

## ПРОБЛЕМЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

### ФИНАНСОВЫЕ МЕТОДЫ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬЮ КОМПАНИИ<sup>1</sup>

Иванов А.П., д.э.н., проф. Кошалинского политехнического университета (Польша);  
Сахарова И.В., к.э.н., зам. начальника управления ОАО «Ингосстрах»;  
Хрусталёв Е.Ю. д.э.н., проф., ведущий научный сотрудник ЦЭМИ РАН

В статье изложены основные цели и методы управления собственной инвестиционной привлекательностью компании путем воздействия эмитента на рыночные параметры акций, раскрытия информации о его деятельности, состоянии и планах, определения состава прав акционеров и степени их соблюдения, особое внимание уделяется проблемам разработки дивидендной политики. Отмечается, что для компаний показатели стоимости чистых активов и прибыли на акцию являются индикаторами, характеризующими инвестиционную привлекательность компании, предложены методики для их оценки с учетом специфики российской экономики. Показано, что инвестиционная привлекательность ценных бумаг зависит не только от финансового состояния компании, но и от качества управления характеристиками собственных акций.

#### 1. СТРАТЕГИЯ ЭМИТЕНТА ПО ПОДДЕРЖАНИЮ ЛИКВИДНОСТИ СОБСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Взаимодействие сторон, участвующих в инвестиционном процессе, осуществляется на рынке капиталов, характеристиками которого являются спрос, предложение, цены, а продавцы и покупатели конкурируют между собой [2]. Причиной конкуренции между компаниями является ограниченность ресурсов рынка капитала и поиски источников финансирования. Конкуренция инвесторов вызвана их желанием приобрести финансовые активы с приемлемым соотношением доходность/риск или с максимальной инвестиционной привлекательностью.

Снизить риски инвесторов, влияющих на оценку привлекательности компании, возможно не всегда [4,7]. В первую очередь, это относится к страновым, региональным и отраслевым рискам, риску законодательных изменений и др. Часть рисков компания стремится свести к минимуму вне зависимости от того, занимает ли она лидирующее положение или нет, поскольку от возможностей диверсификации рисков зависит ее существование как юридического лица. Наконец, существуют риски инвестора, на размер и конкретные проявления которых компания может оказать существенное воздействие, повысив или снизив свою инвестиционную привлекательность. Такая важная составляющая привлекательности активов как доходность в значительной степени зависит от компании. Изменяя

доходность, она косвенно регулирует размеры некоторых видов рисков инвестора.

Совокупный эффект воздействия на производственно-хозяйственные результаты со стороны компании можно назвать управлением собственной инвестиционной привлекательностью. Основные цели при управлении инвестиционной привлекательностью (они могут совпадать с целями инвестора, а могут противоречить его интересам), идентификация которых позволит инвестору в каждом конкретном случае выработать стратегию управления своими вложениями, состоят в следующем.

#### 1.. Увеличение собственного капитала компании:

- 1.1. В области производства:
  - для сохранения имеющейся доли рынка;
  - для обеспечения развития деятельности компании;
  - для разработки и реализации новых проектов.
- 1.2. В области финансов. Необходимо для:
  - изменения метода финансирования текущей деятельности (например, кредитование заменяется инвестициями или собственными средствами);
  - обеспечения возможности привлечения займов в перспективе. Как отмечалось выше, при наличии высокого удельного веса собственного капитала компании легче привлечь ресурсы в виде кредитов банков, ссуд от других партнеров, которые обращают внимание на соотношение собственных и заемных средств компании.

#### 2. Поддержание колебаний цен собственных акций на необходимом уровне. Это необходимо для:

- получения прибыли за счет сделок с собственными акциями. Такая возможность существует у крупных эмитентов, относящихся к перспективным отраслям. С этой целью компания производит скупку своих акций, затем проводит раскрытие положительной информации (в том числе и финансовой) о своей деятельности. Рост цен на имеющиеся на рынке акции данного эмитента обеспечивает реализацию как скупленных акций, так и новой эмиссии (при условии, что она не является крупномасштабной) по ценам, выше предшествующих. Раскрытие дополнительной информации о компании улучшает ее репутацию не только на рынке ценных бумаг, но и среди других контрагентов, позволяя более успешно действовать при заключении сделок всех видов;
- сохранения существующих инвесторов (стабильность или постоянный рост курса побуждает инвестора сохранять или наращивать вложения в данные акции);
- расширения круга потенциальных инвесторов, заинтересованных в приобретении новых или уже существующих выпусков акций, привлечение средств мелких неконсолидированных вкладчиков;
- обеспечения возможности менеджменту или определенным инвесторам выкупить бумаги по минимальной цене.

3. Привлечение стратегического инвестора, который мог бы наладить менеджмент, восстановить или укрепить положение компании, что обычно сопровождается существенным изменением структуры акционерного капитала и управления.

4. Перераспределение власти в компании. Это достигается путем дополнительной эмиссии, основная часть которой приобретает инвестором, нацеленным на захват власти в данной компании. При этом происходит "размывание" долей, принадлежащих остальным акционерам, не имеющим возможности приобрести новые акции.

<sup>1</sup> Статья подготовлена при поддержке РГНФ (проект № 05-02-02300)

5. Сохранение и укрепление контроля над компанией, которое обычно достигается с помощью введения ограничений в обращении собственных акций.

Таким образом, стратегические интересы компании в развитой рыночной экономике предполагают управление инвестиционными качествами собственных активов, поскольку их курс (цена) важен для многих субъектов рынка, являющихся или рассчитывающих стать контрагентами данной компании. Рост курса акций говорит о компетентности менеджмента, действия которого в основном и направлены на повышение рыночной стоимости компании [6].

На отечественном рынке еще не сформировались рыночные механизмы, отсутствуют правовая и корпоративная культура [1], что приводит к тому, что изменение курса акций актуально лишь их владельцам. У менеджеров компаний пока не возникло понимания того, что основной функцией рынка ценных бумаг является предоставление механизма, позволяющего эмитенту привлекать капитал, а инвестору вкладывать его в доходные сферы бизнеса, обеспечивая перетекание капитала из одной компании в другую в зависимости от прибыли на вложенный капитал. Полноценный рынок корпоративных ценных бумаг в России еще не сформировался. Благодаря специфике распределения государственной собственности во время приватизации цены акций оказались сравнительно низкими, привлекательными для скупки финансовыми спекулянтами и последующей перепродажи стратегическим инвесторам. Значительная часть акций так и осталась объектом исключительно спекулятивных операций, делая рынок ценных бумаг практически независимым от состояния реального сектора экономики. Кризис фондового рынка в России (1998 г.) оказался достаточно болезненным и затяжным, но уже появились стабильные признаки, позволяющие говорить о развитии новых тенденций. Участники рынка постепенно отходят от исключительно спекулятивного подхода к приобретению ценных бумаг к экономически обоснованному выбору, медленно, но неуклонно растет интерес к акциям эмитентов, которые считаются «недооцененными», вложения делаются на более длительный срок. Это позволяет говорить, что у инвесторов есть спрос на определенные ценные бумаги (в основном это относится к финансово устойчивым компаниям), и программы управления инвестиционной привлекательностью компаний могут быть успешно реализованы.

На развитом фондовом рынке от компаний обычно не требуется особых мер по поддержанию ликвидности и курса своих активов, в частности, ценных бумаг, за исключением кризисных моментов. Например, при октябрьском кризисе 1997 г. руководство компании Microsoft начало активно покупать свои акции, защитив их от нежелательного падения. Однако российский рынок все еще находится в стадии становления, и без активных действий компаний по развитию рынка собственных акций этот процесс может растянуться на несколько лет. Примечательно, что в России фраза «требуется инвестор» не означает готовность продажи пакета акций. Она лишь означает, что компании нужны деньги. Понимание, что единственным реальным и доступным инструментом финансирования средних и крупных промышленных предприятий является инвестирование в акционерный капитал (в чистом виде или в комбинации с долговыми инструментами), приходит с огромным трудом.

Какие же действия может предпринять эмитент по управлению акционерным капиталом? Очевидно, что про-

цесс управления не должен ограничиваться только операциями по купле-продаже своих ценных бумаг от своего имени или с помощью маркет-мейкеров и связанных фирм. Эмитенту необходимо организовать комплексную систему мер, охватывающую все возможные направления регулирования инвестиционной привлекательности компании. Прежде всего, эмитент должен рассмотреть круг потенциальных инвесторов и классифицировать последних в соответствии с их интересами и такими характеристиками, как инвестиционные ожидания; склонность к риску; объемом средств, предназначенных для инвестиций; целей, ставящихся при инвестировании в данную компанию и их приоритетов; возможностей принятия инвестиционных решений и т.д. Поскольку интересы различных групп инвестора могут быть противоречивыми, эмитент должен определить, какой тип инвесторов выгоднее для компании и, исходя из этого, разрабатывать корректные стратегии присутствия (или отсутствия) своих акций на рынке, поддержания этого состояния и развития в определенном направлении. Поэтому руководство компании заинтересовано в максимально точной и достоверной информации о реальных и потенциальных владельцах его ценных бумаг. Кроме того, эмитенту необходимо иметь представление о восприятии ее акций как объекта инвестирования.

Стратегические инвесторы – это крупные транснациональные корпорации, специализирующиеся в определенных отраслях промышленности и являющиеся лидерами в своих секторах. Объектами инвестиций таких компаний являются другие компании, действующие в аналогичных или смежных отраслях. Очевидно, что для таких корпораций инвестиционная деятельность является элементом глобальной стратегии, целью которой может быть не только увеличение объема продаж, но и сокращение издержек на производство собственной продукции. В отдельных случаях целью стратегического инвестора может быть даже устранение потенциального конкурента.

Стратегический инвестор имеет и ряд привлекательных свойств: наличие многолетнего опыта работы в конкретной отрасли, использование передовых технологий и методов управления. Однако стратегический инвестор стремится обеспечить максимальный контроль над компанией, иногда даже ценой ее уничтожения. Если первоначальный объем инвестиций не обеспечивает полного контроля, существует ряд приемов трансформации капитала компании.

В отличие от стратегических, финансовые инвесторы – инвестиционные компании и фонды – оказывают минимальное влияние на производственную деятельность предприятия. Главная цель финансового инвестора – интенсивный рост стоимости активов и компании в целом, что обеспечит общий положительный результат деятельности инвестора в отчетном финансовом периоде. Финансовый инвестор максимально заинтересован в высокой рентабельности и укреплении рыночных позиций компании, акциями которой он владеет. При этом сделки с участием этих инвесторов проходят в обстановке большей информационной открытости, а для оценки рыночной стоимости компании, ее активов или акций используются независимые оценщики.

Важно понимать, что финансовые инвесторы не будут вмешиваться в оперативное управление и не собираются оставаться в компании на длительный срок. Когда стоимость компании существенно возрастет, пакет акций мо-

жет быть продан другим акционерам компании или на открытом рынке.

Механизм выхода инвестора – одно из важных условий сделки такого рода. Помимо продажи на рынке, акции могут быть конвертированы в долговые обязательства. Государство может дать гарантии выкупа акций через определенный промежуток времени по рыночной стоимости. При этом существует определенный риск, что акции могут попасть в руки нежелательного инвестора.

Еще раз подчеркнем, что приоритет финансового инвестора – рост стоимости компании, поэтому эти инвесторы выбирают объекты для вложения средств, предполагаемая рентабельность которых значительно перекрывает уровень риска. В обмен на невмешательство в оперативные дела финансовые инвесторы требуют лишь контроля над использованием инвестиций. При этом стоимость компании, в соответствии с современной практикой, инвесторы будут оценивать под углом зрения добавленной стоимости, на которую оказывают влияние рыночная стратегия компании, ее конкурентная позиция на рынке и квалификация менеджмента.

Можно выделить следующие методы воздействия руководства компании на собственную инвестиционную привлекательность, минимизирующие риск инвестора и увеличивающие его доход (рис. 1).

