ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ
ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

На правах рукописи
ББК 65.262.29
Е-91

ЕФИМОВ МАКСИМ ВЯЧЕСЛАВОВИЧ

Фундаментальный анализ эмитентов в инвестиционной и регулятивной деятельности государства на рынке ценных бумаг

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Диссертация
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель
к.э.н., доцент Миркин Я.М.

Москва
2001

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ **4**

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛИЗА ЭМИТЕНТОВ **15**

§1 Фундаментальный подход в принятии решений на рынке ценных бумаг 15

§2 Структура фундаментального анализа эмитентов 25

1.2.1. Анализ макроэкономических и отраслевых факторов *26*

1.2.2. Анализ микроэкономических факторов *50*

§3 Раскрытие информации на рынке ценных бумаг 66

ГЛАВА 2. ИСПОЛЬЗОВАНИЕ МЕТОДОВ ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛИЗА ЭМИТЕНТОВ В ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ГОСУДАРСТВА НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ **81**

§1 Деятельность государства как регулятора и инвестора на рынке ценных бумаг и фундаментальный анализ эмитентов 81

2.1.1. Регулятивная деятельность государства *82*

2.1.2. Инвестиционная деятельность государства *88*

§2 Оценка государством состояния макроэкономики и отрасли в процессе фундаментального анализа компании-эмитента 98

§3 Методика анализа компании-эмитента как объекта инвестиций и регулирования со стороны государства 113

ГЛАВА 3. РЕГУЛЯТИВНЫЕ И ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕШЕНИЯ ГОСУДАРСТВА НА ОСНОВЕ АНАЛИЗА ФУНДАМЕНТАЛЬНЫХ ФАКТОРОВ **136**

§1 Развитие регулятивного механизма во взаимоотношениях государства с компаниями-эмитентами 136

§2 Инвестиционные решения государства на рынке ценных бумаг 153

§3 Вывод компаний-эмитентов на организованный рынок ценных бумаг (на основе результатов фундаментального анализа) 171

ЗАКЛЮЧЕНИЕ **185**

БИБЛИОГРАФИЯ **190**

ПРИЛОЖЕНИЯ 198

Приложение 1 198

Приложение 2 202

Приложение 3 207

Приложение 4 214

Приложение 5 227

Введение

В условиях трансформации российской экономики, структурных преобразований, нестабильности повышается роль государства в экономической жизни общества, что находит отражение в усилении экономической политики государства, создании соответствующей регулятивной инфраструктуры. В полной мере необходимость усиления роли государства относится и к российскому рынку ценных бумаг, который на сегодняшний день не выполняет своей основной функции - перераспределения временно свободных инвестиционных ресурсов в реальный сектор экономики страны. В этой связи первая и самая важная задача, которая стоит сегодня перед государством, заключается *в создании благоприятных условий для мобилизации внутренних инвестиционных ресурсов*, так необходимых сегодня реальному сектору российской экономики, что невозможно без активизации российского фондового рынка, увеличения на нем количества компаний-эмитентов.

Многолетняя политика государства на рынке ценных бумаг, ориентированная на краткосрочный спекулятивный капитал, привела к структурным диспропорциям, которые во многом усугубили последствия кризиса 1997-1998 годов в России. Фондовый рынок, являющийся в развитых странах основным механизмом привлечения инвестиций в экономику, в России на 90% состоял из рынка государственных ценных бумаг, который во многом являлся спекулятивным. Порядка 35% этого рынка составляли средства нерезидентов, что поставило российскую финансовую систему в зависимость от конъюнктуры мировых фондовых рынков, испытавших в 1997-98 году ощутимые потрясения. Еще более спекулятивным был рынок корпоративных ценных бумаг (65% средств нерезидентов), состоявший из нескольких десятков компаний нефте-, газодобывающих и энергетических отраслей[1]. На начальном этапе своего развития (1995-1996 года) этот рынок стал местом получения сверхприбылей за счет значительной разницы в ценах на акции между регионами и городами, где концентрировались основные финансовые потоки, прежде всего, Москвой. Таким образом, в силу ряда объективных факторов рынок корпоративных ценных бумаг не стал тем механизмом, с помощью которого предприятие было бы способно мобилизовывать значительные финансовые ресурсы для развития собственного производства.

---

[1] Миркин Я.М. Восстановление российского фондового рынка и развитие реального сектора экономики России. – М.: Московская межбанковская валютная биржа, 1999. – С.10

К началу 1999 года российское правительство было поставлено перед фактом: рынок государственных ценных бумаг прекратил свое существование, а рынок корпоративных ценных бумаг в значительной мере оторван от реального сектора экономики и практически неликвиден. Кроме того, финансовые компании и, прежде всего, банки испытывают сегодня острейший кризис ликвидности, выражающийся в отсутствии ликвидных инструментов фондового рынка. Это приводит к массовому оттоку капитала на зарубежные финансовые рынки, что является еще одним дестабилизирующим фактором российской экономики.

Таким образом, в России назрела необходимость радикального пересмотра государственной политики на рынке ценных бумаг, результатом которой должно стать создание благоприятных условий для выхода компаний-эмитентов на фондовый рынок. Это позволит мобилизовать значительные внутренние ресурсы для осуществления долгосрочных инвестиций в производство, что, в свою очередь, создаст предпосылки для устойчивого экономического роста в стране. В этих условиях государство обязано применять все возможные рычаги воздействия, направленные на стимулирование предприятий к выходу на фондовый рынок, выпуск корпоративных ценных бумаг для финансирования инвестиционных проектов, привлечение средств отечественных инвесторов в экономику.

Вторая, но не менее важная проблема, которой должно заниматься государство, это *повышение эффективности управления пакетами акций, оставшимися в государственной собственности в процессе приватизации государственных предприятий, а также приобретенных во вновь созданных акционерных обществах.*

Более 95% корпоративного сектора российского рынка ценных бумаг (исключая кредитно-финансовые организации) сформировалось в процессе массовой приватизации. Этот процесс, начатый в России в 1992 году, продолжается и по сей день. На сегодняшний день в России полностью или частично приватизировано 130 000 предприятий, 31 000 государственных предприятий преобразованы в открытые акционерные общества и их акции выпущены в продажу. По данным Министерства имущественных отношений РФ в федеральной собственности находится или закреплено 3 316 пакетов акций (из них до 25% - 863, от 25 до 50% - 1601, свыше 50% - 852). Другие пакеты акций (от 0,5% и выше), остающиеся в фондах имущества по различным причинам – 11 000.[2]

---

[2] О Концепции управления государственным имуществом и приватизации в Российской федерации: Постановление Правительства РФ от 09.09.99г. № 1024//Консультант Плюс

В Москве количество пакетов акций, находящихся в собственности города, составляет 600. Структура городского портфеля представлена следующим образом: менее 25% - 375, от 25 до 50% - 147, свыше 50% - 78[3].

Процесс инициирования выхода компаний-эмитентов на организованный рынок ценных бумаг в первую очередь необходимо осуществлять через эффективное *управление пакетами акций, находящимися в государственной собственности.* При этом целями управления должны стать не только сохранение государственного контроля за стратегическими предприятиями и решение социально-экономических и инфраструктурных задач, но и создание предпосылок для развития фондового рынка путем переориентации финансовой политики конкретных предприятий на выпуск корпоративных ценных бумаг.

Кроме этого, в процессе управления портфелем инвестиций в акционерные капиталы государство в лице соответствующих органов государственной власти[4] (далее - государственные органы) преследует свои собственные экономические интересы, выражающиеся в повышении эффективности деятельности компаний-эмитентов и росте доходности от инвестиций в их капиталы.

Таким образом, новая государственная политика на рынке ценных бумаг требует от государственных органов принятия конкретных регулятивных и инвестиционных решений в отношении компаний-эмитентов, направленных на:

- создание полноценной регулятивной инфраструктуры, обеспечивающей максимальное раскрытие информации на рынке ценных бумаг, повышение качества корпоративного управления компаний-эмитентов, защиту прав и законных интересов инвесторов и акционеров;
- повышение эффективности управления портфелем государственных инвестиций в акции акционерных обществ в целях достижения экономических и социальных интересов государства;
- содействие выходу российских компаний-эмитентов на организованный рынок ценных бумаг в целях привлечения ресурсов для финансирования собственных инвестиционных проектов;

---

[3] Реестр хозяйственных обществ с долей города Московского РО ФКЦБ России.

[4] Здесь и далее понимаются органы государственной власти, ответственные за проведение экономической политики государства в области инвестиций, рынка ценных бумаг и управления государственной собственностью.

- создание экономических стимулов и предпосылок для приведения деятельности компаний-эмитентов в соответствие с требованиями действующего законодательства по ценным бумагам, а также в соответствие со сложившимися стандартами рынка ценных бумаг.

Однако на сегодняшний день процесс принятия государственными органами инвестиционных и регулятивных решений не подкреплен соответствующим анализом компаний-эмитентов. В этой связи необходимо *встраивание фундаментального анализа в практику деятельности государственных органов на рынке ценных бумаг*. Результаты проводимого ими фундаментального анализа должны находить отражение в информационной базе для мониторинга компаний-эмитентов. Необходимо создание методов фундаментального анализа, ориентированных на потребность государственных органов в принятии инвестиционных и регулятивных решений на рынке ценных бумаг. Важно определить варианты решений государственных органов на фондовом рынке во взаимосвязи с процессом фундаментального анализа.

Таким образом, ***актуальность темы настоящей диссертации*** определяется усилением роли государства в активизации российского фондового рынка, в создании условий для масштабного выхода российских акционерных обществ на организованный рынок ценных бумаг, в повышении эффективности управления пакетами акций, принадлежащими государству, прежде всего, для целей инициирования выхода этих обществ на фондовый рынок и удовлетворения собственных экономических интересов государства. При этом государственным органам, реализующим политику государства, для решения указанных задач необходимо использовать методы фундаментального анализа компаний-эмитентов, результаты которого будут являться основанием для принятия качественных регулятивных и инвестиционных решений на рынке ценных бумаг.

Степень разработанности проблемы. Наиболее полно фундаментальный анализ как метод определения будущих биржевых цен на ценные бумаги разработан и изучен в трудах таких зарубежных авторов как Ф. Блока, Б. Грэма (G. Benjamin), Д. Додда (D. David), С. Тернера (Turner St.), М. Томсета (Thomsett M.), Г. Кима (Kim H.), С. Коттла, Р. Мюррея, Дж. Швайгера (Schwager J.) и других.

В России фундаментальный анализ не нашел широкого применения в практике фондового рынка по причине низкой его ликвидности, малочисленности компаний-эмитентов, представленных на рынке и отвечающих требованиям прозрачности, качества корпоративного

управления. Это отразилось и на степени разработанности проблемы. Так отдельные элементы фундаментального анализа, связанные, прежде всего, с теорией инвестиций, изучены в научных работах В.Д. Миловидова, Я.М. Миркина, А.Д. Радыгина, Р.С. Сайфулина, В.А. Тарачева, А.Б. Фельдмана, А.Д. Шеремета, Р.М. Энтова и других. Однако в этих работах определен далеко не полный перечень фундаментальных факторов, влияющих на деятельность компаний-эмитентов в России, не разработана структура аналитического и информационного обеспечения процесса фундаментального анализа.

Применение методов фундаментального анализа в деятельности государства на рынке ценных бумаг также является достаточно новой и неизученной проблемой. Связано это с тем, что необходимость усиления роли государства в процессе создания условий для становления и развития российского рынка ценных бумаг, увеличения на нем количества компаний-эмитентов лишь сравнительно недавно поднята в работах Я.М. Миркина и Ю.С. Сизова. При этом возможность применения фундаментального анализа в интересах государственных органов в этих работах лишь упомянута, однако не до конца разработана. В этой связи очень важны исследования и разработки, формирующие методологию проведения государственными органами фундаментального анализа компаний-эмитентов.

Целью диссертационного исследования является разработка методического аппарата фундаментального анализа, рекомендуемого к использованию государственными органами в России, структуры его аналитического и информационного обеспечения и во взаимосвязи с ними вариантов инвестиционных и регулятивных решений в процессе деятельности государственных органов на рынке ценных бумаг, а также при управлении портфелем государственных инвестиций в акционерные капиталы.

Для достижения цели исследования поставлены и решены следующие ***задачи***:

- определение специфики, содержания и структуры задач фундаментального анализа компаний-эмитентов, предлагаемого к проведению государственными органами в процессе своей деятельности на рынке ценных бумаг, с учетом международной практики в этой области;
- установка взаимосвязи фундаментального анализа компаний-эмитентов и процесса принятия государственными органами управленческих решений, доказательство возможности и необходимости использования методов фундаментального анализа компаний-эмитентов в процессе деятельности государственных органов на рынке ценных бумаг;

- определение факторов, влияющих на деятельность компаний-эмитентов, которые должны учитывать государственные органы при принятии инвестиционных и регулятивных решений;
- разработка на этой основе методики фундаментального анализа компаний-эмитентов, включающей дерево управленческих задач и соответствующее им дерево подзадач мониторинга и контроля и характеристику методов анализа;
- формирование структуры показателей и информационных потоков для целей использования государственными органами, выступающими в качестве регулятора и инвестора на рынке ценных бумаг;
- разработка матрицы и алгоритма принятия государственными органами инвестиционных решений и проведение их тестирования с использованием методики фундаментального анализа на значительной группе московских компаний-эмитентов (транспортная отрасль);
- определение мер регулятивного воздействия государственных органов, обеспечивающих более полное раскрытие информации компаниями-эмитентами, выполнение ими требований законодательства по ценным бумагам, повышающих их инвестиционную активность.

Предметом исследования в диссертации являются взаимоотношения государства, выступающего в качестве регулятора и инвестора, с эмитентами ценных бумаг, возникающие в процессе проведения фундаментального анализа компаний-эмитентов и использования его результатов для принятия соответствующими государственными органами инвестиционных и регулятивных решений на рынке ценных бумаг.

Объектом исследования в работе являются акционерные общества, имеющие в своем уставном капитале долю государства.

Методологические и теоретические основы исследования. Настоящее исследование основывается на понятийном аппарате, использующемся в рамках макро- и микроэкономической теории для аналитического представления воспроизводственной деятельности предприятий, определения воздействия фундаментальных факторов на текущую деятельность предприятий и их способность привлекать инвестиционные ресурсы с финансовых рынков. Концептуальная часть исследования формировалась также под влиянием

теории экономического анализа и теории управления инвестициями в корпоративные ценные бумаги.

Научная новизна работы заключается в разработке содержания, структуры и методов проведения государственными органами фундаментального анализа компаний-эмитентов во взаимосвязи с принятием ими инвестиционных и регулятивных решений на рынке ценных бумаг и управлением портфелем государственных инвестиций в акционерные капиталы.

Автором получены следующие результаты, носящие характер ***нового знания***:

- определена структура и содержание фундаментального анализа применительно к деятельности государственных органов, сформулирован класс задач, выделена специфика фундаментального анализа, проводимого государственными органами в процессе своей деятельности на рынке ценных бумаг;
- применительно к инвестиционной и регулятивной деятельности государственных органов разработано дерево управленческих задач и соответствующее им дерево подзадач мониторинга и контроля, решение которых требует применение методов фундаментального анализа, установлена их взаимосвязь, тем самым доказана необходимость использования государственными органами методов фундаментального анализа для выработки управленческих решений на рынке ценных бумаг;
- на этой основе сформирована структура показателей состояния компаний-эмитентов, используемых в процессе фундаментального анализа для целей последующего принятия государственными органами инвестиционных и регулятивных решений;
- разработана методика анализа компаний-эмитентов, ориентированная на потребности государства - собственника, инвестора и регулятора фондового рынка, включающая в себя макроэкономический и отраслевой блоки, дерево управленческих задач и соответствующее им дерево подзадач мониторинга и контроля, систему показателей состояния эмитентов, а также классификацию и характеристику методов оценки и анализа состояния эмитентов, используемых государственными органами в процессе своей деятельности на рынке ценных бумаг;
- разработан методический аппарат объединения суждений об экономической и социальной значимости компаний-эмитентов для города, формирования на этой основе вариантов инвестиционных решений с последующим выбором конечной инвестиционной стратегии государства;

- сконструирован перечень инвестиционных решений, которые могут принять государственные органы, опираясь на результаты расчета рейтингов экономической и социальной значимости для государства, дана оценка эффективности их применения во взаимосвязи с рассматриваемой группой компаний-эмитентов транспортной отрасли г. Москвы;
- предложены меры регулятивного воздействия государственных органов, обеспечивающие более полное раскрытие информации компаниями-эмитентами, выполнение ими требований законодательства по ценным бумагам, повышение качества корпоративного управления, что, в свою очередь, позволяет принимать качественные инвестиционные решения;
- на основе результатов проведения фундаментального анализа компаний-эмитентов разработаны в качестве одного из регулятивных решений процедуры инициирования государственными органами вывода компаний-эмитентов, имеющих в уставных капиталах долю государства, на организованный рынок ценных бумаг.

Результаты исследования ориентированы на применение на практике различными государственными органами исполнительной власти, в функции которых входит а) регулирование рынка ценных бумаг, б) управление пакетами акций, принадлежащими государству, в) разработка и реализация экономической политики государства в области рынка ценных бумаг и управления государственной собственностью.

Полученные результаты могут применяться как на уровне федеральных органов исполнительной власти, так и на уровне администраций субъектов федерации и муниципальных образований, представляющих интересы государства в органах управления акционерных обществ, имеющих в уставном капитале государственный пакет акций. Так, разработанная в диссертации методика фундаментального анализа компаний-эмитентов, ориентированная на потребности государства-собственника, методический аппарат объединения суждений об экономической и социальной значимости компаний-эмитентов для государства, а также процедуры инициирования государственными органами вывода компаний-эмитентов, имеющих в уставных капиталах долю государства, на организованный рынок ценных бумаг, могут быть использованы в деятельности Департамента государственного и муниципального имущества г. Москвы, Департамента экономической политики и развития г. Москвы, отраслевых департаментов и комитетов Правительства Москвы.

Предложенные в работе меры регулятивного воздействия государства, принимаемые на основе результатов проведения фундаментального анализа компаний-эмитентов, направленные

на развитие рынка корпоративных ценны бумаг, мобилизацию внутренних инвестиционных ресурсов, повышение эмиссионной активности компаний-эмитентов, создание у них реальных стимулов выхода на организованный рынок ценных бумаг, повышение информационной прозрачности фондового рынка, улучшение качества корпоративного управления, могут использоваться в практике регулирования фондового рынка Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг.

Кроме того, разработанные в диссертации положения, относящиеся к использованию государственными органами методов фундаментального анализа компаний-эмитентов, могут быть развиты, дополнены и впоследствии применены при изучении проблем, связанных с оценкой эффективности инвестиций в корпоративные ценные бумаги.

Положения диссертационного исследования по вопросам использования государственными органами методов фундаментального анализа в процессе регулятивной и инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг ***прошли апробацию*** в Комплексе по экономической политике и развитию Правительства Москвы, Департаменте государственного и муниципального имущества г. Москвы и Региональном отделении ФКЦБ России в Центральном федеральном округе, что подтверждено соответствующими справками.

В частности, Комплекс по экономической политике и развитию Правительства Москвы и Департамент государственного и муниципального имущества г. Москвы использовали рекомендации диссертации при подготовке ряда нормативных актов по вопросам управления пакетами акций, принадлежащими г. Москве, а именно: в постановлении Правительства Москвы от 06.10.98 г. № 763 «О ходе выполнения Комплексной программы развития рынка корпоративных ценных бумаг с целью привлечения инвестиций в экономику Москвы», в распоряжении первого заместителя Премьера Правительства Москвы от 18.02.99 г. № 122-РЗП «О мерах по совершенствованию учета пакетов акций, находящихся в собственности города Москвы», в постановлении Правительства Москвы от 26.10.99 г. № 977 «О проекте концепции управления собственностью Москвы и взаимодействия с иными собственниками на территории города до 2005 года», в распоряжении Мэра от 23.11.99 г. № 1323-РМ «О неотложных мерах по организации обращения на рынке ценных бумаг акций акционерных обществ с долей города Москвы», в постановлении Правительства Москвы от 29.08.00 № 695 «О системе мер по выводу московских предприятий на рынок ценных бумаг и использовании новых финансовых инструментов для повышения эффективности экономики города».

Результатами внедрения рекомендаций диссертации в Региональном отделении ФКЦБ России в Центральном федеральном округе явилась разработка для Правительства Москвы методических рекомендаций по вопросам проведения анализа финансово-хозяйственной деятельности хозяйственных обществ с участием г. Москвы, создание информационной базы данных по акционерным обществам с участием Москвы, содержащей фундаментальные показатели, предложенные к использованию в настоящей диссертации.

Материалы диссертации используются в преподавании дисциплин «Рынок ценных бумаги биржевое дело», «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг» в Финансовой академии при Правительстве Российской Федерации.

Источниками получения информации по проблематике настоящей работы явились отечественная и зарубежная литература, ресурсы сети Интернет (публикации и рабочие материалы ученых-исследователей, статистические базы данных, официальные сайты международных организаций, правительственных органов России и других стран, бирж, университетов, бизнес-школ), базы данных раскрытия информации Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг России (ФКЦБ России) и Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе.

Диссертационная работа структурно состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

В первой главе настоящей работы дано определение фундаментальному анализу, рассмотрено место фундаментального анализа в системе экономического анализа как отдельной научной отрасли. Рассмотренная в первой главе структура фундаментального анализа раскрывает понимание последовательности действий государства-инвестора в процессе выработки инвестиционных решений. Представлена специфика фундаментального анализа с позиции государства как регулятора и акционера. Отдельно рассмотрена тема раскрытия информации на рынке ценных бумаг, поскольку качество и доступность информации являются неотъемлемой составляющей эффективности проведения фундаментального анализа.

Вторая глава работы посвящена анализу опыта применения фундаментального анализа государственным органом (Региональным отделением ФКЦБ России в Центральном федеральном округе) в процессе реализации возложенных на него функций. Автором разработана методика анализа состояния эмитентов для целей применения государством, предложена система показателей состояния эмитентов, включающая набор показателей,

необходимых для проведения анализа. В целях апробации разработанной системы были выбраны компании-эмитенты, относящиеся к транспортной отрасли. На основе фактических данных деятельности акционерных обществ сконструирована информационная база данных фундаментальных показателей, которую может применять государственный орган для выработки инвестиционных решений. Одновременно во второй главе дана оценка макроэкономической ситуации в России, степени ее влияния на транспортную отрасль.

В третьей главе сделана попытка, используя данные о состоянии эмитентов транспортной отрасли Москвы, выработать модели инвестиционных решений, которые может принимать государство в отношении пакетов акций выбранной совокупности автотранспортных предприятий. Предложен набор неординарных регулятивных решений государства в области рынка ценных бумаг, которые будут способствовать повышению инвестиционной активности на рынке ценных бумаг. Основная задача принимаемых решений – защита прав инвесторов и акционеров (одним из которых является государство) и содействие компаниям-эмитентам в повышении своей инвестиционной привлекательности и привлечении инвестиций, используя инструменты рынка ценных бумаг. Разработан алгоритм принятия государством инвестиционных решений и на основе этого алгоритма предложены варианты таких решений в отношении пакетов акций автотранспортных предприятий, находящихся в собственности государства. Автором предложены конкретные инвестиционные решения, которые разработаны на основе анализа данных, содержащихся в системе показателей состояния эмитентов. Также в этой главе даны рекомендации по инициированию государством выхода компаний-эмитентов на организованный рынок ценных бумаг на примере рассмотренной в настоящей диссертации группы автотранспортных предприятий. Таким образом, в работе показана необходимость использования методов фундаментального анализа компаний-эмитентов в деятельности государства на рынке ценных бумаг.

В заключении приводятся итоги диссертационной работы: отражаются основные ее результаты и выводы; указываются аспекты, которые не были достаточно проработаны в рамках настоящего исследования, причины, по которым они не были проработаны, и возможные направления дальнейших исследований.

Глава 1. Теоретические основы фундаментального анализа эмитентов

§1 Фундаментальный подход в принятии решений на рынке ценных бумаг

Термин «анализ» широко используется практически во всех областях научного знания. Толковый словарь В. И. Даля определяет анализ (анализъ – м., греч.) – как «разбор, раздробка, разрешение, разложение целого на составные части его; общий вывод из частных заключений»[5]. В экономической литературе слово «анализ» встречается в различного рода словосочетаниях – «экономический анализ», «финансовый анализ», «анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятия», «технический анализ» и, наконец, «фундаментальный анализ».

В настоящей диссертации фундаментальный анализ рассматривается как самостоятельный подход, применяемый аналитиками и инвесторами на рынке ценных бумаг в процессе принятия инвестиционных решений.

Основоположниками западной теории фундаментального анализа принято считать Бенджамина Грэма (Benjamin Graham) и Дэвида Додда (David Dodd), которые в 1934 году в США опубликовали книгу «Анализ ценных бумаг». В этой книге впервые было введено понятие «фундаментальный анализ» и дано ему определение как инструменту для предсказания будущих биржевых цен на акции. При этом предметом исследования фундаментального анализа, по мнению авторов, являются «финансовые показатели, доходы и дивиденды компании, а также состояние окружающей экономики»[6].

---

[5] Даль В.И. Толковый словарь живого великорусского языка, том I.- М.: Русский язык, 1981. – С.15

[6] Graham B., Dodd D. Security Analysis. The Classic 1934 Edition. - McGraw-Hill Companies, 1996. – P.132; См. также: Коттл С., Мюррей Р.Ф., Блок Ф.Е. Анализ ценных бумаг Грэма и Додда. - М.: Олимп Бизнес, 2000. – С.21

Более поздние научные издания дают определение фундаментальному анализу как процессу «исследования состояния экономики, отрасли и финансового положения компании с целью определения рыночной стоимости акций компании[7].

Таким образом, фундаментальный анализ – это оценка множества внешних и внутренних факторов, существенно влияющих на финансовую и хозяйственную деятельность компании, результаты которой находят отражение в рыночной стоимости ее ценных бумаг. Таких факторов великое множество. Это и деятельность конкурентов, и политическая ситуация в стране, и эффективность менеджмента, и неукоснительное соблюдение прав акционеров общества, и финансовое положение компании.

Как следует из приведенных выше определений, главной целью применения фундаментального анализа является определение текущей рыночной стоимости ценной бумаги (акции) и последующий ее мониторинг для принятия соответствующих инвестиционных решений. Однако автор не разделяет данную точку зрения и считает необходимым рассматривать понятие фундаментального анализа с двух позиций: фундаментальный анализ **акций**, и фундаментальный анализ **предприятия – эмитента акций**.

Фундаментальный анализ акций

Как было сказано выше, большинство экономистов и аналитиков используют термин «фундаментальный анализ» как один из методов оценки рыночной стоимости акций компании, котирующихся на рынке, с тем, чтобы определить будущий потенциал их роста. В самом деле, такой подход наравне с техническим анализом широко используются в западной практике. Вот что говорят Уильям Ф. Шарп, Гордон Дж. Александер и Джеффри В. Бэйли в своей книге "Инвестиции": "Фундаментальный анализ исходит из того, *что "истинная" (или внутренняя) стоимость любого финансового актива* равна приведенной стоимости всех наличных денежных потоков, которые владелец актива рассчитывает получить в будущем"[8]. Иными словами, речь идет об оценке стоимости акций компании-эмитента на основе анализа способности компании приносить прибыль.

Ниже приведены основные положения идеологии фундаментального анализа, лежащие в основе западной практики его применения. И как будет видно ниже, во всех случаях речь идет о

---

[7] Thomsett M. Mastering Fundamental Analysis. - Dearborn Trade, 1998. – P.85
[8] Шарп У., Александер Г., Бэйли Д. Инвестиции. – М.: Инфра-М, 1997. - С.11

фундаментальном анализе акций для целей *портфельного инвестирования, как правило, имеющих спекулятивный характер*.

В основе фундаментального анализа акций лежит постулат о том, что акции успешных компаний растут в цене, в то время как стоимость акций убыточных предприятий падает[9]. Чем более доходным становится бизнес, совладельцем которого является акционер, тем дороже должна стоить доля (акции) в этом бизнесе. И, наоборот, если компания непрерывно несет убытки, если растет ее задолженность перед кредиторами, то стоимость такой компании будет уменьшаться.

Информационная открытость и прозрачность экономики в целом и компаний в частности является необходимым условием эффективного применения этого метода для оценки стоимости акций[10]. Любая корпорация, акции которой свободно обращаются на фондовом рынке, обязана ежеквартально публиковать результаты своей коммерческой деятельности - оборот, доход, основные позиции балансового отчета. Чем большее число инвесторов ознакомится с основными финансовыми показателями данной компании, и чем лучше будут эти показатели относительно аналогичных показателей других компаний, тем большее число инвесторов захочет вложить свои средства в акции именно этого предприятия. Чем больше желающих купить, тем выше спрос.

Поэтому правомерно сказать о том, что в основе фундаментального анализа акций лежит процесс сбора и обработки информации для определения стоимости одной акции и этот процесс заключается в выделении и оценке каждого фактора, влияющего на спрос и предложение на рынке акций. При этом оцениваются гибкость спроса и предложения, состояние экономики страны, выявляются внешние факторы, определяющие спрос или предложение на конкретный актив, например, цены на нефть, политические события в мире, войны, девальвация одной валюты относительно другой, общий уровень цен, доступность кредита[11].

Российская практика функционирования фондового рынка выявила невозможность использования методов фундаментального анализа для прогнозной оценки стоимости акций

---

[9] Schwager Jack D., Turner Steven C. A Study Guide for Fundamental Analysis, 1st ed. - John Wiley & Sons, 1996. – P.186

[10] Kim H. Fundamental Analysis Worldwide: Investing and Managing Money in International Capital Markets. - John Wiley & Sons, 1996. – P.748

[11] Clark P., Bayoumi T., Bartolini L., Symansky S. Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Framework for Analysis. - International Monetary Fund, 1994. – P.73

российских предприятий. Фундаментальные факторы в полной мере не работают на российском фондовом рынке[12].

По наблюдению автора, анализ факторов, влияющих на рыночные цены корпоративных акций, торгуемых в Российской торговой системе в 1996-1999 году, показал высокую чувствительность рынка акций к таким событиям как выборы президента, назначение и увольнение высоких государственных чиновников, здоровье президента, стабильность политической обстановки в стране, слухи и домыслы и т.д. В то же самое время, такие факторы как предстоящие дивидендные выплаты, изменение количества денег в обращении или увеличение выпуска продукции отраслью практически не оказывали значительного влияния на рыночную цену акций. Кроме того, российский рынок является информационно ограниченным, что не позволяет собрать полную и достоверную информацию, необходимую для проведения фундаментального анализа. Этим объясняется отсутствие практического опыта применения фундаментального анализа для оценки стоимости российских акций.

Отсутствует в России и развитый высоколиквидный фондовый рынок, что также является дополнительным препятствием для применения фундаментального анализа в том виде, в котором он используется на Западе. Однако российский фондовый рынок имеет значительный потенциал. Сегодня только в одном Московском регионе насчитывается порядка 10 000 открытых акционерных обществ[13]. Акции половины из них имеют высокую потенциальную привлекательность, которая не может быть реализована по причине отсутствия ликвидного рынка их акций. Тем не менее, и менеджмент предприятия и акционер или инвестор должны оценить эту привлекательность, чего невозможно сделать без применения методов фундаментального анализа.

Как следует из проанализированных автором западных источников (Graham B., Dodd D, Thomsett M., Schwager Jack D., Turner Steven C., Kim H.), *фундаментальный анализ представляет собой один из методов оценки стоимости акций, котирующихся на организованном рынке ценных бумаг*. В России этот метод для целей принятия решений о покупке/продаже ценных бумаг на организованном рынке ценных бумаг, по мнению автора, *неприменим.*

---

[12] Школьников Ю. Особенности оценки российских компаний//Рынок ценных бумаг. – 1998. - №4. - С.12

[13] Данные РО ФКЦБ России в Центральном федеральном округе.

В дальнейшем автор хотел бы отойти от рассмотрения фундаментального анализа как метода оценки стоимости акций, и сосредоточиться на анализе фундаментальных факторов, влияющих на деятельность компании-эмитента, то есть на фундаментальном анализе самой компании-эмитента для целей принятия последующих инвестиционных (*стратегических*) решений.

Фундаментальный анализ компании-эмитента

Для более полного понимания различий между фундаментальным анализом компании-эмитента и фундаментальным анализом ее акций обратимся к таблице 1.

Таблица 1

Сравнительная характеристика подходов в проведении фундаментального анализа

	Задачи анализа	**Объект анализа**	**Субъекты анализа**	**Результаты анализа**
Фундаментальный анализ компании-эмитента	Определение способности компании генерировать будущие денежные доходы для определения эффективности предполагаемых прямых инвестиций	Компания -эмитент	• инвесторы • эмитенты • акционеры • финансовые посредники • государство • кредиторы	1. Принятие инвестиционных решений в отношении компании-эмитента (прямые инвестиции) 2. Управление компанией-эмитентом (инициация управленческих решений на уровне наблюдательного органа компании-эмитента, назначение квалифицированного менеджмента), управление имуществом в виде пакетов акций компании-эмитента
Фундаментальный анализ акций	Определение недооцененности или переоцененности акций компании-эмитента на основе анализа генерируемых компанией денежных потоков	Акции компании-эмитента	• инвесторы • эмитенты • акционеры • финансовые посредники	1. Принятие инвестиционных решений (портфельные инвестиции) 2. Принятие решений по управлению портфелем акций (покупка или продажа акций на рынке ценных бумаг).

Как видно из таблицы 1, и в случае фундаментального анализа компании-эмитента, и в случае фундаментального анализа акций инвестор оценивает способность компании генерировать будущие денежные потоки. Однако в первом случае инвестор (стратегический) способен (или будет способен) воздействовать на процесс генерирования этих доходов и, возможно, контролировать их. Во втором случае инвестор (портфельный) не имеет

возможности влиять на результаты деятельности компании и принимает решения на основе информации, ставшей достоянием широкой общественности.

На основе сформулированных заключений, содержание фундаментального анализа компании-эмитента можно представить в виде схемы, изображенной на рисунке 1.

