренингового инвестирования в низколиквидные акции выявлена определенная закономерность – компании с низким значением P/ растут в цене быстрее прочих ценных бумаг Р/С, что само по себе является достаточным основанием для постановки тезиса о том, что это будет в дальнейшем иметь характер тенденции. Здесь следует определить причины инвесторских предпочтений к ценным бумагам такого рода. Обычные ориентиры, которые применяются для оценки инвестиционной привлекательности компаний, в российской электроэнергетике малоприменимы (финансовые показатели прибыль, денежный поток), поскольку неопределенность в отношении будущего отрасли делает любые прогнозы весьма приблизительными, а текущие финансовые показатели не могут служить оценкой будущих экономических выгод.

В создавшихся условиях, судя по результатам тестирования, наиболее точный показатель будущей инвестиционной привлекательности – база активов компании. При этом именно генерирующие активы являются тем дифференциалом, который в наибольшей степени влияет на инвестиционную привлекательность ценных бумаг.

<sup>3</sup> Рынок ценных бумаг, 2005, № 16



конкретной фирмы. Разумеется, следует принимать во внимание такие факторы как изношенность энергосилового оборудования, географический регион, вид используемого топлива, тип генератора. Однако на данный момент оценить влияние этих параметров на стоимость ценных бумаг весьма затруднительно. Поэтому установленная мощность – практически единственный показатель, по которому можно сравнивать компании электроэнергетической отрасли. Только после окончания процедур реструктуризации электроэнергетики, разделения компаний и запуска механизма торгов электроэнергией в полном объеме акционеры и инвесторы смогут реально оценить компании исходя не из имеющихся у них активов, а из финансовой успешности. Потому следует предполагать, что представленная стратегия покупки компаний с низкими значениями P/LS будет оставаться эффективной как минимум еще 2-3 года, а с учетом того, что Правительство Российской Федерации постоянно затягивает реформу электроэнергетического сектора, – период этот может увеличиться.

Таким образом, можно отметить, что использование мультипликаторов при оценке перспектив роста акций является неотъемлемой частью современного фундаментального финансового анализа.

**В заключении** диссертации сделаны основные выводы, рекомендации и предложения, вытекающие из результатов и логики проведенного исследования.

**СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ**

- 1 **Здоровицкий Н.А.** Исторические аспекты фондового рынка предприятий электроэнергетики // *Предпринимательство финансы и право*, 2007, №1 - 1 п л
- 2 **Здоровицкий Н.А.** Развитие предпринимательской деятельности в финансовой сфере // *Предпринимательство финансы и право*, 2007, №2 - 0,9 п л
- 3 **Здоровицкий Н.А.** К вопросу управления рисками в финансовой сфере // *Вопросы экономических наук*, 2006, №4 - 1,2 п л
- 4 **Здоровицкий Н.А.** Фондовый рынок и акции "второго эшелона" // *Материалы научно-практической конференции НУИСУ*, 2 выпуск - М 2005 - 1 п л
- 5 **Здоровицкий Н.А.** Использование фондового рынка как инструмента инвестиционной политики // *Экономика, политика, окружающая среда (ЭПОС)*, 2007, №2 - 1 п л

Принято к исполнению 07/02/2007

Исполнено 09/02/2007

Заказ № 131

Тираж 100 экз

Типография «11-й ФОРМАТ»

ИНН 7726330900

115230, Москва, Варшавское ш., 36

(495) 975-78-56

[www.autoreferat.ru](http://www.autoreferat.ru)