

© 2017 г.

**Рая Карлибаева**

кандидат экономических наук, доцент  
Ташкентского государственного экономического  
университета  
(e-mail: k.raya.3005@mail.ru)

## **ФИНАНСОВАЯ СТРАТЕГИЯ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ**

В статье рассматриваются способы привлечения финансовых средств для инвестиций. Рассмотрены методические вопросы финансового анализа акционерного общества. Автор сформулировал выводы и предложения по привлечению внешнего капитала акционерными обществами Узбекистана.

**Ключевые слова:** рынок ценных бумаг, фондовый рынок, привлечение инвестиций, акционерное общество, ценные бумаги, модель оценки финансовых активов, варрант.

Начало формирования рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан связано с принятием в 1996 году Закона Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров» (в 2014 году принята новая редакция данного закона). На фондовом рынке четко оформились два важнейших сегмента: рынок акций приватизированных предприятий и рынок государственных ценных бумаг. Такое распределение свидетельствует о формировании зрелого фондового рынка, решающего две задачи: привлечение инвестиций в АО и безинфляционное финансирование дефицита бюджета.

В основе финансовой деятельности АО лежат выбор источника привлечения капитала, определение направлений инвестирования капитала и дивидендная политика. В рамках данной статьи рассматривается первая составляющая финансовой стратегии – выбор источника инвестиций.

Для финансирования деятельности АО могут быть использованы как внутренние, так и внешние источники. Основным внутренним источником является прибыль, которая остается в распоряжении АО. Внешнее финансирование, предполагающее привлечение капитала извне, может осуществляться за счет выпуска ценных бумаг (акций, облигаций и производных ценных бумаг), коммерческого и банковского кредитования, лизинга.

В условиях обострения проблем платежей в экономике и недостаточности амортизационных отчислений и прибыли, большинство предприятий нуждается в дополнительном внешнем финансировании. Возможности привлечения внешнего капитала в условиях обострения финансовых проблем ограничены. Банковское кредитование ограничено по причине высокой стоимости кредита (20–25%). Это значительно превышает

рентабельность капитала АО, поэтому привлечение банковских кредитов фактически убыточно. Коммерческое кредитование также осложнено в связи с неплатежами и незначительным сроком заимствований. Лизинг как способ финансирования представляется перспективным и может занять в будущем одну из лидирующих позиций, но в настоящее время отсутствие проработанной нормативной базы и льготного налогообложения препятствуют развитию этой формы инвестирования. И поэтому одним из наиболее перспективных, на наш взгляд, способов финансирования является выпуск ценных бумаг АО. В качестве положительных моментов применения такого способа финансирования можно отметить долгосрочный характер привлечения средств, разнообразие инструментов рынка ценных бумаг и меньшую по сравнению с кредитованием цену заимствований.

Одним из факторов, влияющих на инвестиционную активность, выражающуюся в объемах вложений в различные ценные бумаги, является отраслевая принадлежность предприятий.

Немаловажным фактором, не только в целях обеспечения экономического роста в целом, но и для создания условий функционирования экономических субъектов в условиях перехода к рынку, является постприватизационная поддержка предприятий.

По нашему мнению, при финансовом анализе всех действующих АО необходимо выделять пять групп АО:

1-я группа – АО, не подлежащие постприватизационной поддержке;

2-я группа – АО, нуждающиеся в постприватизационной поддержке и имеющие стратегическое значение;

3-я группа – АО, не имеющие республиканского значения, государственные активы которых могут быть переданы в управление физическим и юридическим лицам;

4-я группа – несостоятельные АО, не имеющие стратегическое значение для государства, их государственные активы могут быть переданы на конкурсной основе в доверительное управление, проданы членам трудового коллектива или посторонним инвесторам;

5-я группа – несостоятельные АО, к которым должна быть применена процедура банкротства.

В отечественной практике многие АО распространяют ценные бумаги без посредников своими силами, не желая расходовать значительные средства на кампанию по размещению, а некоторые АО весь выпуск акций размещают по номинальной стоимости, ориентируясь на массового инвестора – физических лиц.

Юридические лица пока тоже не стремятся стать массовыми покупателями ценных бумаг для получения дохода по разным причинам – недостаточности средств, недоверия к ценным бумагам, причем нередко потенциальный инвестор делает выбор в пользу депозитных сертификатов,

т.е. срочных вкладов в банках, сравнивая уровень процентов по вкладам и уровень выплачиваемых дивидендов. В Узбекистане фондовый рынок еще не стал инструментом перераспределения капитала и пока не способствует аккумуляции средств, столь необходимых для инвестиций.