К методам воздействия на инвестиционную привлекательность акций относятся:

- проведение комплекса мер по улучшению финансового состояния компании-эмитента;
- оптимизация дивидендной политики;
- воздействие на рыночные параметры акций (стоимостные характеристики по абсолютным значениям, спрэд между покупкой и продажей, объемы сделок, ликвидность и др.);
- улучшение инвестиционного качества компании посредством максимизации объема прав, предоставляемых акционеру и неукоснительное соблюдение этих прав;
- раскрытие информации о состоянии, деятельности и планах эмитента, позволяющей инвесторам адекватно оценить инвестиционную привлекательность компании.

Из рассмотрения факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность компании, следует, что большая часть рисков и размеры доходов акционеров зависят от того, насколько устойчиво финансовое положение компании. Размер дивидендов обусловлен, прежде всего, возможностью аккумуляции такого объема прибыли, который без ущерба для деятельности компании может быть выплачен по обязательным платежам, и только потом – от дивидендной политики, т.е. от конкретных особенностей перераспределения остатка чистой прибыли.

Внедивидендный доход также является производным от финансового положения компании: денежные потоки, которые приносят выгоды банкам, через которые они проходят, возможности оптимизации налогообложения, объемы денежных средств, которые переводятся (нередко противозаконными методами) в связанные фирмы, – все это регулируется только финансово-устойчивой компанией, обеспечивающей внедивидендный доход своим контрагентам. Компания, близкая к банкротству, напротив, будет стремиться привлечь дополнительные средства (доход по которым будет выплачен в лучшем случае через длительный промежуток времени), повысит риски акционеров.

Возможности привлечения внешних источников финансирования в виде акционерного или заемного капитала зависят от конъюнктуры финансовых рынков состояния самого предприятия, восприятия его как заемщика или

состоятельного эмитента. Таким образом, будущие решения в области дивидендной политики формируются под воздействием результатов производственно-хозяйственной деятельности и “дивидендной истории”, под которой понимаются условия, сроки, периодичность, абсолютные размеры и динамика выплаты дивидендов, прецеденты нарушения прав на получение дивидендов на протяжении периода существования компании. По этим причинам следует особое внимание уделить проблемам разработки дивидендной политики компании.

Дивидендная политика представляет собой часть финансовой политики компании, включающую выработку концепции распределения чистой прибыли и формирования долей собственников в соответствии с их вкладами и другими критериями, установление оптимального соотношения между потребляемой и капитализируемой частями прибыли, а также определение конкретных мер, направленных на увеличение рыночной стоимости акций.

Основной целью разработки дивидендной политики является обоснование пропорций между текущим потреблением прибыли и будущим ее ростом, что максимизирует рыночную стоимость компании и обеспечивает ее стратегическое развитие. Исходя из этой цели, категория “дивидендная политика” может быть сформулирована следующим образом – это составная часть общей политики управления прибылью, заключающаяся в оптимизации пропорций между потребляемой и капитализируемой частями с целью максимизации рыночной стоимости компании, ее активов и ценных бумаг, следовательно, и инвестиционного рейтинга.

Процесс разработки дивидендной политики включает несколько этапов: оценка факторов, влияющих на размеры, сроки и возможность выплаты дивидендов; обоснование типа и модели дивидендной политики с учетом значимых факторов в соответствии с общей финансовой стратегией компании; оценка эффективности дивидендной политики и ее коррекция по фактическим результатам.

Факторы, влияющие на дивидендную политику, можно сгруппировать следующим образом:

- факторы, характеризующие потребности компании в дополнительном финансировании (например, разработка новых инвестиционных проектов, необходимость увеличения капитала для оказания противодействия поглощению со стороны конкурента, необходимость платежей по ранее взятым кредитам и т.п.);
- факторы, характеризующие возможности компании привлекать финансовые ресурсы из внешних источников или использовать дополнительные внутренние источники. К их числу относятся:
  - способность компании увеличить объем прибыли путем реструктуризации производства, сокращения непроизводительных затрат и снижения себестоимости продукции, достаточность резервов, сформированных в предшествующем периоде;
  - стоимость привлечения дополнительного капитала за счет новых выпусков ценных бумаг или конвертируемых финансовых инструментов;
  - стоимость привлечения дополнительного заемного капитала в различных формах (товарный, вексельный, банковский кредит, облигационный заем).

Практическое использование теорий, связанных с механизмом формирования дивидендной политики, позволило выработать три подхода к её формированию – консервативный, умеренный (компромиссный) и агрессивный. Каждому из этих подходов соответствуют определенные модели дивидендной политики (табл. 1).

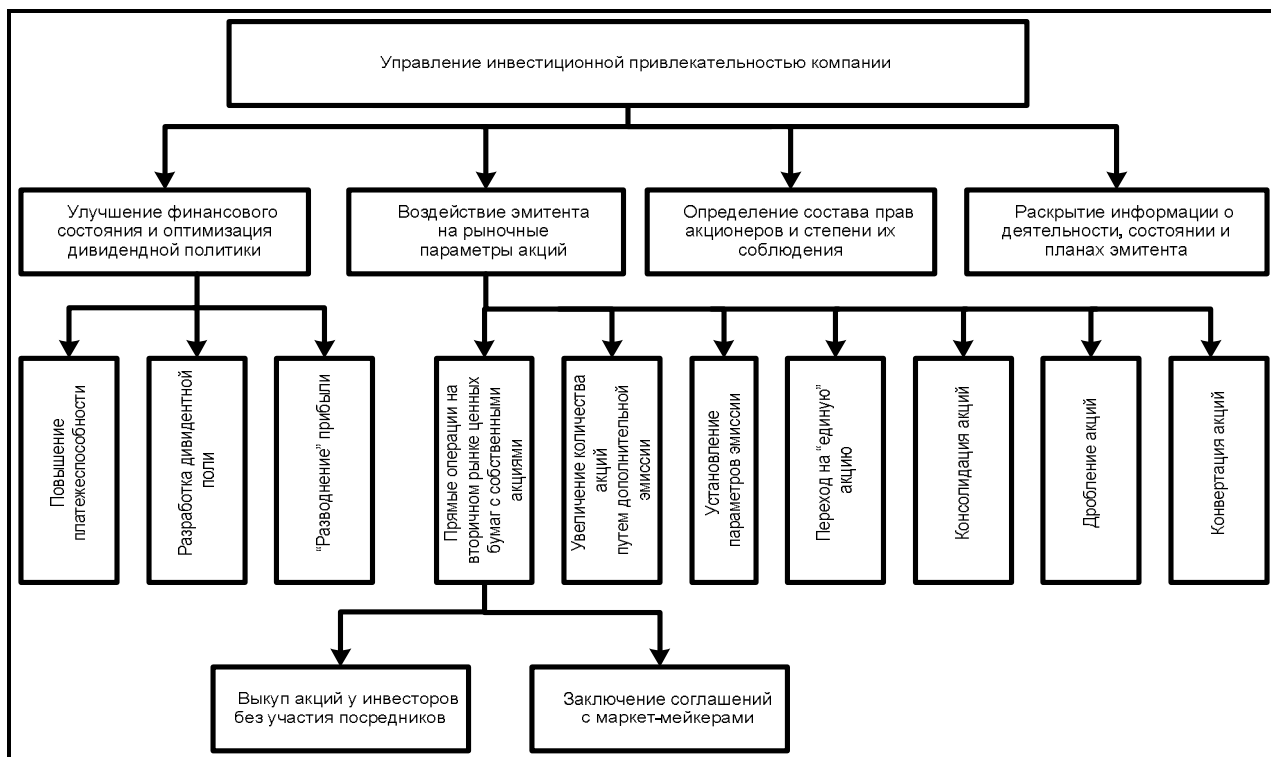


Рис. 1. Действия эмитента по повышению привлекательности

Остаточный принцип предполагает, что фонд выплаты дивидендов образуется после того, как за счет прибыли удовлетворена потребность в формировании собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих в определенной мере реализацию инвестиционных возможностей компании. Если по инвестиционным проектам уровень внутренней ставки доходности превышает средневзвешенную стоимость капитала (может использоваться другой критерий, например, коэффициент общей рентабельности, ставка кредитования), то основная часть прибыли должна быть направлена на реализацию таких проектов, что обеспечит высокий темп роста капитала и будущего дохода акционеров. Преимуществами этой модели являются высокие темпы развития компании, повышение ее инвестиционно-рейтинга. Недостаток заключается в нестабильности размеров дивидендных выплат, полной непредсказуемости их размеров в предстоящем периоде и даже отказ от их выплат в период высоких инвестиционных возможностей, что отрицательно влияет на рыночную стоимость акций и привлекательность компании для инвесторов. Такая дивидендная политика используется обычно на ранних стадиях жизненного цикла компании, требующих с высокого уровня ее инвестиционной активности.

Политика стабильного размера дивидендных выплат означает выплату постоянной их величины на протяжении продолжительного периода (при высоких темпах инфляции величина дивидендных выплат корректируется на индекс инфляции). Преимуществом этой политики является ее надежность, которая создает чувство уверенности у акционеров в неизменности размера текущего дохода вне зависимости от различных обстоятельств. Это определяет стабильность котировки акций на фондовом рынке. Недостатком политики является ее слабая связь с финансовыми результатами

деятельности компании, поэтому в периоды неблагоприятной конъюнктуры и низкого размера формируемой прибыли инвестиционная деятельность может быть сведена к нулю. Для того чтобы избежать этих негативных последствий, стабильный размер дивидендных выплат устанавливается обычно на относительно низком уровне, что относит данный тип дивидендной политики к категории консервативной, минимизирующей риск снижения финансовой устойчивости компании из-за недостаточных темпов прироста собственного капитала.

Таблица 1

МОДИФИКАЦИИ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ КОМПАНИИ

Подход к формированию дивидендной политики	Модели дивидендной политики
Консервативный	Остаточный принцип выплаты дивидендов Стабильный размер дивидендных выплат
Умеренный (компромиссный)	Минимальный стабильный размер дивидендов с надбавкой в отдельные периоды
Агрессивный	Стабильный уровень дивидендов Постоянный рост дивидендов

Минимальный стабильный размер дивидендов с надбавкой в отдельные периоды представляет собой одну из широко распространенных моделей. Ее преимуществом является стабильная гарантированная выплата дивидендов в минимально предусмотренном размере (как в предыдущем случае), но с учетом финансовых результатов деятельности компании. Это позволяет увеличивать размер дивидендов в периоды благоприятной хозяйственной конъюнктуры, не снижая при этом уровень инвестиционной активности. Такая дивидендная политика дает наибольший эффект в компаниях с нестабильным размером прибыли. Ос-

новой недостаток заключается в том, что при продолжительной выплате минимальных размеров дивидендов инвестиционная привлекательность акций компании снижается и соответственно падает их рыночная стоимость.

*Политика стабильного уровня дивидендов* предусматривает установление долгосрочного нормативного коэффициента дивидендных выплат по отношению к сумме прибыли (или норматива распределения прибыли на потребляемую и капитализируемую часть). Преимуществом этой модели является простота ее формирования и тесная связь с размером прибыли. Основным недостатком является нестабильность размеров дивидендных выплат на акцию, определяемая переменной величиной прибыли. Эта нестабильность вызывает резкие перепады рыночной стоимости акций в отдельные периоды, что препятствует максимизации рыночной стоимости компании в процессе реализации такой политики (она «сигнализирует» о высоком уровне риска хозяйственной деятельности). Даже при высоком уровне дивидендных выплат такая политика обычно не привлекает инвесторов (акционеров), избегающих риска. Только известные компании со стабильной прибылью могут позволить себе проведение подобной дивидендной политики. Если размер прибыли существенно варьирует в динамике, эта политика сопряжена с высокой вероятностью банкротства компании.

