

## УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСОВЫМИ ИНВЕСТИЦИЯМИ: ФАКТОРЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ

### Семенкова Елена Вадимовна

доктор экономических наук, профессор кафедры управления рисками, страхования и ценных бумаг РЭУ им. Г. В. Плеханова.

Адрес: ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова», 117997, Москва, Стремянный пер., д. 36.

E-mail: vadimovna1231955@mail.ru

В статье рассматриваются условия финансового инвестирования в развитие производительных сил России. Обосновываются факторы инвестиционной привлекательности для глобальных инвесторов. Анализируются ключевые факторы, определяющие инвестиционную привлекательность финансовых вложений в инструменты российского фондового рынка: динамика макроэкономических показателей, дивидендная доходность, корпоративное управление, инфраструктура финансового рынка. Исследуется взаимосвязь ликвидности и волатильности отечественного фондового рынка с характером операций – спекулятивных и инвестиционных. Оцениваются риски управления финансовыми инвестициями на базе использования инструментов и механизмов фондового рынка. Разработаны рекомендации по привлечению инвестиционного капитала на основе использования инструментов и механизмов фондового рынка. Предложены меры по активизации факторов инвестиционной привлекательности отечественного фондового рынка.

*Ключевые слова:* финансовое инвестирование, финансовые рынки, инструменты фондового рынка, ключевая ставка, глобальные инвесторы, информационная эффективность рынков, ликвидность, волатильность, риски инвестирования.

## MANAGING FINANCE INVESTMENT: FACTORS OF INVESTMENT APPEAL

### Semenkova, Elena V.

Doctor of Economics, Professor of the Department for Risk Management, Insurance and Securities of the PRUE.

Address: Plekhanov Russian University of Economics, 36 Stremyanny Lane, Moscow, 117997, Russian Federation.

E-mail: vadimovna 1231955@mail.ru

The article discusses conditions of finance investment in the development of productive forces in Russia. Factors of investment appeal to global investors are shown. The author analyzes key factors determining investment appeal of finance investment in tools of Russian stock market: dynamics of macro-economic indicators, dividend profitability, corporate governance, infrastructure of finance market. Interconnection between liquidity and volatility of Russian

stock market and the nature of transactions – speculative and investment – was researched. Risks of managing finance investment based on tools and mechanisms of stock market were estimated. The author worked out recommendations aimed at attracting investment capital on the basis of instruments and tools of stock market and designed steps necessary to intensify factors of investment appeal of Russian stock market.

*Keywords:* finance investment, finance markets, tools of stock market, interest rate, global investors, information efficiency of markets, liquidity, volatility, investment risks.

Одна из актуальных проблем отечественной экономики состоит в создании условий для инвестирования в развитие производительных сил России. Основным риском развития является низкая инвестиционная активность крупнейших предприятий. Только в I квартале 2015 г. основные средства сократились на 0,2%, а долгосрочные финансовые вложения выросли незначительно, при этом каждым третьим предприятием инвестиционная деятельность осуществлялась в условиях дефицита долгосрочных (инвестиционных) ресурсов.

Острый дефицит финансовых ресурсов требует активизации всех инструментов и механизмов инвестирования, в первую очередь фондового рынка. Процессы антиглобализации в мировом рыночном пространстве динамично развиваются в направлении создания новой финансовой модели и в настоящий переходный период приводят к изменениям факторов инвестиционной привлекательности, к асимметриям в оценке влияния суверенного кредитного рейтинга и непредсказуемости воздействия глобальных рисков. Фондовый рынок в России, классической функцией которого является обеспечение перелива сбережений в инвестиции, по существу, утратил инвестиционную привлекательность. Основной характеристикой эффективности работы биржи является обеспечение высокой ликвидности финансовых активов, обращающихся на ней, которая в обобщенном виде характеризуется количеством и объемом сделок, совершаемых на ее торговых площадках. Для решения проблемы ликвидности необходимо привлечение новых участников торгов. С

этой целью с 1 октября 2015 г. в программы поддержки ликвидности на фондовом рынке по акциям, ОФЗ и еврооблигациям вносятся изменения, направленные на совершенствование работы маркетмейкеров.

Вместе с тем ликвидность биржевой торговли является только одним из условий работы фондового рынка как инвестиционного механизма привлечения средств глобальных инвесторов в отечественную экономику. Если фондовый рынок как инвестиционный механизм не работает, то единственным рыночным каналом привлечения средств для инвестиционного роста российских компаний по-прежнему будут оставаться только банковские структуры. Учитывая назревающие проблемы в банковском секторе, связанные и с увеличением в их портфелях доли просроченной задолженности, и с ухудшением показателей финансовой деятельности, вряд ли можно рассчитывать на то, что банки сумеют полностью обеспечить финансовые потребности развития корпораций. Так, количество действующих кредитных организаций на 1 сентября 2015 г. в сравнении с началом года снизилось с 834 до 774, при этом число убыточных возросло с 126 до 232, сумма убытков соответственно увеличилась с 264 до 373 млрд рублей. Резко возросла степень использования краткосрочных обязательств в качестве источника формирования долгосрочных активов – с 23,8% в начале 2015 г. до 29,1% на 1 сентября 2015 г. В доходах банков максимальной является доля от операций с инвалютой (рост с 82,6 до 88,8%), доля операций с инвалютой в расходах увеличилась с 82,7 до 88,7%. При этом рентабельность предприятий заемщиков в це-