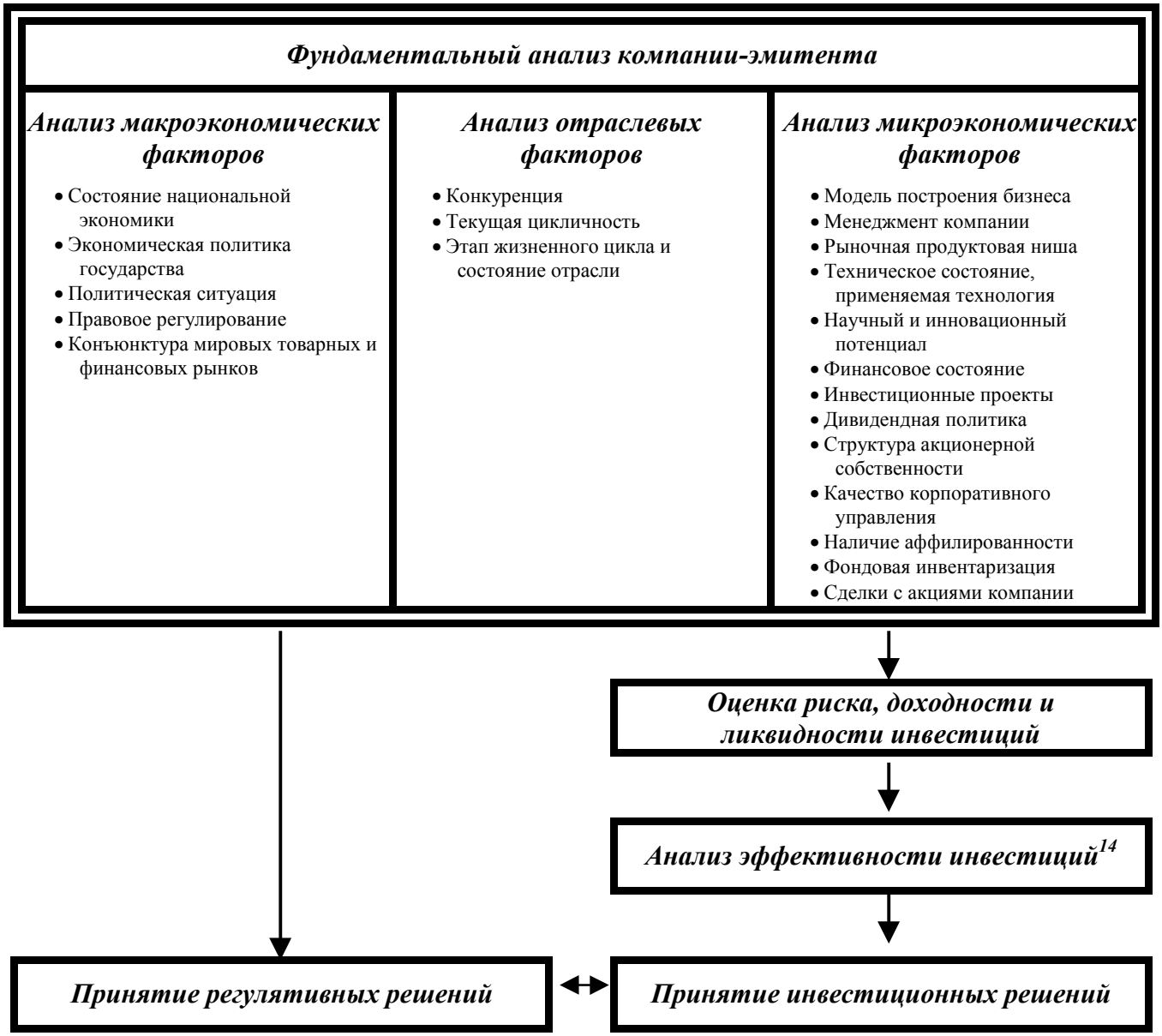


Рис.1 Содержание фундаментального анализа

[14] В основе анализа эффективности инвестиций лежит оценка и сравнение объема предполагаемых инвестиций и будущих денежных поступлений. Поскольку сравниваемые показатели относятся к различным моментам времени, ключевой проблемой здесь является проблема их сопоставимости. Существует две группы методов оценки эффективности инвестиций: простые методы и методы дисконтирования. Дисконтирование представляет собой операцию приведения будущих денежных поступлений и платежей к настоящему моменту времени. Ставка дисконтирования должна учитывать темп инфляции, минимальную реальную норму доходности капитала и степень риска осуществления инвестиционного проекта. Чистая текущая стоимость инвестиционного проекта представляет собой сумму дисконтированных чистых доходов в течение всего срока его жизни.

Результатом фундаментального анализа компании-эмитента будет принятие инвестиционных решений в отношении имущества в виде пакета акций компании-эмитента. В случае же с фундаментальным анализом акций компании-эмитента результат будет выражаться в покупке или продаже ценных бумаг на организованном фондовом рынке. Таким образом, фундаментальный анализ акций компании-эмитента, по мнению автора, применим лишь в случаях наличия рыночных котировок ее акций (большинство российских компаний, в отношении которых принимаются стратегические инвестиционные решения, не имеют рыночных котировок акций). *То есть для применения портфельным инвестором фундаментального анализа акций необходимо наличие зрелого эффективного рынка ценных бумаг, что выражается в наличии ликвидности, достаточной капитализации, развитой инфраструктуры и т.д.*

Различия между фундаментальным анализом и другими видами анализа

В теоретических изданиях, посвященных аналитическим исследованиям, встречаются различные толкования видов анализа - это и экономический анализ, и анализ хозяйственной деятельности, и, наконец, финансовый анализ. В этой работе автор исследует еще один вид анализа – *фундаментальный анализ*. Ниже будут рассмотрены принципиальные различия и взаимосвязи, существующие между основными видами анализа.

Экономический анализ представляет собой систему специальных знаний, связанных с исследованием экономических процессов, складывающихся под воздействием объективных экономических законов и факторов субъективного порядка[15]. В основе экономического анализа лежит экономическая теория, описывающая основные законы взаимодействия экономических субъектов. Одним из таких субъектов является предприятие (хозяйственное общество - в соответствии с ГК РФ). В свою очередь, в отношении этого субъекта применяется *анализ хозяйственной деятельности предприятия*, состоящий из двух тесно взаимосвязанных видов: финансового анализа и производственного (управленческого) анализа.

[15] Ковалев В.В. Финансовый анализ. – М.: Финансы и статистика, 1996. - С.15

Разделение анализа на финансовый и управленческий обусловлено сложившимся на практике разделением системы бухгалтерского учета в масштабе предприятия на финансовый учет и управленческий учет. Это же порождает деление анализа на внешний и внутренний[16].

Управленческий анализ представляет собой внутреннюю оценку эффективности управления производством и реализацией продукции, работ и услуг. Этот вид анализа ориентирован, прежде всего, на руководство компании, и подразумевает проведение комплексного исследования всех сторон деятельности предприятия[17].

Финансовый анализ есть метод познания финансового механизма предприятия, процессов формирования и использования финансовых ресурсов для его оперативной и инвестиционной деятельности. Результатом финансового анализа является оценка финансового благополучия предприятия, состояния его имущества, активов и пассивов баланса, скорости оборота всего капитала и его деятельных частей, доходности используемых средств[18]. Финансовый анализ, как правило, применяется внешними, по отношению к объекту исследования, пользователями.

Так же как и в финансовом анализе, объектом *фундаментального анализа* является хозяйственное общество. Однако в отличие от финансового анализа, используемого во многих сферах экономических отношений для определения текущего финансового состояния предприятия – субъекта этих отношений, фундаментальный анализ носит узкоприкладной характер и применим исключительно в сфере рынка ценных бумаг. *Результатом такого анализа является принятие инвестиционных решений в отношении компании-эмитента*.

При этом отличительной особенностью фундаментального анализа от прочих видов анализа, прежде всего, от финансового анализа, является его *ориентация на строго определенный круг пользователей, а именно инвесторов, которые исследуют деятельность предприятия с определенной точки зрения* - ***с точки зрения определения риска, доходности и ликвидности инвестиций в данное предприятие***.

---

[16] Финансовый менеджмент. Руководство по технике эффективного менеджмента. – М.: CARANA Corporation-USAID-RPC, 1998. - С.135

[17] Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С., Негашев Е.В. Методика финансового анализа. – М.: Инфра-М, 2000. - С.8, см. также: Крейнина М.Н. Финансовое состояние предприятия. Методы оценки. - М.: ДИС. - 1997. – С.25

[18] Финансовый анализ. Цели и содержание финансового анализа//Аудит и финансовый анализ. - 1995. - IV кв. - С.13

Специфика методов фундаментального анализа заключается в использовании подходов, применяемых как в общем экономическом, так и в финансовом анализе компании. При этом фундаментальный анализ, также как и финансовый анализ, является неотъемлемой частью экономического анализа. Схематически взаимосвязь вышеупомянутых видов анализа представлена на рисунке 2.

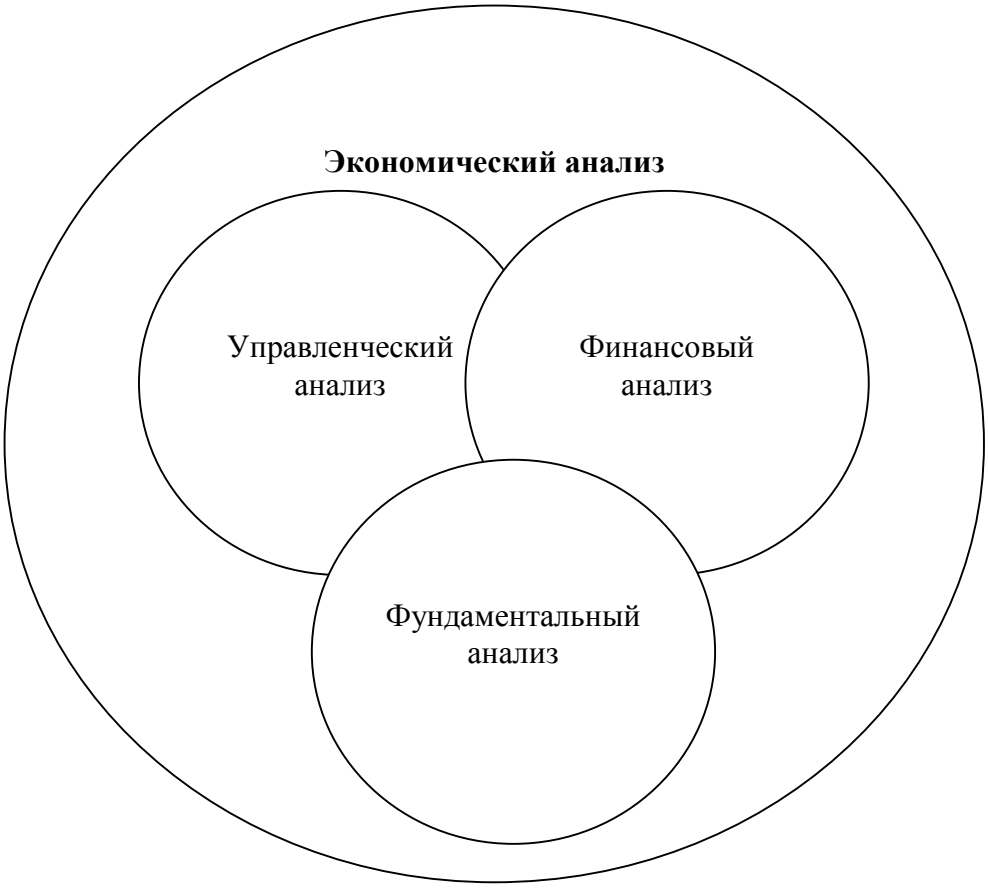


Рис.2 Взаимосвязь различных видов анализа

Таким образом, фундаментальный анализ в отличие от других видов экономического анализа, применяется исключительно в сфере рынка ценных бумаг и преследует цель определения эффективности инвестиций на основе оценки риска, доходности и ликвидности будущих вложений.

Выводы и результаты по параграфу 1:

- фундаментальный анализ в западной практике наравне с техническим анализом служит для определения будущих цен на акции компании-эмитента;

- фундаментальные факторы *не работают на российском рынке ценных бумаг*, фундаментальный анализ в классическом его понимании в России будут применяться только в перспективе, и в этой связи очень важны исследования и разработки, формирующие методологию фундаментального анализа;
- для целей применения фундаментального анализа в России целесообразно выделить особый его вид – *фундаментальный анализ компании-эмитента*, результатом которого служит не принятие решений о покупке/продаже акций на организованном рынке ценных бумаг, а принятие решений о стратегических инвестициях, в том числе об управлении имуществом в виде пакетов акций компаний-эмитентов;
- фундаментальный анализ является неотъемлемой частью системы экономического анализа, однако, имеет узко прикладной характер – *применяется исключительно в сфере рынка ценных бумаг;*
- в отличие от других видов анализа результатом фундаментального анализа является *взгляд на деятельность предприятия с точки зрения определения риска, доходности и ликвидности инвестиций* в это предприятие.

§2 Структура фундаментального анализа эмитентов

Западные исследователи выделяет два основополагающих подхода в проведении фундаментального анализа[19]. Традиционный анализ обычно предусматривает подход «сверху-вниз», начинающийся с экономического анализа, затем переходящий к анализу состояния отрасли и, наконец, к фундаментальному анализу положения компании. Существует и другой подход, при котором инвестор проводит анализ «снизу-вверх», начиная с микроуровня, переходя к анализу отрасли и заканчивая экономической ситуацией. Оба подхода возможны и не являются взаимоисключающими.

Какой подход наиболее приемлем для государства?

С одной стороны, государство как гарант экономической стабильности и эффективности функционирования экономического механизма постоянно проводит мониторинг текущей экономической ситуации и конъюнктуры основных отраслей национальной промышленности. Результаты этой работы находят отражение в ежегодно принимаемом бюджете страны, а также в нормативных документах, определяющих основные направления развития экономической политики на будущие годы.

С другой стороны, государство как инвестор на рынке ценных бумаг должно анализировать эффективность хозяйственной деятельности компаний-эмитентов, в уставных капиталах которых оно имеет долю своего участия. Помимо определения эффективности инвестиций анализ деятельности субъектов экономических отношений позволяет выявить слабые стороны экономической политики государства, скрытые резервы развития экономики, необходимые для мобилизации внутренних инвестиционных ресурсов и обеспечения экономического роста в стране.

Однако парадокс использования государством методов фундаментального анализа заключается в том, что государство, с одной стороны, через свою экономическую политику во многом определяет состояние национальной экономики, с другой стороны, ставит перед собой задачу определения инвестиционной привлекательности компаний-эмитентов, в которых оно имеет долю участия, которые, в свою очередь, вынуждены

[19] Ritchie J. Fundamental Analysis: A Back-to-the-Basics Investment Guide to Selecting Quality Stocks. - Irwin Professional Pub., 1996. – P.251

вести хозяйственную деятельность в экономических условиях, определяемых самим государством.

Тем не менее, такая ситуация, по мнению автора, не является препятствием для использования государством методов фундаментального анализа в процессе своей деятельности на рынке ценных бумаг. Более того, имея возможность начать фундаментальный анализ с анализа ситуации в экономике и переходя к анализу деятельности экономического субъекта, государство способно оценить эффективность проводимой ею экономической политики и при необходимости пересмотреть определенные ее аспекты.

Исходя из вышеизложенного, автор считает возможным предложить следующий алгоритм проведения фундаментального анализа компании-эмитента:

1. Анализ макроэкономических факторов.
2. Анализ отраслевых факторов.
3. Анализ микроэкономических факторов.

Ниже будут приведены общие подходы к оценке фундаментальных факторов в рамках каждой из трех вышеназванных групп, а также алгоритм их анализа, предлагаемый автором для применения потенциальными инвесторами, в числе которых является и государство.

При этом алгоритм анализа фундаментальных факторов рассмотрен, на основе общепринятой практики применения фундаментального анализа, а также исходя из практической значимости этой работы, прежде всего для государства, осуществляющего свою деятельность на рынке ценных бумаг.

1.2.1. Анализ макроэкономических и отраслевых факторов

Макроэкономические факторы

Множество фундаментальных макроэкономических факторов, которые необходимо исследовать государству-инвестору в процессе проведения фундаментального анализа, можно разбить на следующие основные группы:

N п/п	Группа макроэкономических факторов
1.	Состояние национальной экономики.
2.	Экономическая политика государства.
3.	Политическая ситуация в государстве.
4.	Правовое регулирование.
5.	Конъюнктура мировых товарных и финансовых рынков.

Исходя из данного в первом параграфе настоящей главы определения фундаментального анализа, оценка макроэкономических факторов должна проводиться государством-инвестором с точки зрения ***их конечного влияния на риск, доходность и ликвидность инвестиций в компанию-эмитента***. В связи с этим целесообразно отделить *фундаментальный анализ макроэкономических факторов* от обычного макроэкономического анализа, по причине его ограниченности и специфичности, то есть нацеленности на достижение конкретной цели: *определение риска, доходности и ликвидности инвестиций*. В качестве иллюстрации данного утверждения можно привести следующий пример. Необходимо решить две задачи: а) оценить общее состояние макроэкономики региона (например, Тюменской области) для целей сравнения с другими региональными экономиками; б) оценить вероятность исполнения обязательств тем же регионом перед внешними инвесторами по выпущенным облигациям. И в том, и в другом случае в процессе анализа будет использован прогноз таких макроэкономических показателей как *уровень цен на нефть* и *доходы регионального бюджета* (на территории региона расположены крупнейшие нефтяные месторождения). В первом случае влияние прогнозных значений этих показателей на общие результаты анализа будут незначительными, во втором - они будут являться ключевыми для определения риска, доходности и ликвидности инвестиций, а, следовательно, и определения эффективности инвестиций.

Предвидя вопросы *о целесообразности и необходимости проведения государством анализа макроэкономической ситуации, автор хотел бы акцентировать внимание на следующем.* Во-первых, государство представлено различными субъектами государственной власти с различными функциями и полномочия. *Некоторые из этих структур вынуждены выступать в роли экономических агентов, делая выбор между инвестициями внутри страны и за ее пределами.* Например, Центральный банк определяет, где и как хранить золотовалютные резервы страны, субъект федерации или муниципальное образование стоит перед выбором распределения своих валютных фондов в инвестиции в предприятия за рубежом[20] и т.д. И в том, и в другом случае государственные органы власти должны определять направления и перспективы инвестиций, что невозможно сделать без анализа макроэкономической ситуации в той или иной стране.

---

[20] Правительство Москвы активно проводит инвестиционную политику, вкладывая деньги в инвестиционные проекты Белоруссии, Украины (Севастополь). Этому должна предшествовать работа по проведению макроэкономического анализа страны, куда идут инвестиции.

Во-вторых, *анализ макроэкономической ситуации во многом идентичен анализу региональных экономик* (которые могут различаться между собой, особенно в России). При этом государство *проводит анализ макроэкономической ситуации в регионах, например, для целей распределения бюджетных средств под различные программы развития из федерального бюджета в бюджеты регионов*. Конечно, наборы показателей, используемых для оценки макроэкономической ситуации в стране и в отдельно взятом регионе, несколько различаются, однако подходы остаются теми же.

Таким образом, государству необходим анализ макроэкономической ситуации, алгоритм проведения которого будет предложен ниже.

Алгоритм анализа макроэкономических факторов

С точки зрения фундаментального анализа мотивацией принятия государством-инвестором инвестиционного решения является возможность предсказать будущие изменения макроэкономических показателей и степень *влияния этих изменений на риск, доходность и ликвидность инвестиций в компанию-эмитента*. Таким образом, государство-инвестор должно обладать *устойчивыми ожиданиями изменений основных макроэкономических показателей*[21] на среднесрочную и долгосрочную перспективу. Только в этом случае оно будет склонно принимать инвестиционные решения.

Степень устойчивости ожиданий – качественный показатель, определяющий прогнозируемость (предсказуемость) изменения макроэкономических показателей и степень их влияния на общее состояние национальной экономики. Чем выше у государства-инвестора уверенность в правильном определении тенденции изменения макроэкономических показателей, а, следовательно, и общего состояния экономики, тем больше вероятность верного прогноза относительно риска, доходности и ликвидности инвестиций, принятия качественного инвестиционного решения.

Исходя из принятого автором подхода, анализ макроэкономических факторов проводится с точки зрения их влияния на риск, доходность и ликвидность инвестиций в компанию-эмитента, но через призму формирования устойчивых ожиданий у государства-

[21] Стратегия развития государства на период до 2010 г. Раздел IV.3 Денежно – кредитная политика. Докл. под руководством члена Президиума Госсовета Ишаева В.И.//Интернет-сайт "Инвестиционные возможности России" (http://www.ivr.ru/articles/economics/strategy.shtml). - 2000

инвестора в отношении общего экономического равновесия, определяющего сбалансированность функционирования экономической системы как мотива будущих инвестиционных решений. Отталкиваясь от принятого определения равновесия экономической системы, целесообразно предложить следующий алгоритм макроэкономического анализа (см. рис. 3).

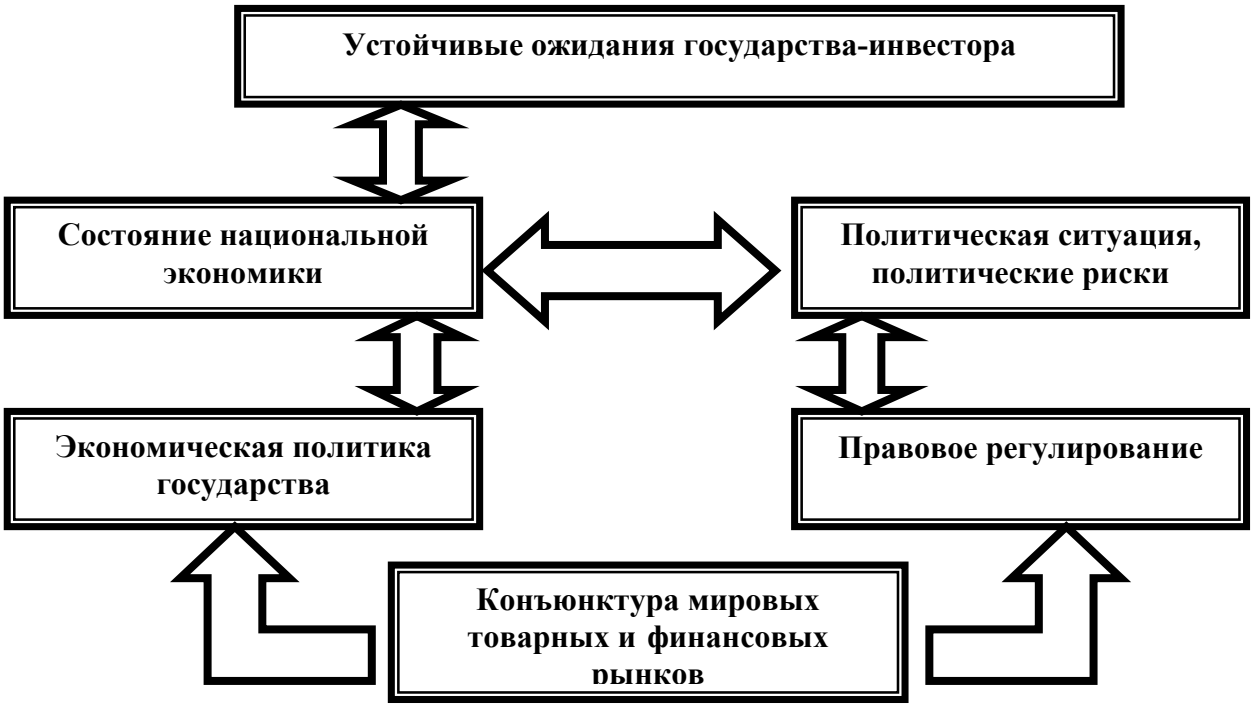


Рис.3 Алгоритм макроэкономического анализа с позиции государства-инвестора

Устойчивость ожиданий инвестора характеризуется *состоянием национальной экономики*, на которое оказывают влияние *политическая ситуация* в государстве и *политические риски*. Совместно эти два блока составляют базовые представления о степени стабильности макроэкономической ситуации. Способность же экономики решать проблемы развития предопределяются эффективностью и согласованностью *экономической политики* и *правового регулирования*. При этом в условиях глобализации выделенные четыре группы подвержены воздействию конъюнктуры мировых финансовых и товарных рынков. Таким образом, только *комплексная оценка выделенных макроэкономических показателей по всем пяти группам, учет их взаимосвязи и взаимозависимости позволит провести качественный макроэкономический анализ с позиций среднесрочного и долгосрочного инвестора, каким является и государство.*

Оценка состояния национальной экономики

Помимо возможности предсказать будущие изменения макроэкономических показателей, государство-инвестор должно иметь уверенность в ***сбалансированности функционирования экономической системы***.

С точки зрения автора сбалансированность функционирования экономической системы в идеальном варианте, исключающем влияние других фундаментальных факторов, определяет возможность эффективной хозяйственной деятельности компании-эмитента. Таким образом, определяя вероятность движения экономики в сторону сбалансированности, государство-инвестор с определенной долей уверенности может рассчитывать на эффективность хозяйственной деятельности компании-эмитента, которая определяется, прежде всего, способностью компании генерировать будущие денежные потоки (на которые собственно и претендует стратегический инвестор). Это, в свою очередь, дает возможность достаточно точно *спрогнозировать риск, доходность и ликвидность инвестиций, проанализировать эффективность инвестиций и принять наиболее верное инвестиционное решение*.

В связи с этим ниже будет представлен алгоритм анализа макроэкономических факторов, исходящий из того, что ***в экономике существует равновесие, определяющее сбалансированность функционирования экономической системы[22],*** и государство-инвестор стремится определить, как изменение того или иного макроэкономического показателя может нарушить эту сбалансированность.

В качестве примера можно выделить *три равновесных состояния экономики*, определяющих сбалансированность функционирования экономической системы:

1. объем предложения товаров и услуг равен платежеспособному спросу[23];
2. спрос производителей на заимствования равен возможностям финансово-кредитной системы[24];
3. бюджетные потребности соответствуют возможностям налоговой системы[25].

При этом необходимо отметить, что в этой работе представлена лишь часть взаимосвязей, существующих на уровне макроэкономики. Задача настоящего раздела

---

[22] Gordon Robert J. Macroeconomics. Sixth Edition. – HarperCollinsCollegePublisher, 1993. – P.506
[23] Там же: P.164
[24] Там же: P.436
[25] Там же: P.378

диссертации – показать важность и необходимость макроэкономического анализа для государства-инвестора, а также дать общие представления об алгоритме его проведения.

Объем предложения товаров и услуг и платежеспособный спрос

Платежеспособный спрос и предложение товаров и услуг - основные экономические индикаторы, определяющие уровень развития национальной экономики. С учетом выше сделанного предположения на рисунке 4 представлен пример их условного равновесного состояния и ряд макроэкономических показателей, которые способны вывести систему из этого состояния (здесь и далее перечень макроэкономических показателей, влияющих на экономическое равновесие, не является исчерпывающим, а их взаимосвязи и взаимозависимости не всегда являются однозначными)[26].

Рис.4 Влияние макроэкономических показателей на сбалансированность функционирования экономической системы с точки зрения равновесия предложения товаров и услуг и платежеспособного спроса

Одним из основных показателей, определяющих величину товарного предложения в экономике, является *показатель валового внутреннего продукта*

[26] Условным значком (⇑⇓) на рисунке обозначены взаимозависимости макроэкономических показателей и их возможные влияния на предложение товаров и услуг и платежеспособный спрос.

(ВВП)[27]. Устойчивое снижение ВВП сигнализирует о чрезмерно жесткой кредитно-денежной политике, при которой заниженный платежеспособный спрос не позволяет предприятию реализовать производимую им продукцию (см. рис. 4).

Эффективность кредитно-денежной политики государства характеризуют показатели структуры и динамики *денежной массы в обращении*, больше известные как *денежные агрегаты (М0, М1 и т.д.)*. Изменение денежной массы в обращении вызывает дисбаланс платежеспособного спроса и предложения товаров и услуг, что вызывает неминуемый рост инфляции, выражающемся в росте *индекса цен* (см. рис. 4). В свою очередь, рост цен подстегивает инфляционные ожидания, что приводит к падению *курса национальной валюты*.

В условиях инфляционных ожиданий растет стоимость заимствований, а также спрос на твердую валюту, что вынуждает Центральный банк повышать *учетную ставку* и тратить накопленные *золотовалютные резервы* для подержания курса национальной валюты. Повышение учетной ставки, в свою очередь, ведет к сужению платежеспособного спроса населения.

Таким образом, налицо тесная взаимосвязь макроэкономических показателей влияющих, на равновесие экономической системы в части предложения товаров и услуг и платежеспособного спроса. Существующая взаимосвязь между некоторыми из рассмотренных показателей проиллюстрирована на рисунке 5.

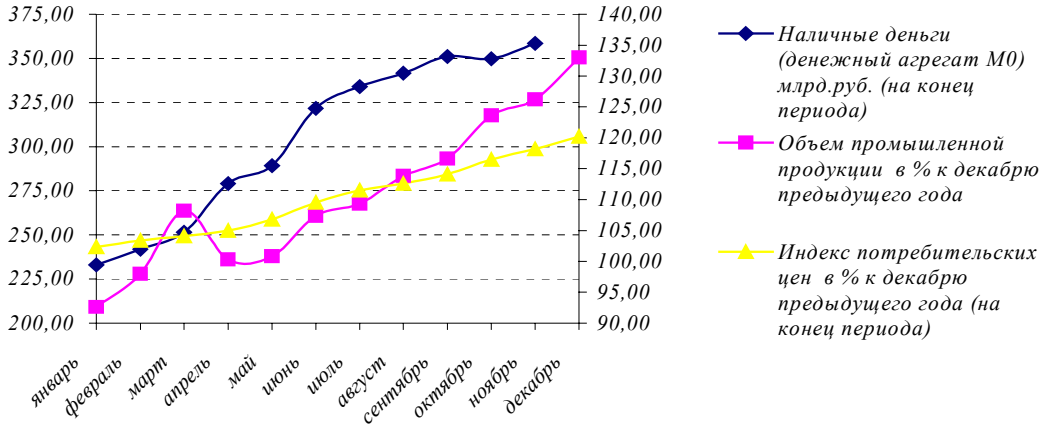


Рис.5 Динамика объема промышленной продукции, индекса потребительских цен и объема наличных денег (М0) в России в 2000 году

Рисунок 5 показывает, одну из возможных взаимозависимостей между объемом наличной денежной массы (агрегат М0), обеспечивающей реальный товарооборот, темпами производства промышленной продукции и индекса потребительских цен.

---

[27] Подробный перечень макроэкономических показателей, исследуемых при проведении фундаментального анализа, порядок их расчета и источники получения информации, приведен в приложении 1.

Спрос производителей на заимствования и возможности финансово-кредитной системы

Спрос производителей на заимствования и возможности финансово-кредитной системы также являются важными индикаторами экономического равновесия, определяющими сбалансированность функционирования экономической системы.

Ряд показателей, влияющих на изменение этого равновесия, представлен на рисунке 6.

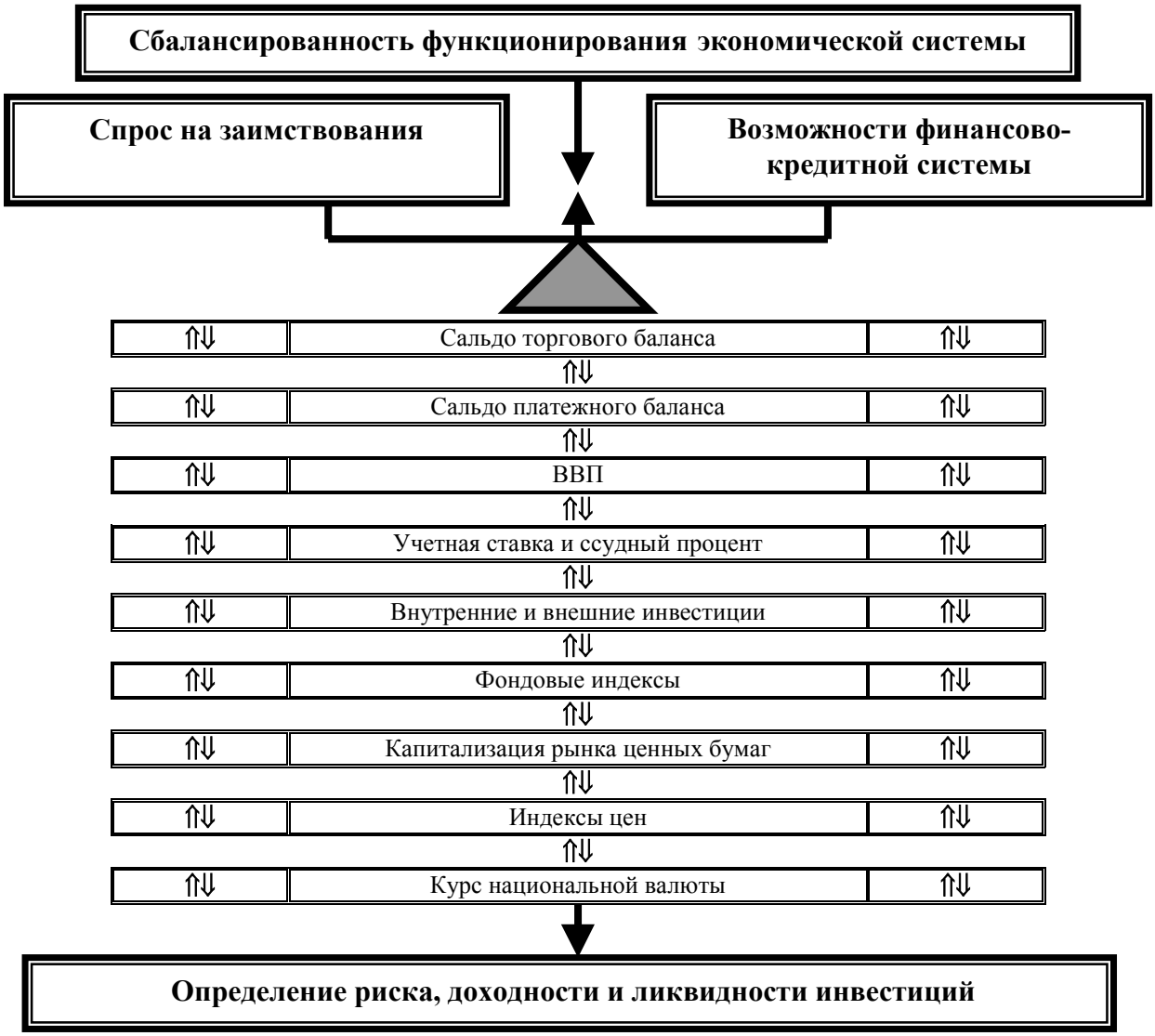


Рис.6 Влияние макроэкономических показателей на сбалансированность функционирования экономической системы с точки зрения равновесия спроса на заимствования и возможностей финансово-кредитной системы

Положительная динамика *ВВП, торгового и платежного баланса, внутренних и внешних инвестиций* ведет к оживлению спроса производителей на заемные средства. При этом, в то же самое время, если наблюдается низкая способность финансового сектора к перераспределению денежных ресурсов

(низкий уровень *фондового индекса*[28], небольшая *капитализация рынка ценных бумаг*, рост *учетной ставки* и *индекса цен*), то даже положительная воспроизводственная динамика не создаст необходимых условий в среднесрочном плане для поддержания спроса производителей на заимствования.

Также важным показателем, определяющим возможности финансово-кредитной системы, является показатель *сальдо платежного баланса*, показывающий направления движения денежных ресурсов и характер их использования.

Таким образом, обладая определенной *устойчивостью ожиданий* в отношении вышеназванных макроэкономических показателей, государство-инвестор имеет возможность предсказать способность экономики достичь равновесия относительно спроса на заимствования и возможностей финансово-кредитной системы, и тем самым сделать заключение о сбалансированности функционирования экономической системы.

Важным аспектом фундаментального анализа в этой части исследования является определение *способности финансово-кредитной системы*[29] обеспечить потребности производителей в денежных ресурсах. Отлаженная финансово-кредитная система «уменьшает риски инвестиций, увеличивает ликвидность капитала и способствует беспрепятственному распространению всей существенной информации между субъектами финансовой системы»[30].

Подтверждением важной роли финансово-кредитной системы в обеспечении сбалансированности функционирования экономической системы являются результаты исследований западных аналитиков, которые проанализировали взаимосвязь между экономическим ростом, развитостью банковской системы и ликвидностью финансовых рынков. В период с 1976 по 1993 года, в странах с самым высоким уровнем ликвидности рынка акций ежегодный рост валового внутреннего продукта составил 3,2 %, по сравнению с ежегодными ростом в 1,8 % в странах с самой низкой ликвидностью. Различия в росте ВВП между странами с высоким и низким уровнем банковского развития были еще более значительными – 3,2 % и

---

[28] Ежедневно публикуемые национальные *фондовые индексы*, рассчитываемые на основе котировок акций ведущих национальных компаний основных отраслей промышленности. Неуклонное снижение котировок акций говорит, в том числе и о неустойчивом финансовом состоянии самих компаний, что может быть связано как с потребительскими предпочтениями покупателя на выпускаемую продукцию, так и с общей экономической ситуацией в государстве (если платежеспособный спрос населения предельно подавлен, то и объемы реализации при самом высоком уровне качества будут невысокими).