*Постоянное возрастание размера дивидендов* предусматривает стабильное возрастание уровня дивидендных выплат в расчете на одну акцию. Возрастание дивидендов происходит, как правило, в твердо установленном проценте прироста к их размеру в предшествующем периоде. Преимуществом политики является обеспечение высокой рыночной стоимости акций компании и формирование ее положительного имиджа у потенциальных инвесторов при дополнительных эмиссиях. Недостатком является отсутствие гибкости в проведении такой политики и постоянное возрастание финансовой напряженности. Если темп роста коэффициента дивидендных выплат возрастает (т.е. фонд дивидендных выплат растет быстрее, чем величина прибыли), то инвестиционная активность компании сокращается, а коэффициенты финансовой устойчивости снижаются (при прочих равных условиях). Поэтому такую дивидендную политику могут проводить лишь реально процветающие компании. Если эта политика не подкреплена постоянным ростом прибыли компании, то она представляет собой верный путь к ее банкротству.

Наиболее общим показателем, служащим для оценки эффективности инвестиций в акции с расчетом на дивиденды, является дивидендная доходность. Она рассчитывается как отношение размера дивиденда на одну акцию к ее рыночной стоимости к моменту закрытия реестра акционеров. В процессе исследования изучается динамика дивидендного дохода, затем проводится факторный анализ изменений. Затем разрабатываются мероприятия, направленные на повышение дивидендной отдачи акционерного капитала. В основном это мероприятие, способствующее увеличению чистой прибыли и рентабельности собственного капитала компании.

## 2. СТОИМОСТЬ ЧИСТЫХ АКТИВОВ КОМПАНИИ И ПРИБЫЛЬ НА АКЦИЮ КАК КРИТЕРИИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ

Основной гарантией интересов кредиторов и участников акционерного общества (АО) является ее высокий инвестиционный рейтинг. Он обеспечивается, в первую очередь, за счет создания уставного капитала общества, поддержания его на должном уровне путем своевременной оплаты акций, постоянного контроля за динамикой изменения нормативов и индикаторов, характеризующих текущую хозяйственную и финансовую деятельность. В последнее время, в связи с принятием новой редакции Федерального Закона РФ «Об акционерных обществах» [5], введением в действие ряда нормативных документов, регламентирующих деятельность АО, существенно возросли роль и значение расчетного показателя – «стоимость чистых активов» как индикатора инвестиционной привлекательности и устойчивости АО. В этой связи представляет интерес раскрыть экономическое содержание категории «чистые активы АО», методы расчета стоимости чистых активов, а также области применения этого показателя.

В соответствии с действующим законодательством, акционерные общества являются коммерческими организациями, основной целью деятельности которых, является извлечение прибыли. Как известно, коммерческие организации – это юридические лица, осуществляющие предпринимательскую – самостоятельную, осуществляемую на свой риск деятельность, направленную на систематическое получение прибыли от пользования имуществом, продажи товаров, оказания услуг и выполнения иных работ. Результатом этой деятельности является прибыль или убыток, что в конечном счете отражается на стоимости имущества коммерческой организации, в частности, акционерного общества.

В результате деятельности АО происходит изменение как состава имущества, так и его стоимости, поэтому возникает потребность в установлении критериев, по которым можно оценить инвестиционный рейтинг АО и гарантированность интересов его кредиторов. На момент создания АО последнюю функцию выполнял уставный капитал. Однако в дальнейшем уставный капитал как показатель деятельности АО не выполняет, либо не полностью выполняет указанную функцию, поскольку он уже не отражает стоимости имущества общества, свободного от обязательств перед кредиторами, кроме учредителей (участников) АО. Для этой цели вводится расчетный показатель «стоимость чистых активов». Данный показатель отражает стоимость имущества АО, которое остается при ликвидации или банкротстве компании. Речь идет о стоимости имущества АО, оставшегося после выполнения компанией всех принятых на себя обязательств. Это следует из общего определения чистых активов (Net Worth), которые составляют разницу между полными активами компании, принимаемыми к расчету, и полными ее обязательствами, принимаемыми к расчету. Этот показатель деятельности АО используется при определении других показателей, характеризующих платежеспособность компании, ее финансовую

устойчивость, структуру капитала и, в конечном счете, инвестиционного рейтинга.

Стоимость чистых активов как показатель состояния АО отражает стоимость той части имущества, которая служит обеспечением интересов кредиторов, но не обеспечивает выполнение конкретных обязательств компании. В данном случае речь идет об имущественной базе, которая при наступлении неблагоприятных для компании обстоятельств может быть использована для исполнения ее обязательств. Стоимость чистых активов отражает также стоимость той части имущества АО, которое осталось бы у учредителей (участников) при возможной или гипотетической ликвидации компании с одновременным прекращением кредиторской и дебиторской задолженности по стоимости, отраженной в бухгалтерских документах на дату ликвидации. Именно по этой причине данная часть стоимости активов называется стоимостью чистых активов, т.е. действительной стоимостью имущества АО, не обремененного обязательными платежами в бюджеты разных уровней, во внебюджетные фонды или в пользу других кредиторов.

Таким образом, экономическое содержание категории "стоимость чистых активов" АО можно определить как стоимость имущества, принадлежащего компании на праве собственности и гарантирующего законные интересы компании. На момент создания АО величина стоимости чистых активов равна стоимости имущества, внесенного в уставный капитал. Иными словами, имеется ограничение в виде минимального размера величины уставного капитала открытого общества (тысячекратная сумма минимального размера оплаты труда, установленного законом на дату регистрации общества). Следовательно, ограничение в виде минимального размера величины уставного капитала выступает в качестве выражения более общего показателя – стоимости чистых активов АО, а также его ликвидации в том случае, если стоимость чистых активов становится меньше минимального размера уставного капитала, предусмотренного Законом РФ "Об акционерных обществах".

Минимальный размер уставного капитала для открытых акционерных обществ определен как 1000-кратная величина минимального размера оплаты труда, установленного действующим законодательством на дату регистрации общества. Если по окончании финансового года (кроме первого) стоимость чистых активов окажется меньше уставного капитала, акционерное общество обязано объявить и зарегистрировать уменьшение своего уставного капитала. Если стоимость чистых активов будет меньше минимального размера уставного капитала, акционерное общество обязано объявить о ликвидации, банкротстве компании. Более того, если в указанных выше случаях решение или об уменьшении уставного капитала, или о ликвидации общества не было принято, то кредиторам или органам, уполномоченным государством, предоставлено право требовать ликвидации общества в судебном порядке (см. рис. 2).

Если по окончании второго и каждого последующего финансового года в соответствии с годовым бухгалтерским балансом, предложенным для утверждения акционерам, или результатами аудиторской проверки, стоимость чистых активов АО окажется меньше его уставного капитала, АО обязано уменьшить свой ус-

тавной капитал до величины, не превышающей стоимости своих чистых активов. Компания не в праве принимать решения о выплате (объявлении) дивидендов по акциям, если на день принятия такого решения стоимость чистых активов окажется меньше уставного капитала и резервного фонда, а также превышения над номинальной стоимостью определенной уставом ликвидационной стоимости размещенных привилегированных акций, либо станет меньше их размера в результате выплаты дивидендов.

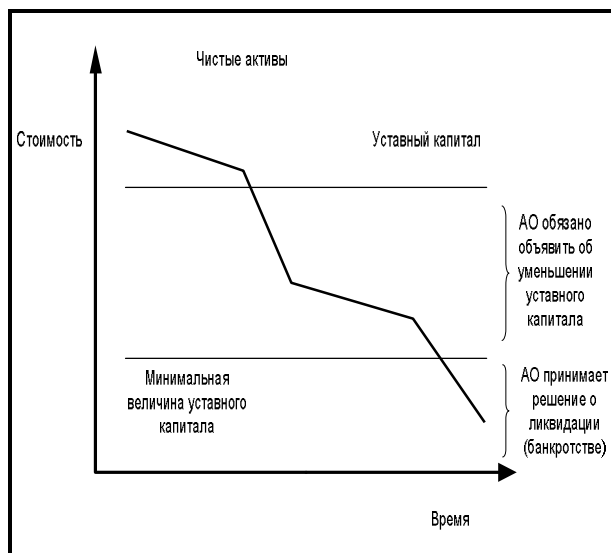


Рис. 2. Соотношение между стоимостными характеристиками АО

Достаточно широко распространено увеличение уставного капитала АО за счет добавочного капитала, нераспределенной прибыли и др. При этом сумма, на которую увеличивается уставный капитал  $\Delta S_{ук}$ , не должна превышать разницы между стоимостью чистых активов и суммой уставного капитала и резервного фонда. Это записывается в следующем виде:

$$\Delta S_{ук} \leq S_{ча} - (S_{ук} + S_{рф}),$$

где

$S_{ча}$  – стоимость чистых активов;

$S_{ук}$  – уставный капитал;

$S_{рф}$  – резервный фонд АО;

Для определения рыночной цены имущества должен быть привлечен независимый оценщик (аудитор). Такое привлечение обязательно для определения цены выкупа обществом у акционеров принадлежащих им акций в том случае, если они не котируются на фондовой бирже. Тогда при определении рыночной цены обыкновенных акций общества можно принять во внимание размер чистых активов и цену, которую согласен уплатить за обыкновенные акции общества покупатель, имеющий полную информацию об их совокупной стоимости. В случае, если цены спроса (предложения) акций регулярно публикуются в печати, т.е. акции котируются на бирже, для определения рыночной стоимости таких ценных бумаг привлечение независимого оценщика необязательно.

Размер и стоимость чистых активов оценивается на основании данных бухгалтерского учета согласно дей-

ствующим методическим указаниям [9]. В соответствии с этим, чистые активы определяются путем вычитания из суммы активов общества, принимаемых к расчету, суммы его пассивов, принимаемых к расчету, что записывается следующим образом:

$$S_{\text{ча}} = A_p - P_p,$$

где

$S_{\text{ча}}$  – стоимость чистых активов;

$A_p$  – активы, принимаемые к расчету;

$P_p$  – пассивы, принимаемых к расчету.

Учитывая, что стоимость активов равна стоимости пассивов, то есть  $A = P$ , или  $P - A = 0$ , получим:

$$S_{\text{ча}} = (P - A) + (A_p - P_p),$$

где

$P$  – итог пассивов баланса;

$A$  – итог актива баланса.

Преобразуем последнее выражение к виду:

$$S_{\text{ча}} = (P - P_p) + (A - A_p).$$

Разница между итогом пассива баланса и пассивов, применяемых к расчету, равна тем статьям пассива, которые не принимаются к расчету. Итог пассива баланса складывается из всех строк его пассивной части, в то время как пассивы, принимаемые к расчету, включают лишь часть статей пассива баланса. Вследствие этого разница между ними равна сумме тех статей пассива баланса, которые не включены в пассивы, принимаемые к расчету. Аналогичная ситуация и в отношении активов баланса.

Статьи баланса, принимаемые к расчету активов, исходя из структуры бухгалтерского баланса, представляют собой сумму внеоборотных и оборотных активов. Статьи же баланса, принимаемые к расчету пассивов, являются заемным капиталом. Исходя из этого, чистые активы компании можно рассчитать по формуле:

$$S_{\text{ча}} = W - K,$$

где

$S_{\text{ча}}$  – стоимость чистых активов;

$W$  – сумма внеоборотных средств и оборотных активов;

$K$  – заемный капитал.

Поскольку общие суммы активов и пассивов компании должны быть равны, а пассивы состоят из заемного и собственного капитала, показатель “чистые активы” может трактоваться как показатель, характеризующий величину собственного капитала компании. Уменьшение величины чистых активов является негативной тенденцией, снижающей инвестиционный рейтинг АО, и, наоборот, стабильная величина чистых активов или их увеличение положительно влияют на рейтинг компании.

Из бухгалтерского баланса и приведенной выше формулы расчета чистых активов видно, что их значительное уменьшение возможно за счет сокращения доли внеоборотных и (или) оборотных активов, а также увеличения убытков и доли заемного капитала. Для отечественных компаний в нынешних условиях уменьшение величины чистых активов связано, как правило, с увеличением кредиторской задолженности и убытков.

Как отмечалось выше, российским законодательством определена минимальная величина чистых активов, при которой должно происходить уменьшение уставного капитала компании либо ее ликвидация. Данные требования вполне справедливы, поскольку уставный капитал определяется как минимальный размер имущества АО, гарантирующий интересы его кредиторов. Если величина показателей чистых активов ниже величины зарегистрированного уставного капитала, то это свидетельствует о невозможности компании покрывать свои обязательства из собственных средств и, следовательно, об ущемлении прав кредиторов.