лом по хозяйству составляет 3,9%. В отраслевом разрезе максимальная рентабельность у обрабатывающих производств (6,8%), минимальная – в транспорте и связи (-1,2%)<sup>1</sup>. Очевидно, что даже если ключевая ставка составляет 11%, а минимальные реальные ставки на 3–4% выше, то возможность возврата банковских кредитов весьма низкая, так как рентабельность заемщиков в два раза ниже. Таким образом, поступление финансовых ресурсов для инвестиционных программ и иных потребностей через банковское кредитование сокращается. Этот процесс находит эмпирическое подтверждение (доля обязательств предприятий перед банками в общем объеме обязательств предприятий за текущий год сократилась почти на 13%). Таким образом, проблема привлечения инвестиций на базе использования инструментов и механизмов фондового рынка становится злободневной. Кроме того, фондовый рынок мобилизует принципиально иные источники финансирования, привлекая средства глобальных инвесторов.

Полезность фондового рынка как инвестиционного механизма перетока сбережений в инвестиции доказана более чем 500-летней историей существования фондовых бирж. Так, первая регулярно функционирующая биржа, на которой торговались ценные бумаги, окончательно сложилась к середине XV в. в голландском городе Брюгге. Сегодня ни у кого не вызывает сомнения, что развитые экономики мира имеют практически неограниченный доступ к инвестиционным ресурсам через крупнейшие фондовые биржи.

Финансовое инвестирование через инструменты и механизмы фондового рынка можно описать тремя составляющими: деньги, время и риск.

Первая переменная – деньги – характеризует планируемую отдачу от финансовых инвестиций. Если финансовое инвестирование осуществляется в акции, то ре-

зультативность инвестиционного процесса определяется предполагаемым ростом фундаментальных показателей компаний, их эмитировавших, а также, возможно, и степенью их недооцененности, когда их «справедливая цена» в силу конъюнктуры рынка выше их рыночной стоимости. Формирование финансового потока как возврата инвестиций происходит как путем дивидендных выплат (текущий доход), так и за счет роста курса акций в момент их продажи (конечный доход). Их совокупность (текущего и конечного дохода) по отношению к инвестируемым деньгам и определяет доходность инвестиций.

Вместе с тем без временных характеристик этого процесса оценить результативность инвестиционного процесса невозможно. Время – инвестиционный период, на который инвестор готов разместить деньги. Конечный пользователь – эмитент привлекает средства в уставный капитал акционерного общества бессрочно. Таким образом, инвестор может управлять финансовыми инвестициями только в условиях хорошо развитого рынка с отлаженной инфраструктурой и высокой ликвидностью.

Риск – это совокупность факторов неопределенности, которые могут изменить конфигурацию финансовых потоков, формируемых на основе использования инструментов и механизмов фондового рынка. Основным фактором, влияющим на стоимость финансовых потоков, является изменение цены акций, поэтому количественно риск на рынке акций измеряется волатильностью.

Так почему в России инвестиционный механизм не работает и операции на Московской бирже (МБ) осуществляются в основном спекулянтами? Это определяется во многом характером операций на данном рынке и, по существу, соотношением инвестируемого и спекулятивного капитала. Если наблюдается превышение спекулятивных операций над инвестиционными, то фондовый рынок перестает функционировать как рынок капитала, не обес-

<sup>1</sup> URL: <http://www.finam.ru/analysis/marketnews/factory-uluchsheniya-dinamiki-kotirovok-rossiyskix-akciiy-k-zakrytiyu-torgov-otsutstvuyut-20151016-14550/>

печивает эффективного перераспределения финансовых ресурсов для инвестиционных программ публичных компаний и становится игрушкой для спекулянта.

Прежде всего следует отметить преобладание на МБ таких спекулятивных операций, как day-trading (внутридневная торговля), а также статистического арбитража. Внутридневная торговля осуществляется трейдером непосредственно на основе анализа новостного фона с целью получения курсовой разницы от колебания цен и спекулятивной прибыли или убытка. Спекулятивные операции краткосрочные, так как к концу дня трейдер закрывает открытые позиции. Та же цель достигается и при использовании механических торговых систем – компьютерных программ, которые на основе математических алгоритмов совершают операции на рынке. С точки зрения воздействия на инвестиционный процесс принципиальных различий между ними нет. Обе стратегии направлены на извлечение рыночных аномалий и предполагают анализ волатильности рынка, а не инвестиционной привлекательности инструментов с точки зрения инвестиционной составляющей дохода – процентных и дивидендных выплат, долгосрочного роста инвестиционной стоимости обращающихся инструментов.

