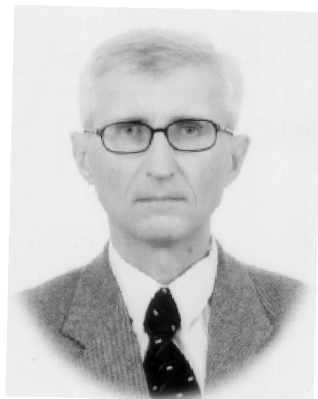




Текутьев Владимир Евгеньевич окончил Инженерно-экономический факультет НИИЖТа в 1971 г., кандидат экономических наук, доцент, заведующий кафедрой «Финансы и кредит» СГУПС. Область научных интересов — оценка эффективности инвестиций. Принимал участие в разработке транспортного раздела программы «Сибирь», в обосновании эффективности и очередности электрификации железных дорог Монголии.

УДК 330.322

В.Е. ТЕКУТЬЕВ

К ВОПРОСУ О СТРАНОВОМ РИСКЕ АКЦИЙ РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ

Государственная стратегия развития железнодорожного транспорта в Российской Федерации на перспективу до 2030 г., одобренная Правительством в сентябре 2007 г., предусматривает реализацию одной из самых масштабных в истории инвестиционных программ. Выступая на Железнодорожном съезде 25 октября, президент ОАО «РЖД» В. Якунин охарактеризовал масштабы этой программы и источники ее финансирования. Он, в частности, сказал: «Потребные инвестиционные ресурсы для реализации стратегии оцениваются по максимальному варианту в 13,7 трлн р.». И далее: «...предполагается следующее распределение инвестиций по источникам финансирования: частные инвесторы — почти 76 %, в том числе холдинг ОАО «РЖД» обеспечит свыше 43 % всех инвестиций, Российская Федерация — 19,5 %, а субъекты Федерации — 4,6 %. Таким образом, три четверти необходимых финансовых ресурсов для реализации стратегии должен дать частный капитал, причем максимальный вклад в развитие железнодорожной отрасли внесет ОАО «РЖД».

Одним из путей активизации интереса частных инвесторов к отрасли можно считать создание дочерних и зависимых обществ (ДЗО). Так, в 2006 г., во исполнение планов третьего этапа структурной реформы, созданы и начали хозяйственную деятельность дочерние компании, оказывающие услуги, связанные со специализированными перевозками грузов — ОАО «Трансконтейнер» и ОАО «Рефсервис». На первоначальном этапе эти компании выступают как операторы железнодорожного подвижного состава. ОАО «РЖД» создало 44 дочерних и зависимых обществ (по данным на октябрь 2007 г.). Уже подготовлено размещение акций ряда дочерних компаний на фондовом рынке, инициировано создание механизмов для привлечения частных инвесторов в отрасль. Далее президент ОАО сформулировал перспективное предложение «о выводе на фондовый рынок части акций самого ОАО «РЖД» при безусловном сохранении государственного контроля над железнодорожной инфраструктурой».

Таким образом, одним из основных каналов привлечения частных, в том числе иностранных, инвестиций является фондовый рынок, на котором размещаются акции и корпоративные облигации российских эмитентов. Естественно, что любая компания стремится к тому, чтобы цена привлекаемого капитала была по возможности низкой, так как капитализация компании при этом растет, что

является главной целевой функцией финансового менеджмента для условий реализуемой в России модели экономики. Разные авторы приводят разные русские аналоги англоязычному термину *Cost of capital*. Одни переводят его как *стоимость капитала*, другие — как *цена капитала*.

Стоимость (цена) капитала (Cost of capital) — это удельные (выраженные в *процентах* к величине капитала) расходы предприятия по оплате, которую предприятие должно обеспечить владельцу капитала, чтобы он был согласен вложить его в данное предприятие (проект) или сохранить в нем свое участие. По отношению к предприятию, в которое инвестируется капитал, владельцы последнего подразделяются на собственников (например, пайщиков или акционеров) и кредиторов. Так, если покупатели облигаций готовы купить их при условии, что получают, скажем, 10 % на свои вложения, то это и будет в первом приближении выражать для предприятия стоимость облигационного займа как источника заемного капитала (без учета затрат на размещение и экономии по налогу на прибыль, которую получит предприятие в результате уплаты процентов). Если держатели бумаг предприятия (как долевых, так и долговых) сочтут, что фактически полученная (или ожидаемая) доходность их бумаг ниже той, на которую они рассчитывали, они могут деинвестировать свои вложения, т. е. просто продать принадлежащие им акции или облигации. Массовый сброс ценных бумаг предприятия приведет к падению их котировок, по крайней мере до уровней, при которых их новые держатели получают желаемую доходность. При этом общая капитализация компании (т. е. рыночная стоимость всех ее ценных бумаг) понизится, следовательно, понизится рыночная оценка соответствующих финансовых активов у всех держателей, в том числе у тех, кто ранее воздержался от их продажи.