Подобная практика применяется и за рубежом: в отличие от российской системы бухгалтерского учета во многих других странах сумма убытков вычитается из величины собственного капитала, за счет чего по результатам бухгалтерского учета сначала собственный капитал, а затем и уставный уменьшается на величину, пропорциональную имеющимся убыткам. Разумеется, при уменьшении уставного капитала ниже законодательно установленного уровня компания ликвидируется.

В последнее время в финансовом анализе положения или стратегии хозяйствующих субъектов, в частности акционерных обществ, широко используются инструментарий, оценочные показатели и методы их расчета, обусловленные переходом на новый план счетов бухгалтерского учета, международные стандарты финансовой отчетности (МСФО) [8]. Последовательность и методы расчета показателей, возможность и необходимость их применения определены действующим законодательством и нормативно-инструктивными актами. К таким показателям, определяющим инвестиционную стратегию как компании, так и отдельных ее акционеров, относится показатель – “прибыль на акцию”.

Прибыль на акцию (Earning Per Share – EPS) является одним из широко применяемых на фондовом рынке аналитических показателей. Его значение определяется тем, что на его основе возможны прогнозирование уровня доходности акций, их курсовой стоимости, оценка эффективности управления акционерным обществом и его дивидендной политики. Значительное распространение этот показатель приобрел в странах с развитым рынком ценных бумаг в связи с практикой проведения инвестиционного анализа эффективности вложений в акции, обращающиеся на фондовой бирже.

В настоящее время показатель прибыли на акцию приобрел особую актуальность. Этим, в первую очередь, объясняются систематические публикации соответствующей информации в деловой прессе. В частности, ежегодный рейтинг крупнейших компаний, составляемый влиятельным финансовым изданием газетой “Financial Times”, обязательно содержит сведения об изменении прибыли в расчете на одну акцию корпораций, включенных в рейтинговый лист. Прибыль на акцию является составным элементом индикатора  $P/E$  – “Цена-прибыль” (Price/ Earning Ratio), также часто публикуемого в деловой прессе и успешно применяемого в качестве инструмента оценки стоимости обыкновенной акции.

Аналитическая ценность показателя прибыли на акцию состоит в том, что он является обобщающим, концентрирует эффект влияния множества факторов и условий,

сопровождаящих принятие инвестиционных решений и оценку кредитоспособности компаний. Более того, информация о прибыли на акцию отражает не только отношения по поводу распределения прибыли АО, фактически сложившиеся в прошлом, например, в отчетном периоде, но и служит основанием для прогноза будущих доходов акционеров. С этой целью АО рассчитывают два варианта показателя прибыли на одну акцию – по базовой и “разводненной” прибыли, основываясь на отчетных и прогнозных данных соответственно. В конечном счете, информация о прибыли на акцию способствует решению важных задач – прогнозу будущих финансовых результатов и денежных потоков компании (в частности, размера и возможности выплаты дивидендов), а также оценке тенденций изменения курсовой стоимости её акций. При этом следует обеспечить сопоставимость показателей. Отсюда важным требованием, предъявляемым акционерами и потенциальными инвесторами к показателю прибыли на акцию, является сравнимость результатов деятельности как различных АО между собой (в том числе из разных стран), так и одной компании за ряд лет. В немалой степени это требование определяется потребностью инвесторов в информации о результатах деятельности компаний, акции которых обращаются на организованном рынке.

В настоящее время вопросы расчета и раскрытия информации о прибыли, приходящейся на одну акцию, регламентируются международным стандартом финансовой отчетности МСФО 33, принятым Комитетом по разработке международных стандартов финансовой отчетности в 1997 г. В России акционерным обществам следует руководствоваться Методическими рекомендациями по раскрытию информации о прибыли, приходящейся на одну акцию [10]. Эти документы должны применяться компаниями, обыкновенные акции или потенциальные обыкновенные акции которых имеют официальные котировки, а также компаниями, находящимися в процессе эмиссии обыкновенных акций для выпуска их в обращение с установлением официальных котировок. Если компания не соответствует названным критериям, но раскрывает информацию о прибыли на акцию, то ей также следует руководствоваться правилами, установленными для формирования и раскрытия информации об этом показателе для сопоставимости с результатами деятельности других АО. Необходимо подчеркнуть, что показатель прибыли на акцию рассчитывается и в том случае, когда компания имеет убытки.

В соответствии с этим, компании раскрывают информацию о прибыли, приходящейся на одну акцию, по двум показателям: базовой прибыли (убытку), которая отражает часть прибыли (убытка) отчетного периода, причитающейся акционерам – владельцам обыкновенных акций, и прибыли (убытку) на акцию, которая отражает возможное снижение уровня базовой прибыли (увеличение убытка) на акцию в последующем отчетном периоде (“разводненная” прибыль или убыток на акцию). Основное отличие этих показателей состоит в том, что второй показатель учитывает влияние всех факторов, снижающих величину прибыли на одну обыкновенную акцию в результате возможного выпуска дополнительных обыкновенных акций или конвертации иных финансовых инструментов (варрантов, опционов и т.д.).

Базовая прибыль на одну акцию показывает сумму чистой прибыли (убытка) АО, приходящуюся на одну обыкновенную

акцию компании, находящуюся в обращении в течение отчетного периода:

$$E_b = (Q_c - D_{прив}) / N_{срвзв}$$

где

$E_b$  – базовая прибыль на акцию;

$Q_c$  – чистая прибыль (убыток) компании;

$D_{прив}$  – сумма дивидендов по привилегированным акциям;

$N_{срвзв}$  – средневзвешенное число обыкновенных акций компании, находящихся в обращении.

Базовая прибыль (убыток) – это прибыль (убыток) отчетного периода, остающаяся в распоряжении АО после налогообложения и других обязательных платежей в бюджет и внебюджетные фонды, за вычетом суммы дивидендов по привилегированным акциям, начисленных за отчетный период. Чтобы рассчитать базовую прибыль (убыток) за отчетный период, используются следующие данные:

- величина прибыли (убытка) за отчетный период, остающаяся в распоряжении компании после всех обязательных платежей;
- величина дивидендов по привилегированным акциям, которая причитается акционерам за отчетный год.

Чистая прибыль (убыток) уменьшается (увеличивается) на суммы только начисленных за отчетный год, а не выплаченных в отчетном году дивидендов. Это означает, что если в отчетном году были начислены и/или выплачены дивиденды по привилегированным акциям за предыдущие периоды, они не уменьшают чистую прибыль для расчета показателя прибыли на акцию.

Число акций компании, находящихся в обращении, требует уточнения. На первый взгляд, достаточно взять число акций в обращении, например, на начало отчетного периода. Однако такой подход возможен только в том случае, когда число акций в обращении на начало и конец периода оставалось неизменным, что бывает крайне редко. В течение отчетного периода акционерные общества могут выпускать новые акции, выкупать или приобретать у акционеров ранее размещенные, погашать акции и уменьшать уставный капитал. В результате в разные моменты отчетного периода число акций в обращении может быть различным. Поэтому для расчета прибыли на акцию используется показатель средневзвешенного количества выпущенных акций в обращении. Согласно [10], это число определяется путем суммирования количества обыкновенных акций, находящихся в обращении на первое число каждого месяца отчетного периода, и деления полученной суммы на число календарных месяцев в отчетном периоде.

Акционерные общества выпускают акции для привлечения дополнительных средств. При этом общество может произвести дробление акций, т.е. уменьшить их номинал при соответствующем увеличении количества акций. Например, уставный капитал в 1 млн. руб., состоящий из 1 000 акций по 1 000 руб., в результате нового выпуска будет состоять из 10 000 акций по 100 руб. Дробление акций – весьма распространенная операция, к которой компании прибегают для того, чтобы снизить номинал и соответственно цену акций на рынке и добиться, таким образом, их большей ликвидности.

Консолидация акций – операция, менее распространенная, чем дробление. Она представляет собой обратную процедуру, т.е. увеличение номинальной стоимости



акций при одновременном уменьшении их числа. При дроблении (консолидации) акций размер уставного капитала остается неизменным, однако величина прибыли на акцию может существенно измениться, поскольку та же самая величина чистой прибыли будет разделена между количеством акций, в 10 раз больше (либо, наоборот, меньше), чем до дробления (консолидации).

Сходные проблемы возникают при расчете прибыли на одну акцию и сопоставлении ее величины с данными за предыдущие отчетные периоды в случаях, когда компания увеличивает уставный капитал за счет средств от переоценки основных фондов. Несмотря на то, что номинальная величина уставного капитала в этом случае возрастает, перераспределения прибыли не происходит. Номинально прибыль на акцию должна была бы уменьшиться, поскольку акций в обращении стало больше, однако для акционеров это увеличение не приводит к реальным изменениям их доли прибыли. Такие выпуски, в результате которых не происходит ни получения обществом дополнительных средств, ни изменения долей акционеров в прибыли, называются "техническими", то есть их целью являются чисто технические, а не качественные изменения в капитале компании.

Возникает вопрос, как рассчитать средневзвешенное число акций в обращении за отчетный период, в котором новые акции были размещены без оплаты между акционерами. В соответствии с [10] в этом случае расчет прибыли на акцию производится таким образом, как если бы новые акции находились в обращении с начала отчетного периода независимо от того, когда в действительности произошло их размещение.

В соответствии с требованиями МСФО, базовая прибыль на акцию рассчитывается как отношение чистой прибыли, поступающей в распоряжение держателей обыкновенных акций, находящихся в обращении в течение отчетного периода. В процессе определения чистой прибыли, причитающейся держателям обыкновенных акций, учитываются все доходы и расходы, в частности налоги, в том числе отложенные, чрезвычайные доходы и расходы, доля меньшинства (часть прибыли, приходящаяся на владельцев миноритарных пакетов акций). Кроме того, прибыль подлежит уменьшению на величину дивидендов по привилегированным акциям, начисленных их владельцам за отчетный период.

Включение в расчет прибыли на акцию чрезвычайных статей доходов или расходов ощутимо повысило колеблемость величины прибыли на акцию. Поэтому МСФО 33 предоставил возможность акционерным обществам раскрывать данные о прибыли на акцию, следуя не только изложенному выше стандартному принципу ее измерения, но и альтернативным вариантам расчета, позволяющим раскрывать инвесторам наиболее полезную, по мнению компании, информацию о ее деятельности. Обязательным условием при этом является последовательность применения альтернативного варианта расчета прибыли на акцию на протяжении ряда лет, а также включение в пояснительную записку к финансовой отчетности корректировок, позволяющих пользователям финансовой отчетности судить о причинах отличий между двумя показателями – стандартной и альтернативной прибылью на акцию.

Как отмечалось, стандартный подход к расчету базовой прибыли на акцию основан на предположении, что числитель формулы отражает сумму прибыли, причитающуюся владельцам обыкновенных акций. Однако в отли-

чие от МСФО 33, методические рекомендации не содержат каких-либо особенностей расчета базовой прибыли применительно к составлению консолидированной бухгалтерской отчетности. В связи с этим методические рекомендации не предусматривают в расчете базовой прибыли исключения доли меньшинства (Minority Interests). Поэтому показатель прибыли на акцию, рассчитанный на базе консолидированной отчетности, будет отражать прибыль, причитающуюся не только акционерам материнской компании, но и держателям неконтрольных пакетов акций дочерних предприятий. В результате заинтересованные пользователи консолидированной бухгалтерской отчетности могут быть введены в заблуждение относительно эффективности деятельности компании [13].

Кроме того, нельзя оставлять без внимания и ряд других, не менее существенных факторов, вызывающих сомнения в сопоставимости показателей чистой прибыли, декларируемых в условиях российских и иностранных компаний. К таким факторам относятся: низкий уровень корпоративной культуры в России; манипуляции с прибылью с целью ухода от налогообложения; ценовые диспропорции, вызванные инфляционными процессами и натурализацией обмена результатами производственной деятельности (бартером); существенные различия в системах налогообложения; возможность использования альтернативных вариантов раскрытия данных в финансовой отчетности.