[29] Кредитно-финансовая система представляет собой совокупность институциональных соглашений, обеспечивающих трансформацию сбережений в инвестиции и распределяющих ресурсы среди альтернативных пользователей в рамках индустриального сектора (Tobin J. On the Efficiency of the Financial System. – Lloyds Bank Review, 1984. - P. 1-15)

[30] Стиглиц Д. Роль финансовой системы в развитии: Тез. докл. Четвертая ежегодная конференция по развитию в Латинской Америке и Карибском бассейне. - Сан-Сальвадор, 1998. - С. 45

1,4 % соответственно[31]. Таким образом, развитость финансово-кредитной системы во многом обуславливает экономический рост в государстве.

Бюджетные потребности и возможности налоговой системы

Соответствие бюджетных потребностей и возможностей налоговой системы - третий элемент макроэкономического равновесия, позволяющий судить о сбалансированности экономической системы в целом. Ряд показателей, влияющих на изменение этого равновесия, приведен на рисунке 7.

Рис.7 Влияние макроэкономических показателей на сбалансированность функционирования экономической системы с точки зрения равновесия бюджетных потребностей и возможностей налоговой системы

[31] Levine, Ross. Financial Development and Economic Growth//Journal of Economic Literature. – 1997. - №35(2). – P. 688–726

Основными макроэкономическими ориентирами государства-инвестора, определяющего тенденции изменения экономического равновесия относительно бюджетных потребностей и возможностей налоговой системы, являются показатели *структуры и объемов внешнего и внутреннего долга*[32]. Динамика долговых обязательств государства напрямую связана с *показателями экспортно-импортных операций* (торговый баланс, доля экспорта в мировой торговле и т.д.) и *динамикой мировых цен в отраслях, обеспечивающих валютные поступления (см. раздел «Конъюнктура мировых товарных и финансовых рынков»)*. Государство-инвестор, оценивая свои возможности по обслуживанию внешнего и внутреннего долга, анализирует структуру и постатейный объем *бюджетных расходов*, соотнося их с объемом предполагаемых *бюджетных доходов* и источниками погашения *бюджетного дефицита*.

Возрастание внутреннего и внешнего государственного долга приводит к снижению объемов привлекаемых *внутренних денежных ресурсов* и *прямых иностранных инвестиций*[33] и увеличению отрицательного *сальдо платежного баланса*. Это, в свою очередь, создает дополнительную нагрузку на бюджет в виде увеличения *бюджетных расходов на инвестиции.*

В соответствии с рисунком 7 общая схема взаимосвязи макроэкономических показателей, влияющих на сбалансированность функционирования экономической системы с точки зрения равновесия бюджетных потребностей и возможностей налоговой системы, может быть представлена следующим образом. Возрастающие потребности бюджета ведут к увеличению *государственного долга* и *увеличению налоговой нагрузки* на производителей (что может привести к снижению предложения товаров и услуг). В случае, если налоговая система не способна обеспечить потребности бюджета, а возможности бюджетных заимствований ограниченны, возникает *превышение расходов над доходами бюджета, ведущее к бюджетному дефициту*. В свою очередь, чем больше размер *государственного долга*, тем меньше *инвестиций направляется в реальный сектор* и тем меньше устойчивость экономической системы в целом. На этом фоне *снижение темпов экономического роста* и *внешнеторговой активности* способны подорвать возможности налоговой системы, обеспечивающей доходную часть государственного бюджета.

Однако следует иметь в виду, что представленная выше схема является лишь одним из возможных вариантов зависимости рассматриваемых макроэкономических показателей. Не исключено, что в иных экономических условиях направленность их динамики, а также степень влияния могут претерпеть изменения.

---

[32] Фаруки Ш. Макрофинансовый обзор: формулирование политики и программы. – Институт экономического развития Всемирного банка, 1996. – С.6

[33] В мировом масштабе экономическая важность иностранного инвестирования, измеряемая как отношение между объемом *прямых иностранных инвестиций* и ВВП, возросла более чем в три раза - с 4,4% в 1960 г. до порядка 12-13% в 2000 г. (прогнозное значение) (Фишер П. Прямые иностранные инвестиции для России: стратегия возрождения промышленности. – М.: Финансы и статистика, 1999. - С. 70)

Анализ экономической политики государства

Основываясь на проведенном анализе сбалансированности функционирования экономической системы на основе равновесия отдельных ее элементов, целесообразно более детально остановиться на анализе экономической политики, проводимой государством, и степени ее влияния на *устойчивость ожиданий* относительно будущих изменений макроэкономических показателей.

Своевременное и правильное применение государством ряда ограничений и стимулов, направленных на возвращение экономической системы в равновесное состояние способны положительно повлиять на экономический рост в государстве[34]. Возможности государственной политики и ее эффективность, следуя логике исследования, являются, таким образом, закономерным продолжением построения системы анализа макроэкономических факторов с позиций интересов государства-инвестора.

Как уже отмечалось выше, в данном случае существует парадокс, заключающийся в том, что государство формирует и реализует государственную политику, и в то же самое время испытывает на себе ее влияние как инвестор. Однако, по мнению автора, это не является препятствием для анализа государством проводимой им экономической политики. Это утверждение касается также и политической ситуации, и правового регулирования в стране.

Взаимосвязь макроэкономических показателей и основных элементов экономической политики, которые предполагается использовать в фундаментальном анализе, представлена в таблице 2.

Таблица 2

Элементы государственной экономической политики и макроэкономические показатели

Макроэкономические показатели	**Элементы государственной экономической политики**
Предложение товаров и услуг и платежеспособный спрос	
Количество денег в обращении	• Денежно-кредитная политика
Динамика ВВП	• Денежно-кредитная политика • Инвестиционная политика
Учетная ставка и ссудный процент	• Процентная политика
Показатели внешнеторговой активности	• Внешнеторговая политика
Индексы цен	• Денежно-кредитная политика • Ценовая политика
Курс национальной валюты	• Денежно-кредитная политика • Валютная политика

[34] Murdock, Kevin, Stiglitz. The Effect of Financial Repression in an Economy with Positive Real Rates. - Washington, D.C.: Background paper for World Bank, 1993. - P.125

Спрос на заимствования и возможности финансово-кредитной системы	
Показатели внешнеторговой активности	• Внешнеторговая политика
Динамика ВВП	• Денежно-кредитная политика • Инвестиционная политика
Учетная ставка и ссудный процент	• Денежно-кредитная политика
Внутренние и внешние инвестиции	• Инвестиционная политика • Политика в области движения капиталов
Фондовые индексы	• Структурная политика • Институциональная политика • Промышленная политика
Капитализация рынка ценных бумаг	• Структурная политика • Институциональная политика • Промышленная политика
Индексы цен	• Денежно-кредитная политика • Ценовая политика
Курс национальной валюты	• Денежно-кредитная политика • Валютная политика
Бюджетные потребности и возможности налоговой системы	
Показатели внешнеторговой активности	• Внешнеторговая политика
Государственный внутренний и внешний долг	• Политика государственных заимствований • Бюджетная политика • Политика в области движения капиталов
Динамика ВВП	• Денежно-кредитная политика • Инвестиционная политика
Внутренние и внешние инвестиции	• Инвестиционная политика • Политика в области движения капиталов
Структура и объем бюджетных расходов	• Налоговая политика • Бюджетная политика
Структура и объем бюджетных доходов	• Налоговая политика • Бюджетная политика

Одним из основных элементов государственной экономической политики является *денежно-кредитная политика государства,* направленная на регулирование предложения денег в экономике. Ее основные инструменты: *учетная ставка, операции на открытом рынке, резервные требования Центрального банка страны*.

С одной стороны, агрессивная денежно-кредитная политика государства, направленная на увеличение денег в экономике, сопровождается увеличением экономической активности в государстве. При этом увеличение предложения денег, при условии, что спрос на деньги остается постоянным, сопровождается снижением стоимости денег (процентной ставки). Это, в свою очередь, ведет к росту производства и увеличению занятости, что и является свидетельством увеличения экономической активности. С другой стороны, чрезмерные вливания денег в экономику, способны вывести систему из экономического равновесия, и ухудшить эффективность функционирования экономической системы.

Еще одной важной составляющей государственной политики в области макроэкономики является *политика валютного курса,* направленная на стимулирование внутренних инвестиций, укрепление национальной валюты, пополнение золотовалютных резервов государства. Чрезмерное укрепление национальной валюты на этапе структурных преобразований в экономике, в свою очередь, может привести к нарастанию инфляционных ожиданий, связанных с чрезмерной денежной массой, находящейся в обращении, и, как следствие, замедление темпов экономического роста в стране.

Таким образом, возвращаясь к рисунку 4, предпочтительной государственной экономической политикой, направленной на достижения равновесия между предложением товаров и услуг и платежеспособным спросом, является политика, стимулирующая рост ВВП и сопровождающаяся адекватным расширением денежного предложения в экономике.

Фискальная политика - политика правительства в области налогообложения, государственных расходов, государственного бюджета, направленная на обеспечение занятости населения и получение антиинфляционного валового национального продукта. является стержневой частью финансовой политики и составной частью экономической политики государства. Общая направленность политики - повышение уровня деловой активности в государстве[35]. С позиций инвестора такая направленность выражается в упрощении процедуры сбора и уплаты налогов, снижении налоговой нагрузки на предприятия (особенно привлекающие внешние инвестиции через инструменты рынка ценных бумаг)[36]. *Устойчивость ожиданий* инвестора при оценке эффективности фискальной политики государства (см. рис. 7) будет состоять в прогнозируемости роста бюджетных доходов и соответствующем их использовании, прежде всего, на нужды стимулирования деловой активности в экономике (инвестиционная политика - см. ниже).

Внешнеторговая политика также является дополнительным объектом анализа, влияющим на устойчивость сформированных у инвестора ожиданий, и находит свое отражение в валютном и таможенном регулировании. Основные инструменты: *экспортные/импортные пошлины и квоты*. Прямым следствием введения жестких протекционистских мер в отношении

---

[35] Словарь экономических терминов// http://www.rea.ru/misc/econ_dict.nsf/

[36] Введение в действие с 1 января 2001 года второй части Налогового кодекса предусматривает серьезное снижение налога на доходы организаций и физических лиц при одновременном увеличении доли налогов и сборов, связанных с использованием природных ресурсов, а также имущественных налогов. Это позволяет надеяться на повышение собираемости налогов и активизацию «открытой» предпринимательской деятельности в России.

отечественных производителей (как правило, вводится в отраслях, где национальная продукция не выдерживает зарубежной конкуренции) является снижение объемов внешнеторговой оборота, что находит отражение в ухудшении основных макроэкономических показателей. На этом фоне отсутствие у инвестора возможности ввоза в страну на льготных условиях оборудования для создания производства на территории страны, существенно ограничивает приток прямых иностранных инвестиций (завышение импортных пошлин на ввозимое оборудование).

Существенное внимание инвестор уделяет условиям и возможностям вывоза капитала за границу, что находит отражение в *политике государства в области движения капиталов*. Ужесточение политики государства в этой сфере говорит о прогрессирующей динамике вывоза капиталов за рубеж, что свидетельствует о неблагоприятной экономической ситуации, оказывающей негативное влияние на инвестиционный климат в стране.

Формирование благоприятного инвестиционного климата напрямую связано с проводимой государством *инвестиционной политикой.* Она имеет своей целью стимулирование привлечения внешних и внутренних инвестиций в экономику страны. Кроме того, инвестиционная политика государства может выражаться в использовании прямых бюджетных инвестиций (инвестиции в уставные капиталы предприятий, прямое бюджетное финансирование), бюджетного гарантирования инвестиций, а также в создании различного рода стимулов для инвесторов (налоговые кредиты и/или льготы).

Оценка политической ситуации в государстве в рамках фундаментального анализа

Помимо экономической политики государства значительное влияние на макроэкономическую ситуацию оказывают политические факторы и административные механизмы, действующие в отношении экономических агентов, которые также способны вывести экономическую систему из равновесия. Таким образом, наряду с чисто экономическими факторами немаловажное значение имеет и оценка государством-инвестором *политического риска* страны.

Значение термина «политический риск» достаточно широко - от прогнозирования политической стабильности до оценки всех некоммерческих рисков, связанных с

деятельностью в различных социально-политических средах[37]. Под политическим риском в узком смысле слова понимается вероятность финансовых потерь компании в результате воздействия неблагоприятных политических факторов в стране размещения инвестиций. Во-первых, инвестор может не получить причитающийся ему доход в силу нарушения своих прав со стороны государства, во-вторых, изменение политической составляющей экономического мышления может существенно повлиять на состояние национальной экономики, сократив ожидаемые доходы инвестора.

Таким образом, факторы политического риска, представляющие интерес для инвестора, можно представить в таблице 3.

Таблица 3

Факторы политического риска

1. Демократический режим
   - Экономические права и свободы
   - Институт частной собственности
   - Конкуренция
2. Система выборов
3. Основные политические партии и движения
4. Тип государственного устройства
5. Роль государства в экономической жизни общества
6. Действующие административные механизмы
7. Особенности региональной политики
8. Взаимоотношения между ветвями власти
9. Сложившийся имидж государства

Существующая в государстве *система выборов*, *сроки проведения предстоящих выборов* и *основные политические партии*, *находящиеся у власти или потенциально способные это сделать* – вот основные политические факторы фундаментального характера, которые должен исследовать инвестор.

Нередко на принятие инвестиционного решения значительное влияние оказывает *сложившийся имидж государства*.

Важным фактором анализа политической ситуации является *степень участия государства в экономической жизни общества*. Миру известны различные типы политического влияния на жизнь общества - от тоталитаризма до анархии. И в том, и в другом случае возможно принятие инвестиционных решений, если доходность инвестиций прогнозируется на сверхвысоком уровне (например, Китай, декларируя приверженность социалистическим идеалам, привлекает огромные инвестиции за счет создания благоприятных экономических

[37] Подколзина И.А. Проблемы дефиниции и оценки политического риска//Корпоративный менеджмент (http://koi.cfin.ru/finanalysis/polit_risk.shtml). – 2000

условий для инвесторов). Однако, как правило, необходимым условием для принятия инвестором инвестиционного решения является сбалансированность вмешательства государства в экономику, что существенно снижает политические риски и повышает эффективность инвестиций.

Анализ влияния правового регулирования на возможные инвестиционные решения

Вся совокупность факторов политического риска основывается на режиме правового регулирования (см. табл. 3) *Стабильные законы, понятные правовые процедуры и независимая судебная система* являются необходимыми условиями создания благоприятного инвестиционного климата в государстве. Наличие законов, обеспечивающих минимальные права инвесторов, и сильные государственные структуры, способные не допустить ущемления этих прав и проводить последовательную политику в области привлечения инвестиций – это важные индикаторы, способные повлиять на объем привлекаемых инвестиций.

Таким образом, следующим звеном логической цепи выделяемых макроэкономических факторов, определяющих инвестиционные решения государства-инвестора, является правовое регулирование.

Результаты опроса, проведенного специалистами Мирового банка, показали, что в некоторых регионах предприниматели осуществляют свою деятельность в постоянном ожидании изменения правовых норм и правил ведения хозяйственной деятельности. В СНГ почти 80% предпринимателей указали, что непредсказуемые изменения норм и политики серьезно затрагивает их деятельность. В странах Центральной и Восточной Европы, Латинской Америки и Африки ту же жалобу высказали около 60% предпринимателей. Напротив, в промышленно развитых странах, а также странах Южной и Юго-Восточной Азии только 30% респондентов полагали, что их компании столкнутся с подобными проблемами[38].

Серьезной проблемой для потенциального инвестора является *неопределенность законотворчества*. Если государство часто меняет или не разъясняет нормы, в соответствии с которыми регламентируется деятельность внутри страны, деловые круги не могут быть уверены, будет ли их деятельность завтра прибыльной или убыточной, законной или

[38] Отчет о мировом развитии в 1997 году. Государство в меняющемся мире. – М.: Прайм-Тасс, 1997. - С.41

незаконной. Чтобы застраховаться от такого неопределенного будущего, им приходится использовать различные схемы, например, уходя в теневую экономику или вывозя капиталы за границу[39].

Вот, например, некоторые двусмысленные толкования законов, с которыми столкнулся автор в своей практической деятельности:

- противоречия Указа Президента РФ "Об основных положениях приватизации…" в редакции Указа № 112 от 25.01.99 и Закона «Об акционерных обществах» относительно сроков завершения приватизации и возможности проведения дополнительных эмиссий акций при наличии доли государства более 25% уставного капитала[40];
- неурегулированность положений Закона «Об акционерных обществах» в части наступления права акционера требовать выкупа акций по рыночной стоимости, а также об определении самой рыночной стоимости акций[41].

---

[39] Ярким примером неопределенности законодательства в России является ситуация с регулированием естественных монополий. Ситуация вокруг РАО ЕЭС, касающаяся реструктуризации компании, серьезно подрывает интерес инвесторов к этой компании, в частности, и ко всей энергетической отрасли, в общем. Похожая ситуация с РАО Газпром в отношении возможности участия нерезидентов в капитале этой компании, а также ограничения торговых площадок, на которых могут торговаться акции Газпрома.

[40] Указ Президента РФ "Об основных положениях приватизации…" в редакции Указа № 112 от 25.01.99 говорит о том, что общества вправе осуществлять эмиссию акций, если в собственности государства находится менее 25% голосующих акций. В то же время Закон об АО не разрешает акционерным обществам, созданным в процессе приватизации, осуществлять эмиссию акций до момента отчуждения государством 75% акций. То есть общество при наличии 25% государственной доли уже вправе проводить эмиссию. Налицо явное противоречие. Более того, Закон об АО разрешает акционерным обществам, имеющим более 25% акций, находящихся в собственности государства, проводить эмиссию с сохранением государственной доли. А если государство не хочет участвовать в подписке, а обществе хочет выходить на рынок ценных бумаг? Получается, что государство препятствует желанию компании привлекать инвестиции для своего развития.

[41] Закон об АО называет два случая: реорганизация или совершение крупной сделки, и внесение изменений в Устав или принятие его в новой редакции, если акционер голосовал против. Безусловно, дополнительный выпуск в дальнейшем влечет внесение изменений в Устав, однако решения эти могут быть разнесены во времени, более того, внесение изменений в Устав может являться компетенцией Совета директоров. Таким образом, непонятно когда все-таки наступает это право. Далее, вытекающая отсюда проблема - определение цены выкупа. Закон требует привлечение независимого оценщика. Помимо этого, в случае, если в акционерном капитале участвует государство, то эту оценку должен подтвердить государственный орган, уполномоченный на это. Существует нормативный документ, разъясняющий, что таким органом является Минфин и его территориальные подразделения. В Москве - это Департамент финансов г. Москвы. Однако неоднократные обращения туда эмитентов ничем не заканчивались. Департамент отказывал в выдаче подобного подтверждения.

Таким образом, государство как гарант прав собственности, законности и правопорядка, а также норм, которые поощряют эффективное долгосрочное инвестирование, должно обеспечить наличие соответствующих законов и нормативных актов, которые не будут меняться на протяжении длительного периода времени.

Анализ конъюнктуры мировых товарных и финансовых рынков

Проблема доверия к правительству, стабильности правовой базы, ориентированной на демократическое устройство общества и благоприятного инвестиционного климата в целом приобретает особенную актуальность в условиях глобализации экономики. В этих условиях стало возможным *свободное движение капиталов и финансовых ресурсов,* обслуживаемое финансовой сферой различных государств. Инвестор в условиях глобализации вынужден постоянно анализировать общеэкономические показатели, в том числе показатели, характеризующие фондовые и товарные рынки зарубежных стран, и на основании результатов такого анализа принимать решения о переориентации потоков капиталов из рынков одних стран в другие. Такая ситуация определяет зависимость национальных фондовых индексов от конъюнктуры мировых товарных и финансовых рынков[42].

Выделяют два основных вида перераспределения капитала, осуществляемого в рамках мировых финансовых отношений: *прямые иностранные инвестиции* (в основном долгосрочные), направляемые на долевое участие в совместных предприятиях, и *портфельные инвестиции* (кратко- и среднесрочные) в государственные ценные бумаги и акции наиболее ликвидных национальных компаний. Для последних характерна большая подвижность или «летучесть». Прямые же инвестиции значительно более «инертны» и требуют от инвестора большей решительности. В этой связи портфельные инвестиции более подвержены влиянию конъюнктуры мировых финансовых рынков. Значительные изменения, скажем, на мировых

---

[42] Так в России «коэффициенты корреляции между ценой на нефть и фондовым индексом РТС за период с сентября 1995 года по август 2000 года оставались очень высокими, демонстрируя постоянство корреляции, превышая большей частью величину 0,7 (сильная степень зависимости) и достигая 0,86 (степень зависимости, близкая к функциональной)». «В течение последних 25 лет сопоставимые цены на нефть (в долл. 1998 года) колебались от 12,1 долл. до 63,3 долл. за баррель. И в будущем можно ожидать хронически волатильного поведения цен на нефть, обусловленного непредсказуемыми политическими и экономическими факторами. Следовательно, пока российский экспорт является зависимым от нефти (а по всем прогнозам на ближайшие 20 лет именно так и будет), фондовый рынок России будет столь же волатильным, как и цены на нефть» (Миркин Я.М. Нефть и акции//Рынок ценных бумаг. – 2000. - № 20 (179). - С.22-23)

рынках энергоресурсов, так или иначе влияющие на операционную деятельность эмитента-экспортера этих ресурсов, акции которого находятся в портфеле инвестора, способны спровоцировать значительные колебания курса этих акций.

Значительные потоки финансового капитала, направляемые сегодня на развивающиеся рынки, являются в большинстве своем портфельными и способны оказать как позитивное, так и негативное влияние на экономику этих стран. Не все они имеют форму займов и кредитов, но и будучи краткосрочными притоками капитала в форме инвестиций в акции вызывают проблемы, сходные с теми, что возникли в период кризиса 1997-1998 годов в Юго-Восточной Азии и в России. Эти проблемы проявляются в неэффективности инвестиций, быстрых приливах и отливах капиталов в условиях сравнительно небольших открытых экономик, не готовых еще использовать современные финансовые инструменты в собственных интересах.

Отраслевые факторы

Переходя от анализа макроэкономических факторов к отраслевому анализу, государство-инвестор ставит перед собой задачу выявить наиболее перспективные отрасли, способные эффективно функционировать *в условиях заданной макроэкономической среды*.

Основная задача отраслевого анализа – *определение степени инвестиционной привлекательности отраслей, продукция которых имеет конкурентные преимущества и способна завоевать рыночную нишу в будущем, либо уже пользуется повышенным спросом, что обеспечит стратегическому инвестору будущие денежные поступления*[43]. Отраслевой анализ важен также для оценки *конкурентоспособности окружающей среды*, в которой работает компания-эмитент.

Основные направления анализа отраслевых факторов:

1. Конкуренция.
2. Текущая цикличность (подверженность влиянию внешних факторов).
3. Этап жизненного цикла и состояние отрасли.

На первом этапе государству-инвестору необходимо изучить рыночные свойства продуктов или услуг, предлагаемых исследуемой отраслью, а также выявить другие отрасли экономики, которые производят аналогичные или дополняющие друг друга виды продукции.

---

[43] Суверов С. Фундаментальный анализ на российском рынке. Обобщение опыта//Рынок ценных бумаг. – 1999. - №17. - С. 21

Значительная диверсификация выпускаемой продукции, особенно в крупных компаниях, является причиной того, что отраслевое влияние на получаемый компанией поток денежной наличности зачастую трудно определимо. В этой связи государству-инвестору необходимо определить долю реализации того или иного вида продукции в общем объеме выручки, выделить продукты, приносящие наибольший доход, и уже в отношении этих продуктов изучить из рыночную конкурентоспособность.

В процессе проведения отраслевого анализа необходимо также исследовать такие отраслевые факторы как *цикл жизни продукта*, характерный для данной отрасли, *условия конкуренции*, *длительность производственного цикла*, *производственный потенциал* производителей и *платежеспособность покупателей*, *планируемые капитальные вложения* в отрасли. Оценивается также *уровень государственного регулирования отрасли*, выражающийся в квотировании экспорта продукции или необходимости получения тех или иных лицензий. В таблице 4 представлен основной перечень факторов, исследуемых при осуществлении отраслевого анализа.

Таблица 4

Отраслевые факторы, исследуемые при проведении фундаментального анализа[44]

I. Определение отрасли
- А. Характер основного продукта или услуги
- Б. Конкурирующие и дополняющие отрасли
- В. Влияние государства
- Г. Риски отрасли, возможные негативные ситуации и влияние, оказываемое ими на объект инвестиций

II. Развитие отрасли
- А. Цикл жизни основного продукта
  1. Типичный образец продукта
     - Основные расходы
     - Операционная прибыль
  2. Текущий цикл в отрасли
  3. Прерывания цикла (качественные скачки в технологиях, форс-мажорные обстоятельства – войны и т.д.)
- Б. Потенциальный рост продаж
  1. Спрос на продукт
     - Насыщенность существующего рыночного спроса
     - Конкурирующие товары
     - Изменение спроса в долгосрочной перспективе
  2. Предложение производственных факторов для производства продукта
     - Капитал
     - Труд
     - Сырье
- В. Влияние макроэкономики

III. Конкуренция внутри отрасли
- А. Конкуренция на внутреннем рынке
  1. Ведущие компании в отрасли

[44] French Daniel W. Security and Portfolio Analysis: Concepts and Management. - Prentice Hall, 1989. – P.239

2. Потенциальные конкуренты Б. Конкуренция на внешнем рынке 1. Иностранные компании – конкуренты 2. Зависимость от иностранных компаний

Пример подробного анализа отрасли в соответствии с представленной в таблице 4 структурой будет дан во II и III главах настоящей диссертации.

Анализ конкуренции

В процессе проведения анализа целесообразно выделить внутриотраслевую и межотраслевую конкуренцию.

При *анализе внутриотраслевой конкуренции* государство-инвестор определяет круг основных производителей продукции отрасли. Оценивается их доля в общем объеме выпуска отрасли, что позволяет выявить наиболее перспективные компании. При этом также необходимо определить круг поставщиков и потребителей по каждому из основных конкурентов. Зачастую такая информация позволяет понять перспективы роста продаж компаний отрасли. Анализ внутриотраслевой конкуренции может выявить также незаполненные рыночные ниши в отрасли, которые в перспективе способны показать стремительное развитие.

В *межотраслевой конкуренции* производители ведут борьбу за возможность привлечения свободного капитала. Она влияет на изменение направления вложения капитала, на его распределение по сферам экономики, то есть регулирует потоки капиталовложений. Происходит перераспределение капитала в наиболее выгодные отрасли. В результате этого снижается рыночная цена, увеличивается размер производства и сбыта товара, и, следовательно, увеличивается прибыль предприятия этой отрасли. Таким образом, с одной стороны, государство-инвестор находится в поисках перспективных отраслей и туда направляет свой капитал, с другой стороны, отрасли, заинтересованные в привлечении капитала, стремятся снизить издержки, внедрить передовые технологии, что, несомненно, привлечет потенциального инвестора.

Оценка текущей цикличности

Определение влияния делового цикла на состояние отрасли позволяет охарактеризовать перспективы отрасли в условиях определенных общеэкономических трендов. В этой связи

условно принимают разделение отраслей на три основные группы: ***устойчивые, циклические и растущие***.

Устойчивые отрасли, как правило, менее восприимчивы к изменению общих макроэкономических показателей (продовольствие, некоторые виды услуг, инфраструктура).

Циклические отрасли изменяются в зависимости от того, в какой фазе находится состояние делового цикла в экономике. Например, отрасли связанные с автомобилестроением и производством товаров длительного пользования.

Растущие отрасли, несмотря на некоторые замедления показателей экономического роста в стране, способны развиваться более высокими темпами. Однако такая ситуация характерна практически для всех отраслей, находящихся в стадии роста.

При анализе этой группы отраслевых факторов государство-инвестор в большей степени должно опираться на результаты макроэкономического анализа, формирующего у него представления о перспективах будущего экономического равновесия, а, следовательно, и сбалансированности функционирования экономической системы в целом. В зависимости от сложившихся макроэкономических ожиданий и агрессивности собственно стратегии инвестирования, государство-инвестор определяет те отрасли, которые способны принести максимальную финансовую отдачу при соответствующем уровне *отраслевого риска*.

Анализ жизненного цикла отрасли

Перспективы роста отрасли - наиболее важная часть отраслевого анализа. Применяемый метод исследования потенциала роста отрасли состоит в использовании подхода определения цикла жизни основного продукта, выпускаемого отраслью.

Рост отрасли, как правило, следует за циклом жизни основного продукта, выпускаемого отраслью. Поэтому отраслевой анализ, в первую очередь, должен выявить в долгосрочной перспективе потенциал роста продаж основного продукта, выпускаемого исследуемой отраслью. *Заключение о перспективах роста продаж этого продукта будет также справедливо в отношении перспектив развития всей отрасли*.

Рост продаж зависит от спроса на выпускаемый продукт и от способности отрасли обеспечить этот спрос соответствующим предложением. Анализ спроса на продукт включает такие направления как насыщенность спроса, наличие конкурентных продуктов, а также потенциал роста спроса на данный продукт. В процессе анализа предложения продукта

необходимо оценить возможность доступа производителя к основным производственным факторам: капиталу, рабочей силе и сырью.

Для определения степени инвестиционной привлекательности отрасли государство-инвестор предпочитает использовать сравнительных анализ среднеотраслевых показателей финансового, организационно-технического, производственного состояния, производительности труда в различных отраслях. Выявление перспективных отраслей производится *методом экспертной оценки*.

Отраслевой анализ позволяет получить государству-инвестору важную фундаментальную информацию о компаниях, имеющих потенциал к росту в пределах данной отрасли. С другой стороны, анализ отрасли позволяет выявить лишь потенциально благоприятные ситуации для компаний, но только тщательный финансовый анализ самой компании может указать, действительно ли эта компания находится в благоприятной и преимущественной ситуации для принятия решения об инвестициях.

Региональные факторы

Важным аспектом фундаментального анализа, проводимого государством-инвестором, является **оценка состояния региональной экономики**, и ее влияния на прогноз эффективности инвестиций. В зависимости от государственного устройства распределение полномочий между центральными и региональными органами власти различно. Во многих странах существуют *особенности региональной экономической политики* в отношении привлечения внешних инвестиций, льготные налоговые режимы в части сборов, идущих в местные бюджеты и т.д. Наконец, качество работы и бюрократизация местной администрации также является факторами, влияющими на эффективность инвестиций (особенно в России).

Как правило, анализ экономического состояния региона проводится государством-инвестором на основе анализа ряда региональных экономических факторов. Основные экономические факторы региона, исследуемые при проведении фундаментального анализа (см. табл. 5), более подробно изложены в диссертационной работе Андриановой Л.Н. «Рейтинг ценных бумаг»[45], где сконструирована и предложена к применению методика экономического анализа региона для целей построения национального кредитного рейтинга субъектов Российской Федерации.

---

[45] Андрианова Л.Н. Рейтинг ценных бумаг: Рукопись. дис. канд. экон. наук.

Таблица 5

Экономические факторы состояния региона, исследуемые при проведении фундаментального анализа

1. Динамика основных макроэкономических показателей региона.
2. Состояние регионального бюджета и взаимоотношения с бюджетом центрального правительства.
3. Налоговый режим.
4. Задолженность региона.
5. Инвестиционная политика, система льгот для инвесторов, прямые инвестиции из бюджета.
6. Трудовые ресурсы.
7. Сырьевой потенциал.
8. Технологический потенциал.
9. Продуктовая направленность региона (основной продукт). Зависимость от спроса на основной продукт, динамика цен и потребления.
10. Качество управления регионом, социально-политическая ситуация и связанные с этим риски.
11. Риски региона, возможные негативные изменения и влияние, оказываемое ими на объект инвестиций.
12. Динамика численности населения, темпов прироста (убыли) населения, а также половозрастная структура.
13. Крупные налогоплательщики региона.
14. Влияние макроэкономической ситуации в государстве на состояние экономики региона.

Таким образом, автором была разработана структура проведения государством-инвестором фундаментального анализа макроэкономических, отраслевых и региональных факторов, влияющих на способность компании-эмитента генерировать будущие денежные потоки. Эти факторы являются внешними по отношению к самой компании-эмитенту. Для того, чтобы сделать качественный прогноз риска, доходности и ликвидности инвестиций, государству-инвестору необходимо обратиться к анализу микроэкономических фундаментальных факторов.

1.2.2. Анализ микроэкономических факторов

Ранее автором было сделано предположение (см. параграф 1 главы I), что *фундаментальный анализ* ***компании-эмитента*** существует как самостоятельный вид анализа и отличается от *фундаментального анализа* ***акций*** *компании-эмитента*, прежде всего, тем, что результатом его служит принятие *управленческих решений в компании через владение, пользование и распоряжение принадлежащим инвестору пакетом акций*.

В связи с этим перечень микроэкономических факторов, которые исследует инвестор в процессе проведения фундаментального анализа, значительно расширяется и представлен не

только *финансовым положением* компании-эмитента[46] и уровнем ее *корпоративного управления*, но и такими факторами, как *рыночная продуктовая ниша*, *модель построения бизнеса компании*, *инновационный потенциал*, а также таким специфическим фактором как «*фондовая инвентаризация*» - новое понятие, введенное российскими профессиональными участниками рынка ценных бумаг, занимающимися покупкой/продажей предприятий, а также слияниями и поглощениями. Фондовая инвентаризация включает в себя анализ политики развития компании, инвестиционных проектов, где и как располагается компания, анализ недвижимости, которой владеет компания, забалансовых обязательств, наличие исков и санкций, оценка юридической чистоты создания и деятельности компании, чистоты формирования акционерного капитала компании, анализ других организационно-экономических аспектов деятельности

Таким образом, можно выделить основные группы микроэкономических факторов, которые должно исследовать государство-инвестор в процессе проведения фундаментального анализа компании-эмитента:

N п/п	**Группы микроэкономических факторов**	**Этапы микроэкономического анализа**
1.	Модель построения бизнеса.	**Первый этап анализа – анализ факторов, непосредственно влияющих на финансово-хозяйственную деятельность компании-эмитента**
2.	Менеджмент компании-эмитента.	
3.	Рыночная продуктовая ниша (доля рынка, перспективы, продуктовый ряд).	
4.	Техническое состояние, применяемая технология.	
5.	Инновационный и научный потенциал (наличие квалифицированных кадров).	
6.	Основной состав поставщиков.	
7.	Финансовое состояние компании-эмитента.	
8.	Дивидендная история.	
9.	Инвестиции компании-эмитента.	**Второй этап анализа – анализ факторов, не влияющих на финансово-хозяйственную деятельность компании-эмитента**
10.	Структура акционерной собственности (в том числе типы акций), наличие конфликта интересов акционеров внутри компании-эмитента.	
11.	Наличие аффилированности и перекрестных владений.	
12.	Качество корпоративного управления.	
13.	Фондовая инвентаризация.	
14.	Санкции и процедуры со стороны государства в отношении компании-эмитента (банкротство, наблюдение и пр.).	
15.	Сделки с акциями компании-эмитента.	

Задачами микроэкономического анализа компании-эмитента являются:

[46] Как отмечалось ранее, зарубежная практика фундаментального анализа предусматривает только лишь анализ финансовой отчетности компании-эмитента и способности ее зарабатывать прибыль (см. параграф 1 главы I).

- определение *доходности инвестиций* на основе способности компании генерировать будущие денежные потоки, выражающейся либо в форме дивидендных выплат, либо в росте курсовой стоимости акций, либо в перераспределении финансовых потоков внутри компании в пользу инвестора[47];
- оценка *риска неполучения или сокращения ожидаемых доходов*, определяемого на основе анализа внутренних и внешних факторов (на основе ранее проведенного макроэкономического и отраслевого анализа - см. раздел 1.2.1. настоящей диссертации), оказывающих влияние на деятельность компании-эмитента;
- анализ *ликвидности инвестиций*, то есть способности инвестора в любой момент реализовать приобретенный актив с прибылью.