Спекулятивные операции, имея источником дохода высокую волатильность, усиливают неопределенность на рынке и сокращают продолжительность инвестиционных операций, вытесняя их. Экономические показатели компаний не принимаются в расчет. Напротив, низкая волатильность рынка создает эффективный механизм инвестирования, так как ресурсы направляются на финансирование компаний (публичных акционерных обществ), которые имеют лучшие фундаментальные показатели для роста стоимости обращающихся активов. Если основу рынка составляют инвестиционные операции, связанные с привлечением капитала в наиболее эффективные проекты, то наличие спекулятивного капитала выполняет важ-

ную функцию – сглаживает краткосрочные колебания цены и создает необходимую ликвидность для информационной эффективности рынка.

Гипотеза эффективных рынков предполагает, что чем быстрее и точнее информация о компании редактируется в ценах ее акций, тем эффективнее рынок. Информационно эффективные рынки работают на инвестора, так как позволяют определить рыночную стоимость обращающихся активов (на информационно эффективных рынках она непредвзято колеблется около их истинной инвестиционной стоимости). На таких рынках разумный инвестор может принимать взвешенные инвестиционные решения, рассчитывая на инвестиционный доход, который включает процентные и дивидендные выплаты. Информационно неэффективные рынки, как правило, являются полем действия для спекулянтов. На таких рынках не вся информация и неполностью отражается в ценах.

Трейдеры GoldmanSachs определили, что только 3% всей информации, доступной на рынке для управляющих, инвесторов и трейдеров, является значимой. Основная задача – определить, какая информация является значимой, и абстрагироваться от остального информационного шума. Когда выходят важные новости, профессиональные портфельные управляющие уже, как правило, в курсе значения, которое выйдет, его влияния на рынок и используют ликвидность, созданную спекулянтами, пытающимися отыграть текущую новость для закрытия своих позиций.

Для целей инвестирования российский фондовый рынок должен быть глубоким, ликвидным, с хорошей инвестиционной составляющей и низкой волатильностью.

Проблема привлечения денег через инструменты и механизмы фондового рынка для реализации инвестиционных программ зависит не только от традиционных показателей, характеризующих качество инвестиционных проектов (нормы рентабельности, срока окупаемости, чувстви-

тельности проектов к традиционным рискам и т. д.), но и от изменения инвестиционной среды. Именно она определяет возможные риски инвестирования и в конечном итоге эффективный инвестиционный период.

Инвестиционная среда глобального финансового рынка определяется доминирующими игроками, к которым относятся экономически развитые фондовые рынки США и Западной Европы. Поэтому процессы движения финансового капитала на данных рынках во многом определяются склонностью глобальных инвесторов к операциям на развивающихся рынках.

По данным аналитиков рейтингового агентства Fitch, рост мировой экономики в 2015 г. составил лишь 2,3%. Таких низких темпов роста не наблюдалось с 2009 г., последнего года глобального финансового кризиса начала XXI в. К числу важных причин замедления мировой экономики относятся рецессия в Бразилии и России, а также структурное замедление в Китае и

на многих развивающихся рынках. На склонность глобальных инвесторов к финансовому инвестированию в отечественные активы негативно влияет падение цен на сырьевые товары (прежде всего нефть), а также политические шоки. По мнению аналитиков, за текущей глубокой рецессией в России и Бразилии (-4% и -3% в 2015 г. соответственно) последует лишь слабое восстановление начиная с 2016 г. в России (0,5%) и только с 2017 г. в Бразилии (1,2%). Даже в Китае прогнозируется постепенное снижение роста с 6,8% в 2015 г. до 6,3% в 2016 г. и 5,5% в 2017 г. Это предопределяет более высокую волатильность российского фондового рынка не только по сравнению с развитыми рынками, но и развивающимися и, следовательно, более высокие риски инвестирования, чем на других развивающихся рынках БРИКС. Высокую волатильность российского фондового рынка наглядно демонстрирует сравнительная динамика фондовых индексов RTS и S&P 500 за последние 15 лет (рисунок).

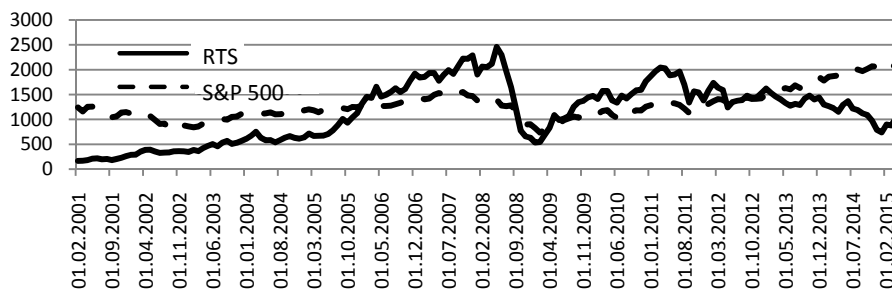


Рис. Сравнительная динамика индексов RTS и S&P 500 в 2000–2015 гг.