Помимо этого, проблема состоит в том, что в бухгалтерской отчетности отражены балансовые или учетные данные, которые зависят от произвольно выбираемых методов учета и оценки товарно-материальных запасов, изменения методов начисления амортизации и др. В результате показатели прибыли на одну акцию, рассчитанные в соответствии с МСФО и отечественной практикой, можно считать несопоставимыми, несмотря на схожую технологию расчета. При одинаковом числе акций, находящихся в обращении, разница в результатах расчетов по двум методикам (МСФО и Методические рекомендации) вызвана разной оценкой статей, участвующих в формировании чистой прибыли компании (выручки, себестоимости реализованной продукции, оценки стоимости оборотных средств, расходов и т.д.). Учитывая важность достоверной оценки величины базовой прибыли для расчета прибыли на акцию, МСФО 33 уделяет особое внимание знаменателю – числу обыкновенных акций в обращении, считая, что это улучшит полезность информации о прибыли на акцию для заинтересованных пользователей. Следует отметить, что если другие ценные бумаги предоставляют их держателям те же права на участие в распределении прибыли, что и обыкновенные акции, то для расчета прибыли на одну акцию эти инструменты приравниваются к обыкновенным акциям.

Как отмечалось выше, расчет прибыли на акцию предполагает использование средневзвешенного числа обыкновенных акций в обращении в течение отчетного периода. В качестве весов используется календарный период. Применение средневзвешенного числа акций позволяет учитывать изменения объема акционерного капитала, авансированного в компанию, в зависимости от числа акций, выпускаемых или изымаемых из обращения. Поскольку капитал инвестируется по мере выпуска и размещения акций, то и прибыль на инвестированный капитал также формируется постепенно. По этой причине акционерный капитал, выраженный эквивалентом акций,

должен включаться в расчет прибыли на одну акцию в той мере, в какой он непосредственно участвует в создании чистой прибыли компании.

Изложенный порядок расчета средневзвешенного количества акций в обращении не является безусловным. В каждом конкретном случае необходимо исходить из существующих обстоятельств. Так, эмитированные акции включаются в расчет средневзвешенного числа акций в обращении, как правило, с даты, когда вознаграждение от их отчуждения признается причитающимся к получению, что обычно совпадает с датой эмиссии. Это логично, так как факт увеличения инвестированного капитала в бухгалтерском учете производится именно в этот момент: и при подписке на акции, и при перепродаже собственных акций. При эмиссии обыкновенных акций путем конвертации долговых инструментов (например, облигаций) выпущенные акции учитываются в расчете средневзвешенного числа акций в обращении с даты, когда прекращается начисление процентов по долговому инструменту. Предусмотрено, что обыкновенные акции в расчет их средневзвешенного числа включаются с момента возникновения прав на эти акции у первых владельцев. При этом рекомендуется использовать данные реестра акционеров компании на первое число каждого календарного месяца отчетного периода. В случаях изменения числа обыкновенных акций в обращении в результате событий, не оказывающих влияния на объем акционерного капитала, вовлеченного в деловой оборот компании, число акций в обращении корректируется за все периоды, представленные в финансовой отчетности. Это необходимо для сопоставления числа акций в обращении, отражающих динамику акционерного капитала. В частности, к таким событиям относятся: выплата дивидендов собственными акциями; консолидация или дробление акций; льготная эмиссия акций; приобретения, учитываемые при слиянии компаний.

В первых двух случаях размещение акций производится без оплаты путем распределения среди акционеров пропорционально их доле в уставном капитале. Это не оказывает влияния ни на структуру долей собственности, ни на распределение прибыли среди акционеров. Следовательно, эти финансовые операции не ведут к изменениям бухгалтерской оценки акционерного капитала или к появлению прибыли или убытка. В сущности, в этих ситуациях происходит лишь корректировка числа обыкновенных акций в обращении, удостоверяющих требования на часть чистых активов АО и участие в распределении прибыли при неизменном объеме собственности акционеров и размере инвестированного акционерного капитала. В этих случаях для сопоставимости показателей прибыли на акцию достаточно произвести ретроспективную корректировку знаменателя (числа обыкновенных акций). Пересчет прибыли на акцию производится за все представленные в отчетности периоды при условии, что указанные изменения произошли в начале самого раннего из включенных в отчетность периодов. Если такие изменения происходят после отчетной даты, но до представления финансовой отчетности заинтересованным инвесторам, то прибыль на акцию в отчетности за отчетный период и за все предшествующие периоды должна рассчитываться, исходя из новых данных.

Несколько иначе обстоит дело с корректировкой прибыли на акцию в связи с размещением льготной эмиссии, при которой акционеры получают преимущественное право покупки акций (в пропорциях к уже имеющимся) по

цене ниже рыночной. Основное отличие между акциями льготной эмиссии и дивидендами в форме акций сводится к необходимости в первом случае выплаты некоторой суммы за реализацию прав на получение дополнительных акций. Отсюда при реализации своих прав при льготной подписке акционеры получают дивиденды в форме акций в сумме превышения рыночной цены акций над ценой их приобретения по льготной подписке.

При размещении обыкновенных акций по цене ниже рыночной стоимости для расчета прибыли на акцию все обыкновенные акции, находящиеся в обращении до указанного размещения, предполагаются оплаченными по цене ниже их рыночной стоимости при соответствующем увеличении их числа. Количество обыкновенных акций, находящихся в обращении до указанного размещения, корректируется в зависимости от соотношения рыночной стоимости на дату окончания указанного размещения и средней расчетной стоимости обыкновенных акций, находящихся в обращении. Последняя величина определяется путем суммирования рыночной стоимости обыкновенных акций, находящихся в обращении до размещения, и средств, привлеченных в результате размещения обыкновенных акций по цене ниже рыночной стоимости, и деления полученной суммы на число обыкновенных акций, находящихся в обращении на следующую после окончания размещения дату.

В отличие от льготной эмиссии акций, выпуск обыкновенных акций в результате конвертации облигаций (привилегированных акций) или исполнения опционов (вариантов) не приводит к возникновению разового платежа для инвестора даже в том случае, если исполнение договора или конвертация ценных бумаг производятся по цене ниже рыночной. Это объясняется тем, что выпуск потенциальных обыкновенных акций, например, конвертируемых облигаций, производится по рыночной стоимости и приводит к увеличению капитала акционерного общества в размере, возможном на момент выпуска потенциальных обыкновенных акций. Поэтому ретроспективная корректировка прибыли на акцию в этом случае не производится. В ходе анализа факторов, вызвавших изменение размера прибыли на акцию, аналитику следует сконцентрировать внимание на причины изменения как прибыли, так и числа акций в обращении. При этом не должна остаться без внимания и качественная оценка прироста прибыли на акцию. Например, увеличение прибыли на акцию, произошедшее в результате роста прибыли при неизменном числе акций в обращении, существенно отличается от прироста прибыли на акцию, достигнутого в результате сокращения капитала акционерного общества или искусственного уменьшения числа обыкновенных акций в обращении [13].

Необходимо установить причины увеличения прибыли на акцию, обусловленные биржевыми манипуляциями или реализацией внутренних резервов роста компании. Наиболее существенные сведения, использованные в расчете прибыли на акцию, подлежат раскрытию в бухгалтерской отчетности в составе пояснительной записки. К таким сведениям относятся: данные, на основе которых рассчитана базовая и разводненная прибыль на акцию с описанием конвертируемых ценных бумаг, вошедших в расчеты; все допущения и любые корректировки, произведенные в расчетах; число обыкновенных акций, размещенных в результате исполнения или конвертации потенциальных обыкновенных акций в

течение последнего года, с оценкой влияния этих операций на уровень прибыли на акцию.

Показатель базовой прибыли на акцию учитывает исключительно акции, фактически выпущенные в обращение, и не несет прогнозной составляющей. Между тем, прошедшая в США в середине 60-х годов волна слияний и поглощений, средством финансирования которых были преимущественно конвертируемые ценные бумаги, внесла свои коррективы в концепцию прибыли на одну акцию. Сложившаяся практика расчета прибыли на акцию на основе фактически выпущенных в обращение обыкновенных акций без учета потенциального "разводнения" за счет конвертируемых ценных бумаг привела к переоцененности прибыли на одну акцию и в итоге к искажению действительной стоимости акционерного капитала. Любые конвертируемые инструменты (долевые или долговые) использовались как удобный механизм финансового урегулирования сделок по объединению компаний, выгодный для обеих сторон. В результате объединений прибыль приобретаемых компаний покупалась в обмен на конвертируемые ценные бумаги с низким доходом, представляющие в действительности отсроченное право на акционерный капитал. В итоге создавалась иллюзия мгновенного роста прибыли на одну акцию, поскольку приобретенная прибыль, обычно превосходящая по величине стоимость обслуживания выпущенных конвертируемых финансовых инструментов, автоматически включалась в совокупную чистую прибыль образовавшегося в результате объединения акционерного общества, а разводняющий эффект выпуска конвертируемых ценных бумаг не принимался во внимание. В свою очередь, увеличение прибыли на акцию стимулировало рост стоимости акционерного капитала вновь созданной компании. Это позволяло руководству в дальнейшем осуществлять слияния и поглощения на еще более выгодных условиях и поддерживать процесс прироста капитала первоначальных акционеров.

### **3. ВЛИЯНИЕ РЕОРГАНИЗАЦИИ КОМПАНИЙ НА ИХ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ РЕЙТИНГ**

Существенное воздействие на инвестиционную привлекательность компаний оказывает их реорганизация. Вследствие реорганизации меняются размер, специализация, рыночные возможности и многие другие важные характеристики компании, что, в конечном счете, влияет на конкурентоспособность, финансовое состояние, риски, количество и объемы сделок с акциями на рынке, следовательно, и на ее инвестиционную привлекательность.

Самыми распространенными формами реорганизации компаний являются слияние компаний. Это проявляется в увеличении объема сделок с ценными бумагами и в росте капитала, участвующего в сделках. Наиболее известными примерами слияния являются объединения крупных банков, а также аудиторских фирм. В последнее время особенность процесса централизации капитала состоит в том, что происходит объединение уже сложившихся транснациональ-

ных концернов, которые сами по себе уже достаточно велики. Ведущая страна слияний – США, где явно выделяются банковская и финансовая системы, торговля, а также связь (телекоммуникации).

Поглощение компании (в нашей практике – присоединение, т.е. прекращение существования одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу) возможно путем приобретения контрольного пакета его акций, который в каждом конкретном случае будет иметь различную величину. Эта величина определяется целью поглощения: если запланирована последующая продажа компании, то контрольный пакет будет стремиться к 100%-й величине уставного фонда. Если целью поглощения служит дальнейшая совместная работа с компанией, то контрольный пакет будет висеть от концентрации акций среди держателей и может составлять 5-10%, достаточных для того, чтобы оказать существенное влияние на менеджмент компании или его замену.

В отечественной практике необходимость таких трансформаций велика, однако в силу неразвитости фондового рынка они носят эпизодический характер и не всегда оправданы с правовой точки зрения. К тому же, новые собственники, недостаточно хорошо изучив возможные доходы и риски, рассчитывают впоследствии продать ненужные им объекты по более высокой цене. Однако повышение рыночной стоимости большинства объектов возможно только на рынке, находящемся в стадии роста. В стадии спада рост стоимости компании происходит редко и, как правило, только при наличии ее высокой инвестиционной привлекательности.

Очевидно, что процессы объединения компаний оказывают на инвестиционную привлекательность участвующих и вновь образуемых компаний большое влияние, поэтому проблема ее оценки перед началом процесса слияния или поглощения исключительно актуальна. Несмотря на то, что данная оценка будет проводиться индивидуально для каждого случая, необходимо оценить те показатели, которые выступают как главные составляющие инвестиционной привлекательности акций, т.е. риск и доход. Кроме того, важно провести реорганизацию компании в соответствии с организационно-правовыми нормами отечественного законодательства [11].