Результатами проводимого государством-инвестором микроэкономического анализа должны стать:

1. прогноз прибыльности и роста стоимости акций компании-эмитента;
2. оценка того, реально ли обеспечены акции активами, находящимися на балансе компании-эмитента;
3. оценка того, обладают ли акции ликвидностью или имеют перспективы стать таковыми в будущем;
4. анализ того, существуют ли внутри компании-эмитента конфликты интересов между акционерами, которые могут взорвать ситуацию и парализовать хозяйственную деятельность компании-эмитента;
5. определение затрат на *приобретение пакета акций*, дающего возможность влиять на управление бизнесом компании-эмитента (иными словами, *сколько это стоит*);
6. определение *эффективности инвестиций* на основе анализа полученных прогнозных значений доходности, риска, ликвидности инвестиций и затрат на их осуществление.

Таким образом, фундаментальный анализ микроэкономических факторов существенным образом отличается от обычного анализа финансово-хозяйственной деятельности предприятия, прежде всего, тем, что объектом анализа хотя и выступает

---

[47] Так называемая германская модель управления денежными потоками, когда инвестор переориентирует финансовые потоки компании в свои коммерческие структуры, получая доходы уже в этих структурах (например, банки-инвесторы переводят расчетные счета, открывают выгодные кредитные линии и т.д.)

компания-эмитент, однако оценка предполагаемых инвестиций в конечном итоге сводится к оценке стоимости акций, приобретаемых государством-инвестором, оценке их риска, доходности и ликвидности, определения реальной возможности влиять на принятие управленческих решений в компании-эмитенте.

По результатам фундаментального анализа микроэкономических факторов, непосредственно влияющих на финансово-хозяйственную деятельность компании-эмитента (первый этап микроэкономического анализа), государство-инвестор должно определить, *какова доходность инвестиций* с учетом возможных *рисков* (как внутренних, так и внешних), ликвидность инвестиций, а также *определить ориентировочную стоимость пакета акций*, который предполагается приобрести с учетом оцененного риска и доходности инвестиций.

На этапе анализа микроэкономических факторов, непосредственно не связанных с финансово-хозяйственной деятельностью компании-эмитента (второй этап микроэкономического анализа), государство-инвестор должно получить дополнительную информацию, которая позволит скорректировать полученные *значения доходности, риска, ликвидности и стоимости инвестиций для принятия окончательного инвестиционного решения*.

Схематично алгоритм анализа микроэкономических факторов и их влияние на принятие инвестиционного решения представлены на рисунке 8.

Далее в каждой из вышеперечисленных групп факторов автором будут выделены основные *микроэкономические показатели*, позволяющие государству-инвестору сделать вывод о состоянии и перспективах исследуемого аспекта деятельности компании-эмитента. В зависимости от исследуемого фактора будут применяться либо *количественные,* либо *качественные* показатели[48].

Полученные значения количественных и качественных показателей с помощью методов анализа, которые будут рассмотрены ниже,[49] должны быть сопоставлены с аналогичными показателями других компаний в рамках выбранной в процессе предыдущих исследований отрасли.

---

[48] Определение количественных и качественных показателей см. в параграфе 3 настоящей главы.

[49] Подробнее методы анализа, используемые при анализе микроэкономических факторов, будут изложены в параграфе 3 главы II.

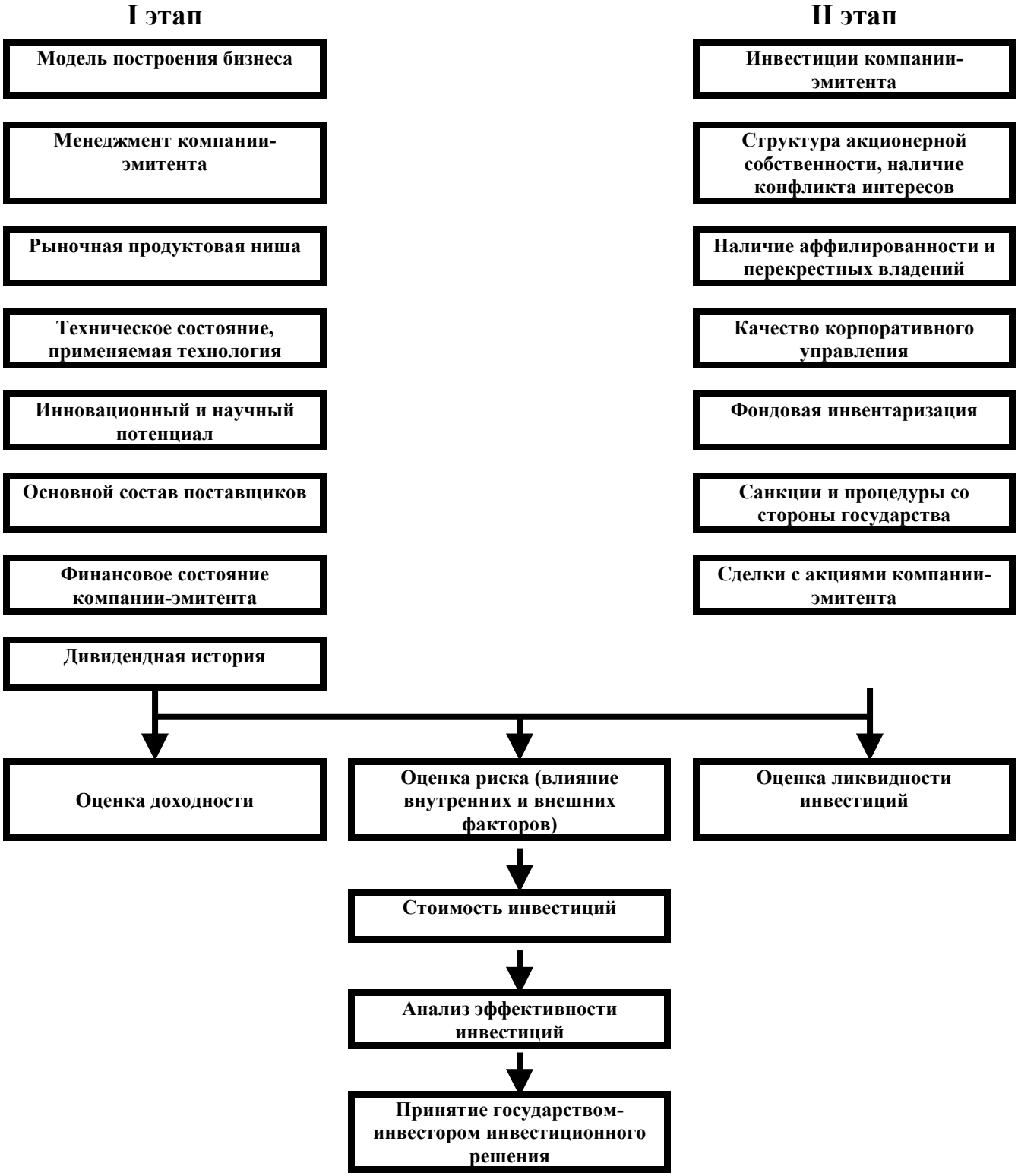


Рис.8 Алгоритм анализа микроэкономических факторов в процессе принятия инвестиционного решения

На основе проведенного анализа государство-инвестор определяет прогнозные значения доходности, риска и ликвидности инвестиций, оценивает затраты на осуществление инвестиций

и определяет эффективность инвестиций. Итоговым результатом анализа станет принятие *инвестиционного решения о стратегическом вхождении государства-инвестора в состав акционеров* компании-эмитента, либо *инициирование управленческого решения в компании-эмитенте* через вынесение вопроса на решение совета директоров или собрания акционеров.

На **первом этапе** оценка микроэкономических факторов начинается с **анализа модели построения бизнеса.** Задача государства-инвестора при анализе этого аспекта – определить правильность политики менеджмента в отношении выбора стратегии развития компании-эмитента.

Можно выделить несколько тенденций построения бизнеса: *специализация* (концентрация компании на производстве оборудования или услуг в одной или нескольких, связанных друг с другом, сферах), *аутсорсинг* (отказ от собственного производства в пользу подрядчика), *консолидация* (*концентрация, интеграция* – слияние и укрупнение компаний)[50], *конгломерат* (развитие большого количества различных бизнесов).

В результате анализа государство-инвестор должно *оценить существующую в компании-эмитенте модель построения бизнеса* и/или *определить ту модель, которую оно хотело бы видеть*, и одновременно *убедить менеджмент компании отказаться от попыток параллельно реализовывать разные модели построения бизнеса*. Таким образом, *основной микроэкономический показатель (качественный)*, интересующий государство-инвестора при проведении анализа рассматриваемого аспекта деятельности компании – ***выбор модели построения бизнеса компании-эмитента***.

Важным аспектом анализа микроэкономических факторов является анализ **менеджмента компании-эмитента**, а именно его профессионализм, опыт, приверженность рыночным методам хозяйствования, возможность смены менеджмента без ущерба вызвать недовольство трудового коллектива и парализовать хозяйственную деятельность компании-эмитента и т.д.

---

[50] Традиционно вертикальная интеграция присутствует в добывающих и перерабатывающих отраслях (алюминиевая – Alcoa, и нефтегазовая промышленность – BP/Amoco) или отраслях, где традиционно сильны позиции поставщиков (ОАО “Балтика” - приобретение солодовни, мясокомбинат “Черкизовский” - приобретение совхозов и ферм соответственно), что заставляет перерабатывающие компании интегрироваться назад (ОАО “Балтика”) – контроль за сырьем, или поставщиков вперед (Standard Oil) – производство продукции с большей добавленной стоимостью.

Как правило, стратегический инвестор (новый собственник) стремится получить контроль над финансовыми потоками компании путем назначения на руководящие должности «своих» людей. Однако, такая политика не всегда эффективна с точки зрения ее влияние на текущую хозяйственную деятельность и ситуацию в трудовом коллективе[51]. Наиболее приемлемым вариантом является компромиссный, когда новому собственнику удается договорится с менеджментом (при условии, что он отвечает выше перечисленным требованиям), и тем самым сохранить устоявшиеся хозяйственные связи в компании-эмитенте.

Анализ **рыночной продуктовой ниши** для целей проведения фундаментального анализа представляет собой анализ рынков сбыта и анализ продуктов и/или услуг, предлагаемых компанией-эмитентом.

Анализируя рынок сбыта, в котором действует компания-эмитент, необходимо уделить внимание тенденциям изменения ряда микроэкономических показателей (как количественных, так и качественных), которые могут повлиять на положение и будущую деятельность компании (см. табл. 6).

Таблица 6

Микроэкономические показатели анализа рынков сбыта компании-эмитента

Наименование показателя	**Характеристика показателя**
1. Размер рынка и его рост.	количественный
2. Сегменты рынка.	количественный/ качественный
3. Оценочная доля на рынке.	количественный
4. Важнейшие группы потребителей с учетом их важнейших характеристик.	качественный
5. Специфические и другие характеристики целевых потребителей и областей, которые определяют наиболее высокие возможности для роста (включая влияние поставщиков, барьеры на пути внедрения на рынок, сезонность, цикличность, валюта и т.п.).	качественный
6. Способы дистрибуции продукции в каждый из целевых сегментов.	качественный
7. Сильные и слабые стороны конкурентов, их доля на рынке.	качественный/ количественный
8. Ключевые факторы успеха на рынке: ценовая политика, качество продукта, надежность, качество обслуживания клиентов, стиль поведения, имидж, система продвижения продукции и т.п.	качественный
9. Конкурентные преимущества (более высокие потребительские свойства и качество, низкие цены, условия поставки и т.п.) продукции и/или услуг, которые обеспечивают успех на рынке.	качественный
10. Влияние конкуренции.	качественный
11. Реакция конкурентов на появление компании-эмитента на рынке.	качественный
12. Величина барьеров (инвестиций) на вход новых предприятий-конкурентов (игроков) на рынки, на которых действует компания-эмитент.	количественный
13. Возможность возникновения продуктов-заменителей.	качественный

[51] Примеры конфликтной смены менеджмента на предприятии в последнее время довольно частые случаи в России: московский ликеро-водочный завод «Кристалл», Смирновъ, Рот Фронт, Бабаевский, НТВ и др.

Получив на основе показателей, представленных в таблице 6, необходимую информацию, государство-инвестор сможет сделать вывод, в состоянии ли компания-эмитент успешно реализовать свои конкурентные преимущества на рынке в соответствии с заявленной моделью построения бизнеса (см. предыдущий раздел), а, следовательно, обеспечить прибыль и прирост стоимости бизнеса компании.

Неотъемлемой частью анализа рыночной продуктовой ниши является **анализ продуктов и/или услуги**, которые компания-эмитент представляет на рынке сегодня или планирует предложить в будущем. В этой части анализа должны быть исследованы следующие показатели (см. табл. 7).

Таблица 7

Микроэкономические показатели анализа продуктов и/или услуг компании-эмитента

Наименование показателя	**Характеристика показателя**
1. Характеристика существующих продуктов и/или услуг.	качественный
2. Отличительные качества или уникальность.	качественный
3. Технология и квалификация, необходимые для производства продукта и/или услуг.	качественный
4. Лицензии/патентные права.	качественный
5. Жизненный цикл продукта.	качественный

Анализ показателей, приведенных в таблице 7, проводится по каждому виду продуктов и/или услуг, выпуском и/или представлением которых занимается компания-эмитент.

Если исследуемая компания-эмитент имеют широкий продуктово-рыночный ряд, инвестиции в который минимальны, то, как правило, это приводит к значительному технологическому отставанию по всем продуктовым направлениям. Основной задачей в этой связи является радикальное отсечение от компании всего лишнего и концентрация инвестиционного ресурса на новых разработках небольшого числа продуктов, *ориентированных на высокоспециализированную рыночную нишу*. Однако очень важно при этом отслеживать другие факторы, влияющие на конкурентоспособность выпускаемой продукции, поскольку ориентация компании-эмитента на производство *массового стандартизированного продукта*, как правило, не будет востребована рынком.

Анализ **технического состояния** представляет собой анализ структуры, движения и эффективности использования основных производственных фондов в процессе осуществления хозяйственной деятельности компанией-эмитентом. При проведении анализа государству-

инвестору необходимо изучить, достаточно ли у предприятия основных фондов, каково их наличие, динамика, состав, структура и техническое состояние.

Техническое состояние основных средств характеризуется их ***«возрастной» структурой***, для характеристики состояния основных фондов и оценки пригодности их эксплуатации используют ***коэффициент износа*** и ***коэффициент годности***, оценку движения основных фондов дают ***коэффициенты ввода, обновления***, ***выбытия*** и ***прироста,*** эффективность использования основных средств оценивается такими показателями, как ***фондоотдача*** и ***фондоемкость***.

По итогам анализа состояния и динамики основных фондов, эффективности их использования государство-инвестор делает заключение либо о необходимости инвестирования *дополнительных средств на проведение ремонта, модернизации, списания или утилизации основных средств вследствие их полного износа*, либо о возможности *извлечения дополнительных доходов в будущем путем продажи или сдачи в аренду основных средств*, не используемых в процессе основной хозяйственной деятельности компании-эмитента.

В процессе анализа технического состояния компании-эмитента государство-инвестор должно уделять внимание и **оценке технологии**, которая применяется на предприятии - насколько она конкурентоспособна и соответствует мировым достижениям и стандартам в той или иной области. Государство-инвестора интересует рациональность используемой технологической схемы с позиций возможности *сокращения затрат труда*, *времени, материалов, возможности быстрого изменения ассортимента продукции с учетом требований рынка*.

Таким образом, *анализ применяемой технологии проводится путем* ***качественной оценки организации процесса производства, степенью его инновационности****, с последующим сравнением полученных результатов с аналогичной информацией, имеющейся по другим компаниями-конкурентами и по отрасли в целом*.

Фактор **инновационного и научного потенциала исследуемой компании-эмитента** должен быть тщательно изучен государством-инвестором на предмет определения конкурентных преимуществ, связанных с *наличием собственных научных разработок и «ноу-хау», а также специалистов*, способных эти идеи внедрять и развивать на практике.

Можно выделить несколько тенденций, заставляющих компанию развивать свой инновационный и научный потенциал. Во-первых, рынки достаточно структурировались, цена

выхода на новый для компании рынок возросла, поэтому широко применяемая ранее стратегия диверсификации стала неэффективной. Во-вторых, конкуренция на рынках усилилась, монопольных рынков почти не осталось. Значимость фактора цены уменьшается, а фактора потребительских качеств продукции – возрастает. Потребитель переориентируется на оценку экономической эффективности использования продукции, и часто оказывается, что даже при меньшей цене продукция неконкурентоспособна или станет неконкурентоспособной в обозримом будущем.

Для оценки инновационного и научного потенциала компании-эмитента целесообразно использовать количественный показатель – ***объем доходов, направляемых на финансирование научных разработок***. Мировые компании - лидеры в отдельных отраслях направляют на НИОКР порядка 8-10% своих доходов. В России при уровне доходов, несоизмеримых с доходами западных компаний, на эти цели направляется не более 3%[52].

Таким образом, заключение об инновационном и научном потенциале компании-эмитента дает возможность инвестору *определить перспективы сохранения позиций на существующих рынках сбыта, а также возможность завоевания новых продуктовых ниш*.

Изучение динамики финансовых показателей компании, прозрачный учет и отчетность, а также будущие денежные доходы и расходы компании – это основные аспекты анализа **финансового состояния компании-эмитента**. Цель проведения инвестором финансового анализа – оценить ***эффективность использования активов компании-эмитента***.

Особенностью российской практики анализа финансового состояния компании-эмитента является система бухгалтерского учета, существенно отличающаяся от международных стандартов, что затрудняет использование многих существующих на Западе методик финансового анализа[53].

Для анализа деятельности компании и оценки его текущего финансового положения используются финансовые коэффициенты. В практике финансового анализа существует множество финансовых коэффициентов, однако, для решения конкретных задач аналитики используют лишь часть из них, позволяющие отразить общее состояние эмитента или конкретный аспект его финансово-хозяйственной деятельности. При этом многие показатели

---

[52] Сироткин Д.Г. Инновации и компании: куда идет процесс? Тез. докл. конф. Управление в России: отказ от иллюзий. – Санкт-Петербург: Альт, 2000. – С. 5

[53] Более подробно об этой проблеме, а также об источниках информации для проведения финансового анализа см. параграф 3 главы I.

как дополняют, так и дублируют друг друга (например, корреляция между коэффициентом "долг/собственный капитал" и коэффициентом "долгосрочный долг/собственный капитал" составляет 0,8)[54]. Поэтому на этапе отбора показателей для проведения финансового анализа важно не их количество, а качество и способность более полно интерпретировать финансовую отчетность.

Выделяют четыре основные группы наиболее часто употребляемых финансовых показателей, которые позволяют дать предварительную оценку финансового состояния компании-эмитента и спрогнозировать ее будущие денежные потоки:

1. Показатели оценки прибыльности и эффективности хозяйственной деятельности.
2. Показатели оценки деловой активности.
3. Показатели оценки финансовой зависимости и рыночной устойчивости.
4. Показатели оценки ликвидности.

По мнению автора нельзя рекомендовать к использованию определенные финансовые показатели, поскольку каждый аналитик обладает собственной методикой проведения финансового анализа, в соответствии с которой он и использует определенные им коэффициенты. Более того, изменение целей анализа влечет за собой изменение и набора показателей, используемых в исследовании. Исходя из вышеизложенного, можно сделать вывод, что *определенного набора «лучших» финансовых показателей не существует*.

В приложении 2 приведен один из возможных вариантов набора финансовых коэффициентов (вместе с порядком расчета), который, в частности, используется в практической деятельности РО ФКЦБ России в Центральном федеральном округе.

Результатом проведения анализа финансового состояния компании-эмитента должен стать *прогноз возможности компании-эмитента генерировать будущие денежные потоки*, на основании которых государство-инвестор может оценить *доходность инвестиций, выраженную как в росте стоимости активов компании, так и в форме возможных дивидендов*. Кроме того, прогноз будущих денежных потоков позволит государству-инвестору *провести оценку стоимости акций компании-эмитента*, основанную на применении доходного метода, которая необходима для ответа на вопрос: сколько стоит тот или иной пакет акций исследуемой компании-эмитента.

---

[54] Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 1997. - С. 755

Анализ **дивидендной истории** важен для государства-инвестора с целью определения насколько менеджмент заинтересован в повышении ликвидности и прозрачности рынка акций компании-эмитента. Однако, как уже отмечалось, в российских условиях компании предпочитают не выплачивать дивиденды, поэтому, как правило, анализ этого источника дохода на этапе принятия инвестором решения об инвестициях *не играет решающего значения*.

На втором этапе микроэкономического анализа государство-инвестор оценивает такие группы факторов как структура акционерного капитала компании, аффиллированные лица компании, качество корпоративного управления и наличие конфликтов среди акционеров, специальные процедуры государства в отношении компании, фондовая инвентаризация компании и др.

Анализ **структуры акционерного капитала** важен для государства-инвестора с точки зрения поиска возможных партнеров или союзников в инициировании тех или иных вопросов, имеющих стратегическое значение для развития бизнеса компании-эмитента. С другой стороны, изучение существующих акционеров позволит оценить риски, связанные с блокированием инициатив государства-инвестора, а также с возможностью создания коалиции акционеров против государства-инвестора с целью вытеснения его из состава акционеров (путем размывания государственного пакета акций).

Еще одним аспектом анализа структуры акционерного капитала является поиск акционеров, готовых продать свой пакет акций (если государство стремится увеличить пакет акций), либо наоборот купить (если государство-инвестор намерено выйти из бизнеса компании).

Наличие сведений об **аффилированных с компанией-эмитентом лиц**, а также о **перекрестных владениях компании-эмитента** позволяет оценить риски совершения заинтересованных сделок, не отвечающих интересам других акционеров. Хотя в действующем на сегодняшний день российском законодательстве существуют ограничения, связанные с принятием крупных и/или заинтересованных сделок, однако на практике существует масса способов обойти их. Поэтому государство-инвестор должно проанализировать существующие аффиллированные связи, в том числе не явные, на предмет возможности контроля за совершением сделок, в которых заинтересована определенная группа лиц, и которые способны нанести ущерб бизнесу компании-эмитента.

Корпоративное управление (corporate governance) представляет собой систему управления компанией и контроля за ее деятельностью, ***путем распределения прав и обязанностей между различными уровнями управления компанией – акционерами, правлением и советом директоров.***

Основные аспекты оценки качества корпоративного управления:

1. полнота и достоверность раскрываемой информации;
2. уровень защиты прав и соблюдение законных интересов инвесторов и акционеров;
3. правильное распределение полномочий и урегулированность конфликтов между акционерами, позволяющее принимать эффективные решения.

Степень соблюдения компаниями принципов корпоративного управления является важным фактором при принятии инвестиционных решений, *способствует укреплению доверия инвесторов, уменьшает стоимость привлекаемого капитала и, в конечном итоге, стабилизирует финансовые потоки*, направляемые в компанию.

Высокое качество корпоративного управления должно также способствовать созданию стимулов для того, чтобы правление и администрация компании *стремились к достижению целей, отвечающих интересам компании и ее акционеров*, а также способствовать *облегчению мониторинга за их деятельностью*, тем самым, подталкивая компании к более эффективному использованию своих активов.

Исследования, проведенные рейтинговым агентством Standard & Poor's, показали, что проводимая компаниями работа по улучшению качества работы правлений оказывает заметное положительное влияние на инвестиционный потенциал компании[55].

Специалистами этого агентства разработана ***количественная модель, стандартизированная на международном уровне, учитывающая ряд влияющих на корпоративное управление факторов и позволяющая инвестору дать количественную оценку качества корпоративного управления в исследуемой компании***[56].

---

[55] Corporate Governance Product Concept//Standard&Poor's Ratings Services. – 1999. - March. – P.3

[56] Оценка качества корпоративного управления - заключение относительно того, насколько честно и открыто процедуры корпоративного управления, действующие в компании, служат интересам акционеров и иных финансово заинтересованных лиц. Методология оценки разработана с учетом существующей практики компаний в области раскрытия информации, наиболее распространенных видов нарушений прав акционеров, имевших место на протяжении существования фондового рынка и наиболее распространенных проблем корпоративного управления. Результаты этой оценки могут выражаться интегральным рейтинговым показателем или в форме экспертного заключения.

Таким образом, помимо качественной оценки уровня защиты прав акционеров в компании, периодичности и полноты раскрываемой информации, компетенции и независимости наблюдательного совета, инвестор может получить *количественную оценку* (по аналогии с кредитным рейтингом), которую можно использовать в качестве базы сравнения с другими компаниями-эмитентами.

В процессе оценки качества корпоративного управления государство-инвестор должно также обратить внимание на *уровень транзакционных издержек*, возникающих как следствие конфликтов интересов внутри предприятия, для учета их при принятии инвестиционных решений. Методика рейтинговой оценки уровня транзакционных издержек разработана в диссертации Лосева С.В. «Эмиссия корпоративных ценных бумаг и транзакционные издержки: международный опыт и российская практика»[57]. Государство-инвестор может использовать эту количественную модель для оценки транзакционных издержек, с которыми оно вынуждено будет столкнуться при приобретении ценных бумаг. Применение им этого подхода обеспечит более точную оценку стоимости акций компании-эмитента и позволит принять более эффективные инвестиционные решения.

Понятие **фондовой инвентаризации** включает в себя оценку микроэкономических факторов, относящихся к легитимности деятельности компании-эмитента и легитимности обращения ее ценных бумаг, соблюдения ею всех требований действующего законодательства, а также оценке инвестиционной привлекательности компании, выражающейся в наличии стратегических планов развития, выгодного местоположения, наличия подъездных путей и пр.

В российской практике, когда большинство предприятий прошли процесс приватизации, достаточно велика вероятность наличия каких-либо юридических нарушений или отклонений от действующих на тот момент законодательных и нормативных актов, допущенных сознательно или несознательно в процессе создания акционерного общества. Наличие таких «узких мест» является существенным риском для любого инвестора, в том числе и государства, поскольку в случае конфликта интересов акционеров или начала недружественной покупки могут быть дополнительным инструментом влияния на ситуацию. Более того, в этом случае существует риски потери инвестиций в случае начала судебного разбирательства в отношении законности создания акционерного общества в процессе его приватизации или иных других

---

[57] Лосев С.В. Эмиссия корпоративных ценных бумаг и транзакционные издержки: Автореф. дис. канд. экон. наук. – М., 2001. – С.4

действий, связанных с переходом права собственности на ценные бумаги компании-эмитента.

Важным в процессе проведения фондовой инвентаризации является также анализ юридических оснований, подтверждающих право компании-эмитента на собственность зданий и сооружений, находящихся на ее балансе, законность оформления земельных участков и иных имущественных и неимущественных прав, которые существенно влияют на стоимость бизнеса компании-эмитента.

При определении окончательной стоимости инвестиций государству-инвестору необходимо собрать и проанализировать информацию **о сделках с акциями** исследуемой компании-эмитента. Компания может не иметь официально признаваемых рыночных котировок, однако при переходе прав собственности на акции на внебиржевом рынке так или иначе возникает цена, по которой была заключена сделка. Задача государства-инвестора состоит в том, чтобы проанализировать характер сделки (была ли она договорной, была ли цена сознательно занижена или, наоборот, завышена) и сделать соответствующие корректировки той цены, которая сформировалась в процессе анализа других фундаментальных микроэкономических факторов деятельности компании-эмитента.

Выводы и результаты по параграфу 2:

- этапы фундаментального анализа, проводимого государством-инвестором в процессе своей регулятивной и инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг, включают в себя анализ *макроэкономических*, *отраслевых* и *микроэкономических* факторов, влияющих на деятельность компании-эмитента;
- использование методов макроэкономического анализа для государства во многих случаях является необходимостью, поскольку различные государственные органы зачастую выступают в роли экономических агентов и решают вопросы эффективного размещения денежных ресурсов как внутри страны, так и за ее пределами, а также между регионами, имеющими различные уровни экономического развития;
- в процессе проведения фундаментального анализа государство-инвестор исследует *количественные* и *качественные* показатели, позволяющие сделать вывод о состоянии и степени влияния фундаментальных факторов на эффективность деятельности компании-эмитента;

- *степень устойчивости ожиданий* государства-инвестора в отношении изменения макроэкономических показателей, способных вывести экономическую систему из *равновесия*, характеризует его будущие ожидания относительно влияния макроэкономической ситуации на эффективность деятельность компании-эмитента;
- задачей отраслевого анализа является определение степени *инвестиционной привлекательности отраслей*, продукция которых пользуется повышенным спросом, либо имеет *конкурентные преимущества* и *способна завоевать рыночную нишу в будущем*;
- анализ микроэкономических факторов деятельности компании-эмитента необходим государству-инвестору для *определения доходности* будущих или настоящих инвестиций, *для определения риска неполучения и снижения планируемых доходов*, для оценки настоящей или будущей *ликвидности* приобретаемых активов, а также для *определения стоимости акций*, которые предполагается приобрести;
- фундаментальный анализ микроэкономических факторов есть ни что иное, как *анализ стоимости инвестиций на основе прогноза будущих денежных потоков, генерируемых компанией-эмитентом*, что позволяет сделать вывод о специфике этого вида анализа (применяется в сфере рынка ценных бумаг) и отличии его от других видов анализа (прежде всего, финансового и управленческого);
- интерпретация полученных значений *фундаментальных показателей* во всех трех аспектах фундаментального анализа, дает возможность государству-инвестору принять качественное инвестиционное решение, относительно *управления имуществом* в виде пакета акций компаний-эмитентов;
- разработана структура фундаментального анализа компаний-эмитентов, проводимого государством-инвестором, которая позволяет на ее основе разрабатывать информационные базы и конструировать методики фундаментального анализа.

§3 Раскрытие информации на рынке ценных бумаг

Построение *эффективной системы раскрытия информации* является одной из первостепенных задач в решении комплекса инфраструктурных проблем, в том числе связанных с применением методов фундаментального анализа на рынке ценных бумаг.

Как следует из параграфа 2 настоящей главы, на всех трех этапах проведения фундаментального анализа государству-инвестору необходим большой объем информации, которая в большинстве своем должна быть публичной и доступной широкому кругу пользователей. Однако на практике, особенно в России, получить необходимую информацию не всегда удается. Поэтому автор считает необходимым более подробно остановиться на **системе раскрытия информации***, без эффективного функционирования которой невозможно проведение качественной аналитической работы.* При этом будет исследована *система раскрытия информации на микроуровне*, поскольку макроэкономические и отраслевые данные публикуются во многих изданиях, справочниках и Интернете, и получение их не составляет большой сложности для государства-инвестора.

Предметом анализа в этом параграфе станет *модель раскрытия информации*, принятая на зарубежных фондовых рынках, в сравнении с которой будет дан анализ практики раскрытия информации на российском фондовом рынке. По результатам исследования будут даны предложения по созданию организационно-экономических механизмов в области раскрытия информации, обеспечивающих проведение качественного фундаментального анализа и принятие инвестиционных решений, в том числе государством-инвестором.

Модель раскрытия информации на зарубежных фондовых рынках

Концепция построения информационно прозрачного рынка ценных бумаг впервые возникла на американском фондовом рынке, характеризующемся мелкорозничным акционерным капиталом и преобладанием частных инвестиций (прежде всего, физических лиц) в долевые ценные бумаг – акции публичных компаний. Такая ситуация подтолкнула регулирующий государственный орган – *Комиссию по ценным бумагам и фондовым биржам США* к построению *эффективной системы раскрытия информации на рынке акций и облигаций*, обеспечивающей информационную эффективность инвестиций, равнодоступность инвесторов к публичной информации, отсутствие информационной асимметрии.

Впоследствии концепция раскрытия информации, возникшая в США, была заимствована другими зарубежными фондовыми рынками, что в конечном итоге привело к унификации требований к раскрытию информации на развитых фондовых рынках. Ниже будет рассмотрена *система раскрытия информации на зарубежных фондовых рынках*, действующая в отношении компаний, осуществляющих процедуру публичного размещения своих ценных бумаг.

Существо системы заключается в следующем: компания, публично распространяющая свои ценные бумаги, должна зарегистрировать свои акции и обеспечить *непрерывное* раскрытие инвесторам информации о деятельности компании в форме квартальной и годовой отчетности, заявлений, обеспечивающих данными для голосования по доверенности, сообщениями о материально-значащих событиях в компании[58]. В свою очередь, государство принимает на себя обязательства по раскрытию информации, что обеспечивает равнодоступность инвесторов к ней, информированное принятие решений, *эффективное перераспределение риска на фондовом рынке*.

Важнейшим структурным элементом системы раскрытия информации на зарубежных фондовых рынках являются публичные электронные базы данных (в США - база данных EDGAR[59], в Великобритании – база данных FSA[60]), в которых через Интернет раскрывается вся отчетность, поступающая в регулирующий государственный орган от эмитентов. Кроме того, на таких серверах раскрыта вся информация относительно правил формирования указанных баз данных.

На зарубежных фондовых рынках существует ряд направлений раскрытия информации, свойственных развитым рынкам ценных бумаг, и пока *не нашедших отражение в российском законодательстве*. Речь идет о *раскрытии информации для предупреждения инсайдерских сделок и о раскрытии информации о материальных фактах, относящихся к вопросам голосования по доверенности*. В отечественной практике недопустимость торговли с использованием «внутренней» информации по сути, лишь упомянута в законе «О рынке

---

[58] Источник: Интернет сайт Национальной ассоциации биржевых дилеров (http://www.nasd.com)

[59] Источник: Интернет сайт Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам США (http://www.sec.gov)

[60] Практика взаимодействия регулирующих и правоохранительных органов Великобритании в процессе контроля за состоянием национального финансового рынка и ее использование при обучении специалистов регулирующих и правоохранительных органов в России. – М.: Фондовые исследования, 2001. – С.39

ценных бумаг». В этой связи отсутствует и система раскрытия информации, позволяющая контролировать использование инсайдерской информации.

Структура раскрытия информации об эмитентах на зарубежных фондовых рынках представлена на рисунке 9[61]:

Раскрытие информации при регистрации выпуска ценных бумаг (первичный рынок)	**Раскрытие информации о текущей финансово-хозяйственной деятельности компании-эмитента в форме годовой и квартальной отчетности (вторичный рынок), годовых отчетов**	**Раскрытие информации о всех событиях и изменениях в корпорации, которые имеют материальное значение для акционеров и которые до этого не были раскрыты эмитентом**
Раскрытие информации для предупреждения инсайдерских сделок, о долях аффилированных лиц в капитале эмитентов, об изменении указанных долей, о получении прибылей от операций с ценными бумагами эмитента.	**Раскрытие информации о всех материальных фактах, относящихся к вопросам, по которым акционеров просят передать голоса для голосования по доверенности на собраниях акционеров**	**Раскрытие информации инвесторами о приобретении или собственности на более чем 5% акций эмитента**

Рис.9 Структура раскрытия информации об эмитентах на фондовом рынке США

Необходимо отметить, что содержание информации, раскрываемой эмитентом в годовых и квартальных отчетах, в максимальной степени совпадает с содержанием информации, раскрываемой при регистрации выпуска ценных бумаг. Таким образом, обеспечивается максимальная сопоставимость разовой (при регистрации эмиссии) и периодической отчетности, предоставляемой эмитентом.

Объем информации, представляемый эмитентами в государственный регулирующий орган, значительный. В приложении 3 представлена структура информации о финансово-хозяйственной деятельности компании-эмитента, представляемой в форме квартальной и годовой отчетности, а также годовых отчетов перед акционерами, поскольку она является наиболее полной с точки зрения раскрытия информации[62].

Каждый эмитент зарегистрированных ценных бумаг должен направлять в государственный регулирующий орган, в соответствии с теми правилами и регулятивными

---

[61] Миркин Я.М. Разработка методики регулирования московского рынка ценных бумаг на основе анализа данных мониторинга рынка. – М.: 1998. - часть I. - С.8

[62] Там же, стр.18

установлениями, которые регулирующий орган может считать необходимыми или подходящими для надлежащей защиты инвесторов и обеспечения честной торговой практики:

1. информацию и документы, которые регулирующий орган сочтет необходимыми в качестве приложения к заявлению на регистрацию ценных бумаг;

2. годовую и квартальную отчетность, заверенную независимыми, публично признанными главными бухгалтерами, *которые регулирующий орган сочтет признаваемыми*;

3. годовые отчеты перед акционерами, которые эмитенты обязаны составлять при подготовке к годовым собраниям.