На рисунке показана дивергенция в движении фондовых индексов RTS и S&P 500 за последние три года. Это связано не только с борьбой за привлечение инвестиционных ресурсов, но и с предпочтениями глобальных инвесторов, которые в период нестабильности на фондовом рынке избегают рискованных активов, к которым прежде всего относятся акции российских корпораций, обращающиеся на отечественном фондовом рынке. Снижение спроса на российские акции и уменьшение объема торгов не могут не сказаться на фундаментальной оценке обращающихся

на отечественном фондовом рынке акций. С одной стороны, можно утверждать, что акции оцениваются в связи с теми рисками, которые принимают на себя инвесторы. С другой стороны, низкий коэффициент  $P/E$ , которым характеризуется отечественный рынок акций, может свидетельствовать о том, что акции недооценены. Анализ динамики этого показателя свидетельствует о том, что с 2000 г. индекс ММВБ вырос примерно в 8 раз, а коэффициент  $P/E$  не изменился, т. е. рост дохода на одну акцию соответствовал росту цены акции на рынке. Если проанализировать тот же процесс на

фондовом рынке США, то рост прибыли существенно отстает от роста цены акций ведущих корпораций США. Однако целостной картины инвестиционной привлекательности акций российских корпораций не складывается в результате сильной дифференциации рыночных мультипликаторов, представленных по «голубым фишкам» (сентябрь 2015 г.).

Анализируемые компании относятся к «голубым фишкам» – крупнейшим по капитализации российским компаниям с ликвидными акциями. В практике сравнительной оценки инвестиционной привле-

кательности компаний, акции которых обращаются на фондовом рынке, и прогноза их стоимости аналитиками используется подход с применением мультипликаторов, которые отражают отношение цены акции (или рыночной капитализации) к основным показателям деятельности компании.

В таблице отражены наиболее популярные из них –  $P/E$ ,  $P/S$ , где  $P$  – рыночная капитализация;  $E$  – чистая прибыль;  $S$  – продажи (выручка от реализации). Однако анализ свидетельствует о дифференциации не только по отраслям, но и внутри отрасли по отдельным компаниям.

#### Мультипликаторы российских компаний (ПАО)

	Сар., млн долл.	$P/E$	$P/S$	ROS, %	$EV/EBITDA$
НОВАТЭК	28 552,46	102,12	5,53	5,42	20,17
Газпром	50 290,14	31,40	0,76	2,41	5,08
Роснефть	40 216,71	8,50	0,49	5,82	8,44
Лукойл	30 204,33	8,16	0,23	2,81	3,82
Сургутнефтегаз	18 582,88	1,18	1,17	99,35	6,68

Так, показатель  $P/E$  показывает, за сколько лет окупятся инвестиции в бизнес. Сильно переоцененными выглядят акции компании «НОВАТЭК», срок окупаемости инвестиций у которой составляет 102 года, тогда как у Сургутнефтегаза – всего лишь год с небольшим. На текущий момент госкомпания «Газпром» является самой дешевой «голубой фишкой» на российском фондовом рынке. Показатели  $P/E$  и  $EV/EBITDA$  у нее составляют 2,5х, тогда как у того же растущего НОВАТЭКа (компания не вполне релевантна для сравнения) они выше в пять раз – 13,5х. Это, на наш взгляд, свидетельствует о нерепрезентативности данных показателей на отечественном рынке ценных бумаг.  $P/S$  отражает рыночную стоимость компании в количестве годовых выручек. Коэффициент рентабельности продаж ROS (Return on Sales) – отношение чистой прибыли компании к ее обороту. И вновь остается загадкой тот факт, что Роснефть, имея рентабельность продаж выше, чем у компании «НОВАТЭК», оценивается в два раза меньше, чем годовая выручка, а компания

«НОВАТЭК» – 5,5 годовых выручек. Это свидетельствует о высоких рисках в акциях компаний вследствие их обращения на отечественном фондовом рынке. Поэтому при возникновении любых опасений относительно динамики мировой экономической конъюнктуры российские акции в первую очередь оказываются в зоне риска.

Очевидно, что инвесторы предпочитают в первую очередь избавиться от рискованных российских акций, что приводит к высокой волатильности российского фондового рынка по сравнению с другими развивающимися странами. Если глобальные инвесторы не уверены в результативности инвестиционного процесса, то для притока финансовых инвестиций необходимо изменить восприятие ими риска российского фондового рынка. Для этого рассмотрим комплекс факторов, влияющих на результативность инвестиционного процесса на российском фондовом рынке.

В контексте предложенной нами классификации – это деньги (динамика макроэкономических показателей, дивидендная доходность, корпоративное управление);

время (инфраструктура финансового рынка) и риск глобального кризиса мировой финансовой системы.

Основным фактором, влияющим на желание инвесторов вкладывать в экономику страны, является динамика ВВП. Именно ВВП выступает тем показателем, по которому оценивается стабильность экономического роста, и показателем, стимулирующим динамику инвестиций через инструменты и механизмы фондового рынка. Однако взаимосвязь между этими показателями не столь однозначна. Рейтинговое агентство S&P ухудшило прогноз по динамике ВВП России в 2015 г. с -2,6 до -3,6%. Снижение нефтяных цен, по мнению агентства, ухудшает перспективы восстановления экономики. На ухудшение прогноза также повлияла более жесткая, чем предполагалось ранее, финансовая и монетарная политика. В случае ожидания роста ВВП фондовые индексы могут также расти, и наоборот, в случае негативных прогнозов по ВВП котировки акций будут снижаться.

