

Проведенный в главе анализ литературных источников показал крайнюю противоречивость взглядов исследователей практически по всем аспектам привлечения ППИ и управления акционерным капиталом (например, выбор нормы дивидендных выплат, формирование оптимальной структуры капитала). Вместе с тем для российских металлургических предприятий многие из вопросов, которым в зарубежной экономической литературе уделено значительное внимание, являются малоактуальными. Например, в условиях, когда дивидендные выплаты практически всех отечественных промышленных компаний чрезвычайно малы и нерегулярны, попытки максимизировать акционерную стоимость за счет изменения дивидендной политики, можно считать беспersпективными.

С другой стороны, весьма важными представляются те аспекты управления акционерным капиталом, которые способны обеспечить стратегическое развитие предприятий металлургического комплекса. Здесь стоит выделить привлечение средств за счет эмиссий ценных бумаг для целей финансирования инвестиционных программ. В международной практике существует два универсальных количественных метода оценки выгодности финансирования проектов. Первый - методика ЮНИДО - позволяет оценить эф-

фективность для предприятия в целом, но без учета выгод для акционеров. Второй - так называемый анализ чистой прибыли на одну обыкновенную акцию - дает возможность выбрать вариант, наиболее выгодный собственникам, однако при этом не в полном объеме учитывает все факторы, влияющие на величину акционерной стоимости (например, изменение контроля над предприятием в результате эмиссий).

Главный итог главы состоит в формулировании ключевой проблемы, решаемой в диссертации: недостаточная проработанность в отечественной экономической литературе механизма, который позволял бы металлургическому предприятию формировать эмиссионную политику, моделировать эмиссии и управлять инвестиционными качествами уже эмитированных ценных бумаг. Во второй главе "Максимизация акционерной стоимости без привлечения внешних финансовых ресурсов" рассмотрено управление инвестиционными качествами эмитированных предприятием ценных бумаг с целью максимизации акционерной стоимости за счет увеличения рыночной капитализации. Был сделан вывод, что из всего множества факторов, влияющих на величину капитализации металлургической компании, на первое место следует по-

ставить группу факторов, связанных с результатами и финансово-хозяйственной деятельности. С позиций управления акционерным капиталом, это диктует необходимость разработки инструмента, который давал бы возможность предприятию оценить, как улучшая фундаментальные показатели бизнеса, можно влиять на величину рыночной капитализации. Для этих целей разработан механизм, позволяющий количественно оценить перспективы изменения котировок акций металлургических предприятий в зависимости от фундаментальных показателей финансово-хозяйственной деятельности (рассчитать «потенциал роста»).

Исходное предположение состояло в том, что определение потенциала роста должно основываться на оценке двух основных факторов — финансового состояния эмитента (по данным бухгалтерской отчетности) и степени относительной недооцененности/переоцененности фондовым рынком его акций. В качестве основы для определения финансового состояния эмитента было предложено использовать методику сравнительной рейтинговой оценки предприятий Шеремета-Негашева, основанную на расчете рейтинговых чисел (K).

Для целей определения недооцененности удобно использовать показатель "отношение объема выручки к текущей капитализации". Чем выше этот коэффициент, тем выше потенциал роста капитализации и наоборот. В основе предлагаемого механизма оценки потенциала роста лежит ранжирование эмитентов ценных бумаг на основании рейтинговых чисел.

Экономический смысл приведенных формул состоит в определении степени «недооцененности» конкрет-

ного предприятия по сравнению с прочими предприятиями отрасли, а также в оценке финансово-хозяйственного состояния предприятия по сравнению со среднеотраслевым значением.

На основании полученных рейтинговых чисел выстраивается рейтинг потенциала роста: чем выше рейтинговое число R_p , тем выше рейтинг потенциала роста.

Предлагаемый механизм призван увязать две важнейшие составляющие инвестиционной привлекательности акций - хорошее финансовое состояние предприятия и относительную недооцененность ценных бумаг в данный момент фондовым рынком. Вместе с тем, такой подход может быть применен только для перспективных, прибыльных отраслей (например, металлургии, нефтегазовой промышленности и т.д.). Что же касается «умирающих» отраслей (в качестве гипотетического примера можно привести паровозостроение), то здесь даже огромную недооцененность какого-либо предприятия по сравнению с аналогичными компаниями вряд ли можно рассматривать как основу потенциала

В качестве базы для проверки предложенного механизма были взяты 14 крупнейших (по объему реализации) предприятий черной металлургии. Для них на основании данных годовой бухгалтерской отчетности и истории котировок (2002–2006 годы) были рассчитаны рейтинговые числа по методике Шеремета-Негашева и показатель «отношение реализации к рыночной капитализации». Одновременно для каждого полученного рейтингового числа $r\$$ определялось фактическое изменение капитализации за год, следующий за моментом,

на который рассчитан рейтинг. Далее осуществлялось сопоставление рейтинга вероятного роста (потенциала роста в баллах) и рейтинга фактического роста в баллах. Для 2002–2004 годов это сопоставление не дало показательных результатов, что объясняется низкой ликвидностью фондового рынка и отсутствием у инвесторов достоверной информации о положении дел на предприятиях.

С другой стороны, рост информационной открытости эмитентов и приобретение отечественным фондовым рынком цивилизованных черт позволили выявить ряд интересных закономерностей для последующих периодов. Надо отметить, что в основе большинства из этих закономерностей лежат различия в ликвидности акций. Формальным выражением этого свойства является наличие или отсут-

ствие листинга РТС или ММВБ, а также допуска к обращению на западных фондовых биржах (например, случаи Северского или Синарского трубных заводов).

Наиболее высокие значения потенциала роста и фактического роста наблюдались у высокорентабельных компаний (например, ЧерМК). Сильное отклонение реального роста от потенциального наиболее хорошо заметно на примере Новолипецкого металлургического комбината, что было связано с чрезвычайно низкой ликвидностью рынка его акций. Вместе с тем, для ликвидных бумаг (ЧерМК, ММК, трубные заводы) рейтинги потенциала роста и фактического роста почти совпадали. В целом по итогам 2002–2006 годов для 11 из 14 анализируемых предприятий различия в рейтингах не превосходили двух баллов.

Коротко об авторах

Кривошеков С.В. – кандидат экономических наук, заместитель генерального директора ОАО «ММК»;

Мельнов Д.В. – кандидат экономических наук, начальник управления финансовых ресурсов ОАО «ММК»;

Тарасов И.А. – директор по управлению рисками компании «Вольтарсrisk менеджмент».

Рецензент д-р экон. наук, проф. Д.Т. Новиков.