Если ценные бумаги обращаются на фондовой бирже, дубликат указанных документов должен направляться на фондовую биржу.

Государственный регулирующий орган может предписывать (в отношении предоставляемых отчетов) форму отчетов, статьи или детали, которые должны быть показаны в бухгалтерском балансе и отчетности о прибылях и убытках, методы, которым необходимо следовать при подготовке отчетов, в оценке активов и обязательств, в определении амортизации и степени истощения природных запасов для добычи, в различении повторяющихся и разовых доходов, в различении инвестиционного и операционного доходов, в подготовке (когда государственный орган сочтет это желательным или нужным) отдельных и/или консолидированных балансов и счетов прибылей в отношении любого лица, находящегося под контролем или контролируемого эмитентом. При этом методы учета, предписываемые государственным органом, не должны расходиться с требованиями, накладываемыми на то же лицо другими законами и регулятивными установлениями государства (если только государственный орган не сочтет, что такие расхождения могут быть исходя их требований защиты инвесторов или исходя из общественного интереса).

Со своей стороны *эмитенты обязаны*:

- вести учет таким образом, чтобы с необходимыми деталями, аккуратно и честно отражать сделки и распределение активов;
- создать систему внутреннего контроля за бухгалтерским учетом, обеспечивающую а) выполнение сделок в соответствии с общей и специальной авторизацией сделок, выполняемой менеджментом, б) учет, обеспечивающий соответствие принятым международным принципам бухгалтерского учета или другим принципам, применяющимся в конкретной области, в) доступ

к активам только в соответствии с общей или специальной авторизацией менеджмента, г) сравнение фактического размера активов с данными учета.

Прежде чем перейти к анализу системы раскрытия информации, принятой в России, необходимо отметить, что модель построения российского фондового рынка, в том числе и законодательное акты, касающиеся раскрытия информации на рынке ценных бумаг, во многом были заимствованы из практики регулирования фондового рынка США. Однако сегодня очевидно, что *впрямую применить западные принципы и правила функционирования рынка ценных бумаг в России невозможно*.

Система раскрытия информации в России

На протяжении многих десятилетий на территории бывшего СССР единственным источником официальной информации о состоянии национальной экономики и ее субъектов являлся Государственный комитет по статистике. Официально публикуемые справочники и ежегодники содержали цифры, которые не всегда отражали реальную экономическую ситуацию. По мере перехода к новым методам хозяйствования, с появлением свободных рыночных отношений роль финансово-экономической информации становилась все более возрастающей. Российский фондовый рынок на заре своего становления пережил сильнейшие потрясения, связанные с финансовыми аферами в отношении частных вкладчиков. Такая ситуация стала возможной благодаря, конечно же, несовершенному законодательству о рынке ценных бумаг, однако причина не только в этом. Отсутствие возможности получения достоверной информации о деятельности хозяйствующих субъектов на рынке явилась одной из причин появления грандиозных финансовых пирамид.

Сегодня официальным органом в России, в функции которого входит регулирование фондового рынка, контроль за деятельностью его субъектов, лицензирование и *создание правил и условий раскрытия информации о деятельности компаний-эмитентов и профессиональных участников*, является ***Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг***. Прообразом создания этого органа в России стала Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам США.

Основные принципы раскрытия информации о деятельности акционерных обществ в российском законодательстве (близкие к американским стандартам) были заложены законами *«Об акционерных обществах»* и *«О рынке ценных бумаг»*. Принятый весной 1999 года закон *«О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»* еще более продвинул

российский фондовый рынок в направлении создания информационной открытости и прозрачности. В развитие этих законов ФКЦБ России утвердила ряд нормативных актов касающихся подробных правил, процедур, сроков и объемов раскрытия компаниями-эмитентами информации на рынке ценных бумаг[63].

Структура раскрытия информации компаниями-эмитентами на фондовом рынке России представлена на рисунке 10:

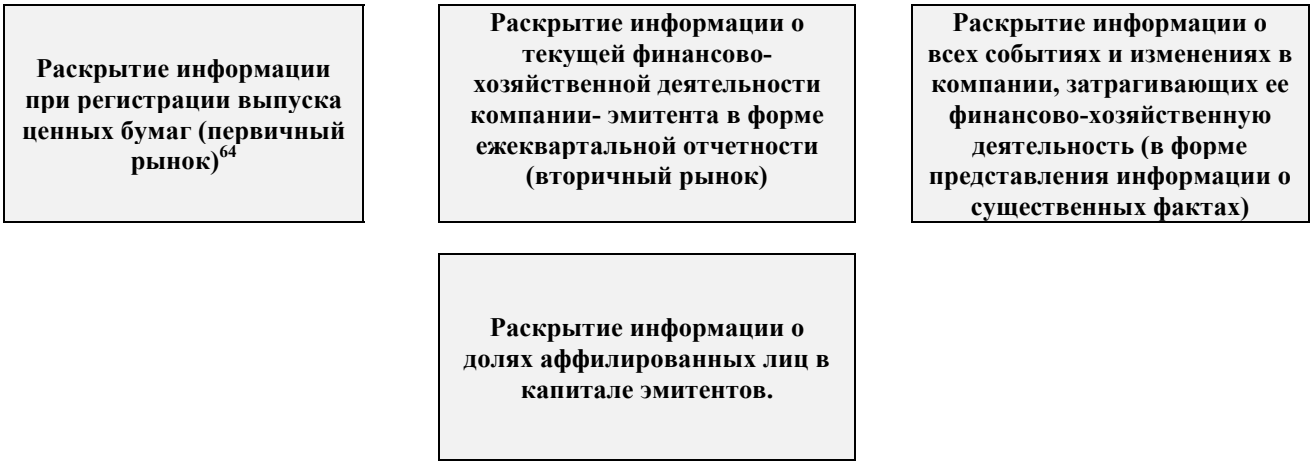


Рис.10 Структура раскрытия информации об эмитентах на фондовом рынке России

Если сравнить структуру раскрытия информации на зарубежных фондовых рынках (см. рис. 9) со структурой раскрытия информации на российском фондовом рынке, представленной на рисунке 10, то можно сделать вывод, что в российской практике раскрытия информации *отсутствуют* такие важные составляющие системы информационной открытости, принятой на зарубежных фондовых рынках, как раскрытие информации для предупреждения *инсайдерских сделок* и раскрытие информации о всех материальных фактах, относящихся к вопросам, по которым акционеров *просят передать голоса для голосования по доверенности* на собраниях акционеров.

---

[63] Постановление ФКЦБ России от 11.08.98 г. № 31 «Об утверждении положения о порядке составления и представления ежеквартального отчета эмитента эмиссионных ценных бумаг», постановление ФКЦБ России от 12.08.98 г. «Об утверждении порядка представления существенных фактов, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента эмиссионных ценных бумаг», постановление ФКЦБ России от 11.11.98 г. «Об утверждении Стандартов эмиссии акций...».

[64] Российские компании-эмитенты обязаны регистрировать проспект эмиссии и в дальнейшем представлять в ФКЦБ России ежеквартальные отчеты, а также информацию о существенных фактах, затрагивающих их финансово-хозяйственную деятельность, в следующих случаях: количество акционеров компании более 500, количество приобретателей регистрируемых акций превышает 500, объем регистрируемого выпуска превышает 50 000 минимальных заработных плат, регистрируемые акции планируется размещать путем открытой подписки.

Структура и объем информации, которая должна содержаться в проспекте эмиссии, идентична структуре ежеквартального отчета (по аналогии с США), при этом объем представляемой информации во многом соответствует объему информации, представляемой американскими компаниями-эмитентами в Комиссию по ценным и фондовым биржам США[65].

Также по аналогии с американской системой раскрытия информации Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг в Интернете размещен сайт[66], где публикуются ежеквартальные отчеты российских эмитентов, представляемые в комиссию в соответствии с требованиями действующего законодательства. Любой желающий в свободном доступе может получить необходимую информацию. Такой подход является существенным шагом в направлении создании условий равнодоступности информации. Кроме того, при содействии Федеральной комиссии создан и развивается сайт *«Инвестиционные возможности России»*[67], основная цель которого – попытка довести до потенциальных инвесторов информацию об инвестиционных проектах, реализуемых российскими компаниями-эмитентами.

Несмотря на то, что в России *практически создана инфраструктура системы раскрытия информации о компаниях-эмитентах*, этого недостаточно для того, чтобы информация появилась в свободном доступе. Для этого необходимо ***понимание и желание руководителей компаний-эмитентов раскрывать эту информацию***. Однако некоторые участники рынка ценных бумаг (в том числе руководители предприятий) выражают крайнее неудовлетворение тем объемом информации, который подлежит публичному раскрытию. «Существующие положения ФКЦБ требуют от эмитента ценных бумаг раскрытия значительного объема информации, что с одной стороны, в ряде случаев трудно выполнимо для предприятия, а с другой стороны, является избыточным для акционеров и потенциальных инвесторов»[68].

Автор считает такую позицию недостаточно обоснованной по следующим причинам. Во-первых, информация, которая, по мнению экспертов, считается «лишней» (например, о

---

[65] Подробнее о структуре и объема информации проспекта эмиссии и ежеквартального отчета см. соответственно Стандарты эмиссии (постановление ФКЦБ России от 11.11.98 г. № 47) и Положение о ежеквартальном отчете эмитента эмиссионных ценных бумаг (постановление ФКЦБ России от 11.08.98 г. № 31).

[66] Интернет сайт Раскрытия информации ФКЦБ России (http://disclosure.fcsm.ru)

[67] Интернет сайт «Инвестиционные возможности России» (http://www.ivr.ru)

[68] Анализ требований по раскрытию информации эмитентами ценных бумаг//Национальная фондовая ассоциация (http://www.nfa.ru)

крупных поставщиках и потребителях)[69] важна для инвестора в целях определения перспектив деятельности анализируемой компании-эмитента с точки зрения максимизации денежных потоков, поступающих в компанию от основной деятельности. Во-вторых, тезис о том, что пусть компании сами определяют, нужно ли им раскрывать ту или иную информацию о себе, в российских условиях приведет к полному отсутствию в доступном режиме этой информации. Подтверждением того, что на развитых фондовых рынках существует требование по представлению максимального объема информации, служит анализ системы раскрытия на зарубежных фондовых рынках, о чем говорилось выше.

Стоит, однако, признать, что на сегодняшний день в России действующее законодательство о рынке ценных бумаг ***определяет слишком большой круг компаний-эмитентов, обязанных регистрировать проспекты эмиссии и представлять ежеквартальные отчеты в ФКЦБ России***. Так, например, закрытое акционерное общество, проводящее техническую эмиссию, связанную с увеличением уставного капитала за счет переоценки на сумму, превышающую 50 000 минимальных заработных плат, *обязано регистрировать проспект эмиссии и в последующем ежеквартально составлять отчеты, утверждать их на Совете директоров и представлять в ФКЦБ*, хотя компания по сути является закрытой, о чем говорит и ее организационно-правовая форма.

Поэтому, по мнению автора, необходимо четко определить круг компаний-эмитентов, которые обязаны раскрывать информацию *ежеквартально и в полном объеме*. Это должны быть компании, *созданные в форме открытых акционерных обществ, имеющие значительное количество акционеров, осуществляющие открытые подписки на размещаемые акции и заявляющие о привлечении широкого круга потенциальных инвесторов, в том числе населения* ***(публичные компании)***. В этом случае информация о деятельности таких компаний-эмитентов должна быть публичной и доступной широкому кругу пользователей.

Также целесообразно ввести требование к таким публичным компаниям вместе с проспектами эмиссии при регистрации выпусков ценных бумаг представлять в ФКЦБ *заключения независимых профессиональных аналитиков и консультантов* на качество и достоверность раскрываемой в них информации.

---

[69] Рассматриваются претензии к объему раскрываемой информации, представленные в документе «Анализ требований по раскрытию информации эмитентами ценных бумаг».

Сегодняшние стандарты эмиссии, содержащие требования к проспекту эмиссии, предполагают наличие положений, раскрывающих финансовое положение эмитента. Однако на практике компании предоставляют лишь текущую бухгалтерскую отчетность и в произвольной форме описывают состояние рынков, на которых они работают, и перспективы своего развития. Все это не позволяет инвестору оценить истинное финансовое состояние эмитента для принятия решения об инвестировании средств в его ценные бумаги. В этой связи в качестве предложения целесообразно вынести на рассмотрение ФКЦБ России вопрос об исключении ряда положений проспекта эмиссии, касающихся финансового состояния эмитента, заменив *их представлением независимым консультантом или рейтинговым агентством заключения о финансовом состоянии эмитента (в качестве приложения к проспекту эмиссии), включающего, в том числе и анализ финансовых коэффициентов*. В этом случае инвестор может рассчитывать на достоверность информации, используемой им в процессе принятия инвестиционного решения.

Еще одной проблемой раскрытия информации на рынке ценных бумаг является *создание дополнительного потока отчетности, не совпадающего с отчетностью, идущей в налоговые и статистические органы*. Кроме этого, государство вводит еще и внесистемную отчетность, необходимую для эффективного управления государственными пакетами акций. Все это создает дополнительные регулятивно-информационные издержки на компанию-эмитента и снижает ее инвестиционную активность. Поэтому в этой связи важен *взвешенный подход государства к принятию нормативных документов, вводящих требования обязательного представления компаниями-эмитентами дополнительной информации*.

Как следует из проведенного анализа российского законодательства в области раскрытия информации на рынке ценных бумаг, оно во многом идентично американскому. Однако практическая реализация сдерживается ***отсутствием экономических стимулов к раскрытию информации, а также непониманием многих участников рынка, прежде всего, руководителей компаний-эмитентов, необходимости раскрытия информации и важности этого процесса для самой компании***. Наглядным примером тому служит анализ выполнения требований действующего законодательства в области раскрытия информации, проведенный в РО ФКЦБ России в Центральном федеральном округе (см. табл. 8).

Таблица 8

Анализ представления ежеквартальных отчетов эмитентов в субъектах федерации, входящих в компетенцию РО ФКЦБ России в Центральном федеральном округе за период с I по III квартал 2000 г.

Регион	Всего обязаны	1 кв.			2 кв.			3 кв.		
		Представили	Из них обязаны	%	Представили	Из них обязаны	%	Представили	Из них обязаны	%
Костромская область	30	48	20	67%	45	18	60%	45	20	67%
Тульская область	134	157	98	73%	169	102	76%	130	84	63%
Ярославская область	96	71	53	55%	71	53	55%	80	54	56%
Смоленская область	52	49	32	62%	51	34	65%	42	28	54%
Калужская область	94	97	56	60%	96	54	57%	81	45	48%
Московская область	481	277	225	47%	302	236	49%	276	224	47%
Москва	1621	967	715	44%	965	721	44%	919	694	43%
Владимирская область	73	37	29	40%	58	35	48%	46	31	42%
Ивановская область	92	50	39	42%	52	41	45%	45	37	40%
Тверская область	100	57	46	46%	57	46	46%	48	40	40%
Рязанская область	91	64	36	40%	67	36	40%	64	33	36%
Всего	**2864**	**1874**	**1349**		**1933**	**1376**		**1776**	**1290**	
Примечание. % - отношение "Из них обязаны" к "Всего обязаны"										

Из представленной таблицы следует, что только около 50% компаний-эмитентов выполняют требования в части раскрытия информации о своей деятельности на рынке ценных бумаг. Именно поэтому, можно сделать вывод, ***что в России еще пока не создана полноценная система раскрытия информации на рынке ценных бумаг***.

Однако проблемы раскрытия информации лежат не только в плоскости законодательства о рынке ценных бумаг и степени его выполнения. Одна из проблем заключается *в системе бухгалтерского учета, принятой в России и не отвечающей требованиям западных стандартов учета и отчетности*.

Принципы бухгалтерского учета и отчетности

Важным звеном в концепции раскрытия информации является *унификация стандартов бухгалтерского учета,* применяемых компаниями в различных регионах мира. Принципы учета, используемые в Америке (GAAP) и в Европе (IAS), хотя и отличаются, однако имеют много общего. Российская же бухгалтерская отчетность в силу своей налоговой ориентированности, не понятна для инвестора и *не позволяет получить полную и достоверную информацию о деятельности компании-эмитента*.

Главная проблема российской бухгалтерской отчетности – несоответствие международным стандартам. В этой связи ряд российских компаний вынуждены формировать

бухгалтерскую отчетность в двух стандартах: в российских – для налоговых органов и в международных – для западных инвесторов при выходе на зарубежные фондовые рынки.

Такая ситуация приводит к сильнейшей информационной асимметрии, нарушению принципов равного доступа к информации, создает возможности для двойной оценки эффективности хозяйственной деятельности компании-эмитента и ее ценных бумаг. В этой связи, важным в создании информационно прозрачного рынка ценных бумаг, и применении методов фундаментального анализа на фондовом рынке, в частности, является системный переход на раскрытие информации *либо по международным стандартам*, либо *по российским стандартам, но адаптированным к международным*.

Определенные шаги в этом направлении в России уже сделаны. Так в целях создания условий для расширения доступа пользователей к финансовой информации Правительством РФ 6 марта 1998 г. принято постановление № 283, утвердившее *«Программу реформирования бухгалтерского учета в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности».* Однако следует признать, что на сегодняшний день это постановление фактически не выполнено.

Реальное принятие Россией новых стандартов бухгалтерского учета, ориентированных на международные, создаст предпосылки для активизации инвестиционного процесса в российской экономике.

Внесистемная отчетность компаний-эмитентов

Следует признать, что вопрос перехода на новые стандарты бухгалтерского учета является масштабным, поскольку затрагивает многие сферы экономической и хозяйственной жизни государства (необходимость организации обучения соответствующих специалистов, реформирования налоговой системы, реорганизации деятельности надзорных органов и пр.). Этот процесс, по мнению автора, займет достаточно длительное время. Поэтому необходимо создание дополнительных потоков информации, то есть создание дополнительной *внесистемной отчетности компании-эмитента,* которую может вводить государство-инвестор, и которая позволяет конкретизировать и дополнить информацию, содержащуюся в периодической бухгалтерской отчетности (хотя это во многом увеличивает регулятивно-информационные издержки компании-эмитента).

Однако в этой связи возникает проблема доступа к собираемой внесистемной отчетности. Важно, чтобы государство не нарушало принципов равнодоступности информации, а это значит, что дополнительная отчетность должна раскрываться для всех инвесторов в той мере, в какой она не нарушает коммерческой тайны. Существующая на сегодняшний день в Москве практика сбора внесистемной отчетности (об этом речь пойдет ниже) не представляет возможности свободного права доступа инвесторов к ней, что нарушает их законные интересы.

В России уже существует положительный опыт создания дополнительных потоков информации, необходимых для проведения фундаментального анализа компании-эмитента, особенно в части управления пакетами акций, принадлежащими государству. Так Правительством Москвы по инициативе РО ФКЦБ России в Центральном федеральном округе в июле 1997 года принята ***Комплексная программа развития рынка корпоративных ценных бумаг с целью привлечения инвестиций в экономику города***, где существенное значение придается проблеме методологического подхода государства к вопросу управления пакетами акций, принадлежащими городу Москве, а также информационному обеспечению принятия инвестиционных решений как государством, так и другими участниками рынка ценных бумаг.

Исходным положением стратегии государства является безусловное признание того, что привлечение долгосрочных ресурсов на рынке ценных бумаг требует от эмитентов раскрытия информации о своей финансово-хозяйственной деятельности. При этом государство должно стремиться к исполнению следующих принципов открытости рынка:

- наличие равных для всех инвесторов возможностей по доступу к информации;
- соблюдение принципа ответственности раскрывателей информации за ее достоверность;
- обеспечение достаточности информации для оценки финансового состояния компании-эмитента.

Достаточность финансовой отчетности эмитента

Основным источником информации о хозяйственной и финансовой деятельности компании на сегодняшний день является бухгалтерская отчетность, которая не дает возможности инвестору получить полную информацию, позволяющую провести глубокий финансово-экономический анализ. Для проведения качественного фундаментального анализа

необходима дополнительная информация, получение которой является невозможным для большинства потенциальных инвесторов.

Так, например, с целью повышения информационной прозрачности компаний-эмитентов, имеющих в своем уставном капитале долю города Москвы, РО ФКЦБ России в Центральном федеральном округе было предложено ввести в формы обязательной *статистической отчетности предприятий дополнительный состав показателей*. Перечень этих показателей утвержден постановлением Правительства Москвы от 6 октября 1998 года № 763, а также постановлением Мосгоркомстата от 5 января 1999 года № 1 и включает такие важные для инвесторов данные как:

- направления распределение прибыли отчетного года;
- величина и периодичность начисленных и выплаченных дивидендов (по компаниям-эмитентам, не обязанным раскрывать эту информацию в общем порядке);
- наличие остатков на счетах по конкретным коммерческим банкам;
- соотношение ликвидных активов и обязательств до востребования;
- перечень дебиторов и кредиторов на дату проведения собрания акционеров;
- доля в выручке от реализации продукции, работ, услуг денежных и прочих форм оплаты;
- сведения о заемных средствах, привлеченных в течение отчетного года, по конкретным банкам;
- структура налоговых платежей в отчетном году.

Данные по этим показателям обязательны к представлению в Московский городской комитет по статистике с 1 января 1999 года. Пользователем этой информации является пока только Правительство Москвы.

Достоверность финансовой отчетности эмитента

Действующие в России стандарты аудиторской деятельности предусматривают порядок составления аудиторского заключения, который позволяет аудитору ограничиться лишь заключением о достоверности цифр бухгалтерской отчетности.

В этих условиях получить объективную информацию о деятельности компании из аудиторского заключения инвестору не представляется возможным.

Для обеспечения проверки соответствия деятельности предприятий интересам акционеров постановлением Правительства Москвы № 763 было утверждено «Положение об обязательном порядке проведения текущего наблюдения и аудиторских проверок деятельности хозяйствующих субъектов, имеющих в уставном капитале долю города Москвы». Информация, получаемая из аудиторского заключения по итогам проверки, проводимой по новым стандартам, позволяет делать выводы не только относительно состояния имущества и обязательств предприятия, но и относительно финансовых результатов его деятельности в интересах акционеров.

Кардинальные изменения в процессе проведения проверки независимым аудитором, прежде всего, касаются цели проведения аудиторской проверки. Помимо подтверждения достоверности бухгалтерской отчетности компании, аудитор должен дать ответ на вопрос, является ли деятельность общества

экономически эффективной и стремится ли оно к достижению целей, поставленных при его учреждении. Именно на эти цели обычно ориентируются акционеры, инвестирующие в компанию финансовые ресурсы.

Новое положение об аудите вводит понятие текущего наблюдения, под которым понимается получение мнения аудитора о финансовом состоянии предприятия. Основанием для оценки являются рассчитываемые самой компанией или с привлечением аудиторских фирм в поквартальном режиме основные финансовые коэффициенты, характеризующие экономическое положение компании. Свое мнение аудитор выражает в форме таблицы, характеризующей тенденции изменения этих показателей, которая позволяет судить, являются ли такие изменения благоприятными или нет. Такая форма представления информации, во-первых, дает возможность отслеживать изменения в финансовом состоянии общества, не имея при этом специальных навыков. Во-вторых, позволяет акционерам быть уверенным в достоверности данных, использованных для расчета коэффициентов, что исключает возможность искажения реального финансового состояния компании.

Таким образом, сочетание аудита бухгалтерской отчетности и качества менеджмента позволяет собственнику предприятия получить полную и достоверную картину о хозяйственной деятельности компании и о степени отражения ее в бухгалтерском учете. Институт аудиторских компаний становится гарантом достоверности поставляемой на рынок финансовой информации.

Важным аспектом определения эффективности системы раскрытия информации является оценка качества работы собираемой информации, то есть насколько раскрываемая информация позволяет принять качественное инвестиционное решение. В следующих главах настоящей диссертации автор попытается дать ответ на этот вопрос, предложив конкретные инвестиционные решения в отношении конкретных компаний-эмитентов.

Выводы и результаты по параграфу 3:

- по образу и подобию американской модели построения фондового рынка в России ***создана законодательная база и необходимая инфраструктура***, призванная обеспечить информационную открытость и прозрачность российского рынка ценных бумаг;
- на сегодняшний день в России *не полностью сформирована эффективная система раскрытия информации* в силу отсутствия экономических стимулов к ее раскрытию и непонимания перспектив использования рынка ценных бумаг как источника инвестиционных ресурсов;

- принятая в России структура и объем раскрываемой компаниями практически идентичны стандартам раскрытия информации, принятым на зарубежных фондовых рынках;
- необходимо пересмотреть требования действующего законодательства о рынке ценных бумаг в части ***ограничения круга компаний, обязанных раскрывать информацию на рынке ценных бумаг в полном объеме,*** ввести понятие ***публичной компании*** на рынке ценных бумаг;
- в отношении публичных компаний, обязанных раскрывать информацию, необходимо ***предусмотреть представление максимального объема информации***, что позволит инвестору получить более полное представление о финансово-хозяйственной деятельности компании-эмитента;
- в отношении остальных компаний-эмитентов, не являющихся публичными и не имеющих доли государства, целесообразно ***минимизировать объем раскрываемой информации***;
- создание информационного прозрачного рынка ценных бумаг в России сдерживается ***отсутствием российских стандартов бухгалтерской отчетности, отвечающих международным стандартам***;
- государство должно создавать условия для получения инвестором и/или акционером компании-эмитента всей существенной информации в отношении ее деятельности, не являющейся конфиденциальной, путем ***организации потоков внесистемной отчетности***, позволяющих корректно интерпретировать информацию, содержащуюся в официальной бухгалтерской отчетности;
- вводя дополнительные потоки внесистемной отчетности, государство должно обеспечить равный и беспрепятственный доступ к ней всех заинтересованных пользователей;
- следование сформулированным принципам прозрачности рынка ценных бумаг будет способствовать ***созданию благоприятного инвестиционного климата и привлечению инвестиций в реальный сектор экономики России***.

Глава 2. Использование методов фундаментального анализа эмитентов в деятельности государства на рынке ценных бумаг

§1 Деятельность государства как регулятора и инвестора на рынке ценных бумаг и фундаментальный анализ эмитентов

Регулятивная деятельность государства на рынке ценных бумаг – это реализация функций, возложенных на государственный регулирующий и контрольный орган (ФКЦБ России) соответствующими законодательными и нормативными актами, в области контроля за эмиссией ценных бумаг и состоянием эмитентов. В рамках этих функций выделены основные *управленческие задачи*, стоящие перед регулирующим органом в части *контроля за соблюдением эмитентами требований законодательства о ценных бумагах*. При этом акцент сделан ***на управленческих задачах экономического характера***, которые возможно решить не на основе документальных проверок, а *за счет анализа регулярной отчетности, поступающей в государственные органы, и экономической информации, содержащейся в проспектах эмиссии и другой документации, сопровождающей выпуски ценных бумаг* и работу с эмитентами.

Инвестиционная деятельность государства на рынке ценных бумаг – это поддержка субъектов предпринимательской деятельности путем *прямых государственных инвестиций в их уставные капиталы*, деятельность *по управлению пакетами акций*, находящимися в государственной собственности, использование акций, находящихся в государственной собственности, и производных от них инструментов для *развития и активизации национального фондового рынка*. Инвестиционная деятельность государства предполагает тесное взаимодействие органа по регулированию рынка ценных бумаг с другими государственными органами, на которые возложены функции по проведению экономической, финансовой, фискальной политики, а также функции по управлению имуществом, находящимся в государственной собственности.

Инвестиционная деятельность как таковая не свойственна для государства. Тем не менее, на этапах восстановления и развития экономики такая государственная функция

способна *создать предпосылки для эффективного развития экономики страны, будущего экономического роста*. Для реализации задач, стоящих перед государством в этом аспекте деятельности, неотъемлемой частью является использование методов фундаментального анализа.

2.1.1. Регулятивная деятельность государства

Задачи регулирования российского фондового рынка возложены на ***Федеральную комиссию по рынку ценных бумаг*** (далее в работе автор будет обращаться к опыту работы Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе, на которое возложены функции по регулированию рынка ценных бумаг Центрального федерального округа). Комиссия является федеральным органом исполнительной власти по проведению государственной политики в области рынка ценных бумаг, контролю за деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг через определение порядка их деятельности и по определению стандартов эмиссии ценных бумаг.

Задача контроля за соблюдением эмитентами требований законодательства о ценных бумагах возложена на Федеральную комиссию в соответствии с Федеральным законом от 22.04.96 г. №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». Условно *эту задачу целесообразно разбить на ряд управленческих задач, каждой из которых соответствуют подзадачи контроля и мониторинга деятельности эмитентов на рынке ценных бумаг*. Схематично уровни задач представлены в таблице 9 (дерево управленческих задач и связанных с ними подзадач мониторинга и контроля)[70].

[70] Для удобства сопоставления и сравнения подзадач мониторинга и контроля решаемых государством в процессе регулятивной и инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг каждой подзадаче присвоены буквенные коды (от А до У). Рассмотренные управленческие задачи и подзадачи мониторинга и контроля структурно входят в разработанную автором систему показателей состояние эмитентов, характеристика которой представлена в параграфе 3 главы II и приложении 4 настоящей диссертации.

Таблица 9

Регулятивная деятельность государства в системе управленческих задач и подзадач мониторинга и контроля, возложенных на ФКЦБ России

Управленческие задачи	**Законодательные акты, определяющие управленческие задачи**	**Подзадачи мониторинга и контроля**	**Необходимость применения фундаментального анализа**
1. Создание общедоступной системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг, обеспечение раскрытия информации о зарегистрированных выпусках ценных бумаг	Федеральный Закон от 22.04.96 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», статья 42, пункты 11-12.	Создание информационной базы данных об эмитентах (А)	нет
2. Контроль за соблюдением эмитентами условий и обязательств, предусмотренных выпусками ценных бумаг и проспектами эмиссии, нормативов, установленных ФКЦБ для эмитентов в качестве обязательных для применения	Федеральный Закон от 22.04.96 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», статья 38, статья 44, пункт 11.	• Надзор за выполнением эмитентом фиксированных денежных обязательств по эмиссионным ценным бумагам (Б) • Надзор за крупными инвестиционными проектами, обязательства по инвестированию в которые брались эмитентом при привлечении средств на основе эмиссии ценных бумаг (В) • Надзор за выполнением обязательных требований по эмиссии ценных бумаг (Г) • Надзор за соответствием объема выпуска эмиссионных ценных бумаг их количеству в обращении (З)	да да да нет
3. Создание системы защиты прав владельцев и контроля за соблюдением их прав эмитентами	1. Федеральный Закон от 22.04.96 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», статья 38. 2. Федеральный Закон от 05.03.99 № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», статья 2, статья 8, статья 9.	• Надзор за выполнением эмитентом фиксированных денежных обязательств по эмиссионным ценным бумагам (Б) • Надзор за крупными инвестиционными проектами, обязательства по инвестированию в которые брались эмитентом при привлечении средств на основе эмиссии ценных бумаг (В) • Контроль за структурой акционерного капитала (Д) • Мониторинг дивидендной и процентной политики (Е) • Контроль за выполнением обязательных требований, предусмотренных системой защиты прав владельцев ценных бумаг, а также контроль за качеством корпоративного управления (Ж)	да да да да да

4. Содействие реализации инвестиционных проектов, использующих эмиссию ценных бумаг, улучшение инвестиционного климата в государстве	Законодательно не определена.	• Общий контроль за финансовым положением и результатами финансово-хозяйственной деятельности компании (И) • Контроль за целевым использованием средств бюджета или средств, полученных под государственную гарантию (Л) • Надзор за крупными инвестиционными проектами, обязательства по инвестированию в которые брались эмитентом при привлечении средств на основе эмиссии ценных бумаг (В)	да да да

Первой из управленческих задач *является создание общедоступной системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг*, обеспечение раскрытия информации о зарегистрированных выпусках ценных бумаг. Эта задача предполагает ведение и постоянную актуализацию информационной базы данных об эмитентах. Такая база должна содержать идентифицирующую информацию об эмитенте (досье эмитента), проспекты эмиссии, отчеты о выпуске ценных бумаг, ежеквартальные отчеты эмитентов, сообщения о существенных событиях и действиях, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента, бухгалтерскую отчетность, сведения о нарушениях, материалы проверок и многое другое.

Создание подобной базы данных – достаточно трудоемкая и затратная задача. Так, например, в РО ФКЦБ России в Центральном федеральном округе созданы базы данных по отдельным направлениям деятельности Комиссии: для правоохранительных органов, базы данных регистрации выпусков ценных бумаг, контроля эмитентов, ежеквартальных отчетов эмитентов, анализа финансового состояния эмитентов на основе информации, содержащейся в ежеквартальных отчетах. Часть этой информации выставляется в открытом доступе на сайте в Интернете «Москва фондовая»[71], часть остается пока еще закрытой. В дальнейшем предполагается объединить эти разрозненные базы данных в единую информационную базу, доступную для любого пользователя.

Вторая управленческая задача, стоящая перед Федеральной комиссией – *контроль за соблюдением эмитентами условий и обязательств, предусмотренных выпусками ценных бумаг*

[71] Интернет сайт РО ФКЦБ России в Центральном федеральном округе (http://www.mosfund.ru/)

и проспектами эмиссии, нормативов, установленных ФКЦБ для эмитентов в качестве обязательных для применения. Основными подзадачами в этой части является осуществление надзора за соответствием объема выпуска эмиссионных ценных бумаг их количеству в обращении, надзор за выполнением эмитентами фиксированных денежных обязательств по эмиссионным ценным бумагам*, надзор за крупными инвестиционными проектами*, обязательства по инвестированию в которые брались эмитентом при привлечении средств на основе эмиссии ценных бумаг.

Формирующийся фондовый рынок и сложившийся менталитет не позволяют российским предприятиям использовать эмиссию долевых ценных бумаг для привлечения капитала с рынка. Связано это и с политикой менеджмента, владеющего контрольным пакетом акций компании и не желающего привлекать внешних инвесторов, и со спекулятивными тенденциями, преобладающими на рынке. На этом фоне в 2000 и первом квартале 2001 года ряд крупных российских компаний приступил к *выпуску корпоративных облигаций, размещаемых путем открытой подписки*. Всего за этот период по оценкам Московской межбанковской валютной биржи ***облигационные займы выпустили 31 компания-эмитент на общую сумму более 50 млрд. рублей***[72]. Однако, несмотря на быстрое развитие рынка корпоративных облигационных займов, Федеральной комиссией пока не созданы механизмы мониторинга исполнения эмитентами обязательств по корпоративным облигациям и предотвращения корпоративных дефолтов, что создает дополнительные риски на российском рынке ценных бумаг.

Мониторинг выплаты фиксированных дивидендов по привилегированным акциям компании-эмитента со стороны Федеральной комиссии также не ведется. Комиссия, как правило, применяет административные меры воздействия к компаниям-эмитентам, не исполнившим свои обязательства, в случаях непосредственного обращения в Комиссию акционера, права которого нарушены.

Таким образом, по мнению автора, в целях снижения рисков на российском рынке ценных бумаг должна быть создана *система сплошного непрерывного мониторинга за исполнением фиксированных обязательств, взятых на себя компанией-эмитентом*, *для целей последующего раскрытия этой информации среди потенциальных инвесторов*. Такая система

---

[72] Пресс-релиз Московской межбанковской валютной биржи от 20марта 2001 года

должна стать неотъемлемой частью информационной базы данных, о которой говорилось выше.

Задача *контроля за ходом реализации крупных инвестиционных проектов, обязательства по инвестированию в которые брались эмитентом при привлечении средств на основе эмиссии ценных бумаг*, хотя законодательно и не определена, однако, по мнению автора, также должна решаться Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг совместно с другими органами государственной власти. При этом объектами контроля должны стать не все инвестиционные проекты, а лишь те из них, которые либо реализуются с участием государства как инвестора (государство приобретает часть эмиссии, выпускаемой для финансирования проекта, или уже является акционером компании-эмитента, реализующего проект), либо гарантируются государством (пример - гарантирование выпуска облигационного займа РАО ВСМ), либо компания-эмитент при поддержке государства выходит на организованный рынок ценных бумаг в целях привлечения средств для финансирования инвестиционного проекта (проект приобретает статус «государственной важности»).