Учитывая, что биржевые индексы являются опережающими индикаторами, которые изменяются прежде, чем произойдет движение экономики в целом, их динамика может сопровождаться последующим ростом ВВП. Рост биржевых индексов на основе ожиданий сигнализирует о притоке инвестиций, что в свою очередь создает необходимые условия для финансирования. Принято считать, что биржевые индексы отражают настроения инвесторов с опережением по отношению к реальной динамике ВВП на период 3–6 месяцев.

Вместе с тем в движении фондового рынка как в магическом кристалле отражается множество факторов. Прямое и непосредственное влияние на динамику ВВП оказывает инфляция. На сентябрь 2015 г. инфляция составляла 15,7% в версии Банка России. Реальный ВВП представляет собой номинальный ВВП за вычетом инфляции. Таким образом, высокие темпы инфляции дисконтируют не только ВВП, но и инвестиционную привлекательность отечест-

венного фондового рынка, так как доходность инвестиций снижается на размер инфляции.

Еще одним фактором, оказывающим существенное влияние на инвестиционный процесс, является динамика процентных ставок. На фоне ослабления рубля и сокращения прибыли продолжился рост долговой нагрузки: по данным консолидированной отчетности 150 крупнейших российских компаний за 2014 г., средний коэффициент «чистый долг/EBITDA» увеличился с 1,9 до 2,2. В этой связи очень важно, чтобы рентабельность бизнеса превышала процентные ставки по кредитованию.

В российской практике этот вопрос требует отдельной трактовки. Фактические данные динамики ставки рефинансирования и рыночной процентной ставки демонстрируют смешанную динамику. Так, ставка рефинансирования не изменялась с 14 сентября 2012 г. и составляет 8,25% годовых. Вместе с тем с сентября 2013 г. ориентиром для рыночной процентной ставки стала ключевая ставка Банка России, и с этого момента она заменила ставку рефинансирования в качестве основного индикатора ЦБ РФ.

Ключевая ставка Банка России устанавливается по результатам аукционов РЕПО сроком на неделю (сроки аукционов РЕПО – 1 день, 7 дней проводятся регулярно, месячные и трехмесячные – по мере потребности в ликвидности). Решающее влияние на состояние и ликвидность фондового рынка оказывают операции прямого РЕПО с Банком России. Эти весьма значительные по объему вливания ликвидности в рынок в первую очередь нацелены на его стабилизацию в кризисные и предкризисные периоды. Хотя этот вопрос требует дополнительных эмпирических исследований, вместе с тем прослеживается взаимосвязь между объемами РЕПО, динамикой процентной ставки и волатильностью на рынке акций. Так, увеличение объемов операций РЕПО приводит в краткосрочном периоде к увеличению процентных ставок и

снижению волатильности рынка акций в среднесрочном периоде.

Можно ли считать операции РЕПО инструментом политики количественного смягчения в России? По-видимому, да, если налицо последовательное снижение процентных ставок до минимального уровня (существенно ниже, чем инфляция).

Для стимулирования инвестиционной активности предприятий необходимо резкое снижение ключевой ставки, что может вызвать серьезные риски гиперинфляции. Анализ показал, что несколько выше процентные ставки на межбанковском кредитном рынке.

Неэффективность банковского кредитования как механизма перелива сбережений в инвестиции отражается в разнице спреда между ставками на межбанковском кредитном рынке и ставками кредитования реального бизнеса (от 20% годовых). Это свидетельствует о низкой эффективности качества кредитования, высоких затратах, связанных с ростом невозврата, и т. д. Политика снижения процентных ставок стимулирует инвестиции на рынке акций и позволяет эффективно управлять структурой капитала. Таким образом, на российском кредитном рынке отсутствует выраженная динамика процентных ставок, нацеленная на инвестиционный процесс.

На эффективность функционирования фондового рынка как инвестиционного механизма оказывает влияние наличие стоимостных аномалий, связанных с недооценкой акций. Поэтому важно оценить дисконт российского фондового рынка, который выражается в существующей недооценке акций российских компаний и определяется совокупностью факторов, каждый из которых в той или иной степени влияет на формирование общего дисконта к сопоставимым зарубежным рынкам. Реализация этого дисконта позволяет получить спекулятивную составляющую дохода, которая формируется как курсовая разница в ценах акций. Известно, что положительная курсовая разница может

формироваться как у акций роста, так и у акций стоимости.

Рост хорошо оцененных на рынке акций происходит в результате роста доходности собственного капитала компании (*ROE*). К сожалению, приходится констатировать, что данный рост объясняется в основном ценовыми факторами на продаваемое Россией сырье. Положительная динамика акций стоимости связана с тем, что ранее недооцененные акции, рыночная цена которых ниже их инвестиционной стоимости, определенной финансовыми аналитиками, растут в цене, т. е. их курс приближается к инвестиционной (истинной, справедливой) оценке.