Величина капитала может быть дана в балансовой или рыночной оценке. Первая отражает сумму средств, фактически вложенных в компанию ее собственниками и кредиторами; вторая — сумму средств, которую можно выручить сегодня, продав все активы компании (капитал в широком смысле) или ее акции и долгосрочные обязательства. Последнее зависит от величины *свободного денежного потока*, генерируемого фирмой. Ниже приводится схема его формирования с применением терминологии, считающейся в финансовом менеджменте общепринятой.

$$\begin{aligned}
 & \frac{EBIT}{+ DPN} \\
 & = EBITDA \\
 & \frac{- TAXES}{= NOPAT} \\
 & \frac{- NWC}{= NOCF} \\
 & \frac{- CF \text{ от инвестиционной деятельности}}{= FCF},
 \end{aligned}$$

где *CF* (*Cash flow*) — денежный поток; *EBIT* (*Earning before interest and taxes*) — прибыль до уплаты процентов и налогов; *DPN* (*Depreciation*) — амортизация; *EBITDA* (*Earning before interest, taxes, depreciation and amortization*) — прибыль до вычета расходов по процентам, уплаты налогов и амортизационных отчислений; *TAXES* — сумма налога на прибыль корпорации;

NOPAT (Net operating profit after tax) — чистая прибыль от операционной деятельности; *NWC (Net working capital)* — чистый оборотный капитал. Его прирост требует инвестиционных затрат (знак «-»), в противном случае происходит высвобождение инвестиций (знак «+»); *NOCF (Net operating cash flow)* — чистый денежный поток, равный разности между всеми денежными притоками и оттоками (в последние, как известно, не включается амортизация, поскольку не генерирует ни притоков, ни оттоков).

FCF (Free cash flow) — это поток денежных средств, которые могут быть направлены предприятием его инвесторам и кредиторам. Тогда рыночная оценка чистых активов компании (ее долгосрочного капитала, иначе — ее рыночная капитализация) может быть рассчитана следующим образом:

$$V = FCF / (WACC - G), \quad (1)$$

где *WACC* — *Weighted average cost of capital* — средневзвешенная стоимость капитала; *G* — ожидаемый среднегодовой темп прироста свободного денежного потока, генерируемого фирмой.

В свою очередь,

$$WACC = \sum_{i=1}^n c_i w_i, \quad (2)$$

где c_i — цена i -го источника капитала; w_i — удельный вес соответствующего источника в общем объеме финансирования.

Важнейшим этапом жизни открытого акционерного общества является *IPO — Initial Public Offering* (публичное размещение акций на первичном рынке). IPO помогает компании финансировать свой рост, обеспечивает гибкость структуры капитала, снижает стоимость капитала и долговую нагрузку, максимизирует стоимость компании, обеспечивает ее ликвидность для акционеров. IPO бывает один раз в жизни любого акционерного общества, дает возможность привлечь финансовые ресурсы с рынка акционерного капитала и, самое главное, открыть для компании возможность обращаться к этому источнику вновь и вновь — уже в порядке доразмещений (*follow-on*). Финансовый обозреватель Мелс Цховребов в статье «IPO: в Лондон через РТС» (журнал «Слияния и поглощения», 29.05.2006. 005. С. 42–47) пишет: «Значение России на мировом рынке IPO будет расти: динамика первичных размещений и заявленные планы по IPO российских компаний свидетельствуют о том, что бум российских IPO уже начался, и эта тенденция сохранится в течение последующих лет. По расчетам журнала «Слияния и Поглощения», объем ожидаемых первичных размещений российских компаний в 2007 г. — \$13,54 млрд». По данным из этого же источника в 2005 г. российские компании привлекли \$4,9 млрд в ходе 11 размещений, что превышает показатель 2004 г. более чем в 4 раза. Для сравнения: всего в мире в 2005 г. было проведено 1537 сделок IPO на общую сумму \$167 млрд, в том числе европейские компании привлекли \$62 млрд, американские — \$33 млрд, большой Китай — \$22 млрд. Выручив \$1,56 млн, АФК «Система» заняла пятое место среди крупнейших первичных размещений акций в Европе. «Рынок IPO, — констатирует М. Цховребов, — продолжает отражать общие изменения в мировой экономике, а именно — энергичный рост в странах с развивающейся экономикой, связанный с наличием большого потребительского рынка, высокой доходностью инвестиций по сравнению с развитыми странами. По данным исследования Ernst & Young, не менее 29 стран, включая Россию,