Более того, поскольку многие из инвестиционных проектов, финансируемых за счет публичных эмиссий корпоративных ценных бумаг, предполагают привлечение широкого круга частных инвесторов (в том числе физических лиц), то это является еще одной причиной необходимости мониторинга Федеральной комиссией крупных инвестиционных проектов.

Третья управленческая задача представляет собой создание *системы защиты прав владельцев ценных бумаг и контроля за соблюдением их прав эмитентами.* Здесь основными подзадачами помимо упомянутых выше мониторинга выполнения эмитентами фиксированных денежных обязательств по эмиссионным ценным бумагам и надзора за крупными инвестиционными проектами являются контроль за структурой акционерного капитала (для целей последующего раскрытия информации об изменении структуры акционерного капитала, а также с позиции государства как акционера), мониторинг дивидендной и процентной политики, а также контроль других элементов в системе защиты прав владельцев ценных бумаг.

В этом аспекте стоит отметить особую роль Федеральной комиссии в защите прав миноритарных акционеров, а также в содействии внедрения в практику деятельности российских компаний-эмитентов цивилизованного корпоративного управления. Эта задача наиболее актуальна в российских условиях, когда, не обладая блокирующим пакетом, акционер не в состоянии участвовать в принятии важных для него управленческих решений. Более того,

целью крупных собственников многих российских компаний, зачастую аффилированных с менеджментом или выступающих с ним в одном лице, является размывание пакетов акций мелких акционеров, что в большинстве случаев происходит с грубым нарушением их прав. В этой связи ФКЦБ России в начале 2000 года выступила с инициативой разработки Кодекса корпоративного управления, который, не будучи нормативным документом, станет ориентиром для компаний-эмитентов в их политике в отношении своих миноритарных акционеров, раскрытия информации на рынке ценных бумаг. Одним из мотивов стремления компаний повышать свой уровень корпоративного управления может стать также ее независимая оценка. Так, например, подобная методика оценки уже разработана рейтинговым агентством Standard&Poor's (см. главу I) и при участии РО ФКЦБ России в Центральном федеральном округе и ММВБ в марте 2000 года успешно опробована на нескольких российских компаниях.

Принятый в марте 1999 года Федеральный Закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» определил права и обязанности Федеральной комиссии по реализации возложенной на нее функции защиты прав акционеров и инвесторов. В законе впервые предусмотрены административные санкции, накладываемые на компанию-эмитента и/или ее руководителя за правонарушения в области рынка ценных бумаг, в том числе связанные с нарушением прав инвесторов и акционеров. В марте 2001 года Государственной Думой РФ приняты поправки к Уголовному кодексу, предусматривающие ответственность руководителей компаний-эмитентов за систематические нарушения на рынке ценных бумаг. Однако все эти меры носят репрессивный характер. По мнению автора должен быть создан механизм профилактики и предупреждения противоправных действий, который должен выражаться, прежде всего, в постоянном мониторинге деятельности компаний-эмитентов, наступления корпоративных событий и т.д. Механизм подобного мониторинга должен быть реализован Федеральной комиссией в рамках создаваемой ею единой информационной базы данных по компаниям-эмитентам.

И, наконец, не закрепленная в российском законодательстве, управленческая задача – *содействие в реализации инвестиционных проектов, использующих эмиссию ценных бумаг*, по мнению автора, является особенно актуальной, поскольку непосредственно способствует развитию рынка корпоративных ценных бумаг. Под содействием понимается снижение организационно-регулятивных издержек при регистрации выпусков ценных бумаг, эмитируемых под реализацию проекта, привлечение к реализации проекта от лица государства

профессиональных участников рынка ценных бумаг, широкое освещение проекта, опять же от лица государства, в средствах массовой информации. Однако система таких мер не должна замещать должный контроль со стороны государства за исполнением законодательства о ценных бумагах, о котором говорилось чуть выше.

В конечном итоге, поддержка государством крупных инвестиционных проектов должна способствовать росту экономической активности, улучшению инвестиционного климата в стране.

2.1.2. Инвестиционная деятельность государства

Инвестиционная деятельность государства включает:

- принятие решений о государственных инвестициях в уставные капиталы коммерческих компаний;
- операции на рынке ценных бумаг с акциями, принадлежащими государству, а также с производными ценными бумагами, базовым активом которых являются акции, принадлежащие государству;
- управление портфелем прямых инвестиций в акции, принадлежащие государству, путем участия в принятии стратегических управленческих решений, влияющих на бизнес компании-эмитента.

Как видно из перечисленных выше направлений инвестиционной деятельности государства, в основе их лежит задача управления пакетами акций, находящимися в собственности государства. При этом в настоящей работе *инвестиции государства рассматриваются не как портфельные инвестиции, а как стратегические инвестиции*, преследующие цель повышения эффективности хозяйственной деятельности компании-эмитента. Такой ***подход является принципиально новым в деятельности государственных органов на российском фондовом рынке***. В этой связи, отсутствует и положительный опыт в инвестиционной деятельности государства на рынке ценных бумаг. Созданные государственные имущественные институты (РФФИ, ФУДН, Министерство имущественных отношений, отраслевые министерства) по-прежнему решают задачу реализации государственной собственности через механизмы продажи акций. Задачи эффективного

управления пакетами акций, закрепленными в государственной собственности, практически не реализованы.

Эта проблема является следствием отсутствовавших до недавнего времени общих концептуальных подходов к управлению государственной собственностью (Концепция управления государственным имуществом и приватизации в Российской Федерации одобрена постановлением Правительства РФ от 9 сентября 1999 года № 1024). Так, например, основной задачей Федерального управления по делам о несостоятельности (банкротстве) являлся вывод предприятий из кризиса, что на деле выливалось в перепродажу имущественных комплексов в целом. Каждый из государственных органов на своем направлении решает свои функциональные задачи, но целостной системы управления собственностью не сложилось.

Таким образом, в условиях отсутствия общих подходов к управлению государственной собственностью, составной частью которой являются пакеты акций, принадлежащие государству, принятие решений о государственных инвестициях в уставные капиталы тех или иных компаний, а также последующее эффективное управление пакетами их *акций не носят системного характера и не дают желаемых результатов*. Таким образом, государство в процессе своей инвестиционной деятельности стоит перед необходимостью создания системы управления портфелем прямых инвестиций в форме пакетов акций, принадлежащих государству. *Эта задача резко отличается от классической задачи портфельного управления диверсифицированными массивами акций*, что находит отражение и в методах управления.

Управление пакетом акций, принадлежащим государству, заключается в инициировании стратегических решений на уровне органов управления компанией-эмитентом посредством реализации того объема прав, которые предоставляет государству его пакет акций. Цели такого управления - поддержка социально значимых и инфраструктурных предприятий, вывод их на безубыточный режим работы, содействие повышению эффективности их финансово-хозяйственной деятельности и последующий выход из состава акционера путем продажи пакета акций стороннему инвестору по цене, превышающей цену приобретения.

Однако анализ источников формирования государственного портфеля инвестиций в акции компаний-эмитентов показывает, что не всегда государство преследовало вышеназванные цели. Аккумулирование пакетов акций, принадлежащих государству, происходило в России по двум основным направлениям: пакеты акций, полученные в результате приватизации государственной собственности, и пакеты акций, сформировавшиеся в

результате участия государственных органов в капитале коммерческих организаций. Так на сегодняшний день Российская Федерация является участником (акционером) в 2500 акционерных обществах, где ее доля превышает 25 процентов уставного капитала, представляющих базовые отрасли экономики (всего в собственности РФ находятся пакеты акций (доли) 3896 хозяйственных обществ и товариществ)[73]. Москва - один из крупнейших субъектов Российской Федерации, имеет доли в капиталах порядка 600 хозяйственных обществ. И в том, и в другом случае пакеты акций попадали в собственность государства одним из двух упомянутых выше способов (большинство акций в собственности государства остались от приватизации государственных предприятий). Сравнительная характеристика инвестиционных портфелей Российской Федерации и Москвы приведена в таблице 10.

Таблица 10

Структура инвестиционного портфеля Российской Федерации и Москвы по состоянию на осень 1999 года[74]

	Российская Федерация	**% от общего количества**	**Москва**	**% от общего количества**
В зависимости от доли участия государства в уставных капиталах				
100%	382	12	15	3
более 50%	470	14	63	11
от 25 до 50%	1601	48	147	24
менее 25%	863	26	375	62
Итого:	3316	100	600	100
В зависимости от организационно-правовой формы				
ОАО	3031	91	496	83
ЗАО	251	8	91	15
ООО	34	1	13	2
Итого:	3316	100	600	100

При этом цели участия государства во многих компаниях-эмитентах остаются неясными. Особенно это касается Москвы, где город не имеет возможности влиять на принятие решений (менее 25% в 375 обществах), а значительная часть из вновь созданных компаний не решают социальных и инфраструктурных задач города.

Интересен зарубежный опыт участия государства в инвестиционной деятельности. Анализ масштабов предпринимательской активности за рубежом говорит о неуклонном снижении доли государственных предприятий (в том числе акционерных обществ с участием государства) в индустриально развитых странах, а также о превышении доли государственных

[73] Концепция управления государственным имуществом и приватизации в Российской федерации//Консультант. -1999

[74] См. там же и Реестр хозяйственных обществ с участием Москвы РО ФКЦБ России в Центральном федеральном округе.

предприятий в развивающихся странах по сравнению с индустриально развитыми. Кроме этого, стоит отметить и тот факт, что доля государственных предприятий в Европе значительно выше, чем в США. Количественные характеристики вышеназванных фактов приведены в таблице 11.

Таблица 11

Доля государственных предприятий (включая акционерные общества с участием государства) в валовом внутреннем продукте, в %[75]

Индустриальные страны в целом	**9,0**
США	**1,3**
Германия	**10,4**
Великобритания	**11,0**
Франция	**13,3**
Италия	**14,0**
Индустриальные страны в целом	**менее 7**
Развивающиеся страны в целом	**около 11**
Развивающиеся страны в целом	**более 11**

Для организации системы эффективного управления пакетами акций, принадлежащими государству, должна быть проведена предварительная работа, включающая *определение целей и задач управления государственным портфелем прямых инвестиции в акции компаний-эмитентов*, *инвентаризацию долей государства в капиталах компаний-эмитентов*, создание *централизованной базы данных о долях государства*, содержащей широкой спектр информации, необходимой для проведения фундаментального анализа с целью принятия последующих инвестиционных решений, *создание постоянных информационных потоков для пополнения базы данных, разработка системы показателей, методик анализа в процессе принятия инвестиционных решений*.

Далее должны быть выбраны один или несколько методов управления государственными пакетами акций, которые включают:

1. Назначение представителей интересов государства из числа государственных служащих и наемных управляющих.
2. Передача пакетов акций в доверительное управление профессиональным участникам рынка ценных бумаг.
3. Продажа пакетов акций.

[75] Миркин Я.М. Разработка методики регулирования московского рынка ценных бумаг на основе анализа данных мониторинга рынка. – М.: 1998. - С. 39

4. Реструктуризация бизнеса через управление пакетом акций.
5. Создание государственных отраслевых и межотраслевых холдингов.

Все эти мероприятия должны быть направлены на достижение целей, стоящих перед государством в области *повышения доходной части бюджета*, *поддержания социальной и экономической стабильности в обществе*, *стимулирования развития рыночных процессов в экономике*. Каждой такой цели соответствуют ряд управленческих задач, которые должно решать государство в процессе своей инвестиционной деятельности. Цели инвестиционной деятельности государства и соответствующие им управленческие задачи и подзадачи мониторинга и контроля представлены в таблице 12 (дерево управленческих задач и связанных с ними подзадач мониторинга и контроля).

Таблица 12

Инвестиционная деятельность государства в системе управленческих задач и подзадач мониторинга и контроля, возложенных на ФКЦБ и иные государственные органы исполнительной власти

Цели инвестиционной деятельности	**Управленческие задачи**	**Подзадачи мониторинга и контроля**	**Необходимость применения фундаментального анализа**
1. Реализация экономических интересов государства как собственника и как фискального органа	1.1. Получение доходов от дивидендов и роста курсовой стоимости акций прибыльных компаний, участие в управлении компаниями в целях улучшения их коммерческих результатов	• Общий контроль за финансовым положением и результатами финансово-хозяйственной деятельности компании (И)	да
		• Мониторинг дивидендной и процентной политики (Е)	да
		• Контроль за структурой акционерного капитала (Д)	да
		• Надзор за выполнением эмитентом фиксированных денежных обязательств по эмиссионным ценным бумагам (Б)	да
		Контроль за величиной бюджетной задолженности, за целевым использованием средств бюджета или средств, полученных под государственную гарантию (Л)	да
		• Надзор за крупными инвестиционными проектами, обязательства по инвестированию в которые брались эмитентом при привлечении средств на основе эмиссии ценных бумаг (В)	да
	1.2. Получение доходов от продажи компаний или части пакетов их акций после реструктуризации и предпродажной подготовки	• Общий контроль за финансовым положением и результатами финансово-хозяйственной деятельности компании (И)	да
		• Контроль за структурой акционерного капитала (Д)	да

		Контроль за величиной бюджетной задолженности, за целевым использованием средств бюджета или средств, полученных под государственную гарантию (Л)	да
		• Надзор за крупными инвестиционными проектами, обязательства по инвестированию в которые брались эмитентом при привлечении средств на основе эмиссии ценных бумаг (В)	да
		• Контроль за реструктуризацией компании (С)	да
		• Контроль за ходом продажи компании и выполнением инвестором взятых обязательств в связи с продажей (Т)	да
	1.3. Контроль за правильностью начисления налогов и своевременностью перечисление их в бюджет государства. Недопущение возникновения бюджетной задолженности	• Общий контроль за финансовым положением и результатами финансово-хозяйственной деятельности компании (И)	да
		• Контроль за величиной бюджетной задолженности, за целевым использованием средств бюджета или средств, полученных под государственную гарантию (Л)	да
		• Контроль за реструктуризацией компании (С)	да
2. Реализация интересов государства в области поддержания социальной стабильности, технического потенциала и устойчивости систем жизнеобеспечения	2.1. Обеспечение устойчивой деятельности крупных неприбыльных компаний, создающих значительное количество рабочих мест	См. п. 1.1. плюс • Контроль за реструктуризацией компании (С)	да
	2.2. Обеспечение устойчивой деятельности крупных неприбыльных компаний, имеющих определяющее значение для сохранения технического потенциала	См. п. 2.1.	да
	2.3. Обеспечение устойчивой деятельности крупных неприбыльных компаний, относящихся к важным объектам инфраструктуры и имеющих определяющее значение для устойчивости государственных систем жизнеобеспечения	См. п.2.1.	да
3. Реализация интересов государства в развитии рыночной конкурентной среды и улучшении инвестиционной обстановки	3.1. Инвестиции в капиталы перспективных компаний, обеспечивающие возобновление устойчивого экономического роста	• Контроль за величиной бюджетной задолженности, за целевым использованием средств бюджета или средств, полученных под государственную гарантию (Л)	да
		• Надзор за крупными инвестиционными проектами, обязательства по инвестированию в которые брались эмитентом при привлечении средств на основе эмиссии ценных бумаг (В)	да

		• Надзор за выполнением эмитентом фиксированных денежных обязательств по эмиссионным ценным бумагам (Б)	да
	3.2. Создание эффективной структуры собственности в компаниях с участием государства	• Контроль за структурой акционерного капитала (Д)	да
	3.3. Реструктуризация задолженности перед государством в государственные пакеты акций	• Контроль за величиной бюджетной задолженности, за целевым использованием средств бюджета или средств, полученных под государственную гарантию (Л)	да
		• Контроль за реструктуризацией компании (С)	да
	3.4. Создание ликвидного рынка ценных бумаг акционерных обществ, пакеты акций которых находятся в государственной собственности	См. п.2.1. за исключением подзадачи (Л) плюс: • Создание информационной базы данных об эмитентах (А)	нет
		• Контроль за выполнением обязательных требований, предусмотренных системой защиты прав владельцев ценных бумаг, а также контроль за качеством корпоративного управления (Ж)	да
		• Контроль за ходом продажи компании и выполнением инвестором взятых обязательств в связи с продажей (Т)	да

Каждой управленческой задаче, в свою очередь, соответствуют подзадачи мониторинга и контроля, которые решает государство как регулятор и контролер. При этом стоит заметить, что *эти подзадачи во многом пересекаются с теми подзадачами, которые присущи регулирующей деятельности государства*. Так, например, управленческой задаче – *получение доходов от дивидендов и роста курсовой стоимости акций* – соответствуют такие подзадачи мониторинга и контроля, как *общий контроль финансово-хозяйственного положения компании, мониторинг дивидендной и процентной политики, контроль за структурой акционерного капитала*. А управленческой задаче - *инвестиции в капиталы перспективных компаний, обеспечивающие возобновление устойчивого экономического роста – контроль за целевым использованием государственных средств, надзор за выполнением эмитентом фиксированных денежных обязательств по эмиссионным ценным бумагам*. Эти же подзадачи решаются государством в процессе регулирования рынка ценных бумаг (см. табл. 11). *То есть существует определенная корреляция функций государства как регулятора и как собственника пакетов акций частных компаний.*

Таким образом, ***в процессе регулятивной и инвестиционной деятельности государство решает сходные по своей сути задачи мониторинга и контроля, которые, в свою очередь, решаются через использование системы показателей оценки состояния компании-эмитента, представляющая собой оценку ее фундаментальных факторов*** (см. параграф 3 настоящей главы).

Одной из задач, которую должно решать государство в процессе своей инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг, является переориентация предприятий на новые источники финансирования, то есть на привлечение инвестиционного капитала с использованием инструментов рынка ценных бумаг. Поэтому одним из инвестиционных решений, принимаемых государством, может стать инициирование процесса выхода компании-эмитента, в уставном капитале которого есть доля государства, на организованный рынок ценных бумаг. Успешный выход на рынок даст государству возможность, во-первых, *оценить бизнес компании, а, следовательно, и свой пакет акций*, во-вторых, обеспечить публичное раскрытие информации о деятельности компании-эмитента, тем самым сокращая информационный вакуум на фондовом рынке, в-третьих, при удачной рыночной конъюнктуре *выгодно продать акции, вложив вырученные средства в социально значимые предприятия, являющиеся изначально убыточными*.

Такая работа необходима также с точки зрения развития национального рынка ценных бумаг, увеличения на нем количества эмитентов, ценные бумаги которых имеют рыночные котировки. На сегодняшний день на рынке обращаются акции около десятка крупнейших нефтяных и энергетических компаний, сделки с которыми носят скорее спекулятивный характер. Цены на эти акции подвержены влиянию крупных рыночных игроков, в первую очередь западных, а поскольку капитализация российского корпоративного рынка ценных бумаг незначительна, изменить его тенденцию не представляет большой сложности. Риск инвестиций в такие ценные бумаги достаточно высок (с учетом высоких политических рисков в России). Однако есть достаточно большой круг мелких инвесторов, в числе которых население, которые хотели бы купить акции небольших успешно работающих компаний, рассматривая это как вариант сохранения сбережений.

При этом на российском рынке ценных бумаг практически отсутствуют акции *средних промышленных компаний*, успешно работающих, регулярно платящих дивиденды, раскрывающих информацию о своей деятельности. В этой связи задача государства состоит в

том, чтобы выявить эти потенциально готовые к выходу на фондовый рынок компании и оказать им всестороннюю поддержку, состоящую в снижении организационно-регулятивных издержек при регистрации дополнительного выпуска ценных бумаг, информационной поддержке выхода на рынок, проведении различного рода публичных мероприятий, освещающих деятельность таких компаний-эмитентов. В этой работе проведение фундаментального анализа таких компаний-эмитентов просто необходимо.

Таким образом, государство должно сделать все возможное для создания наиболее благоприятных экономических и инфраструктурных условий выхода компаний-эмитентов на организованный рынок ценных бумаг (более подробно см. параграф 3 главы III).

Выводы и результаты по параграфу 1:

- уточнено понятие ***инвестиционной деятельности государства на рынке ценных бумаг***, под которым понимается поддержка государством субъектов предпринимательской деятельности путем *прямых государственных инвестиций в их уставные капиталы*, деятельность *по управлению пакетами акций*, находящимися в государственной собственности, использование акций, находящихся в государственной собственности, и производных от них инструментов для *развития и активизации национального фондового рынка;*
- *инвестиционная деятельность государства по управлению портфелем инвестиций в акции компании эмитента резко отличается от классического портфельного управления* и выражается в принятии управленческих решений, влияющих на эффективность деятельности компании-эмитента, в соответствии с теми целями и задачами, которые ставит перед собой государство;
- в соответствии с целями инвестиционной деятельности государства на рынке ценных бумаг *разработано дерево управленческих задач, связанных с ним подзадач мониторинга и контроля, во взаимосвязи с необходимостью применения фундаментального анализа компаний-эмитентов*;
- аналогичное *дерево задач разработано* и для целей регулирующей деятельности государства на рынке ценных бумаг;

- на основе взаимосвязи и взаимозависимости управленческих задач и подзадач мониторинга и контроля, решаемых государством в процессе регулятивной и инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг предложена схема единой информационной базы данных, содержащая фундаментальные факторы состояния компаний-эмитентов;
- регулирующая функция государства должна быть направлена, в том числе и на обеспечение эффективности инвестиционной деятельности государства;
- одной из задач, которую должно решать государство в процессе своей инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг, является переориентация предприятий на новые источники финансирования, то есть на ***выход на фондовый рынок и на привлечение капитала через инструменты рынка ценных бумаг***.

§2 Оценка государством состояния макроэкономики и отрасли в процессе фундаментального анализа компании-эмитента

В настоящей диссертации возможности использования государством методов фундаментального анализа рассматриваются ***на примере транспортной отрасли города Москвы (отрасль «Транспорт», подотрасль «Автомобильное хозяйство и транспортно-экспедиционные работы и услуги»).***

Почему выбраны компании именно этой отрасли? Одна из причин - это значительное присутствие государства в отрасли, выражающееся в участии города Москвы в уставных капиталах таксомоторных парков и автоперевозчиков, созданных в процессе приватизации.

Другой немаловажной причиной является социально-экономическая значимость транспортной отрасли для экономики г. Москвы и необходимость ее государственной поддержки. Точка зрения автора такова, что государство, участвуя в капитале частных компаний, должно преследовать, прежде всего, цели поддержания ***социальной стабильности и функционирования жизненно важных отраслей экономики (требующих значительных инвестиций и не способных в текущей ситуации привлечь их на рынке)***, таких как ***транспортное обеспечение***.

В свою очередь, социально значимые и инфраструктурные предприятия, способные самостоятельно эффективно функционировать, не должны быть объектом государственных инвестиций. Так, например, в портфеле города Москвы представлены предприятия различных отраслей промышленности. Есть там и отрасли, чьи перспективы в будущем достаточно оптимистичны, а компании-эмитенты, принадлежащие этим отраслям, работают эффективно (например, торговля и общественное питание или пищевая промышленность). Участие государства в капиталах таких эффективно работающих компаний-эмитентов, *не нуждающихся в государственной поддержке*, по мнению автора, лишь сдерживает развитие этих предприятий и отрасли в целом (например, в части выпусков дополнительных акций, размещаемых в целях привлечения финансовых ресурсов для развития предприятия).

Тем не менее, такая позиция ***не отрицает получения государством неналоговых доходов от принадлежащих ему пакетов акций*** (однако, как правило, эти доходы несопоставимо малы по сравнению с налоговыми доходами, которые получает государство от

эффективно работающих предприятий). Но государство должно своевременно выходить из капиталов компаний-эмитентов, начавших работать эффективно, путем продажи акций на организованном рынке ценных бумаг по цене, значительно превышающей цену приобретения (за счет возросшей эффективности хозяйственной деятельности предприятия). Последовательность действий государства в этом случае может быть следующей:

1. приобретение пакета акций (лучше контрольного) нерентабельной компании-эмитента из социально важной или стратегической отрасли национальной (городской) экономики;
2. повышение эффективности деятельной компании-эмитента через управление пакетом акций, принадлежащим государству;
3. вывод компании-эмитента на организованный рынок ценных бумаг;
4. продажа пакета акций, принадлежащего государству, по цене превышающей цену приобретения.

Зарубежный опыт также показывает, что производственный сектор нуждается в государственной поддержке лишь на этапе своего становления и развития. В последующем государство вынуждено передавать функции управления в частную собственность, поскольку его участие является сдерживающим фактором. Так, например, было в послевоенные годы в Италии, когда в 30-40-х годах были созданы многоотраслевые холдинговые компании (межведомственные комитеты по экономическому и промышленному планированию), подчиненные непосредственно Министерству государственного участия в экономике Италии, которые занимались управлением государственной собственностью в производственных компаниях стратегически важных отраслей экономики. Однако, уже в начале 90-х, когда итальянская экономика показала значительный экономический рост, эти структуры были ликвидированы или приватизированы, а в 1993 году ликвидировано и само министерство[76].

Компании-эмитенты, принадлежащие транспортной отрасли, по мнению автора, нуждаются в государственной поддержке по причине экономической и социальной значимости для экономики страны (региона), а также в связи со значительным падением в период 1991-97 годов объема коммерческих и пассажирских перевозок, что привело к отсутствию внутренних источников финансирования собственных и оборотных средств.

---

[76] Предварительная оценка фирмой Каст проблем управления портфелем предприятий Правительства Москвы. Предлагаемая методология и план действий: Мат.совещ. – М.: CAST Management Consulting, 1998. – С.37

В связи с этим автор считает, что в процессе принятия качественных инвестиционных решений государству важно знать макроэкономические параметры и степень их влияния на состояние транспортной отрасли (см. также главу I). В этом аспекте необходимо определить, будут ли макроэкономические параметры улучшаться или ухудшаться, потребуется ли в связи с отрицательной макроэкономической динамикой дополнительные инвестиции или, наоборот, можно прогнозировать подъем макроэкономической конъюнктуры, что, в свою очередь, позволит вывести компании-эмитенты, в которых участвует государство, в зону рентабельности хозяйственной деятельности.

В соответствии с общими подходами фундаментального анализа, приведенными в главе I, в настоящей главе с позиции государства-инвестора будет дана оценка макроэкономической ситуации в России, прогноз ее развития, а также проведен анализ влияния макроэкономических факторов на состояние транспортной отрасли г. Москвы.

Оценка текущего состояния и перспектив развития экономики России

Анализ макроэкономической ситуации в России в период с 1997 по 2000 годы позволяет выявить несколько основных тенденций, возникших в конце 1998 года и определявших дальнейшее развитие российской экономики. Во-первых, это положительный эффект девальвации рубля, выразившийся в повышении конкурентоспособности отечественных товаров и, соответственно, эффекте импортозамещения на внутреннем рынке, что, в свою очередь, стимулировало рост производства и услуг (см. рис. 11).

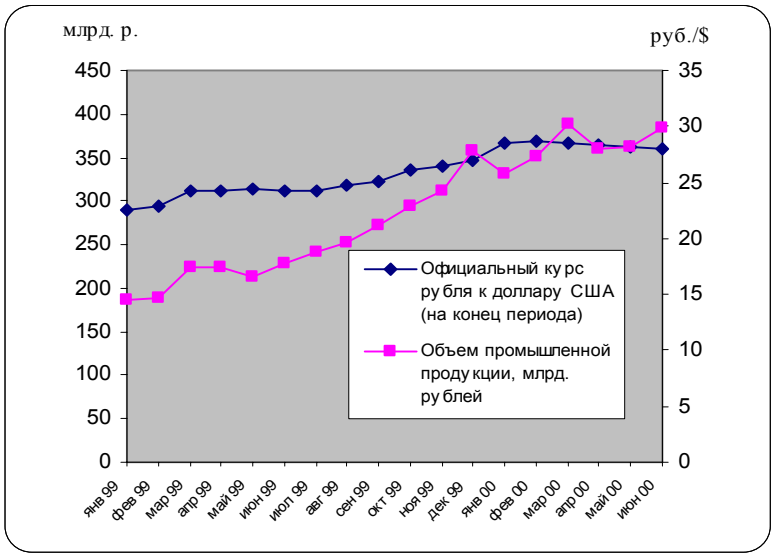


Рис.11 Сравнение динамики объема промышленной продукции и валютного курса в 1999 -2000 гг.

Во-вторых, сохранение устойчиво высоких цен на нефть на мировом рынке способствовало росту экспорта и положительного внешнеторгового сальдо.

В-третьих, сочетание взвешенной денежно-кредитной политики государства и политики валютного курса, выражающейся в установлении обязательных требований продажи экспортерами части валютной выручки на специальной торговой сессии, позволило достичь эффекта одновременного наращивания золотовалютных резервов ЦБ РФ, снижения уровня инфляции и увеличения денежной массы в обращении (см. рис. 12).

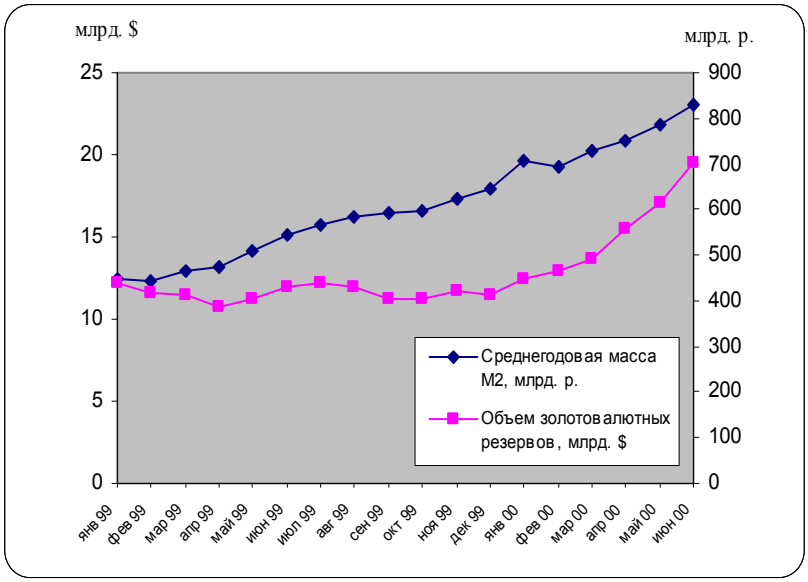


Рис.12 Динамика золотовалютных резервов и денежной массы в обращении в 1999 -2000 гг.

Основные макроэкономические показатели, характеризующие состояние российской экономики с 1997 по 2000 годы приведены в таблице 13.

Таблица 13

Макроэкономические показатели России в 1997-2000 гг.[77]

Наименование	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.
Объем промышленной продукции, млрд. руб.*	1 442,3	911,7	2 194,3	3 962,1
к предыдущему периоду, %	*102*	*94,8*	*108,1*	*109*
Валовый внутренний продукт, млрд. руб.*	2 232,9	1 462,3	3 330,1	5 779,1
к предыдущему периоду, %	*100,9*	*95,1*	*103,2*	*105,5*
Инвестиции в основной капитал, млрд. руб.*	368,3	218,2	491,1	969,2
темп к предыдущему периоду, %	*95*	*93,3*	*101,0*	*117,7*
Коммерческий грузооборот предприятий транспорта, млрд. ткм.	3259,8	3145,7	3309,3	3616,7

[77] Источники: Государственный комитет по статистике РФ (http://www.gks.ru), Министерство финансов РФ (http://www.minfin.ru), Центральный банк России (http://www.cbr.ru).

темп к предыдущему периоду, %	*н/д*	*96,5*	*105,2*	*109,3*
Оборот розничной торговли (к предыдущему периоду), %	*102,3*	*96,7*	*92,3*	*108,9*
Цена на нефть смеси Urals[78], долл/баррель	18,3	11,82	17,22	26,12
Сальдо внешнеторгового оборота, млрд. долл.	17,0	16,8	35,1	60,7
темп к предыдущему периоду, %	*76,0*	*98,3*	*209,4*	*169,6*
Объем золотовалютных резервов, млрд. долл.	17,8	12,2	12,5	27,9
Среднегодовая масса М2, млрд. руб.	340,4	367,4	541,1	1036,4
Индекс потребительских цен**, %	111	184,4	136,5	120,2
Официальный курс рубля к доллару США (на конец периода)	5,96	20,65	27	28,16
Дефицит бюджета, млрд. руб.	- 186,3	- 168,8	-61,3	
Профицит бюджета, млрд. руб.				+135,2
Внутренний государственный долг, млрд. руб.	499,6	757,9	583,6	557,4
Внешний государственный долг, млрд. долл.	123,5	156,6	158,0	144,4
Общий уровень безработицы млн. человек (на конец периода)	8,1	9,7	8,9	7,0
Общий уровень безработицы в % к экономически активному населению	11,2	н/д	12,1	9,6
Реальные денежные доходы населения (к предыдущему периоду), %	*105,8*	*83,6*	*85,4*	*110,2*

*- в сопоставимых ценах;
** - к декабрю предыдущего года

В целом следует признать, что в рассмотренном периоде экономика Российской Федерации переживает фазу подъема. Плавный рост курса рубля позволяет поддерживать позитивную экономическую активность. По итогам 1999 года рост ВВП в реальном выражении составил ***3,2% к уровню 1998 года***, в 2000 году рост ВВП к соответствующему периоду 1999 года составил уже ***5,5%***. Опережающие темпы роста по итогам 2000 года отмечены и в производственном секторе - ***8,0%***, в частности в промышленности - ***9,0%***. В 2000 году зафиксирован рост инвестиций в основной капитал до ***117,7%***, рост оборота розничной торговли до ***108,9%*** к аналогичному периоду прошлого года.

Позитивная экономическая динамика поддерживается также растущим сальдо внешнеторгового баланса при улучшении в 2000 году всех показателей финансового сектора (рост золотовалютных резервов до ***27,9 млрд. долл.***, достижение профицита бюджета в ***135,2 млрд. руб.***, снижение величины внешнего государственного долга ***на 13,6 млрд. долларов***).

Рост активности в экономике привел к снижению безработицы (с ***12,1%*** к экономически активному населению в 1999 году до ***9,6%*** в 2000 году). Как следствие позитивной динамики

[78] Нефть смеси Urals - на мировом рынке принятое обозначение качества нефти, добываемой в РФ.

макроэкономических показателей растет грузооборот (например, коммерческий грузооборот предприятий транспорта вырос на ***9,3***%).

Рост в 2000 году денежной массы на ***91,5%***, реальных доходов на ***10,2%*** при умеренной инфляции позволяет прогнозировать рост денежного спроса на услуги транспорта как коммерческого, так и пассажирского. Соответственно, в условиях когда российская экономика не будет подвержена воздействию негативных факторов, таких как резкое падение цен на нефть, можно прогнозировать в среднесрочной перспективе благоприятную динамику экономических показателей транспортной отрасли. В этой связи инвестиции государства в капиталы компаний-эмитентов транспортной отрасли, осуществляемые для целей поддержания социально-экономической стабильности, имеют потенциальную возможность стать эффективными (доходными).

На основании анализа макроэкономических показателей, характеризующих состояние российской экономики в 1997-2000 годах, можно предположить и дальнейшее благоприятное развитие экономической конъюнктуры. Такое предположение подтверждается прогнозом экономического развития России на 2001 год, составленным на основе официальных прогнозов, публикуемых российскими государственными органами (см. табл. 14).