В отношении отечественного рынка ценных бумаг сегодня сложно говорить о том, что рынок работает эффективно и может отразить в реальных котировках инвестиционную стоимость акций в ближайшей перспективе. Поэтому утверждение, что российский фондовый рынок хронически недооценен относительно как развивающихся, так и развитых рынков, требует дополнительной аргументации. Однако высокая волатильность рынка, низкий коэффициент *P/E*, индикаторы технического анализа свидетельствуют о нереализованном потенциале роста акций российских компаний как за счет повышения их доходности, так и за счет улучшения инвестиционного климата. В период экономической нестабильности приоритетом для инвестора является высокая дивидендная доходность, которая может быть источником регулярного дохода, получаемого от инвестиций на фондовом рынке.

*Дивидендная доходность* рассчитывается как отношение всех дивидендных выплат за предыдущий год (годовых, промежуточных и эстрадивидендов) к цене акции. По существу, это еще одна оценка окупаемости финансовых инвестиций, которая показывает, сколько чистой прибыли компании акционер получит на каждый вложенный в акции эмитента рубль в анализируемый период. Поскольку лидеры по дивидендной доходности постоянно ме-



няются, то трудно определить какой-то общий срок окупаемости.

Основной вопрос дивидендной политики компании – определение пропорции распределения прибыли между средствами, направляемыми на развитие производства, и средствами, направляемыми на выплату дивидендов. От грамотного построения дивидендной политики во многом зависит и возможность финансирования инвестиционных проектов компании за счет нераспределенной прибыли. Продуманная дивидендная политика в конечном итоге обеспечивает инвестору высокую доходность инвестиций как за счет роста курса акций, так и за счет стабильных потоков дивидендных выплат.

В этом контексте, на наш взгляд, высокий коэффициент выплат прибыли в виде дивидендов не является безусловным фактором грамотного корпоративного управления. При наличии значительной степени износа основных фондов и необходимости финансирования инвестиционных проектов нужно тщательно обосновать пропорцию распределения прибыли и взвешенно подходить к ее доле, направляемой на выплату дивидендов. К сожалению, в российских компаниях к вопросам построения дивидендной политики подходят формально. Зачастую собственники требуют максимальной отдачи от компании, не заботясь о качестве дивидендной политики. В сознании собственников отсутствует понимание, что дивидендная политика важнее самой дивидендной доходности. И только тогда, когда компания предполагает котировать свои акции на фондовом рынке, этот вопрос становится актуальным. Если компания предполагает проводить IPO, то вопросы дивидендной политики становятся важной частью IR.

Вопросы дивидендной политики напрямую связаны со структурой собственности на акции. Следует отметить, что при проведении IPO или листинга своих акций на фондовой бирже собственники («якорные акционеры») решают вопрос о том, какая часть акций будет находиться в сво-

бодном обращении на рынке (free float). Они рассматривают проблему прежде всего с позиции сохранения контроля над финансовыми потоками акционерного общества, поэтому free float российских компаний весьма незначительный и имеет тенденцию к снижению в период низкой конъюнктуры рынка. Первоначально на рынке размещается не более 23–24% от акций публичного акционерного общества.

Дивидендная политика отечественных акционерных обществ бывает осмысленной лишь в том случае, когда предполагается привлечь капитал через инструменты и механизмы фондового рынка. Обычно, допуская миноритарных и мажоритарных инвесторов к получению части прибыли в форме причитающихся дивидендов, контролирующие акционеры избегают экстрадивидендных выплат.

На дивидендную политику компаний на российском рынке акций также влияет структура собственности. При определении размера дивидендов совет директоров учитывает свои собственные финансовые интересы и дивидендную политику других компаний. На величину дивидендных выплат могут также оказывать влияние перспективы развития компании, ее финансовое положение и потребности в финансировании, общая макроэкономическая ситуация и конъюнктура рынка, а также иные факторы, в том числе связанные с налогообложением и законодательством. Так, акции Ростелекома 18 ноября 2015 г. выросли на 4,2% на ожиданиях того, что компания примет новую дивидендную политику – направлять на выплаты акционерам не менее 75% от свободного денежного потока. Инвесторы, как правило, не анализируют этот фактор с точки зрения сокращения инвестиционных возможностей компании.

Дивидендная политика компаний, в которых государство является основным акционером, далека от соблюдения международных стандартов. Ее построение по международным стандартам предполагает, что не меньше 25% прибыли направляется

на выплаты акционерам. Размер дивиденда «голубой фишки» Газпрома по итогам 2015 г. составляет 5–6% на акцию (7,9 рубля), что превышает фактически выплаченные дивиденды за 2014 г. на 10% (7,2 рубля на акцию), но на шесть рублей пять копеек меньше установленного международными стандартами норматива – 13,95 рубля на акцию (доходность – 10,3%).