Бразилию, Египет, Грецию, Индию, Израиль, Казахстан, Малайзию, Польшу, Саудовскую Аравию, Южную Корею и ОАЭ, по суммарному объему IPO компаний преодолели рубеж в \$1 млрд». В свете сказанного несомненный интерес в плане ликвидности рынка акций российских эмитентов и цены привлекаемого капитала представляет так называемый страновой риск инвестиций. Речь идет о *дополнительной компоненте премии за риск, обусловленный экономическими и иными особенностями страны происхождения эмитента* к норме доходности, требуемой инвесторами, вкладывающими свои капиталы в среднестатистическую акцию, включенную в корзину одного из всемирно признанных за эталон фондовых индексов. В нашем случае это индекс *Standard and Poor's 500 (S&P 500, SPX)*. Автором предпринята попытка оценить страновую составляющую риска в рамках CAPM (Capital Assets Pricing Model — модели оценки капитальных активов) У. Шарпа. Эта модель объясняет требуемую доходность инвестиций в акции конкретной компании (R_i):

$$R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f), \quad (3)$$

где R_f — ставка доходности инвестиций в безрисковые активы (например, государственные ценные бумаги); R_m — средняя по рынку ставка доходности инвестиций в акции; β_i — коэффициент бета для конкретной акции, измеряющий степень подверженности инвестиций в конкретную акцию риску, общему для всего рынка акций.

Выражение, стоящее в скобках, носит название *Equity Risk Premium (ERP)* — премия за риск инвестиций на рынке акций:

$$ERP = R_m - R_f \quad (4)$$

Из (3) с учетом (4) получим

$$\beta_i = \frac{R_i - R_f}{R_m - R_f}, \quad (5)$$

т. е. отношение дополнительной (сверхбезрисковой) доходности инвестиций в конкретную акцию к дополнительной доходности рынка акций в целом; иначе — это отношение требуемой премии за риск конкретной инвестиции к премии за систематический риск инвестиций на рынке в целом. Это позволяет характеризовать бета как измеритель систематического риска конкретной инвестиции. Практически коэффициенты бета рассчитываются как угловые коэффициенты линий регрессии доходности конкретной инвестиции относительно доходности рынка. Из курса математической статистики известна соответствующая формула:

$$\beta = \frac{\sum_t (X(t) - \bar{X})(Y(t) - \bar{Y})}{\sum_t (X(t) - \bar{X})^2}. \quad (6)$$

Полагая за $X(t)$ доходность рынка в t -м периоде, за $Y(t)$ — доходность конкретной инвестиции в этом же периоде, получаем окончательную формулу бета для i -й акции:

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}, \quad (7)$$

где σ_{im} — ковариация доходностей конкретной акции и рынка акций; σ_m^2 — дисперсия доходности рынка.

Значения бета-коэффициентов будут тем точнее, чем более обширна статистика, используемая для их расчета. Так, известная фирма *Bloomberg*, специали-