Реализация ресурсов акций АО по долям свободной продажи и иностранных инвесторов имеет огромное значение, так как не только первичный рынок ценных бумаг, но и вторичный рынок требует огромных усилий.

Многие компании проводят котировку своих акций, возрастающая стоимость которых не соответствует реальным активам этих АО. Основная часть акций размещается посредством внебиржевой торговли, что облегчает эмитентам задачу – придать рекламе своих акций наиболее привлекательный характер. Сложилась парадоксальная ситуация: наибольшим спросом пользуются ценные бумаги, не прошедшие экспертизу специалистов.

Другая проблема состоит в том, что не слишком высокие доходы по ценным бумагам по сравнению с темпами инфляции облагаются налогом дважды: в составе прибыли, с которой уплачивается налог на прибыль, и с дивидендов (процентов), с которых налог уплачивает инвестор – получатель дохода. Таким образом, сумма дохода существенно уменьшается.

Наша методика финансового анализа является комплексной и разработана на основании работ узбекских и зарубежных авторов. Цель данной методики – создание инструмента, позволяющего обеспечить различные группы пользователей достоверной информацией о деятельности предприятий. Каждая из заинтересованных в информации сторон преследует определенный экономический интерес, и, следовательно, рассматривает результаты финансового анализа деятельности акционерных обществ с точки зрения их информационной полезности при достижении своих целей. Инвесторам, выбирающим направления вложения своих средств, и менеджерам, принимающим решение о привлечении капитала, необходимо проанализировать следующие группы показателей:

- рентабельность капитала и продаж (рентабельность собственного и вложенного капитала, прибыльность продаж);
- финансовая устойчивость и платежеспособность АО (коэффициенты платежеспособности и ликвидности, значение финансового рычага);
- безопасность вложений (сопоставление собственных и заемных средств, кредиторской и дебиторской задолженности);

В данной методике для оценки неопределенности, связанной с получением дохода поставщиками капитала, предлагается с помощью коэффициентов рычажности рассчитывать стабильность поступлений доходов компании. Операционный рычаг (леверидж) позволяет оценить неопределенность, связанную с получением дохода и обусловленную колебанием объема продаж и уровнем постоянных затрат. Если этот уровень возрастает, то риск также растет. Другой показатель рычажности позволяет оценить финансовый риск владельцев обыкновенных акций, вызванный необходимостью для

акционерной компании производить обязательные выплаты по облигациям и привилегированным акциям. Этот риск рассчитывается по формуле: процентное изменение дохода владельцев обыкновенных акций деленное на процентное изменение размера чистой прибыли.

Индивидуальные держатели акций с самого начала стали заметной величиной на формирующемся отечественном фондовом рынке. Поведение этой категории инвесторов обусловлено целым рядом разнонаправленных факторов. Рассмотрим сначала те из них, которые генерируют спрос населения на фондовые ценности.

Главной причиной массового интереса к акциям новорожденных АО явились товарный голод и инфляционное обесценение узбекского сума. Перефразируя известную русскую поговорку, можно сказать об этих ценных бумагах: на бестоварье и акции – товар.

Может ли такая основа массового рынка ценных бумаг считаться прочной и здоровой? Обратимся к западному опыту. Как в США, так и странах Европы акции и облигации АО находятся по счету в индивидуальных имущественных портфелях рядовых граждан. Вложения в ценные бумаги справедливо расцениваются как сопряженные со сравнительно высоким уровнем риска и осуществляются на тот «свободный остаток» личных средств, который образовался после приобретения обширного перечня недвижимого имущества, надлежащего пополнения банковских счетов. Соответственно для зарубежных индивидуальных держателей ценных бумаг характерна взвешенная долгосрочная ориентация, не связанная с владением акциями или облигациями. Перспектива возможного быстрого обогащения при покупке ценных бумаг, а с другой стороны – избавление от волнений по поводу возможных крупных банковских потерь, для таких инвесторов – лишь один из путей приумножить достаток, рискуя при этом некоторой, но отнюдь не основной, долей сбережений [1].

По-иному складывается ситуация в Узбекистане. Спрос индивидуальных покупателей на акции обусловлен сужением потребительского спроса и поддерживается отсутствием других общедоступных способов инвестирования. В результате роль ценных бумаг в портфеле рядового отечественного инвестора может оказаться гипертрофированной. Хотя многие рядовые граждане «обречены» уже в ближайшем времени выступить в роли акционерных собственников, для брокерских фирм это означает не столько расширение спроса на их услуги по купле-продаже фондовых ценностей, сколько потенциальную угрозу рынку ценных бумаг, проистекающую из неопытности и спекулятивной ориентации мелких акционеров.