Согласно существующему законодательству реорганизация компании может быть осуществлена в форме слияния, присоединения, разделения, выделения, преобразования. Она осуществляется по решению учредителей либо органа управления компанией, уполномоченного на то учредительными документами. Фактически в процессе реорганизации права и обязанности реорганизуемой компании переходят к новому юридическому лицу.

Основы отношений между реорганизуемой компанией и ее правопреемником регулируются ст. 58 ГК РФ. При этом передача прав и обязанностей осуществляется на основании передаточного акта (при слиянии, присоединении, преобразовании) или разделительного баланса (при разделении, выделении).

Таблица 2

## ИЗМЕНЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО РЕЙТИНГА ПОГЛОЩАЮЩЕЙ И ПОГЛОЩАЕМОЙ КОМПАНИИ

Компания	Риски	Негативные последствия наступления рисков (убыток)	Позитивные последствия наступления рисков (доход)
Поглощаемая компания	Риск утраты контроля в управлении компанией при недружественном поглощении. Риск вынужденного обмена или продажи контрольного пакета акций на невыгодных условиях	Невозможность использования каналов дивидендного получения дохода. Убытки от изменения дивидендной политики новой компании по сравнению с планируемыми дивидендами по акциям поглощенной компании. Установление невыгодного коэффициента конвертации акций. Нарушение прав акционера (на участие в управлении и получении дивидендов) компанией при сохранении им неконтрольного пакета. Потеря статуса совладельца независимой компании	Спасение от банкротства, вследствие которого акционеры потеряли бы полностью свои средства. Повышение возможности влияния на управление компанией в случае более дружественного отношения к мелким акционерам со стороны поглопителя. Установление выгодного коэффициента конвертации акций
Общие для поглощаемой и поглощающей компании риски и доходы	Риск изменения курсовой стоимости акций. Риск возможности реализации запланированных преимуществ поглощения	Падение курса акций поглощаемой или поглощающей компании на рынке. Ухудшение рыночных позиций и финансового состояния до завершения процесса поглощения	Увеличение рыночной мощи, проявление эффекта экономии от сокращения издержек, рост диверсификации. Рост курса акций. Рост доходности дивидендных выплат компании. Снижение рисков
Поглощающая компания	Риск неправильной оценки поглощения. Риск неудачи поглощения	Неправильная оценка акций поглощаемой компании. Излишние затраты на поглощение. Приобретение финансово несостоятельного предприятия. Ослабление позиций поглопителя на рынке и его финансового состояния после завершения поглощения	Рост рыночной стоимости поглопителя вследствие приобретения по низким ценам эффективно действующей компании, недооцененной на рынке

Конкретный порядок правопреемства при реорганизации общества путем слияния следующий: между лицами, принявшими решение о слиянии, заключается договор о слиянии, в котором определяются порядок и условия слияния, порядок конвертации акций каждой компании в акции нового юридического лица. Следует отметить, что совет директоров (наблюдательный совет) выносит решение общего собрания акционеров каждого общества, участвующего в слиянии, вопрос о реорганизации в форме слияния, об утверждении договора о слиянии, устава общества, создаваемого в результате слияния, и об утверждении передаточного акта.

Существуют условия, при которых слияние может быть осуществлено только с согласия государственных органов. Например, федеральный антимонопольный орган осуществляет государственный контроль за слиянием и присоединением коммерческих организаций в том случае, если суммарная балансовая стоимость их активов по последнему балансу превышает 100 тыс. МРОТ.

Передаточный акт является документом, на основании которого к новому юридическому лицу переходят права и обязанности реорганизованных организаций. Основанием для составления передаточного акта являются данные бухгалтерского учета реорганизуемого лица, достоверность которых должна быть подтверждена инвентаризацией, которая в этом случае проводится обязательно. В передаточном акте должна быть указана общая балансовая стоимость передаваемых активов, а также их структура в стоимостном измерении. Данные о натуральных единицах передаваемых активов указываются в приложении к передаточному акту.

Гражданское законодательство предусматривает, что непредставление передаточного акта вместе с учредительными документами, отсутствие в них положений о правопреемстве по обязательствам реоргани-

зуемых юридических лиц влекут за собой отказ в государственной регистрации нового юридического лица.

При слиянии следует учитывать, что помимо юридических лиц, непосредственно участвующих в слиянии, существуют третьи лица, которые имели свои интересы в реорганизуемых юридических лицах, например, кредиторы. Статьей 60 ГК РФ установлены гарантии прав кредиторов юридического лица при его реорганизации, в том числе письменное уведомление, а также право прекращения или досрочного исполнения обязательства, должником по которому является это юридическое лицо, и возмещения убытков. Российским законодательством установлен 30-дневный срок с даты принятия решения о слиянии последним из обществ, участвующих в слиянии, для письменного уведомления об этом кредиторов. Сообщения о принятом решении о слиянии также публикуются в печатном издании, предназначенном для публикации данных о государственной регистрации юридических лиц. В течение 30 дней с даты направления уведомлений или с даты опубликования сообщения о принятом решении кредиторы вправе письменно потребовать досрочного прекращения или исполнения соответствующих обязательств общества и возмещения им убытков.

В настоящее время государственная регистрация обществ, созданных в результате слияния, и внесение записей о прекращении деятельности обществ в единый государственный реестр невозможны без доказательства факта уведомления кредиторов в установленном законом порядке. В качестве доказательств могут быть использованы копии заказных писем, разосланных кредиторам, с информацией о реорганизации общества с уведомлением о вручении и подлинником квитанции об отправке, экземпляры печатных изданий, предназначенных для публикации данных о государственной регистрации юридических

лиц, в которых публиковались сообщения о принятых решениях.

Процесс реорганизации компаний вызывает существенные изменения инвестиционной привлекательности акций поглощающей и поглощаемой компании [12], что представлено в табл. 2.

Поглощение или слияние несут существенные риски для всех участников сделки, причем это может проявляться в получении как убытков, так и прибыли. Акционеры поглощаемой компании иногда вынуждены продавать или обменивать акции на невыгодных для себя условиях, лишаясь при этом доходов или контроля над компанией. В случае прямого выкупа их акций они перестают быть владельцами фирмы, получая взамен деньги от реализации ценных бумаг. Проявление риска состоит в том, что при такой продаже акций можно получить сумму как существенно большую, так и меньшую той, за которую можно было бы реализовать ценные бумаги в обычной ситуации. Для владельцев больших пакетов поглощение их компании может принести существенные выгоды, так как при выставлении на торги большого пакета акций (при желании акционера выйти из состава собственников) их курс неизбежно упадет. Кроме того, предлагая выкуп акций по цене выше рыночной (для предотвращения провала попытки поглощения), поглощающая компания может обеспечить владельцу такой доход, который он не мог бы получить в виде дивидендных выплат. Если же «компания-мишень» находилась в плохом финансовом состоянии и ее акционеры могли лишиться своей собственности в результате банкротства, то их выгоды очевидны. Для поглощающей компании целесообразность такого приобретения зависит от ее возможностей по восстановлению платежеспособности купленной компании и размеров дохода в случае улучшения ее состояния.

В случае обмена акций соотношение владельцев поглощающей и поглощаемой компании, как правило, устанавливается не в пользу последних, так как лишает их контроля за новой компанией. В российских условиях в этом случае возможны проблемы с реализацией прав владельцев поглощаемой компании, которые становятся мелкими акционерами или теряют контрольный пакет. Такие риски могут проявляться в невыплате дивидендов, в отказе от выдачи документов, подтверждающих право собственности на новые акции и др. В случае появления на рынке информации о нарушении прав акционеров или предъявления судебных исков к поглотителю, курс акций новой компании может упасть. Это повлечет потери, как для «захватчика», так и для «мишени».

Дивидендная политика новой компании должна быть существенно консервативнее, чем компания-мишени, вследствие чего доходы акционеров уменьшаются по сравнению с тем, что они могли бы получить от старой фирмы. Утрата контроля влечет за собой для владельцев контрольных пакетов акций потерю возможности получения внедивидендного дохода, после поглощения он будет присваиваться другими собственниками. Еще одним проявлением риска может быть установление невыгодного коэффициента конвертации акций, особенно если поглощение происходит на неразвитом рынке ценных бумаг (динамика цен которого зависит больше от политических факторов, а увеличившийся спрос на акции

компания-мишени не способен повысить курс акций), или если компания не в состоянии защититься от враждебного поглощения. В результате воздействия всех этих факторов инвестиционная привлекательность акций новой компании для акционеров поглощаемой фирмы снижается. Положительный исход для владельцев поглощаемой компании может состоять в том, что взамен ее акций они получают более ликвидные или доходные бумаги, покупка которых обычным путем была бы возможна по более высоким ценам.

Возможна ситуация, когда компания-поглотитель обеспечивает большую дивидендную доходность по своим акциям, чем компания-мишень или дает возможность ее акционерам получать часть внедивидендного дохода. В этих случаях обмен увеличивает благосостояние владельцев поглощаемой компании.

Для мелких акционеров в России получение дохода от поглощения более вероятно, чем для держателей контрольного пакета, особенно в случае, если компания-поглотитель соблюдает их права на получение дивидендного дохода. Известно, что правами на управление миноритарные акционеры пользуются редко и возможности получения внедивидендного дохода для них не существует. Существенным проявлением риска вынужденного обмена/продажи как контрольного, так и миноритарного пакетов акций является потеря социального статуса совладельца независимой компании. Однако в некоторых случаях (особенно при обмене неконтрольного пакета ценных бумаг) новый статус одного из собственников крупной компании может быть более выгодным для инвестора.

Для поглощаемой компании выгоды, получаемые от сделки, определяются в росте рыночной мощи новой компании, повышении ее диверсификации, появлении эффекта экономии от сокращения издержек. Вследствие этого повышается эффективность деятельности компании и растет ее рыночная стоимость. Но в период поглощения возможны и неблагоприятные изменения цен на акции «компания-захватчика», особенно если на рынке существуют неблагоприятные прогнозы относительно возможности поглощения или сомнения в его целесообразности. Неправильно оценив выгоды от планируемой операции и связанные с ней риски (например, приобретая фирму, на улучшение финансового состояния которой требуются значительные ресурсы, а результаты такой «поддержки» могут отразиться на показателях покупателя), поглощающая компания может столкнуться со снижением своей рыночной стоимости, таким образом, эта операция нанесет ущерб акционерам поглощающей компании. Отвлекая ресурсы на приобретение компании, поглотитель, как правило, сам становится менее финансово устойчивым и уязвимым со стороны других фирм, вследствие снижения цен на свои акции. Займы, предназначенные для финансирования поглощения, могут резко увеличить расходы такой компании и уменьшить ее прибыли и дивиденды. Выгоды от поглощения, которые могут получить акционеры «мишени», являются убытками для акционеров «захватчика» (например, покупка или обмен акций по завышенной стоимости).

Для российских условий, когда собственники используют в основном внедивидендные каналы получения дохода, достаточно сложно рассчитать пре-

дельную цену активов и акций, по которой враждебное поглощение будет выгодно компании-захватчику. Для правильного определения такой цены необходимо обладать всей полнотой информации о размерах доходов менеджмента (большая часть которых не отражается официально) и способах его вывода с предприятия, а такими данными, как правило, обладает только реальный собственник.

Для ситуации слияния в целом актуальны все перечисленные в табл. 1 виды рисков и возможности получения дохода, однако сам процесс реорганизации предполагает добровольность его участников, т.е. всех компаний, участвующих в сделке. Вследствие этого риск неудачи реорганизации путем слияния актуален для обеих сторон. Кроме того, появляются такие дополнительные проблемы, увеличивающие этот риск, как конфликт корпоративных культур и распределения полномочий в объединенной компании.