Вместе с тем основная неэффективность дивидендной политики, проводимой российскими госкорпорациями, с точки зрения корпоративного управления связана не с заданной пропорцией распределения чистой прибыли, которая свидетельствует об отсутствии вариативности, а главным образом с финансированием неэффективных инвестиционных проектов за счет той части чистой прибыли, которая должна была по международным стандартам направляться на выплату дивидендов. Это непосредственно отражается и на котировках акций. Финансовые аналитики по стоимости чистых активов оценивают одну акцию Газпрома в 431,2 рубля, что в три с лишним раза выше текущих котировок на Московской бирже. Таким образом, котировки акций крупнейшей в России по выручке компании (национального чемпиона) на долгосрочном пятилетнем тренде имеют отрицательную динамику – с 240 до 136 рублей с узким коридором в последние три года (в диапазоне 115–160 рублей).

Является ли подобная динамика цены акций компании индикатором эффективности ее управления? Очевидно, да. Финансовые интересы топ-менеджмента при распределении денежных потоков не совпадают с интересами миноритарных акционеров, которые заинтересованы в максимизации дивидендных выплат и в конечном итоге в росте котировок акций. Хотя собственниками акций крупнейших отечественных госкорпораций являются государство и миноритарии, в интересах топ-менеджмента выбирать инвестиционные проекты, максимизирующие текущие выплаты менеджменту компании сегодня, а не

акционерную стоимость в перспективе, что приводит к снижению котировок акций.

Для публичных акционерных обществ важно высокое качество корпоративного управления, его отсутствие – серьезный фактор снижения инвестиционной привлекательности. Поэтому котировки акций публичных акционерных обществ, в которых государство не владеет крупным пакетом, очевидно выше рыночной цены акций госкорпораций. Например, слухи о покупке ОАО «Сургутнефтегаз» госкорпорации «Роснефть» привели к резкому падению акций.

Отсутствие продуманной дивидендной политики, цивилизованного корпоративного управления не формирует комфортный инвестиционный климат на отечественном фондовом рынке. Деньги инвестируются в те акции, которые приносят максимальный доход понятным инвесторам способом: дешево купил – дорого продал. Фондовый рынок России по-прежнему понятен только для спекулянта.

Обобщая вопросы формирования денежных потоков на российском рынке, можно еще раз сказать об очевидном: рынок – инструмент и механизм перераспределения денежных потоков, которые создаются реальным сектором экономики. Он не только отражает факторы эффективности бизнеса в котировках акций, но и является каналом привлечения инвестиций.

Для повышения инвестиционной привлекательности российского фондового рынка необходимо улучшение макроэкономических показателей, на которые ориентируется глобальный инвестор; повышение качества инвестиционных проектов как основы роста стоимости акций на рынке; наличие цивилизованной системы корпоративного управления; грамотное построение дивидендной политики; повышение эффективности фондового рынка для сокращения маржи безопасности недооцененных акций.

Следующей составной инвестиционной привлекательностью является ликвидность фондового рынка. Для глобальных инве-

сторов важно не только получение высокого процента отдачи от вложения средств на фондовом рынке, но и возможность в любой момент изменить позицию (купить – продать) акции без существенных потерь. Ликвидный рынок позволяет управлять временным горизонтом инвестирования и для финансовых инвестиций выступает важным фактором инвестиционной привлекательности.

Ликвидность определяется такими показателями, как глубина рынка, ширина рынка, уровень (размер) спреда, волатильность рынка. Глубина рынка измеряется объемом заключаемых сделок. Хотя данный показатель в сопоставлении с развитыми и невелик, объем вторичных торгов акциями, депозитарными расписками и паями в октябре 2015 г. составил 838,7 млрд рублей по сравнению с 800,2 млрд рублей в октябре 2014 г. Среднедневной объем торгов составил 38,1 млрд рублей (в октябре 2014 г. – 34,8 млрд рублей)<sup>1</sup>.

Показатель ширины рынка, в отличие от его глубины, не может быть агрегируемым и индивидуален для акции каждой публично котируемой компании. Ширина рынка определяется как количество выставленных приказов на покупку и продажу в котировальной таблице (так называемом «стакане»). Самый широкий рынок у «голубых фишек» – самых ликвидных акций крупных компаний, лидеров по инвестиционной привлекательности. С такими акциями всегда можно осуществить сделку. Сложно представить инвестора, заинтересованного в покупке актива, который трудно продать.

Бумаги второго и третьего эшелона не удовлетворяют требованиям ликвидной торговли. Инвестор, открыв позицию в таких бумагах, не сможет ее ликвидировать. Поэтому с точки зрения финансового инвестирования, опосредованного инструментами и механизмами фондового рын-

ка, акции компаний второго и третьего эшелона инвестиционно не привлекательны. К сожалению, они не поддерживаются и притоком прямых иностранных инвестиций, который, несмотря на высокие процентные ставки, снижается.