Для расчета необходимой доходности акций АО с учетом риска вложения можно применить модель оценки финансовых активов CAPM (Capital Asset Pricing Model), разработанную У. Шарпом в 1963 году. В основе данной модели лежит утверждение о том, что инвесторы готовы вкладывать свои капиталы в рискованные ценные бумаги только при наличии дополнительного дохода, превышающего доходы по безрисковым активам [2].

Ожидаемая ставка дохода по обыкновенным акциям компании определяется как сумма дохода по безрисковым вложениям и премии за риск, свойственный портфелю акций, скорректированной на присущую данной акции степень риска.

$$R_i = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (1)$$

где  $R_i$  – фактическое значение доходности по данной акции;

$R_f$  – доходность, характерная для безрискового вложения;

$R_m$  – среднерыночная доходность;

$\beta$  – коэффициент, отражающий относительную рискованность акции анализируемого АО по сравнению со среднерыночным уровнем.

Данная модель позволяет оценить то, какой должна быть доходность рискованной акции в зависимости от среднерыночной доходности, которая сложилась в данный момент на фондовом рынке, и доходности, характерной для безрискового вложения. В качестве значения доходности, характерной для безрискового вложения, может применяться показатель доходности к погашению YTM (yield to maturity) по ГКО (общий индекс), в качестве среднерыночной доходности – значения сводного и отраслевых индексов АК&М.

Расчеты по модели CAPM можно провести двумя способами. Первый – классический, основан на методе корреляционно-регрессивного анализа, второй – приростной и предложен автором специально для условий фондового рынка Республики Узбекистан.

При классическом способе рассчитывается средний показатель  $\beta$  (бета) за период. Классическая модель адекватна условиям зрелого фондового рынка, характеризуемого достаточно устойчивыми параметрами.

Особенностью приростного метода является расчет индивидуальных  $\beta$  и анализ ряда значений индивидуальных показателей. В условиях становления рынка ценных бумаг Республики Узбекистан динамика  $\beta$  коэффициентов характеризуется наличием тенденции (тренда) роста или снижения. Таким образом, для длительного периода среднее  $\beta$  как расчетный показатель может не отражать ситуацию, которая складывается на рынке. Поэтому при сопоставлении и анализе фактических данных мы сочли правомерным использование классического метода, а при прогнозировании будущего курса акций – применение приростного метода. Это позволит получить более точный результат, минимизирующий влияние отклонений.

Уравнение приростного варианта модели оценки финансовых активов имеет следующий вид:

$$\frac{R_{ОТР}}{R_{ГОС}} = \frac{R_{ГОС}}{R_{ГОС}} + \beta \frac{(R_{ОБШ} - R_{ГОС})}{R_{ГОС}} \quad (2)$$

$$\frac{R_{ОТР}}{R_{ГОС}} = 1 + \beta \left( \frac{R_{ОБШ}}{R_{ГОС}} - 1 \right) \quad (3)$$

$$\frac{R_{ОТР}}{R_{ГОС}} = \beta \Delta \frac{R_{ОБШ}}{R_{ГОС}} \quad (4)$$

$$\Delta R_{ОТР} = \beta \Delta R_{ОБШ} \quad (5)$$

При анализе ряда значений необходимо привести индивидуальные коэффициенты  $\beta$  в сопоставимый вид. Как известно, в основу всех финансовых расчетов положен принцип неравноценности настоящих и будущих благ. Будущие деньги всегда дешевле настоящих, и причина не только в инфляции. Инвестор, вкладывая свои средства в конкретные ценные бумаги, теряет возможность их вложения в другие активы с целью извлечения дохода.

Для пересчета значений доходности ценных бумаг и индексов можно использовать метод индексации процентной ставки:

$$C = P(1 + i)^n \quad (6)$$

где  $C$  – реальный наращенный показатель доходности;

$P$  – первоначальный показатель доходности;

$i$  – процентная ставка за соответствующий период.

В качестве процентной ставки может быть использована учетная ставка, устанавливаемая Центральным банком, доходность ГКО, индекс инфляции. Нами в качестве процентной ставки выбран общий индекс ГКО. Использование данного индекса позволило упростить классическую модель CAPM и изначально учесть в расчетах доходность по безрисковым вложениям.

Как показывает западный опыт [3], крупные акционеры, в отличие от владельцев частных предприятий, тщательно «просвечиваются» благодаря жестким нормам гласности и государственному надзору. В результате в рамках акционерной формы собственности поведение индивидуальных капиталов является более предсказуемым, т.е. ответственным, чем вне ее.