Таблица 14

Прогноз экономического развития России в 2001 г.[79]

Наименование	2001 (оценка)
Валовый внутренний продукт, млрд. руб.	7750
темп к предыдущему периоду, %	*104-104,5*
Рост объема промышленной продукции к предыдущему периоду, %	н/д
Инвестиции в основной капитал (темп к предыдущему периоду), %	*107*
Цена на нефть смеси Urals, долл. США/баррель	18-19
Сальдо внешнеторгового оборота, млрд. долл.	27,2
Дефицит (-), профицит (+) федерального бюджета, млрд. руб.	н/д
Инфляция (индекс потребительских цен), %	111-112
Объем золотовалютных резервов, млрд. долл.	32
Курс рубля к доллару США (на конец периода)	30

Приведенный прогноз подтверждает сделанное ранее предположение о положительном влиянии экономической конъюнктуры на потенциальную привлекательность инвестиций в реальный сектор. Несмотря на то, что в рассматриваемом прогнозе заложено снижение темпов

[79] Данный прогноз составлен на основе данных Министерства экономики РФ, прогнозных параметров бюджета на 2000 и 2001 годы, а также оценок экономической программы Правительства РФ.

роста российской экономики, *в среднесрочной перспективе следует ожидать благоприятного экономического развития России*, что в свою очередь, должно способствовать росту инвестиционной привлекательности отраслей национальной экономики. При этом нельзя исключать и вероятности критических вариантов развития. Основными причинами экономического кризиса в России могут стать политические проблемы, резкое снижение цен на нефть (как в 1998 году), а также влияние общемировых или региональных кризисов.

Оценка состояния транспортной отрасли и анализ влияния макроэкономики на перспективы ее развития

В современной экономике транспортная отрасль играет системообразующее значение, обеспечивая распределение производственных ресурсов и потребительских товаров. Так в Российской Федерации доля услуг транспорта и связи в 1995-99 гг. составляла в среднем ***10-12% ВВП России***. В Москве доля услуг транспортных предприятий в общем объеме выручки городских предприятий в 1996-99 гг. составляла в среднем ***8,0%***[80].

В целом по России транспортная отрасль в середине 90-х годов претерпела значительные изменения. Сравнивая основные показатели деятельности предприятий отрасли по состоянию на 1991 г. и 1999 г., можно констатировать значительное *снижение грузооборота и пассажирооборота практически всех видов транспорта*. Так грузооборот автомобильного транспорта в целом по России снизился с ***65 млрд. т/км до 25 т/км***, а пассажирооборот таксомоторного транспорта – с ***7,9 млрд***. пассажиро-км до ***0,5*** пассажиро-км. Парк легковых таксомоторов сократился с ***68 тыс. единиц в 1985 году до 9,17 тыс. единиц в 1999 году*** (29 тыс. единиц с учетом такси частных предпринимателей, получивших лицензии на выполнение таксомоторных перевозок). Количество городов в России, обслуживаемых легковыми таксомоторами, уменьшилось за указанный период времени с ***595*** до ***227***. Предприятия, выполняющие таксомоторные перевозки населения, из-за отсутствия финансовых средств обновляют парк подвижного состава в крайне незначительных количествах. В 1999 году все таксомоторные предприятия России приобрели лишь ***910*** легковых таксомоторов, в том числе ***535*** - новых. За этот же период выбыло ***2597*** автомобилей такси.

---

[80] Здесь и далее в этом параграфе цифры приведены на основании данных Государственного комитета по статистике РФ.

В Москве к началу 1985 года был построен и введен в действие ***21*** таксомоторный парк, в которых работало около ***20 тыс. таксомоторов***, а также ***5*** автокомбинатов с численностью около ***6 тыс.*** легковых автомобилей. Предприятиями автомобильного транспорта и предпринимателями, занимающимися коммерческими грузовыми перевозками, в 1999 году перевезено ***24,0 млн. тонн*** грузов, что на 1,7 процента меньше, чем в 1998 году. Перевозка грузов в декабре 1999 года больше данного показателя за декабрь 1998 года на 3,1%. Городскими автобусами, включая маршрутные такси, перевезено ***2162,7 млн. человек***, что на 12 процентов больше, чем в 1998 году.

Сегодняшнее состояние отрасли в Москве можно охарактеризовать как средней тяжести. Всего в Москве крупных и средних предприятий, относящихся к рассматриваемой отраслевой подгруппе - ***324***, из них муниципальных с долей города - ***46***. По итогам 1999 года предприятия всех видов транспорта в Москве получили сальдированную чистую прибыль в размере ***663 млн. рублей***[81]. Доля долгосрочных и краткосрочных пассивов по предприятиям рассматриваемых видов транспорта составляет ***52% валюты баланса***, что свидетельствует о достаточной зависимости от внешнего финансирования. Непокрытые убытки прошлых лет составляют ***1,8 млрд. рублей*** или ***9% валюты баланса***. Валюта баланса рассматриваемых предприятий отрасли составляет всего лишь ***21 млрд. рублей*** (порядка ***720 млн. долл.***).

Оборотные активы на конец 1999 года составили ***10,2 млрд. рублей***, из них порядка ***7,4 млрд. рублей*** (73%) – дебиторская задолженность, и лишь около ***1,4 млрд. рублей*** (14%) – ликвидные активы (краткосрочные финансовые вложения и денежные средства). Таким образом, предприятия испытывают острый недостаток оборотных средств. Еще более усугубил ситуацию летом 1999 года резкий рост цен на нефтепродукты на внутреннем рынке. Цена на бензин в среднем выросла в 3 раза. Все это привело к невозможности предприятий мобилизовать внутренние ресурсы для финансирования своей производственно-хозяйственной деятельности. Парк машин сильно изношен и требует постоянных расходов на ремонт и его пополнение (коэффициент изношенности в среднем составляет ***60-70%***).

Предприятия характеризуются достаточно низкими объемами выручки, что свидетельствует о недостаточно эффективном использовании автопарка (***9,3 млрд. рублей*** по рассматриваемой отраслевой подгруппе). За 1999 год объем выручки на 1 автомобиль составил

---

[81] Финансовое положение предприятий и организаций г. Москвы за 1999 год//Мосгоркомстат. – М.: 2000. - № 85. - 518 с.

137 тыс. руб., что соответствует около ***400 руб***. выручки в день в расчете на 1 автомобиль, учитывая, что средняя доля выручки от основной деятельности автопредприятий за 3 последних года составляет порядка ***90%.***

Возможно, что это вызвано слабым интересом потенциальных клиентов к предлагаемым услугам, что обусловлено высокими ценами, недоступными для ряда категорий граждан. С другой стороны, вероятной причиной такой ситуации является и то, что водители автомобилей-такси не полностью декларируют дневную выручку, а также не следуют установленным тарифам, не желая показывать реальные доходы.

Анализ состава автомобильного парка автопредприятий показывает, что на данный момент большую часть парка легковых автомобилей составляют автомобили ГАЗ (см. рис. 13)[82].

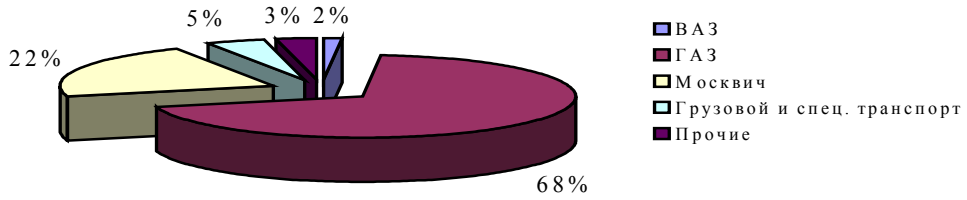


Рис.13 Характеристика состава автомобильного парка по числу машин различных марок

При этом возрастной состав эксплуатируемого парка машин составляет в большинстве своем 5-7 лет, что для российских автомобилей является предельным сроком службы (см. рис. 14).

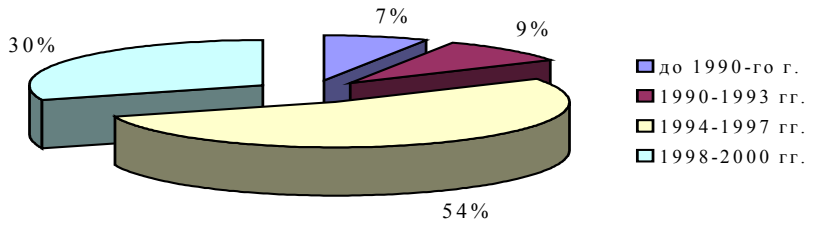


Рис.14 Распределение автопарка по годам выпуска.

[82] Графики на рисунках 13 и 14 составлены на основании данных, представленных 24 акционерными обществами, входящими в комплекс автотранспортных предприятий с долями города (данные по состоянию на 01.01.00г.)

Несмотря на сегодняшнее тяжелое финансовое положение автотранспортных предприятий, в период с 1997 по 1999 год прослеживается явная положительная динамика финансовых показателей отрасли. Произошло восстановление собственных оборотных средств (с ***337 тыс. руб***. до ***1 076 тыс. руб***.), впервые за три года показана чистая прибыль, что, в свою очередь, отразилось на показателях рентабельности продаж и чистых активов (***7,13%*** и ***9,30%*** соответственно - см. табл. 15). Отмечено несущественное увеличение собственных капитала предприятий, снижение доли убытков в структуре баланса. Рост коэффициента финансовой зависимости свидетельствует об увеличении использования заемных средств.

Таблица 15

Динамика финансовых показателей «среднего»[83] транспортного предприятия г. Москвы в 1997 -1999 гг.

Наименование	1997 г.	1998 г.	1999 г.
Кол-во предприятий в выборке	***286***	***304***	***324***
Выручка, тыс. руб.	14 738	17 227	28 703
Чистая прибыль, тыс. руб.	- 1	- 2	2 046
Рентабельность продаж, %	-	-	7,13%
Стоимость чистых активов, тыс. руб.	21 670	21 471	21 998
Рентабельность чистых активов, %	-	-	9,30%
Собственный капитал, тыс. руб.	21 803	21 545	22 243
Собственные оборотные средства, тыс. руб.	319	337	1 076
Коэффициент финансовой зависимости	0,18	0,21	0,25
Доля убытков в структуре баланса, %	9,73%	13,72%	8,59%
Средняя численность занятых, человек	320	299	302
Официальный курс рубля к доллару США (на конец периода)	5,96	20,65	27

Несмотря на положительную динамику финансовых показателей транспортной отрасли в период 1997-1999 годах, эффективность хозяйственной деятельности предприятий этой отрасли остается все еще на низком уровне. Как следует из таблицы 15, среднее предприятие отрасли ежегодно генерирует около ***28 млн. рублей*** или ***1 млн. долларов*** выручки, при этом чистая прибыль среднего предприятия составляет всего лишь ***75 тыс. долларов***. В результате одним работником предприятия при средней численности занятых в ***302 человека*** в год производится услуг на ***3,3 тыс. долларов*** (для сравнения в США работник компании приносит

[83] Среднее предприятие отрасли - несуществующее предприятие в отрасли, абсолютные показатели деятельности которого рассчитаны как среднее арифметическое абсолютных показателей всех предприятий, принадлежащих данной отрасли (относительные показатели при этом остаются неизменными). Используется для сравнительного анализа предприятий в отрасли.

годовой доход в 25-30 тыс. долларов) или ***277 долларов в месяц*** (это только выручка). С этой суммы необходимо заплатить налоги, выплатить работнику заработную плату, осуществить иные постоянные расходы. О каком воспроизводстве можно вести речь, когда эффективность хозяйственной деятельности фактически равна нулю.

Приведенные цифры свидетельствуют о том, что на сегодняшний день рассматриваемым компаниям-эмитентам транспортной отрасли вряд ли удастся привлечь сторонних инвесторов. Государство же, являясь акционером компаний в силу сложившихся обстоятельств, должно *выработать конкретную инвестиционную политику в отношении предприятий транспортной отрасли*, где оно является акционером. Политика государства должна выражаться в принятии конкретных инвестиционных решений: либо продолжать поддерживать компании, либо реструктурировать их бизнес, либо продавать. Более подробно о конкретных инвестиционных решениях будет сказано в главе III.

Результатом представленных заключений может стать вывод о том, что государству необходим анализ макроэкономической ситуации, анализ состояния отрасли, а также оценка влияние макроэкономики на развитие отрасли с целью ***определения инвестиционной политики в отношении исследуемой отрасли национальной экономики***. Руководствуясь принятой политикой и оценивая микроэкономические факторы состояния конкретных компаний-эмитентов (см. параграф 3 настоящей главы), государство может принимать конкретные инвестиционные решения.

По результатам проведенного выше анализа, можно констатировать, что по сравнению с другими отраслями российской экономики транспортная отрасль *не является инвестиционно привлекательной*, однако, положительная динамика показателей финансово-хозяйственной деятельности автотранспортных предприятий на фоне благоприятной экономической ситуации в России позволяет сделать осторожные прогнозы в пользу повышения интереса потенциальных инвесторов к компаниям-эмитентам рассматриваемой отрасли.

В качестве иллюстрации положительного влияния благоприятной экономической конъюнктуры на развитие транспортной отрасли в г. Москве автор считает возможным использовать метод корреляции динамических рядов макроэкономических показателей и показателей состояния отрасли, выявляющий *индикативные взаимосвязи между*

рассматриваемыми показателями[84]. Безусловно, выявление корреляционной зависимости макроэкономических и отраслевых показателей достаточно трудоемкая задача, которая не является темой настоящей диссертации. Однако автор считает возможным предложить такой подход, который в дальнейшем может быть развит и дополнен в научных трудах других авторов.

В силу определенных допущений выявленные индикативные взаимосвязи могут испытывать влияние иных неучтенных факторов, что может исказить полученные результаты или привести к неверной интерпретации. Поэтому автором по результатам исследований выбраны лишь наиболее явные взаимосвязи, характеризующие влияние макроэкономических показателей на состояние транспортной отрасли (см. табл. 16).

Таблица 16

Пример возможного влияния изменения макроэкономических показателей на состояние транспортной отрасли

	Выручка, тыс. руб.	Чистая прибыль, тыс. руб.	Рентабельность продаж, %	Стоимость чистых активов, тыс. руб.	Рентабельность чистых активов, %	Собственный капитал, тыс. руб.	Собственные оборотные средства, тыс. руб.
Валовый внутренний продукт, млрд. руб.	0,9	0,6	≈	≈	≈	≈	0,6
Объем промышленной продукции, млрд. руб.	0,8	0,5	≈	≈	≈	≈	0,7
Инвестиции в основной капитал (темп к предыдущему периоду), %	≈	≈	≈	0,9	≈	0,9	≈
Сальдо внешнеторгового оборота, млрд. долл.	0,6	≈	≈	0,7	0,9	0,8	0,9
Среднегодовая масса М2, млрд. руб.	≈	≈	≈	0,9	0,6	0,9	0,9
Цена на нефть смеси Urals , долл. США/баррель	≈	-0,6	-0,9	≈	≈	≈	≈
Инфляция (индекс потребительских цен), %	≈	≈	0,9	≈	≈	≈	≈
Официальный курс рубля к доллару США (на конец периода)	≈	≈	≈	0,6	0,7	0,6	0,8

≈ - расчет не производился

Подробная оценка зависимости развития комплекса автотранспортных предприятий г. Москвы от общеэкономических факторов показывает, что наиболее существенное влияние предприятия комплекса испытывают в результате изменений темпа инвестиций в основной

[84] Оценка зависимости проведена с помощью расчета коэффициента корреляции соответствующих динамических рядов показателей. Коэффициент корреляции выборки представляет собой ковариацию двух наборов данных, деленную на произведение их стандартных отклонений. $\rho_{x,y} = \frac{\mathrm{cov}(x, y)}{\sigma_x \times \sigma_y}$. В данном случае были использованы данные за период 1997-2000 гг. по зависящим и зависимым показателям. Значение коэффициента корреляции более 0,5 эквивалентно прямой зависимости рядов, менее -0,5 - обратной зависимости.

капитал, объема среднегодовой массы М2, доходов федерального бюджета, цен на нефть и сальдо внешнеторгового оборота.

Следует признать, что показатели объема среднегодовой массы М2 и доходов федерального бюджета, в целом, являются системообразующими для формирования платежеспособного спроса на услуги предприятий автотранспортного комплекса. При этом, высокая зависимость развития транспортной отрасли от цен на нефть связана с высокой составляющей топливных затрат в себестоимости услуг рассмотренных предприятий, что, в свою очередь, сказывается на эффективности деятельности автотранспортных предприятий.

На основе проведенного анализа, можно констатировать, что в рассматриваемом периоде в условиях позитивных изменений в российской экономике существуют предпосылки для повышения эффективности деятельности и инвестиционной привлекательности предприятий транспортной отрасли г. Москвы.

Предприятия автомобильного комплекса в рассматриваемом периоде продемонстрировали определенную зависимость своего развития от общеэкономических факторов.

На основе анализа данных состояния российской экономики в 1997-2000 годах, прогнозе ее развития на 2001 год, а также на основе оценки фактического состояния транспортной отрасли г. Москвы в 1997-1999 годах и влияния на нее макроэкономической конъюнктуры, следует ожидать в краткосрочной перспективе следующих тенденций развития предприятий транспортной отрасли г. Москвы (см. табл. 17).

Таблица 17

Прогноз развития «среднего» автотранспортного предприятия в 2000-2001 гг. [85]

Наименование	2000 г. (оценка)	2001 (прогноз)
Выручка, тыс. руб.	29 150	29 832
Чистая прибыль, тыс. руб.	2 450	2 637
Рентабельность продаж, %	8,40%	9,45%
Стоимость чистых активов, тыс. руб.	22 394	23 143
Рентабельность чистых активов, %	10,94%	11,07%
Собственный капитал, тыс. руб.	22 596	23 171
Собственные оборотные средства, тыс. руб.	1 457	1 127
Коэффициент финансовой зависимости	0,28	0,25
Доля убытков в структуре баланса, %	7,27%	6,94%
Средняя численность занятых, человек	300	304

[85] При прогнозе экстраполировались тенденции, сложившиеся в транспортной отрасли в 1997-1999 годах, с учетом факторов текущей макроэкономической динамики.

В связи с тем, что в прогнозе заложено некоторое снижение темпов развития российской экономики, положительная динамика финансовых показателей транспортной отрасли не будет столь активной, как в предыдущие годы. Тем не менее, по ряду показателей характерна значительная повышательная тенденция. Так, в 2001 году ожидается рост чистой прибыли автотранспортных предприятий на ***7,6%***, рост рентабельности продаж до ***9,45%***, снижение доли убытков в структуре баланса до ***6,94%***.

Таким образом, проведенный анализ показывает положительную динамику состояния транспортной отрасли в период 1997-2001 годах в связи с благоприятной конъюнктурой российской макроэкономики, что в будущем может сказаться и на привлекательности предприятий транспортной отрасли г. Москвы для потенциальных инвесторов. Государство (в настоящей диссертации - город Москва), как было сказано ранее, уже является собственником пакетов акций ряда компаний-эмитентов, принадлежащих рассматриваемой отрасли. В связи с этим результатом проведенного макроэкономического и отраслевого анализа для города Москвы как акционера является вывод о том, что в целом предприятия транспортной отрасли будут являться в одно-двухлетней перспективе рентабельными (вместе с тем уровень рентабельности является крайне низким), что в свою очередь, повлияет и на доходность инвестиций города. Однако, здесь следует принимать во внимание как внешние риски, связанные с резким ухудшением экономической ситуации, так и внутренние, являющиеся следствием некачественного менеджмента в компаниях и отсутствием политики города в отношении пакетов акций в уставных капиталах этих компаний (более подробно анализ этих и других микроэкономических факторов будет рассмотрен в третьем параграфе настоящей главы). Окончательное инвестиционное решение должно приниматься государством-инвестором по результатам анализа всех фундаментальных факторов состояния компаний-эмитентов, при этом в отношении компаний рассматриваемой автотранспортной отрасли необходимо учитывать их социальное и инфраструктурное значение для городской экономики. Возможные варианты инвестиционных решений города Москвы как инвестора будут предложены в третьей главе настоящей диссертации.

Выводы и результаты по параграфу 2:

- в качестве *примера* применения методов фундаментального анализа в процессе регулятивной и инвестиционной деятельности государства на рынке ценных бумаг

автором выбраны предприятия транспортной отрасли г. Москвы, которые являются социально-значимыми для московской экономики и нуждаются в государственной поддержке;

- определено, что российская экономика демонстрирует положительную динамику развития благодаря положительному эффекту девальвации рубля, выразившемуся в повышении конкурентоспособности отечественных товаров и, соответственно, эффекте импортозамещения на внутреннем рынке, сохранению устойчиво высоких цен на нефть на мировом рынке, а также взвешенной денежно-кредитной и валютной политике российского правительства;
- состояние транспортной отрасли характеризуется как нестабильное, однако, по сравнению с предыдущими годами в 2000 году *наметилась положительная тенденция по ряду финансовых показателей*, что позволяет предположить рост инвестиционной привлекательности отдельных автотранспортных предприятий и отрасли в целом;
- несмотря на положительную динамику финансовых показателей отрасли, в сравнении с другими отраслями национальной экономики *транспортная отрасль не выглядит столь привлекательно, что ставит под сомнение на сегодняшнем этапе привлечение, помимо государства, потенциальных* инвесторов, готовых вкладывать средства в развитие автотранспортных предприятий;
- в условиях позитивного развития российской экономики можно прогнозировать в одно-двухлетней перспективе благоприятную динамику экономических показателей транспортной отрасли, что, в свою очередь, *создает предпосылки для повышения доходности инвестиций государства в капиталы компаний-эмитентов транспортной отрасли*, осуществляемых для целей поддержания социально-экономической стабильности;
- государство-инвестор по результатам анализа макроэкономических показателей и состояния отрасли *должно выработать инвестиционную политику в отношении исследуемой отрасли* с тем, чтобы в дальнейшем руководствоваться ею при принятии инвестиционных решений в отношении конкретных компаний-эмитентов.

§3 Методика анализа компании-эмитента как объекта инвестиций и регулирования со стороны государства

Для проведения фундаментального анализа в процессе принятия государством регулятивных и инвестиционных решений автором разработана *методика анализа компаний-эмитентов,* ориентированная на потребности государства - собственника, инвестора и регулятора фондового рынка. Методика включает в себя макроэкономический и отраслевой блоки (см. параграф 2 настоящей главы), а также дерево управленческих задач и соответствующее им дерево подзадач мониторинга и контроля. Кроме того, в соответствии со структурой управленческих задач и подзадач мониторинга и контроля в методику включена разработанная автором ***система показателей состояния эмитентов***[86], а также классификация и характеристика методов оценки и анализа состояния эмитентов, используемых государством-инвестором в процессе своей деятельности на рынке ценных бумаг.

Приведенная ниже матрица (см. табл. 18) устанавливает взаимосвязи между управленческими задачами регулятивного и инвестиционного характера и подзадачами мониторинга и контроля, в соответствии с которыми и формируется структура системы показателей (очевидно, что информация, получаемая при их решении, будет использоваться многократно).

Таблица 18

Матрица управленческих задач и соответствующих им задач мониторинга и контроля

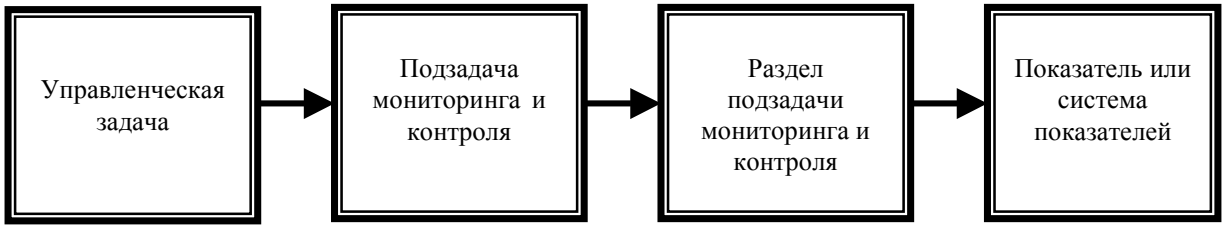
Управленческие задачи	**Коды подзадач мониторинга и контроля**												
	А	Б	В	Г	Д	Е	Ж	З	И	Л	С	Т	У
Управленческие задачи регулятивного характера													
Создание общедоступной системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг, обеспечение раскрытия информации о зарегистрированных выпусках ценных бумаг	■												
Контроль за соблюдением эмитентами условий и обязательств, предусмотренных выпусками ценных бумаг и проспектами эмиссии, нормативов, установленных ФКЦБ для эмитентов в качестве обязательных для применения		■	■	■				■					
Создание системы защиты прав владельцев и контроля за соблюдением их прав эмитентами		■	■		■	■	■						
Содействие реализации инвестиционных проектов, использующих эмиссию ценных бумаг, улучшение инвестиционного климата в государстве			■						■	■			
Управленческие задачи инвестиционного характера													
Получение доходов от дивидендов и роста курсовой стоимости акций прибыльных компаний, участие в управлении компаниями в целях улучшения их коммерческих результатов		■	■		■	■			■	■			
Контроль за правильностью начисления налогов и своевременного перечисления их в									■	■	■		

[86] Перечень показателей системы приведен в приложении 4.

бюджет государства. Недопущение возникновения бюджетной задолженности.													
Получение доходов от продажи компаний или части пакетов их акций после реструктуризации и предпродажной подготовки													
Обеспечение устойчивой деятельности крупных неприбыльных компаний, создающих значительное количество рабочих мест, имеющих определяющее значение для сохранения технического потенциала, относящихся к важным объектам инфраструктуры и имеющих определяющее значение для устойчивости государственных систем жизнеобеспечения													
Инвестиции в капиталы перспективных компаний, обеспечивающих возобновление устойчивого экономического роста													
Создание эффективной структуры собственности в компаниях с участием государства													
Реструктуризация задолженности перед государством в государственные пакеты акций													
Создание ликвидного рынка ценных бумаг акционерных обществ, пакеты акций которых находятся в государственной собственности													

А - Создание информационной базы данных об эмитентах, Б - Надзор за выполнением эмитентом фиксированных денежных обязательств по эмиссионным ценным бумагам, В - Надзор за крупными инвестиционными проектами, обязательства по инвестированию в которые брались эмитентом при привлечении средств на основе эмиссии ценных бумаг, Г - Надзор за выполнением обязательных требований по эмиссии ценных бумаг, Д - Контроль за структурой акционерного капитала, Е - Мониторинг дивидендной и процентной политики, Ж - Контроль за выполнением обязательных требований, предусмотренных системой защиты прав владельцев ценных бумаг, а также контроль за качеством корпоративного управления, З - Надзор за соответствием объема выпуска эмиссионных ценных бумаг их количеству в обращении, И - Общий контроль за финансовым положением и результатами финансово-хозяйственной деятельности компании, Л - Контроль за величиной бюджетной задолженности, за целевым использованием средств бюджета или средств, полученных под государственную гарантию, С - Контроль за реструктуризацией компании, Т - Контроль за ходом продажи компании и выполнением инвестором взятых обязательств в связи с продажей, У - Контроль сохранности активов и прохождения процедуры банкротства.

Структура системы показателей построена таким образом, что каждая подзадача мониторинга и контроля, находящаяся в системе одной управленческой задачи, включает разделы анализа. И уже в рамках каждого раздела рассчитываются и анализируются показатели, характеризующие ключевые (фундаментальные) аспекты деятельности эмитента.



Структура системы показателей в дальнейшем может быть использована для построения *информационной базы данных мониторинга компаний-эмитентов (системы мониторинга компаний-эмитентов)*. База данных должна быть создана, а в последующем актуализироваться и дополняться уполномоченным государственным органом исполнительной власти. В рамках настоящей диссертации таким государственным органом является ***Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг***.

В системе показателей состояния компаний-эмитентов представлено 13 подзадач мониторинга контроля (буквенные обозначения от А до У), 51 раздел и 115 показателей (см. табл. 19).

Таблица 19

Характеристика системы показателей состояния эмитентов

Код подзадачи	Наименование подзадачи	Количество разделов	Количество показателей
А	Создание информационной базы данных об эмитентах	15	27
Б	Надзор за выполнением эмитентом фиксированных денежных обязательств по эмиссионным ценным бумагам	2	4
В	Надзор за крупными инвестиционными проектами, обязательства по инвестированию в которые брались эмитентом при привлечении средств на основе эмиссии ценных бумаг	4	14
Г	Надзор за выполнением обязательных требований по эмиссии ценных бумаг	2	3
Д	Контроль за структурой акционерного капитала	1	12
Е	Мониторинг дивидендной и процентной политики	2	5
Ж	Контроль за выполнением обязательных требований, предусмотренных системой защиты прав владельцев ценных бумаг, а также контроль за качеством корпоративного управления.	4	4
З	Надзор за соответствием объема выпуска эмиссионных ценных бумаг их количеству в обращении	1	1
И	Общий контроль за финансовым положением и результатами финансово-хозяйственной деятельности компании	14	34
Л	Контроль за величиной бюджетной задолженности, за целевым использованием средств бюджета или средств, полученных под государственную гарантию	3	8
С	Контроль за реструктуризацией компании	1	1
Т	Контроль за ходом продажи компании и выполнением инвестором взятых обязательств в связи с продажей	1	1
У	Контроль сохранности активов и прохождения процедуры банкротства	1	1
	ВСЕГО:	51	115

Исходная информация, используемая государством для оценки состояния эмитента и представляемая в системе показателей состояния эмитентов, имеет вид:

- **качественных показателей** - общая информация об эмитенте, текстовые файлы проспектов эмиссий, отчетов о выпуске ценных бумаг, ежеквартальных отчетов, файлы бухгалтерских балансов, текстовые описания инвестиционных проектов и т.д.;
- **количественных показателей** - абсолютные и относительные числовые значения, характеризующие состояние эмитента.

В свою очередь, ***критериями оценки состояния компании-эмитента являются качественные и количественные характеристики***.

Анализ качественных характеристик требует использования в большей степени текстовых данных. При этом количественные показатели также необходимы для анализа[87]. В свою очередь, для анализа количественных характеристик используются в основном количественные показатели, однако не меньшее значение необходимо уделять и текстовым данным[88].

Состав показателей, используемых для определения состояния компании-эмитента, приведен в таблице 20.

Таблица 20

Характеристика показателей состояния компании-эмитента

Характеристика показателя	Количество
Количественный	34
Качественный	81

Управленческие задачи и подзадачи мониторинга и контроля сформулированы в системе показателей для применения, как на федеральном уровне, так и на уровне субъекта федерации. Однако расчет показателей, представленных в системе, а также ссылки на источники данных, используемых для расчета этих показателей, представлен в системе***, исходя из практического опыта работы РО ФКЦБ России в Центральном федеральном округе на территории города Москвы***.

В связи с этим с *позиций организации сбора и обработки информации задачи мониторинга и контроля* ***классифицируются следующим образом***:

[87] Например, оценивая структуру акционерного капитала эмитента, аналитик определяет, есть ли у него крупные акционеры (доля свыше 5%), если да, то есть ли среди этих крупных акционеров покупатели, формирующие более 50% выручки от реализации основного вида продукции. При этом способность акционера, имеющего значительную долю в капитале, влиять на сбытовую политику эмитента, определяется долей выручки, приходящейся на этого покупателя, в общей выручке от реализации, а этот показатель является количественным.

[88] Оценивая объемы и периодичность выплачиваемых эмитентом дивидендов, аналитик анализирует объемы прибыли после выплаты процентов и налогов за последних три финансовых года, а также направления распределения этой прибыли между акционерами и фондами накопления, потребления и прочими фондами (количественные показатели). С другой стороны, анализ таких количественных показателей, как срока окупаемости инвестиционного проекта, плана погашения долговых обязательств и т.д., невозможно сделать без анализа полноты заполнения текстовых файлов инвестиционных проектов, что является уже качественной характеристикой.

- задачи, которые выполняются на основе использования регулярной, установленной законодательством отчетности, проспектов эмиссии и других документов эмитентов, представляемых в РО ФКЦБ в ЦФО и в статистические органы в обязательном порядке;
- задачи, в которых используется внесистемная отчетность эмитентов, установленная РО ФКЦБ в ЦФО или по ее инициативе, а также данные регулярных запросов, направляемых РО ФКЦБ в ЦФО в органы московского правительства;
- задачи контроля, которые выполняются путем разовых проверок эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг (например, защита прав владельцев ценных бумаг путем контроля регистраторов) и по которым невозможен сбор и обработка регулярной отчетности (за исключением отчетности, возникающей внутри РО ФКЦБ в ЦФО). Соответственно, для решения задач используется информация, формируемая внутри РО ФКЦБ в ЦФО (например, отчеты о проверках) и размещаемая сотрудниками РО ФКЦБ в ЦФО в соответствующую информационную систему;
- задачи, использующие смешанную информацию.

Более подробно характеристика источников информации представлена в таблице 21.

Таблица 21

Характеристика источников информации, необходимых для расчета показателей состояния компаний-эмитентов

Источники информации для расчета показателей
1. Устав
2. План приватизации
3. Проспект эмиссии
4. Отчет о выпуске ценных бумаг
5. Ежеквартальный отчет эмитента
6. Сообщения о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента
7. Сведения об аффилированных лицах
8. Дополнительные формы статистической отчетности для компаний, имеющих долю города Москвы, утверждены постановлением Правительства Москвы от 6.10.98 г. № 763.
9. Федеральные и региональные нормативные акты в отношении компании-эмитента
10. Информационная база данных по регистрации выпусков ценных бумаг ФКЦБ
11. Информационная база данных контроля эмитентов ФКЦБ
12. Информационные базы других подразделений московского правительства
13. Документы по рассылке внутри московского правительства
14. База данных правоохранительных органов
15. Внутренняя система информации ФКЦБ
16. Материалы проверок ФКЦБ
17. Отчетность биржевых и внебиржевых систем.
18. Годовая бухгалтерская отчетность (формы № 1-5)
19. Статистическая отчетность
20. Разовые запросы

Государство должно создать эффективные информационные потоки, позволяющие своевременно получать полную и достоверную информацию о компании-эмитенте. При этом

следует учитывать уже существующие требования к предприятиям по представлению отчетности различным государственным органам: налоговой инспекции, статистическим органам, другим государственным учреждениям. Целесообразно в этой связи государственным органам, так или иначе сталкивающимся с рынком ценных бумаг, создать *единую информационную базу данных о состоянии хозяйственных обществ – эмитентов ценных бумаг, и об их нарушениях на рынке ценных бумаг.*

Система показателей является инструментом ***для анализа микроэкономических факторов в процессе проведения фундаментального анализа компании-эмитента*** и может использоваться государством как в регулятивных целях и в целях управления корпоративной собственностью.

Методы оценки и анализа состояния компаний-эмитентов

На основе представленных в системе показателей информации данных государство-инвестор проводит фундаментальный анализ компании-эмитента. При этом могут использоваться различные *подходы в проведении анализа, позволяющие выявить группы эмитентов, имеющих идентичные признаки состояния*.

Анализ по отклонениям в выполнении качественных требований

Результатом анализа является формирование списка эмитентов, не удовлетворяющих сформированным качественным требованиям[89]. В дальнейшем государственный орган или иная уполномоченная на это структура проводит рабочие контакты с менеджментом компании-эмитента на предмет подготовки бизнес-плана по финансированию технической модернизации производства за счет эмиссии корпоративных ценных бумаг.

Анализ по отклонениям в выполнении количественных требований

Аналогично предыдущему подходы аналитик выявляет компании-эмитенты, не удовлетворяющие заданным количественным критериям (например, требованию по величине уставного капитала). Среди рассматриваемой совокупности эмитентов выявляются те, которые не удовлетворяют требованиям действующего законодательства, и в отношении них

[89] Например, ставится задача определить количество эмитентов, нуждающихся в техническом переоснащении (коэффициент изношенности основных средств больше 60%) и не имеющих под это инвестиционные проекты с просчитанными источниками финансирования и сроками погашения соответствующих обязательств.

применяются меры административного воздействия в целях устранения обнаруженного нарушения.

Количественный анализ разовых необычных отклонений

Анализируются показатели числа акционеров, их долей, объема выпусков ценных бумаг, привлеченного финансирования, величины выплаченных дивидендов и т.д. Для ряда показателей может определяться предельно допустимое изменение, например, 5-ти процентное увеличение или уменьшение, в случае превышения которого заносится в «черный список». Применение этого метода позволит оперативно отслеживать существенные изменения количественных критериев, которые будут служить основанием для комплексной проверки эмитента.