Риск принято измерять волатильностью, которая показывает ожидаемые возможности для инвестирования. Базовым активом, определяющим волатильность российского рынка, является цена на нефть. Зная, что российский финансовый рынок будет двигаться вместе с ценой на нефть, можно прогнозировать будущие финансовые потоки. Высокая волатильность сопровождается «медвежьим» трендом. О тенденции увеличения волатильности на нефтяном рынке свидетельствует тот факт, что хедж-фонды США увеличивают «медвежьи позиции», делая ставку на новое снижение цен. По данным информационных агентств, на фоне падения цены барреля нефти марки WTI почти до 40 долларов число открытых фондами коротких позиций выросло на 21%, достигнув максимального с августа 2015 г. уровня. В то же время число открытых «длинных» контрактов упало более чем на 27 тыс., что стало наибольшим падением с 21 июля 2015 г.

Важно также оценивать ожидаемую волатильность (*impliedvolatility*). Этот показатель полезен для определения инвестиционного периода, так как низкая волатильность создает хорошие инвестиционные возможности, поскольку на основе математических и экономических законов можно моделировать денежные потоки от финансового инвестирования на длительный период. Напротив, высокая волатильность как рынка в целом, так и отдельных активов исключает возможность долгосрочного инвестирования и рынок сжимается до спекулятивных операций. Такая ситуация наблюдается на отечественном рынке.

Следует учитывать и тот факт, что относительно дешевое кредитование, привлекаемое на международных рынках капитала, номинированное в долларах, дол-

<sup>1</sup> URL: [http://www.finam.ru/analysis/forecasts/ekonomika-rossii-xudshee-pozadi-20151112-16460/?utm\\_source=clients&utm\\_medium=email&utm\\_content=151118&utm\\_campaign=2weeks](http://www.finam.ru/analysis/forecasts/ekonomika-rossii-xudshee-pozadi-20151112-16460/?utm_source=clients&utm_medium=email&utm_content=151118&utm_campaign=2weeks)

гое время поддерживало рост, но накопленные долги стали тяжелым бременем в результате ослабления рубля и последующего падения на одну треть стоимости ВВП страны (по данным и прогнозам МВФ на 2015 г.). И хотя абсолютный уровень внешнего долга России, номинированного в иностранной валюте, с начала 2014 г. снизился более чем на 100 млрд долларов, его доля в ВВП увеличилась и превысила 30%. Поэтому привлекаемые инвестиционные потоки направляются не на прибыльные инвестиции, а на выплату внешнего долга. Российские компании, испытывая дефицит финансовых ресурсов, вынуждены прибегать к заимствованию на внутреннем рынке.

И хотя в настоящее время темпы роста заимствований снизились (за 9 месяцев 2015 г. за счет кредитов и выпуска облигаций), долговая нагрузка увеличилась всего на 24 млрд долларов, но этой суммы было достаточно только для покрытия выплат по внешнему долгу. Рост совокупного корпоративного долга вырос до 76% ВВП на

сентябрь 2015 г., что также не способствует улучшению инвестиционного климата, комфортного для глобальных инвесторов: доходы не растут, экономика ориентирована на экспорт сырьевых товаров, которые на мировом рынке также дешевеют.

Можно возразить, что международные резервы России по-прежнему покрывают ее внешний долг в иностранной валюте примерно на 80%. Но эта цифра намного ниже 125%, наблюдавшихся в 2012 г., а дальнейшее снижение иностранной долговой нагрузки станет дополнительным препятствием для привлечения инвестиций путем использования инструментов и механизмов фондового рынка.

Таким образом, только ликвидный и низковолатильный рынок с растущей экономикой создает возможности привлечения инвестиционного капитала на основе использования инструментов и механизмов фондового рынка, а потеря ликвидности практически означает уход инвестиционного капитала с фондового рынка.

#### Список литературы

1. Губанов Р. С. К вопросу о дивидендных выплатах в компаниях с государственным участием: российский и международный учет // Финансовый менеджмент. – 2016. – № 1.
2. Лецинская А. Ф., Подлепа В. А. Особенности прогнозирования финансовых характеристик рынка // Финансовый менеджмент. – 2016. – № 1.
3. Нагорных М. Г. Модель оценки совокупного финансового риска в контролируемых сделках по внутригрупповому финансированию // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. – 2015. – № 2 (80). – С. 89–94.

#### References

1. Gubanov R. S. K voprosu o dividendnykh vyplatakh v kompaniyakh s gosudarstvennym uchastiem: rossiyskiy i mezhdunarodnyy uchet [The Issue of Dividend Payments in Companies with State Participation: Russian and International Accounting]. *Financial Management*, 2016, No. 1. (In Russ.).
2. Leshchinskaya A. F., Podlepa V. A. Osobennosti prognozirovaniya finansovykh kharakteristik rynka [Forecasting of Financial Market Characteristics]. *Financial Management*, 2016, No. 1. (In Russ.).
3. Nagornykh M. G. Model' otsenki sovokupnogo finansovogo riska v kontroliruemykh sdelkakh po vnutrigruppovomu finansirovaniyu [Model of Assessing Total Finance Risk in Controlled Deals on In-Group Financing]. *Vestnik of the Plekhanov Russian University of Economics*, 2015, No. 2 (80), pp. 89–94. (In Russ.).