зирующаяся на оценках такого рода, использует обычно ежемесячные данные о доходности за период пять лет. Многие российские эмитенты, выходящие на IPO, ретроспективными данными такой продолжительности не располагают. Это, в частности, относится и к ДЗО, образованным путем выделения из ОАО «РЖД». Так, уже упоминавшееся выше ОАО «Трансконтейнер» имеет годовую отчетность лишь за 2006 г., в котором компания была образована. Представляется, что инвесторы могут получить в первом приближении значение приемлемой премии за риск инвестиций в активы такого рода и, следовательно, о приемлемых суммах, в которые эти активы могут быть оценены при выставлении на торги. Для этого можно было бы воспользоваться имеющейся богатой статистикой о премиях, получаемых на *развитых рынках* за риски инвестиций в активы компаний с *соответствующей капитализацией* и работающих в *соответствующих секторах*, если скорректировать эти премии на страновой риск. Для оценки такого риска автором рассчитаны значения углового коэффициента линии регрессии доходности российского индекса *PTC* (дальнейшее обозначение в формулах — *RTSI*) относительно доходности индекса *S&P500* (в дальнейшем — *SPX*). Ниже (рис. 1–4) приводятся графики, характеризующие динамику значений этих индексов как на интервале 3,5 года (февраль 2002 — май 2006 г.), так и на интервале около одного года. В первом случае рассчитывались значения месячной доходности (41 точка), в последнем случае для расчета доходности использовались подекадное изменение индексов (34 точки). Для расчета доходности индексов использовалась стандартная формула:

$$R_{I(t)} = \frac{I(t) - I(t-1)}{I(t-1)}, \quad (8)$$

где $I(t)$, $I(t-1)$ — значения индекса на две соседние даты.

Для периода 2002–2006 гг. получены следующие значения коэффициента бета, которые можно назвать *страновыми*, и коэффициента детерминации:

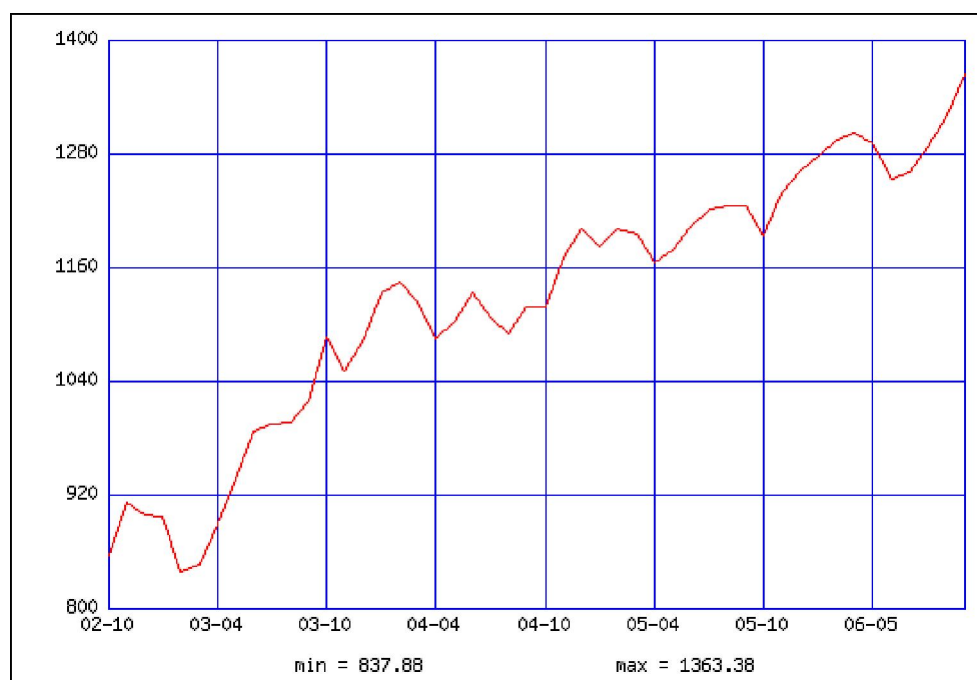


Рис. 1. Динамика фондового индекса S&P 500

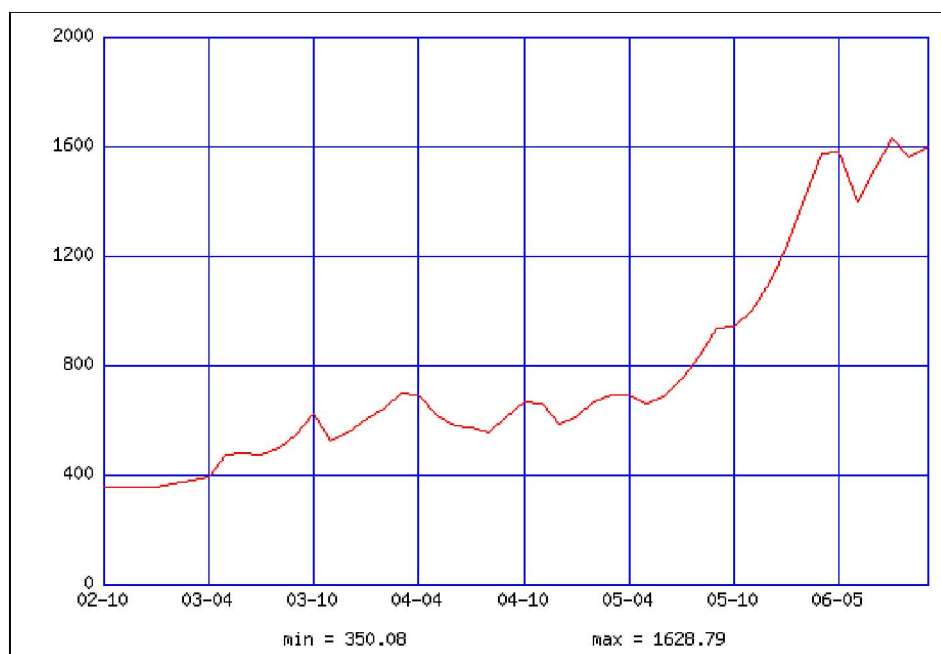


Рис. 2. Динамика российского фондового индекса РТС

$$B_{RTSI/SPX} = 2,16; \quad R^2 = 0,30.$$

Соответствующие расчеты для периода с ноября 2006 г. по октябрь 2007 г. дали следующие результаты:

$$B_{RTSI/SPX} = 1,13; \quad R^2 = 0,14.$$

[1 неделя](#) | [1 мес.](#) | [3 мес.](#) | [6 мес.](#) | [1 год](#) | [2 года](#) | [Все данные](#)



Рис. 3. Краткосрочная динамика S&P 500

[1 неделя](#) | [1 мес.](#) | [3 мес.](#) | [6 мес.](#) | 1 год | [2 года](#) | [Все данные](#)

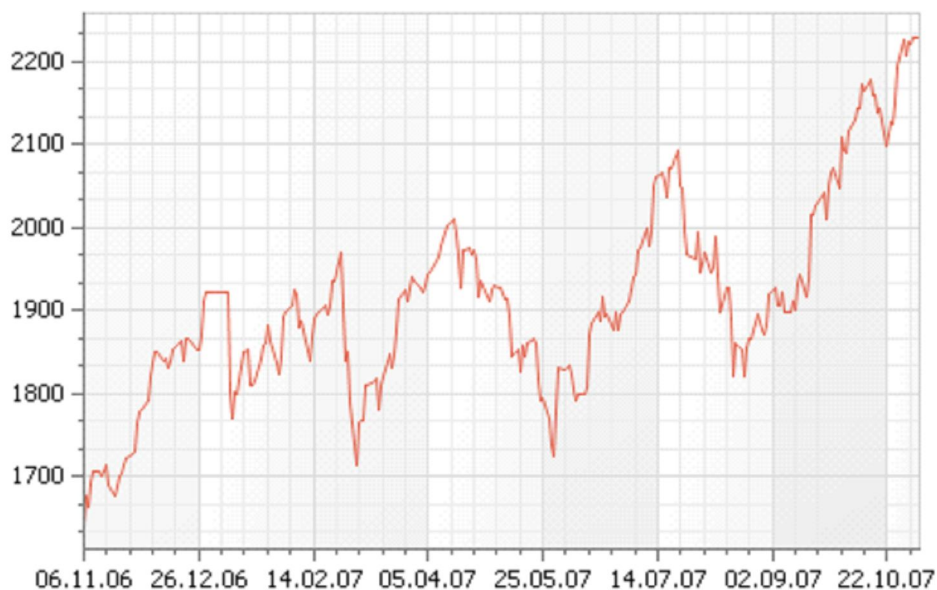


Рис. 4. Краткосрочная динамика РТС

Полученные результаты при любых оговорках на политические и иные трудно квантифицируемые факторы риска можно, по мнению автора, расценить как подтверждение снижения странового риска инвестиций в акции российских эмитентов.