Если обратить внимание на показатели биржевого оборота Республиканской фондовой биржи «Тошкент», то ситуация купли-продажи ценных бумаг на отечественном фондовом рынке выглядит следующим образом (см. табл. 1).

Таблица 1

**Анализ показателей биржевого оборота РФБ «Тошкент»**

Показатели	9 мес. 2015 г.	9 мес. 2016 г.	Изменение (+ прирост, – снижение), в %
Количество АО, ценные бумаги которых обращались на бирже	65	95	+ 46,2
Количество сделок, шт.	1844	2193	+ 18,9
Количество ценных бумаг, млн шт.	202,2	222,8	+ 10,2
Сумма сделок, млрд сум	113	170,4	+ 50,8

Источник: отчетность РФБ «Тошкент».

В биржевом обороте с ценными бумагами в разрезе основных отраслей народного хозяйства за 9 месяцев 2016 года превалирует доля предприятий финансового сектора экономики, которая составляет 55,7% от биржевого оборота, или 94,9 млрд сум, в т.ч. банков – 55,0% от биржевого оборота, или 93,8 млрд сум, и страховых компаний 0,7%, т.е. 1,1 млрд сум. Однако, за соответствующий период прошлого года доля финансового сектора составляла 85,2% от биржевого оборота, или 96,8 млрд сум. Не утешительна и доля промышленного сектора, которая составляет 8,0% в обороте биржи, или 13,7 млрд сум. Следует отметить, что объем инвестиций юридических лиц составляет основную часть биржевого оборота – 78,3%, из них доля иностранных инвесторов составляет 31,7%. Несомненно, что повышение уровня доверия инвесторов к инструментам фондового рынка и расширение участия населения и юридических лиц на рынке ценных бумаг является одной из важнейших задач отечественной фондовой биржи [4].

Тем не менее, несмотря на выставление на торги фондовой биржи пакетов акций акционерных обществ по решениям правительства, значительная доля акций, в том числе контрольный пакет остается у государства. В условиях закрепления за государством более 50% акций, вторичные эмиссии неэффективны. Для одновременного сохранения государственного контроля и привлечения капитала предлагается выпустить варранты на акции, которые находятся в государственной собственности. При этом данные ценные бумаги могут получить статус государственных и часть привлеченных средств может быть направлена в республиканский бюджет.

Такая схема привлечения капитала имеет ряд преимуществ для эмитента, инвесторов и государства. Во-первых, эмитент имеет возможность разместить варранты по цене, превышающей настоящую рыночную стоимость акций. По варрантам не требуется выплат дивидендов. Во-вторых, инвесторы получают инструмент для снижения риска и спекуляции. Варрант, выпущенный под акции blue chips, может стать ликвидным, активно торгуемым финансовым инструментом. При этом инвестор может снизить свой риск за счет одновременного проведения операций с акциями и варрантами одного АО. И в-третьих, государство сохраняет контроль за предприятием и ценными бумагами до срока реализации варранта.

Таким образом, в результате изучения нами финансового состояния действующих в республике акционерных обществ на основании вышеописанной методики можно сформулировать следующие выводы:

1. АО в Республике Узбекистан обладают относительно устойчивым финансовым положением. Акции действующих компаний, относящихся к категории «blue chips», входят в число нормально торгуемых ценных бумаг. Учитывая монопольное положение этих предприятий и их

главенствующую роль в отрасли, можно сделать вывод о целесообразности выпуска акций или производных ценных бумаг.

2. Некоторые АО находятся в тяжелом финансовом положении, вызванном неплатежами потребителей услуги. В таких условиях акции компании могут стать привлекательными только при реализации крупного пакета стратегическому инвестору.

3. Некоторые АО, в соответствии с принятой руководством компании стратегией финансирования, отказываются от привлечения заемных средств.

4. При оценке возможности размещения ценных бумаг акционерным обществом необходимо провести анализ инвестиционного качества обращающихся ценных бумаг компании с помощью статистических методов расчета. В рамках статистических методов необходимо провести расчеты привлекательности инвестиций, исходя из оценки вложений по уровню риска. Чем ниже риск, тем выше стоимость анализируемого АО и его ценных бумаг.

### Литература

1. Жуков Е. Ф., Басс А. Б., Литвиненко Л. Т. Рынок ценных бумаг: учебник / Wolters Kluwer Russia. 2010.
2. Ван Хорн Дж.К., Вахович Дж. М. Основы финансового менеджмента / М. «Вильямс». 2004.
3. Ernest Jones Guide to Business Finance. FT Series/ Financial Times Management. 1998.
4. Республиканская фондовая биржа. Буллетень: итоги 9 месяцев 2016 года. Т., 2016.