Мировой опыт показывает, что в течение непродолжительного времени после объявления поглощения цена поглощаемой компании поднималась, а покупаемой – падала. При этом недружественное поглощение увеличивало стоимость покупаемой компании больше, чем заранее согласованное с обеих сторон. Под влиянием раздутых ожиданий и агрессивной рекламы курс акций бумаг объединенной компании может на некоторое время возрасти. При добровольном слиянии значительных приростов курсов акций обычно не происходит. Причина роста стоимости поглощаемых компаний в том, что при наличии нескольких покупателей между ними начинается конкуренция (прежде всего, ценовая), в результате которой выигрывают акционеры компании-мишени. Кроме того, последняя может предпринимать усилия по увеличению курса собственных акций на рынке в целях недопущения недружественного поглощения. Приобретение крупных пакетов акций в сочетании с информацией о поглощении обычно приводит к росту цен на фондовом рынке. Увеличившийся курс акций поглощаемой компании в случае неудачи поглощения приносит прибыль и компании-поглотителю, если он реализует уже приобретенные бумаги.

Рассмотренные выше проблемы в значительной мере нивелируются при добровольной консолидации акций компаний и подготовке выпуска единой акции. Эти процессы характерны для отечественной нефтяной отрасли. В качестве примера перевода на единую акцию можно привести предприятия холдинга ОАО «Самотлорнефтегаз», ОАО «Нижневартовское нефтегазодобывающее предприятие, ОАО «Тюменьнефтегаз» и ОАО «ТНК-Нягань».

На единую акцию, как правило, переходят корпорации, имеющие сложную разветвленную структуру и большое количество аффилированных структур и дочерних предприятий. Начало этому процессу было положено «ЛУКОЙлом», а за ним консолидацией активов занялись практически все крупные нефтяные концерны. Цель подобного объединения активов – повышение рыночной капитализации как залог роста инвестиций и более эффективный контроль за активами.

Российские холдинговые структуры, как правило, представляют собой длинные цепочки компаний-владельцев с запутанными финансовыми потоками и

отношениями собственности. В структуру многих компаний входят открытые акционерные общества, созданные в процессе приватизации, что иногда приводит к ущемлению прав миноритарных акционеров.

В результате перехода на единую акцию должны возрасти показатели рыночной капитализации объединенной компании, что приведет к увеличению объема инвестиций в проекты, связанные с нефтедобычей и нефтепереработкой. Помимо роста рыночной стоимости компании и ее инвестиционной привлекательности, акционеры холдинга и его дочерних предприятий получают возможность эффективного контроля за использованием активов, включая лицензии на добычу углеводородного сырья. Все дополнительные выгоды, связанные с реорганизацией, в равной степени могут быть получены собственниками контрольного пакета акций и миноритарными акционерами, а также владельцами акций добывающих дочерних обществ.

Реорганизация нефтедобывающих предприятий произведена с учетом рекомендаций консультантов ведущих мировых компаний «Mkinsey & Company» и «White & Case». С этой целью была подготовлена и утверждена новая структура и система управления холдингом, которая предусматривает образование производственных филиалов на базе дочерних добывающих предприятий.

Коэффициенты конвертации акций добывающих предприятий в единую акцию были определены на основании оценки стоимости всех компаний, принимающих участие в процессе реорганизации. В качестве независимого оценщика выступила компания «Ernst & Young», входящая в тройку ведущих мировых оценочных обществ.

Результаты исследований, проведенных специалистами на цивилизованных рынках ценных бумаг, актуальны и практически применимы в России при соблюдении ряда условий:

- расширении рынка акций (по количеству эмитентов, акции которых присутствуют на рынке);
- повышении ликвидности рынка;
- увеличении степени распыления акций среди держателей (в настоящий момент контрольный пакет, по оценкам участников рынка, приближается к 50% уставного капитала, что усложняет процесс недружественного поглощения, а часто делает его невозможным);
- увеличении информационной прозрачности рынка, возможности сопоставления показателей финансовой и бухгалтерской отчетности в соответствии с международными стандартами.

Такие изменения направлены на повышение эффективности бизнеса, чего трудно добиться в рамках развивающегося рынка. В российской практике повышение эффективности достигается в основном путем оптимизации налогообложения или разбивается предприятия на «жизнеспособную» часть (с хорошим финансовым состоянием), и часть, которая не в состоянии нормально функционировать и впоследствии может быть подвергнута процедуре банкротства. Во вновь образованное «хорошее» предприятие переводят качественные активы, способные приносить доход, высокая оценка этих активов позволяет сосредоточить там же большую часть «старого» капитала. Оставшемуся потенциальному банкроту достаются, как правило, обязательства перед кредиторами и неработающие активы. Таким образом, акционеры спасают большую часть вложенных средств и

впоследствии могут даже увеличить капитал работающего общества с помощью новой эмиссии. Резко улучшившиеся финансовые показатели позволяют распространить эту эмиссию не только среди существующих акционеров, но и привлечь новых инвесторов.

Данная схема с успехом была опробована на многих банках России после финансового кризиса 1998 г. Она нашла применение и среди предприятий, однако вследствие неотлаженной процедуры банкротства вследствие таких реорганизаций менее известны. Разделение предприятия на несколько частей с образованием новых юридических лиц иногда является жизненно необходимой процедурой. По мнению специалистов, в нестабильной экономической среде проблемы, порождаемые структурами управления линейно-функционального типа, обостряются и становятся критическими. Система перестает соответствовать внешним экономическим условиям и не обеспечивает выполнения задач, стоящих перед компанией. Образование дочерних обществ на базе отдельных структурных подразделений компании позволяет в короткие сроки приступить к реальному реформированию структуры управления.

Минусами при проведении разделения компании являются увеличение налогового давления вследствие появления дополнительной выручки, которая ранее была внутрипроизводственным оборотом, а теперь облагается налогом на добавленную стоимость. Возникают дополнительные затраты на регистрацию новых предприятий, оформление лицензий, открытие банковских счетов и т.п. Кроме того, происходит увеличение затрат на персонал из-за необходимости привлечения дополнительных работников в бухгалтерию и менеджмент. Возможны проблемы, связанные с противодействием персонала и отдельных акционеров. Кроме того, если относительно "старой" компании обычно существует информация о дивидендной политике, стиле менеджмента и других факторах, позволяющих прогнозировать доходность ее акций, то в отношении новых компаний такие данные отсутствуют, что вносит дополнительную неопределенность в исследование инвестиционной привлекательности их акций и оценку стоимости материнской и дочерних компаний.

Таким образом, реструктуризация компаний оказывает существенное воздействие на инвестиционную привлекательность их акций, поэтому инвестору необходимо прогнозировать возможность проведения реструктуризации и ее последствий для объекта инвестирования, а также влияние этих последствий на риски и доходы по акциям.

#### 4. РОЛЬ ИНВЕСТОРОВ В ПОДДЕРЖАНИИ РЕЙТИНГА КОМПАНИИ

При покупке акций у акционеров появляется определенный набор прав по отношению к компании. Эти права также имеют свою стоимость, отражающуюся в рыночном курсе. Это выражается, например, в оценке контрольного пакета (по данным участников рынка, наценка на контрольный пакет составляет в среднем 30%). Стоимость прав акционеров на российском рынке имеет достаточно низкую оценку по причине высокого риска их нарушения со стороны эмитента. Это связано как с отсутствием культуры рыночных отно-

шений (которая постепенно повышается вследствие развития рынка, появления иностранных инвесторов и законодательных изменений, направленных на защиту прав инвесторов), так и с процессом передела собственности в постприватизационный период. К наиболее распространенным нарушениям прав акционеров [12], ведущим не только к уменьшению доходности их вложений, но и к потере инвестируемой суммы полностью или частично, относятся:

- установление минимальной величины пакета акций, позволяющей претендовать на участие в управляющих органах компании;
- нераспространение, задержание или искажение информации об общем собрании акционеров, имеющее целью не допустить определенных акционеров к голосованию;
- установление комиссионных сборов за участие в собрании, предоставление копий документов, регистрацию сделок с акциями и других операций;
- нарушение прав голосования на собрании акционеров путем установления соотношения количества акций и голосов (например, один акционер – один голос без учета количества принадлежащих ему акций);
- скупка по сниженным ценам акций у мелких инвесторов;
- ограничение возможностей продажи акций на рынке;
- распространение новой эмиссии среди неправомочно ограниченного круга покупателей;
- искажение данных реестра акционеров накануне общего собрания, нарушающее права отдельных акционеров на участие в управлении обществом и на получение дивидендов;
- ограничение прав на управление предприятием для "внешних акционеров" с помощью местной администрации;
- задержка или невыплата дивидендов;
- неправомерная консолидация акций, ущемляющая права акционеров. Образование дробных акций, которые компания обязана выкупить по рыночной цене у владельцев, ущемляет права мелких акционеров, желающих и далее оставаться владельцами данных ценных бумаг, но не имеющих возможности купить целое число акций.

Основные нарушения прав акционеров связаны с появлением прав собственности у "внешних" по отношению к предприятию инвесторов, что противоречит интересам существующего менеджмента, во многих случаях являющегося фактическим владельцем компании. Недопущение нарушений прав акционеров в условиях правового нигилизма большинства эмитентов способно существенно улучшить отношение инвесторов к предприятию, а снижение их рисков отразится на цене акций и их ликвидности.

Инвестиционная привлекательность ценных бумаг зависит не только от финансового состояния компании, но и ее усилий по управлению характеристиками собственных акций. Вместе с тем, реальное финансовое состояние и действия менеджмента компании отражаются в ценах акций тогда, когда участники рынка получают информацию об этом. Это произойдет и тогда, когда они могут прогнозировать изменения положения компании, но для этого необходима детализированная и полная информация об объекте инвестирования. Таким образом, можно с полным основанием считать, что информация, отражающая финансовое состояние компании, события, влияющие на нее, рыночные цены акций, в основном формирует представление инвестора о доходах и рисках.

Изучение влияния информации на поведение участников фондового рынка приводит к выводу о том, что кратковременное отсутствие информации о событиях, касающихся эмитента, сохраняет цены на прежнем

уровне, что эквивалентно ситуации, когда события не происходили вовсе. Поток положительной информации о компании, даже в отсутствии каких-либо событий, напротив, меняет цены на акции так, как если бы события происходили в действительности. Наблюдения за реакцией участников рынка на экстремальную информацию показывают, что им свойственно чрезмерно реагировать на новую информацию и недооценивать при этом старую. На практике это означает, что в ответ на положительную информацию цены растут значительно быстрее, чем следовало бы, а после негативных сообщений падают больше, чем можно было бы предположить. После оценки полной и достоверной информации следует ценовая коррекция, которая тем сильнее, чем значительно было предыдущее движение цен. Таким образом, представляя информацию, эмитент может регулировать курс своих акций в любом направлении. Новости о событиях, имеющих отношение к эмитенту, оказывают на курс его акций воздействие, сила и направление которого зависит от следующих факторов:

- широты распространения сведений среди участников рынка;
- доверия инвесторов к этой информации;
- особенностей индивидуального поведения участников рынка (целей, текущего состояния портфеля, восприятия и анализа поступившей информации).

Операции на рынке происходят под влиянием ожиданий изменений в состоянии компании и стратегии ее развития, особенно относительно будущих доходов компании и их распределения. Например, ожидание больших прибылей оказывает повышающее воздействие на курс акций, однако если после объявления результатов по итогам года инвесторы сочтут свои ожидания завышенными, то курс может снизиться. На развитых фондовых рынках прогнозы относительно возможных прибылей компаний публикуются в виде мнения рейтинговых агентств либо как оценки многочисленных аналитиков. Систематический сбор прогнозных значений прибыли компаний является одним из факторов, увеличивающих эффективность работы фондового рынка, поскольку снижает вероятность ошибочных действий инвесторов на основе неполной или ошибочной информации. В России ситуация со сбором и анализом информации в последние годы существенно изменилась в лучшую сторону. Потенциальный акционер может попытаться собрать сведения об интересующей его компании или обратиться к профессиональным участникам рынка, предоставляющим такие услуги на платной основе.

Следует отличать процедуры, которых придерживаются инвесторы при покупке акций через организованные фондовые площадки и при осуществлении прямых инвестиций. В первом случае о привлекательности акций компании инвестор делает вывод, исходя из публичной информации и ее деловой репутации. Во втором случае при покупке крупного пакета акций инвестор может осуществить процедуру проверки должной добросовестности ("due diligence") непосредственно в компании. Для этого обычно привлекаются высокопрофессиональные консалтинговые компании, имеющие в своем составе аудиторов, финансовом состоянии компании и ее перспективах, а следовательно и инвестиционной привлекательности. По результатам "due diligence" формируются отчет и заключение экспертов, которые помогают инвестору принять решение о вложении средств. В отечественной практике значитель-

ная часть времени консультантов идет на сбор и систематизацию информации о компании. Объем анализируемой информации достаточно велик. Например, только перечень документов, запрашиваемых экспертами при проведении "due diligence", занимает 5 страниц.

Инвестору следует учитывать возможные негативные последствия самостоятельного изучения инвестиционной привлекательности акций: организации, чьи услуги он пользуется, могут намеренно исказить информацию (прямой обман) или неверно интерпретировать данные о компании в силу личной заинтересованности. Например, маркет-мейкер по акциям какой-либо компании может сообщить положительную информацию инвестору в целях повышения цен на акции. Финансовая компания, осуществляющая операции одновременно и за свой счет, и по поручению инвестора, может дать ему отрицательную информацию, вследствие чего последний пожелает продать свои акции. Если инвестор является владельцем крупного пакета акций, цена упадет, а финансовая компания получит возможность скупки акций по более низкому курсу, который впоследствии можно повысить путем "вбрасывания" на рынок положительной информации об эмитенте.

Распространена и обратная ситуация, когда положительные прогнозы относительно перспектив компании вызвали спрос на его акции, а недобросовестные операторы рынка ценных бумаг имели возможность продать акции своего портфеля по этим ценам. Инвестор, пользующийся услугами таких операторов, получил заведомо неликвидные акции компании, находящейся в кризисном состоянии. Одним из примеров [12] намеренно неверной интерпретации информации о компании может быть следующая гипотетическая ситуация: инвестор попросил рекомендовать ему акции какой-либо малоизвестной компании, имеющей перспективы роста и выплаты дивидендов. С этой целью он обратился к одному из операторов рынка (брокерской фирме). Последняя предоставила необходимую информацию, в результате чего состоялась покупка акций инвестором. Поскольку эмитент выпустил в обращение сравнительно небольшое количество акций, такая покупка привела к росту их курса, что было приведено брокером в качестве доказательства большого потенциала роста данной компании и необходимости приобретения большего количества этих акций. Инвестор сделал брокеру очередной заказ, который поднял стоимость акций на новый уровень. Такая операция была проведена несколько раз, причем инвестор имел формальные доказательства правильности выбора брокера. Таким путем немногочисленные информированные участники рынка избавились от всех акций данной компании по повышенным ценам. В результате инвестор стал единственным акционером компании, а когда он захотел зафиксировать прибыль и продать часть акций, то убедился, что они неликвидны. Обнаружив, что он является собственником, инвестор решил выяснить состояние дел в купленной компании. К этому времени были уже предъявлены многочисленные иски о признании компании банкротом, а наиболее ценное имущество распродано для погашения долгов.

Таким образом, наличие информации о компании иногда может оказаться важнее ее реального финансового состояния, чем может воспользоваться как эмитент, так и его маркет-мейкер. В этой связи инте-



рес представляет позиция профессиональных участников рынка ценных бумаг в отношении оценки инвестиционной привлекательности акций. Как показали исследования [3], большинство брокеров считает, что влияние показателей финансово-экономического положения компании на состояние соответствующего рынка акций в России за последние годы заметно усилилось. Тем не менее, он все еще не является ведущим в формировании инвестиционной привлекательности акций, в отличие от положения на мировых фондовых рынках. Наиболее весомыми считаются рыночные факторы, к числу которых относятся:

- экспортные возможности компании, которые характеризуются конкурентоспособностью продукции, выпускаемой эмитентом, величиной спроса на нее на мировом рынке, другими характеристиками;
- отраслевая принадлежность эмитента – если эмитент представляет приоритетную с инвестиционной точки зрения отрасль (к ним в первую очередь относятся топливно-энергетические и сырьевые), то, как правило, его акции являются первостепенным объектом для инвестиций и имеют хороший потенциал роста в будущем;
- наличие (отсутствие) конкурентов зависит от степени монополизации той отрасли, в которой работает компания, а также от наличия (отсутствия) потоков замещающей продукции. Акции компании-монополиста, продукция которого не имеет аналогов по характеристикам полезности, являются потенциально высоко привлекательными;
- инвестиционная активность в отношении рассматриваемой компании отечественных и иностранных инвесторов. В частности, она выражается в фактах предоставления кредитов. При оценке состояния данного фактора нужно учитывать информацию о событиях, свидетельствующих о возможности предоставления таких кредитов в обозримом будущем. Кроме того, необходимо обратить внимание на состав акционеров компании. Наличие сторонних акционеров, владеющих весомой долей уставного капитала, часто является признаком уже осуществленных или предстоящих прямых инвестиций;
- законченность процесса распределения долей уставного капитала характеризуется стабильностью состава акционеров предприятий и объема принадлежащих им прав – пакетов акций. В настоящее время этот фактор важен для оценки потенциальной эффективности портфельных инвестиций любого характера и на любой срок;
- коммерческая ценность основных фондов предприятия. Высокая рыночная стоимость зданий и сооружений часто определяется их расположением в элитных районах, например, в центре Москвы. В подобных случаях инвесторов привлекает возможность использования не только зданий, сколько участка земли, занятого ими;
- эффективность ведения фондовой политики эмитента, которая характеризуется степенью информационной открытости, соблюдением прав акционеров, наличием независимого регистратора, уровнем комфортности перерегистрации владельцев акций, наличием квалифицированных консультантов.

Очевидно, что эффективная работа фондового рынка невозможна без информации. Вследствие отсутствия сведений об эмитенте в условиях слабого малоликвидного рынка ценных бумаг, недостаточной квалификации инвесторов и отсутствия значительных объемов инвестиционных ресурсов, компании фактически лишаются такого источника увеличения капитала, как эмиссия акций. Поэтому одной из важнейших составляющих успеха по управлению инвестиционной привлекательностью собственных акций является информационная открытость акционерного общества по отношению к инвесторам. Инвесторы никогда не будут вкладывать свои средства в акции компании, о кото-

рых они ничего не знают. Для повышения интереса к акциям данного эмитента необходимо сделать доступной информацию об этой компании. Усилия в этом направлении должны проявлять сама компания (формирование положительного имиджа в средствах массовой информации, доступ к балансу компании и другим документам), а также дружественные компании – профессиональные участники рынка (проведение аудиторских проверок, доведение соответствующей информации до потенциальных инвесторов). Между информационной открытостью компании и популярностью на рынке ее акций существует двусторонняя связь: рост интереса к фирме со стороны инвесторов обуславливает увеличение публикаций, а это вызывает, в свою очередь, более глубокий интерес финансовых компаний, банков и других институциональных инвесторов, анализирующих рынок.

Гипотетическая компания с идеальной репутацией [14] выглядит следующим образом:

- отечественная компания из базовой отрасли, с историей, работающая на внешний и внутренний рынки и выпускающая качественную продукцию;
- ее руководители хорошо зарекомендовали себя в деле, особенно в период кризиса;
- акции компании успешно котируются на фондовом рынке и привлекают инвесторов;
- компания лидирует в области современных технологий, в первую очередь, информационных;
- компания с престижными профессиями, “чистыми” рабочими местами и др.

Общепризнанно, что нежелание эмитента устанавливать отношения с существующими и потенциальными инвесторами или неправильное установление таких отношений значительно повышает риски покупателя акций и ухудшает, тем самым, инвестиционный рейтинг компании.

В странах с развитой рыночной экономикой практически все компании, желающие разместить свои ценные бумаги на открытом рынке, работают с фирмами, оказывающими услуги по разработке и реализации программы взаимоотношений с инвесторами. Эта программа имеет цель повысить интерес инвесторов к данным ценным бумагам. К мерам по повышению интереса инвесторов можно отнести подготовку аудиторских заключений по активам и акциям данной компании, проведение презентаций для потенциальных инвесторов. В некоторых случаях, когда количество обращающихся на рынке акций незначительно, имеет смысл проведение дополнительных эмиссий.

Работа с потенциальными и существующими инвесторами с целью улучшения взаимоотношений с ними направлена на сближение их по ряду основополагающих позиций и должна строиться на основе специальной программы и, как правило, при активном участии специалистов по связям с общественностью. Реализация подобной программы может преследовать следующие цели: убеждение заранее определенного круга инвесторов (необходимых эмитенту) в целесообразности инвестиций в данные бумаги; оптимизация условий продажи ценных бумаг с точки зрения эмитента (ценовые и другие характеристики); создание благоприятной среды для последующих операций с акциями данного эмитента; поддержание отношений с существующими инвесторами с целью сохранения их участия в компании.

Информационная прозрачность эмитента – то, к чему всегда стремится инвестор. Однако на россий-

ском рынке одним из распространенных нарушений прав (которое считается многими участниками рынка относительно безобидным) является сокрытие эмитентом важной информации и особенно – о своем финансовом состоянии. Инсайдерская информация нередко полностью определяет динамику цен. Это во многом обуславливает спекулятивный характер рыночных операций с акциями и повышенную восприимчивость российского рынка ценных бумаг к политической информации.

В последнее время можно отметить положительные тенденции в области обеспечения соблюдения информационных прав инвесторов со стороны эмитентов, разработки и использования международных стандартов, создание саморегулируемых ассоциаций участников рынка. При сохранении относительной стабильности ситуации в экономике это дает основания предполагать рост активности инвесторов на фондовом рынке.

## Литература

1. Багриновский К.А., Бендиков М.А., Исаева М.К., Хрусталев Е.Ю. Роль корпоративной культуры в развитии экономики. – М.: ЦЭМИ РАН, 2004.
2. Виленский П.Л., Лившиц В.Н., Смоляк С.А. Оценка эффективности инвестиционных проектов. – М.: Дело, 2001.
3. Волкова В. Оценка инвестиционной привлекательности акций. // Банковские технологии, 1996, № 10.
4. Дубров А.М., Лагоша Б.А., Хрусталев Е.Ю. Моделирование рискованных ситуаций в экономике и бизнесе. – М.: Финансы и статистика, 2001.
5. Закон РФ “Об акционерных обществах” от 26 декабря 1995 г. № 208 – ФЗ, с изменениями и дополнениями, внесенными Федеральными законами № 65-ФЗ от 13 июня 1996 г., № 101-ФЗ от 24 мая 1999 г., № 120-ФЗ от 7 августа 2001 г., № 31-ФЗ от 21 марта 2002 г., № 134-ФЗ от 31.10.2002 г., № 29-ФЗ от 27.02.2003 г.
6. Иванов А.П. Финансовые инвестиции на рынке ценных бумаг. – М.: Дашков и К<sup>о</sup>, 2004.
7. Качалов Р.М. Управление хозяйственным риском. – М.: Наука, 2002.
8. Международные стандарты финансовой отчетности. – М.: Аскери, 1999.
9. Приказ Минфина РФ № 10н, ФКЦБ РФ № 03-6/пз от 23 января 2003 г. “Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ”.
10. Приказ Минфина РФ № 29н от 21 марта 2000 г. “Методические рекомендации по раскрытию информации о прибыли, приходящейся на одну акцию”.
11. Реорганизация акционерного общества путем слияния. // Финансовая газета (региональный выпуск), 2003, № 6.
12. Розанова Е.Ю. Управление инвестиционной привлекательностью акций. // Менеджмент в России и за рубежом, 2000, № 1.
13. Самсонов И. Прибыль на одну акцию: порядок формирования и аналитическая ценность. // Финансовая газета, № 12-15, 2001.
14. «Эксперт» от 17.05.1999, с. 19.

*Хрусталев Евгений Юрьевич*

*Сахарова Ирина Владимировна*

*Иванов Аркадий Павлович*