Выявление тенденций к улучшению/ухудшению

Применяется для анализа количественных показателей состояния эмитента, значение и изменение которых позволит выявить определенные тенденции в деятельности эмитента[90]. Ухудшение показателя, характеризующего выполнение фиксированных обязательств перед акционерами и инвесторами, информирует государство о существующем факте задержки выплаты, которое, в свою очередь, может принять этот факт во внимание, проведя более детальную проверку, или, наоборот, оставить без внимания, определив для себя необходимость контроля за этим показателем в будущем, и в случае его дальнейшего ухудшения принять соответствующие меры.

В последнем случае необходимо обратиться к анализу финансового состояния компании-эмитента, при котором также применяется этот метод. Выявление тенденций изменения финансовых показателей позволяет спрогнозировать ситуацию на предприятии в будущем и выявить причины, влияющие на способность компании генерировать денежные потоки.

Сравнительный анализ

Используется при анализе количественных характеристик состояния эмитента, прежде всего, при анализе финансового состояния компании-эмитента. В качестве базы сравнения могут использоваться наилучшие показатели предыдущих периодов деятельности компании, показатели аналогичных компаний, принадлежащих той же отрасли, а также среднеотраслевые

---

[90] Например, контроль за обслуживанием текущих выплат процентов и фиксированных дивидендов, контроль хода выполнения инвестиционного проекта, контроль финансового обеспечения проекта, целевого использования привлеченных средств и т.д.

значения этих показателей. Таким образом, необходимо определить так называемые *пороговые значения*, при которых предприятие можно считать эффективно работающим. К сожалению, рекомендации западных аналитиков, приводимые во многих российских изданиях, в России не могут быть использованы непосредственно. Как и в случае применения метода количественного анализа необычных отклонений, пользователь устанавливает допустимые изменения значений показателей, заносимые в таблицу нормативов. В случае выявления значительных отклонений проводится углубленная оценка финансовой деятельности эмитента.

Наиболее приемлемым является подход, при котором определяются региональные среднеотраслевые значения коэффициентов, учитывающие специфику развития локальных экономических образований (см. табл. 22). Если отрасль не представительна в регионе, сравнение следует проводить со среднеотраслевыми показателями в масштабе страны.

Таблица 22

Среднеотраслевые значения рентабельности активов и собственного капитала по крупным и средним предприятиям г. Москвы[91]

Отрасль	**Среднеотраслевое значение по рентабельности активов**	**Среднеотраслевое значение по рентабельности собственного капитала**
Пищевая промышленность	0,06	0,08
Электроэнергетика	0,03	0,05
Связь	0,03	0,04
Машиностроение	0,01	0,008
Строительные материалы	0,008	0,02

Таблица 22 характеризует сложность и неоднозначность выбора пороговых значений (информация приведена по данным Мосгоркомстата за 1999 год).

Сравнение с аналогичными компаниями и с показателями в наилучшие периоды деятельности в российских условиях не применимо из-за отсутствия достаточной исторической базы сравнения и отсутствия действительно рыночной конкурентной среды, что является особенностью формирования рыночного хозяйства в России.

Рейтинговая оценка

Позволяет классифицировать компании-эмитентов по различным выбранным количественным характеристикам. Обычно при построении рейтинга применяются различные количественные методики, а также статистические методы обработки данных. Наиболее простым методом рейтинговой оценки является ранжирование объектов анализа по одному или

[91] Финансовое положение предприятий и организаций г. Москвы за 1999 год//Мосгоркомстат. – М.: 2000. - № 85

нескольким показателям. Например, совокупность предприятий выстраивается по убыванию выручки от реализации, и предприятию, имеющему наибольший объем реализации присваивается максимальная оценка. Далее предприятию ранжируются по другому показателю – чистая прибыль. Итоговым рейтингом является балл, набранный предприятием, по результатам ранжирования по выбранным показателям. Пример: Эксперт-200.

Помимо анализа количественных показателей в процессе рейтинговой оценки учитывают и качественные характеристики деятельности самого эмитента, а также факторы окружающей среды, влияющие на его деятельность. Пример: рейтинг банков по системе CAMEL.

Количественная оценка качественных показателей

Примером такого анализа служит методика, разработанная S&P, для оценки качества корпоративного управления (см. параграф 3 главы I). В данном случае оцениваются различные качественные характеристики деятельности компании-эмитента, которым в последствии экспертным путем присваивается определенный балл. По сумме набранных баллов компании выставляется количественная оценка, характеризующая уровень корпоративного управления в компании.

Экспертная оценка

Применяется для анализа как количественных, так и качественных показателей. Наиболее субъективная из всех перечисленных методов анализа. В большей степени применима для анализа макроэкономических и отраслевых факторов, влияющих на деятельность компании-эмитента. Однако не менее употребима и при анализе микроуровня, в частности, определении рейтинга компании, учитывающего качественные характеристики.

Математико-статистические методы анализа

Применяются для анализа больших совокупностей количественных показателей (анализ временных рядов, корреляционный анализ, регрессионный анализ, факторный и компонентный анализ, кластерный анализ, частотный анализ).

Выбор методов анализа

Выбор методов анализа зависит от задач, которые ставит перед собой государство-инвестор. В рамках настоящей работы можно выделить две задачи. Первая - определение направления регулирующего воздействия государства на компанию-эмитента,

обеспечивающего соблюдение действующего законодательства по ценным бумагам, защиту прав и законных интересов инвесторов и акционеров. Вторая – принятие государством качественных инвестиционных решений в отношении пакетов акций, находящихся в государственной собственности. Результатом решения этих задач будет достижение единственной цели - *создание предпосылок для активизации развития национального рынка ценных бумаг.*

Однако, как уже говорилось выше, сформулированные выше задачи во многом пересекаются, что подтолкнуло автора к созданию единой системы показателей состояния эмитентов. *Автор исходил из предположения, что эффективное управление государственной собственностью в виде пакетов акций заключается, в том числе и в создании рынка ценных бумаг компаний, в уставных капиталах которых есть доля участия государства. В свою очередь, такая государственная политика будет стимулировать развитие национального рынка корпоративных ценных бумаг*.

Исходя из такой позиции, *исследованы пути и возможности как регулирующего воздействия государства на рассматриваемые компании-эмитенты, так и воздействия государства-акционера на качество принимаемых в этих компаниях корпоративных решений*. Такие решения касаются, прежде всего, стимулирования компании-эмитента к открытости своей деятельности, перехода на международные стандарты бухгалтерского учета, привлечения действительно независимых аудиторов и консультантов, принятия стратегического плана привлечения инвестиций посредством выхода на организованный рынок ценных бумаг. Такую работу невозможно провести с позиции государства как регулятора, но с позиции акционера они вполне реализуемы. Безусловно, что это неоднозначный вывод, поскольку размер пакета акций в большинстве компаний не является контрольным. В этой связи необходимо проведение переговоров с другими акционерами, с менеджментом компании, представляющего основного собственника, с целью поиска компромиссных решений. Это под силу государству как акционеру.

Таким образом, *со стороны государства-инвестора необходимо инициирование управленческих решений, направленных на повышение эффективности хозяйственной деятельности компании-эмитента, в первую очередь, по поиску альтернативных источников привлечения капитала, одним из которых является рынок ценных бумаг*.

Ранжирование и выделение групп компаний-эмитентов с позиции инвестиционной привлекательности

В качестве учебного примера применения государством системы показателей состояния компаний-эмитентов в процессе своей регулятивной и инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг в настоящей диссертации рассмотрена группа из 12 компаний-эмитентов, имеющих в своих уставных капиталах долю города Москвы и принадлежащих к транспортной отрасли. Все компании – открытые акционерные общества, поскольку имеют в своем капитале государственную долю - долю города Москвы (требование по открытости установлено Федеральным законом «Об акционерных обществах»). Перечень компаний отраслевой группы с рассчитанными по каждой компании показателями, согласно рассмотренной выше системе показателей оценки состояния эмитентов, приведен в приложении 5. Все количественные показатели приведены на 1 января 2000 года.

Анализ фундаментальных микроэкономических факторов состояния рассматриваемых компаний-эмитентов целесообразно начать с анализа структуры акционерного капитала и путей его формирования. Основные показатели этой группы факторов, входящие в систему показателей состояния эмитентов, представлены в таблице 23.

Здесь и далее в настоящем параграфе рассматриваемые компании-эмитенты в рамках отдельных таблиц ранжированы по некоторым из исследуемых микроэкономических показателей и выделены в отдельные группы, характеризующие уровень инвестиционной привлекательности[92] каждой компании-эмитента в отдельности. Такая работа является предварительным этапом подготовки принятия инвестиционного решения. Полученные результаты свидетельствуют о том, что рассматриваемые компании ***могут быть подвергнуты сравнительному анализу путем ранжирования и распределения на группы***, а в последующем к ним ***может быть применен и рейтинговый метод оценки*** с тем, чтобы сделать принятие инвестиционных решений более очевидными (более подробно о применении рейтинга в процессе принятия государством-инвестором инвестиционных решений см. главу III).

---

[92] Инвестиционная привлекательность - удовлетворение требованиям и критериям, предъявляемым инвестором к состоянию фундаментальных факторов объекта инвестиций в процессе принятия им инвестиционного решения.

Таблица 23

Показатели структуры акционерного капитала рассматриваемых компаний-эмитентов

Фирменное наименование и организационно-правовая форма	группа	1	2	3	4	5	6
Открытое акционерное общество "17 Таксомоторный парк"	**А**	1165	51,00%	49,00%	-	49,00%	49,00%
Открытое акционерное общество "ЛИНКО"	**А**	568	51,00%	49,00%	-	49,00%	49,00%
Открытое акционерное общество "15 таксомоторный парк"	**А**	275	51,00%	49,00%	-	49,00%	49,00%
Открытое акционерное общество "7-й таксомоторный парк"	**А**	217	50,00%	49,00%	-	49,00%	49,00%
Открытое акционерное общество "Автокомбинат N 1"	**Б**	1297	85,00%	21,62%	-	15,00%	15,00%
Открытое акционерное общество "9-й таксомоторный парк"	**Б**	952	50,24%	64,39%	-	49,00%	20,00%
Акционерное общество открытого типа "АВТОКОМБИНАТ N 9"	**Б**	523	75,04%	24,96%	24,96%	-	24,96%
Открытое акционерное общество "Московское транспортно-учебное предприятие "Марьино"	**В**	496	80,00%	47,10%	-	20,00%	20,00%
Акционерное общество открытого типа "Автокомбинат N 26"	**В**	413	81,96%	57,73%	-	18,04%	18,04%
Открытое акционерное общество "4-й таксомоторный парк"	**В**	192	51,00%	49,00%	-	49,00%	20,00%
Открытое акционерное общество "Сигма-Трансстрой"	**В**	22	53,40%	90,14%	-	19,97%	19,97%
Открытое акционерное общество "Пассажирский порт"	**Г**	564	21,45%	76,71%	-	1,84%	0,96%

1 - Количество акционеров, лиц
2 - Доля уставного капитала, принадлежащего физическим лицам, %
3 - Доля крупных акционеров в уставном капитале, %
4 - Доля Москвы в капитале эмитента (общества), находящаяся в собственности (до момента продажи), в %
5 - Доля Москвы в капитале эмитента (общества), закрепленная в собственности на срок, в %
6 - Доля голосующих акций (паев), принадлежащих Москве, в %

Как следует из таблицы 23, участие государства в рассматриваемых автотранспортных компаниях-эмитентах не превышает 50%. Более того, в половине компаний государство не имеет блокирующего пакета акций (25%+1 акция), что по действующему российскому законодательству лишает возможности акционера препятствовать принятию решения, вопреки мнению остальных акционеров. Такая ситуация опасна для акционера, где общее количество акционеров невелико, и существует потенциальная возможность объединения различных групп акционеров для принятия решений, нарушающих экономические интересы города.

Однако структура акционерного капитала большинства рассматриваемых транспортных компаний такова, что значительную долю уставного капитала составляют физические лица - бывшие и настоящие работники предприятий. С учетом того, что общее количество акционеров у всех более 200 (за исключением ОАО "Сигма-Трансстрой" - 22 акционера), возможность провести решение в интересах государства достаточно велика.

Все компании рассматриваемой группы – бывшие государственные автоперевозчики. Приватизированы они были практически в одно и тоже время 1992-1994 года, как правило, по единой схеме. В соответствии с планами приватизации компаний часть акций распределялась

среди членов трудового коллектива (как правило, 51%), остальные акции передавались в Фонд имущества г. Москвы для реализации. Однако в некоторых случаях, как, например, у Автокомбината № 1, акции (15%) закреплялись за городом на определенный срок. Таким образом, пакеты акций, находящиеся у города, можно разделить на две категории: специально закрепленные и недопроданные в процессе приватизации. Пакеты, переданные в Фонд имущества для реализации, сразу проданы не были по нескольким причинам, одной из которых является то, что весь подвижной состав таксомоторных парков ранее был продан с аукционов работникам этих парков (московская специфика приватизации). В результате вновь создаваемое акционерное общество на базе государственного предприятия не имело собственных машин, а должно было функционировать как станции технического обслуживания для такси, находящихся в частной собственности водителей. Все это заметно снизило интерес инвесторов к акциям, выставляемым на аукционы в процессе приватизации, поэтому практически все они остались непроданными.

Подобный способ приватизации не привел к появлению эффективного собственника, что потребовало от московского правительства принятия ряда мер. Было принято решение о закреплении в государственной собственности пакетов акций, находящихся на реализации в Фонде имущества. Сначала постановление Правительства Москвы от 13 июня 1995 г. № 509 «Об упорядочении использования легковых автомобилей, выполняющих перевозки в качестве такси в г. Москве» обязало Комитет по управлению имуществом закрепить в городской собственности сроком на 3 года непроданные пакеты акций таксомоторных парков. На сегодняшний день, согласно постановлению Правительства Москвы от 20 апреля 1999 года № 345 «О дополнительных организационно-правовых мерах дальнейшего осуществления, развития и регулирования таксомоторных перевозок в г. Москве», акции всех компаний, представленных в рассматриваемой выборке, за исключением Пассажирского порта, Автокомбината № 9 и Автокомбината № 26 (введено внешнее управление), закреплены в государственной собственности по специальному решению Правительства Москвы.

Закрепляя в собственности пакет акций приватизированного предприятия, город предполагал проводить политику по развитию сети таксомоторных и грузовых перевозок. В таком крупном мегаполисе, как Москва, наличие эффективно работающих таксомоторных парков и автокомбинатов просто необходимо. В сложившейся ситуации Москва пытается оказывать посильную помощь в финансировании предприятий грузового и пассажирского

транспорта. Так, например, предприятиям, осуществляющим таксомоторные перевозки, предоставлены льготы по арендной плате за землю, составлявшей в 1999 году 50% от средней по городу ставки (90 тыс. рублей за гектар). Однако все это административные меры, носящие краткосрочный характер, и не способные кардинальным образом изменить ситуацию в отрасли. Сложилась практика неэффективного управления пакетами акций, находящимися в собственности города, что не позволяло действенным образом влиять на политику развития компаний. В компаниях существует традиция выдвижения на руководящие должности людей «старой закалки». Они проработали в отрасли десятки лет, начиная еще простыми мастерами или таксистами. Считается, что эти люди хорошо знают отрасль, и только они способны руководить такими компаниями. Однако у них полностью отсутствуют предпринимательские способности, умение и навыки менеджерской работы, они не способны мыслить рыночно. Отсюда их неадекватное восприятие экономической ситуации и неспособность что-либо противопоставить ей.

Все это приводит к тому, что большинство компаний транспортной отрасли ищет поддержку у государства. В Москве эти предприятия курирует Управление транспорта и связи и Муниципальная компания «Мосавтолегтранс» (бывшее государственное предприятие «Мосавтолегтранс», на базе которого в процессе приватизации были созданы все рассматриваемые предприятия). Стоит отметить, что представителями интересов города в этих компаниях являются руководящие работники этой муниципальной компании. Таким образом, принципы управления таксомоторными компаниями практически не изменились. В компании не пришел эффективный менеджмент. Государство не использует свой пакет акций в качестве рычага для управления компаниями, а передало их полугосударственному предприятию, которое использует их в собственных интересах, зачастую в ущерб государства.

Уставные капиталы компаний большинства компаний ничтожно малы. Выделяются лишь компании Пассажирский порт, Автокомбинат №1, компания Линко. Наименьший уставный капитал у Сигмы-Трансстроя – 1307 рублей (минимальный уставный капитал для ОАО по действующему законодательству – 1000 МРОТ или 100 000 рублей). Таким образом, требованию по минимальному уставному капиталу не удовлетворяют 9 из 12 компаний. Имея возможности по увеличению уставного капитала за счет переоценки, подобную операцию в 1999 году провели лишь Пассажирский порт и 4-й таксомоторный парк. Характерным является и то обстоятельство, что все компании не использовали вторичную эмиссию акций для

пополнения оборотных средств. Тем более речь не идет об облигационных займах, поскольку уставные капиталы компании слишком малы, а получить обеспечение третьих лиц для этих компаний достаточно проблематично.

Все до одной компании уклонялись от предоставления в ФКЦБ обязательной отчетности, предусмотренной действующим законодательством по ценным бумагам. Эти нарушения были устранены путем направления РО ФКЦБ России в Центральном федеральном округе соответствующих предписаний. Иных правонарушений со стороны компаний-эмитентов, касающихся недобросовестных эмиссий, нарушений прав акционеров на участии в управлении, а также уголовных правонарушений выявлено не было.

Компании, за исключением 4-ого таксомоторного парка и Автокомбината № 26 игнорируют предоставление в регулирующий орган файлов сообщений о существенных фактах, затрагивающих их финансово-хозяйственную деятельность. При этом большинством из них представлены дополнительные формы статистической отчетности, утвержденные постановлением Правительства Москвы от 6.10.98 г. № 763. Такая ситуация еще раз наглядно характеризует уровень отношений компаний и государства. Руководители предприятий не видят для себя необходимости предоставления обязательной отчетности в ФКЦБ, поскольку не понимают, зачем это нужно для них. Московские же требования по представлению дополнительной отчетности выполняются неукоснительно. Объяснить это можно лишь большой зависимостью от местной администрации, боязнь потерять ее поддержку. Однако еще раз хочется подчеркнуть, что эта поддержка неэффективна, поскольку является административной. Не используются возможности по управлению компаниями посредством имеющихся в собственности пакетов акций.

Рассматриваемые компании не реализуют и не планируют начать реализацию своих собственных инвестиционных проектов. Такая политика руководства является следствием многих факторов: непрофессионализм менеджмента, сложное финансовое положение, отсутствие интереса к этой отрасли со стороны потенциальных инвесторов. Это объясняет и низкую эмиссионную активность компаний. Привлечение средств под собственные инвестиционные проекты является наиболее доступным и более дешевым по сравнению с банковскими кредитами способом привлечения инвестиций, что весьма актуально для рассматриваемых компаний. Что необходимо сделать, в том числе и со стороны государства, для выхода из сложившейся ситуации, будет рассмотрено в третьей главе.

Низкая эмиссионная активность рассматриваемых компаний, сказывается и на отношении их к своим акционерам. Надо отметить, что общий уровень корпоративного управления транспортных предприятий крайне негативен, что является еще одним фактором низкой инвестиционной привлекательности рассматриваемых компаний. Отсутствует дивидендная политика на предприятиях: в 1999 году дивиденды выплатили 7 из 12 компаний, при этом доля чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов, не превышала в среднем 9% чистой прибыли, частота выплаты дивидендов не превышает ***0,5***, то есть если компания существует шесть лет, то дивиденды она выплачивали лишь три из них. Соответствующие показатели представлены в таблице 24.

Таблица 24

Показатели дивидендной политики рассматриваемых компаний-эмитентов

Фирменное наименование и организационно-правовая форма	**группа**	**1**	**2**	**3**	**4**
Открытое акционерное общество "ЛИНКО"	**А**	20 р.	н/д	0,33	19,9%
Открытое акционерное общество "Московское транспортно-учебное предприятие "Марьино"	**А**	0,09 р.	36,72%	0,67	75,1%
Открытое акционерное общество "Пассажирский порт"	**А**	0,005 р.	14,51%	0,60	28,6%
Открытое акционерное общество "15 таксомоторный парк"	**А**	20 р.	10,20%	0,57	10,8%
Открытое акционерное общество "Автокомбинат N 1"	**Б**	1р.	9,24%	0,50	76,1%
Открытое акционерное общество "17 Таксомоторный парк"	**Б**	5 р.	2,06%	0,14	21,8%
Открытое акционерное общество "7-й таксомоторный парк"	**Б**	7 р.	1,48%	0,50	71,6%
Акционерное общество открытого типа "АВТОКОМБИНАТ N 9"	**В**	0	0,00%	0,00	-1740,0%
Открытое акционерное общество "4-й таксомоторный парк"	**В**	0	0,00%	0,00	-2000,0%
Открытое акционерное общество "9-й таксомоторный парк"	**В**	0	0,00%	0,00	-27168,3%
Открытое акционерное общество "Сигма-Трансстрой"	**В**	0	0,00%	0,00	94,6%
Акционерное общество открытого типа "Автокомбинат N 26"	**В**	0	0,00%	0,00	-40,9%

1 - Дивиденды на 1 обыкновенную акцию, руб.
2 - Доля чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов, в общей сумме чистой прибыли, %
3 - Частота выплаты дивидендов
4 - Динамика изменения стоимости чистых активов относительно величины реинвестированной прибыли (эффективность реинвестирования чистой прибыли), %

В этой связи интересно проанализировать позицию государства в отношении дивидендной политики рассматриваемых компаний-эмитентов. Как было сказано выше, оно способно при существующем распределении пакетов среди акционеров, проводить решения в своих интересах. Политика московского Правительства последних лет в сфере управления городскими пакетами акций направлена на получение любыми способами максимальной отдачи в виде дивидендов. Существует практика, когда Департаменту государственного и

муниципального имущества г. Москвы устанавливают планы по сбору дивидендов. В этой связи непонятно, какими соображениями руководствовались представители интересов города, голосуя против выплаты дивидендов.

Характерной особенностью влияния дивидендной политики компаний-эмитентов на их финансовое состояние является неадекватное увеличение стоимости чистых активов по сравнению с объемом чистой прибыли, направляемой на реинвестирование (см. табл. 24). Этот показатель у рассматриваемых компаний колеблется от ***19,9%*** до ***94,6%***, когда должен стремиться к 100%. А у Автокомбината № 9 и 9-ого таксомоторного парка при наличии чистой прибыли и отсутствии дивидендных выплаты, чистые активы и вовсе снизились. Таким образом, можно сделать вывод, что прибыль, направляемая на развитие компаний, используется крайне неэффективно.

Вообще вопрос дивидендной политики, проводимой той или иной компанией, является достаточно спорным. Многие западные специалисты не могут найти золотую середину между необходимостью поддержания привлекательности акций компании, выплачивая по ним большие дивиденды, и необходимостью реинвестирования прибыли в развитие производства, что в недалеком будущем также должно сказаться на привлекательности акций – росте их курсовой стоимости. Акционер предпочитает и то, и другое. Однако у России есть своя специфика. Акции рассматриваемых компаний не имеют рыночных котировок, поэтому их продажа сопряжена с рядом сложностей. Во-первых, невозможно определить рыночную стоимость акций, не оценив стоимость всего бизнеса транспортной компании. Мелкому акционеру это не под силу. Во-вторых, потенциальным покупателем этих компаний может быть только менеджмент этой компаний, занимающейся скупкой акций у мелких акционеров. В этом случае цена сделки будет значительно занижена. Поэтому реинвестирование прибыли никак не скажется на стоимости ценных бумаг рассматриваемых компаний-эмитентов. Заявление менеджмента, что дивиденды не выплачиваются, потому что они направляются на инвестиции в производство, означает, что акционеры могут не рассчитывать на получение доходов. Как уже было сказано, это наглядно подтверждает показатель эффективности реинвестированной прибыли, который у всех компаний значительно меньше 100%.

Общее финансовое положение рассматриваемых компаний немногим отличается от состояния всей отрасли и характеризуется как средней тяжести. Некоторые из финансовых показателей рассматриваемой группы компаний представлены в таблице 25.

Таблица 25

Показатели финансово-хозяйственной деятельности рассматриваемых компаний-эмитентов транспортной отрасли г. Москвы

Фирменное наименование и организационно-правовая форма	**группы**	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**
Открытое акционерное общество "Пассажирский порт"	**А**	62,9%	63,1%	71,7%	0,2%	6,9%	3,69	1,0%	0,7%
Открытое акционерное общество "4-й таксомоторный парк"	**А**	77,0%	65,7%	83,9%	-0,9%	8,3%	2,02	0,0%	0,0%
Открытое акционерное общество "17 Таксомоторный парк"	**Б**	24,6%	20,0%	91,4%	0,4%	4,9%	1,69	4,4%	1,7%
Среднее предприятие	***Б***	***н/д***	***66,62%***	***45,48%***	***3,24%***	***25,00%***	***1,16***	***7,13%***	***9,30%***
Открытое акционерное общество "15 таксомоторный парк"	**Б**	35,5%	45,5%	62,4%	0,6%	65,4%	0,65	4,3%	5,9%
Открытое акционерное общество "7-й таксомоторный парк"	**В**	63,4%	14,6%	58,2%	9,6%	22,8%	3,20	11,4%	13,0%
Открытое акционерное общество "Автокомбинат N 1"	**В**	29,3%	18,8%	59,6%	16,5%	21,9%	2,68	17,4%	22,1%
Открытое акционерное общество "Сигма-Трансстрой"	**Г**	71,2%	8,7%	24,1%	20,8%	45,6%	1,93	15,1%	19,9%
Открытое акционерное общество "9-й таксомоторный парк"	**Г**	20,4%	5,4%	93,9%	-16,8%	9,1%	0,65	0,4%	0,1%
Акционерное общество открытого типа "АВТОКОМБИНАТ N 9"	**Д**	64,6%	-13,5%	60,0%	-0,7%	21,0%	2,77	0,1%	0,0%
Открытое акционерное общество "Московское транспортно-учебное предприятие "Марьино"	**Д**	23,0%	3,7%	86,2%	0,2%	6,0%	2,10	1,3%	0,5%
Открытое акционерное общество "ЛИНКО"	**Д**	34,4%	4,7%	87,8%	0,9%	12,8%	1,15	5,3%	4,4%
Акционерное общество открытого типа "Автокомбинат N 26"	**Д**	76,0%	-98,5%	5,1%	-88,2%	136,6%	0,20	-2797,3%	-149,7%

1 - Коэффициент изношенности основных средств, %
2 - Темпы роста (снижения) выручки от реализации в сравнении с предыдущим отчетным периодом, в %
3 - Доля основных средств в активах, %
4 - Динамика изменения чистых активов, приходящихся на одну обыкновенную акцию (пай), в %
5 - Отношение суммы привлеченных средств к капиталу и резервам, в %
6 - Коэффициент текущей ликвидности
7 - Рентабельность продаж (ROS - Returns- On- Sales), в %
8 - Рентабельность чистых активов (ROA - Returns- on- Assets), в %

Как видно из таблицы 25 рассматриваемые компании имеют различную динамику финансовых показателей.

У большинства компаний выручка в 1999 году выросла по сравнению с 1998 годом, однако, не так значительно, как в других отраслях экономики. Так темп рост выручки от реализации колеблется от ***63,1%*** и ***65,7%*** у Пассажирского порта и 4-го таксомоторного парка соответственно до ***-13,5%*** и ***-98,5%*** у Автокомбината № 9 и Автокомбината № 26. При этом, темп роста выручки от реализации у среднего предприятия отрасли составляет около ***67%***. Помимо упомянутых выше компаний, подобный значительный рост демонстрирует лишь 15-й таксомоторный парк. Такая динамика отчасти объясняется кризисом 1998 года и эффектом девальвации рубля. По этой же причине себестоимость автоперевозок выросла, что в итоге

сказалось на рентабельности продаж транспортных предприятий – в среднем ***5-10%*** (среднеотраслевое значение - ***7,13%***), что является достаточно низким показателем. Рентабельность чистых активов колеблется в пределах от ***0,5%*** до ***22,1%*** (среднеотраслевое значение - ***9,30%***).

Значительную долю валюты баланса рассматриваемых предприятий занимают основные средства – от ***60%*** до ***90%*** (см. табл. 25), изношенность которых составляет ***50-70%***. Обновление основных средств происходит крайне медленно, что не позволяет в полном объеме восполнять выбывающие из производственно-хозяйственной деятельности машины и оборудование. Если в течение ближайших 2-3 лет подобная тенденция сохранится, то при отсутствии инвестиций в основные средства компании рискуют полностью остаться без парка машин.

Динамика изменения чистых активов превышает среднеотраслевой показатель (***3,24%***) только у нескольких компаний выборки. У четырех компаний произошло уменьшение стоимости чистых активов, у остальных она незначительна.

Уровень зависимости рассматриваемых транспортных компаний-эмитентов от внешнего финансирования находится на приемлемом уровне, за исключением Автокомбината № 26 - ***136,6%*** (внешнее управление) и 15-ого таксомоторного парка - ***65,4%***. Среднеотраслевой показатель - ***25%***.

Среднесписочная численность работников (см. табл. 26) в транспортных компаниях колеблется от ***49*** человек в Сигме-Трансстрое до ***1 435*** в Автокомбинате № 1 (средний показатель по отрасли - ***302*** человека). Какая-либо определенная динамика изменения численности работников в рассматриваемых компаниях отсутствует. Общая численность работников на конец 1999 года составила ***3 624*** человека. Не так много, если рассматривать социальную значимость этих компаний с точки зрения создания рабочих мест и обеспечения занятости москвичей. Однако, как уже говорилось выше, их социальная значимость определяется *необходимостью поддержания и развития сети таксомоторных и грузовых перевозок в Москве*. Именно с этой точки зрения участие государства в уставных капиталах рассматриваемых транспортных предприятий является важным и нужным.

Таблица 26

Некоторые социальные показатели и доля рынка, занимаемая рассматриваемыми компаниями-эмитентами

Фирменное наименование и организационно-правовая форма	**группы**	**Динамика среднеспи-сочной численности работников, %**	**Средняя заработная плата, руб.**	**Доля выпускаемого предприятием продукта в общем выпуске отрасли, %**
Открытое акционерное общество "Автокомбинат N 1"	**А**	14,9%	19 115	0,315%
Среднее предприятие	***А***	***1,00%***	***н/д***	***0,310%***
Открытое акционерное общество "Пассажирский порт"	**А**	н/д	11 051	0,129%
Открытое акционерное общество "15 таксомоторный парк"	**Б**	21,1%	26 943	0,071%
Открытое акционерное общество "7-й таксомоторный парк"	**Б**	5,9%	19 350	0,035%
Открытое акционерное общество "17 Таксомоторный парк"	**Б**	10,8%	10 072	0,030%
Акционерное общество открытого типа "АВТОКОМБИНАТ N 9"	**Б**	н/д	10 396	0,028%
Открытое акционерное общество "Сигма-Трансстрой"	**Б**	8,9%	7 113	0,009%
Акционерное общество открытого типа "Автокомбинат N 26"	**Б**	н/д	35 625	0,001%
Открытое акционерное общество "4-й таксомоторный парк"	**В**	-3,6%	6 246	0,010%
Открытое акционерное общество "ЛИНКО"	**В**	-11,5%	16 081	0,000%
Открытое акционерное общество "9-й таксомоторный парк"	**В**	-14,0%	8 380	0,020%
Открытое акционерное общество "Московское транспортно-учебное предприятие "Марьино"	**В**	-46,7%	11 016	0,027%

Стоит отметить, что уровень заработной платы работников компаний находится на высоком уровне и превышает средний по России – от ***6 246 рублей*** (4-й таксомоторный парк) до ***35 625 рублей*** (Автокомбинат № 26). Обращает на себя внимание тот факт, что на Автокомбинате № 26 введено внешнее управление, где по логике, все расходы, в том числе по заработной плате, должны быть сведены к минимуму, однако уровень заработной платы там один из самых высоких.

Доля объема предоставленных услуг рассматриваемых компаний в общем объеме услуг, оказанных транспортными предприятиями г. Москвы за 1999 год не превышает ***0,1-0,3%*** (см. табл. 26). Казалось бы, предприятия, которые поддерживает город своим участием в их капитале, должны занимать значительную долю рынка и быть ведущими компаниями в своей отрасли. Однако этого не происходит. Здесь опять встает вопрос эффективности управления государственным пакетом акций, и что еще более важно, целесообразностью участия. *Позиция автора такова – участие государства в этих компаниях необходимо.* При этом это участие должно приносить эффект в том числе и в продвижении компании на рынке за счет повышения эффективности деятельности компании, предоставлении качественных и недорогих услуг. Ведь

цель участия государства – поддержание отрасли. А если это поддержка охватывает лишь 0,3% всего рынка, то, скорее всего, такая поддержка неэффективна.

Что касается социальных объектов, числящихся на балансе предприятий, то они практически отсутствуют, за исключением Линко и 7-ого таксомоторного парка, у которых они невелики.

Лидером по объему перечисленных в бюджеты различных уровней средств является Автокомбинат № 1, объем перечислений в 1999 году составил более ***30 млн. рублей***. Получателем средств из бюджета является ОАО «Пассажирский порт», в отношении которого городом осуществляется целевое бюджетное финансирование (см. табл. 27).

Таблица 27

Показатели взаимоотношений рассматриваемых компаний-эмитентов с бюджетом

Фирменное наименование и организационно-правовая форма	**группы**	**1**	**2**	**3**	**4**
Открытое акционерное общество "9-й таксомоторный парк"	**А**	2 232 058	65,4%	7,0%	0%
Открытое акционерное общество "Московское транспортно-учебное предприятие "Марьино"	**А**	2 830 000	28,2%	1,5%	0%
Открытое акционерное общество "17 Таксомоторный парк"	**А**	3 999 986	23,8%	1,1%	0%
Открытое акционерное общество "7-й таксомоторный парк"	**А**	3 879 806	23,1%	3,7%	0%
Открытое акционерное общество "Автокомбинат N 1"	**Б**	30 831 910	20,0%	3,6%	0%
Открытое акционерное общество "ЛИНКО"	**Б**	2 358 864	19,6%	2,3%	0%
Открытое акционерное общество "15 таксомоторный парк"	**Б**	6 546 000	4,7%	2,3%	0%
Акционерное общество открытого типа "Автокомбинат N 26"	**В**	466 000	57,5%	-132,4%	0%
Акционерное общество открытого типа "АВТОКОМБИНАТ N 9"	**В**	1 567 000	41,5%	7,0%	0%
Открытое акционерное общество "Сигма-Трансстрой"	**В**	758 100	27,6%	14,3%	0%
Открытое акционерное общество "4-й таксомоторный парк"	**Г**	765 000	18,4%	1,6%	0%
Открытое акционерное общество "Пассажирский порт"	**Г**	-723 000	3,4%	0,2%	6%

1 - Нетто-расчеты с бюджетом, руб.
2 - Доля бюджетной задолженности в общей сумме кредиторской задолженности, %
3 - Отношение бюджетной задолженности к стоимости чистых активов общества, %
4 - Доля поступивших средств из бюджета в суммарных поступлениях за отчетный период, %

Таким образом, по расчетам с бюджетом все предприятия, кроме Пассажирского порта, являются плательщиками в бюджет города. Доля бюджетной задолженности в общей сумме кредиторской задолженности предприятий колеблется в пределах ***20%***. Однако достаточно велико значение этого показателя у Автокомбината № 26 и 9-ого таксомоторного парка – ***57,5%*** и ***65,4%*** соответственно. В первом случае, это объясняется тем, что предприятие признано неплатежеспособным. Во втором случае требуется более детальный анализ.

Целевую финансовую помощь, как уже было сказано ранее, получает Пассажирский порт – доля поступивших бюджетных средств в суммарных поступлениях на предприятие составляет ***6%***, что является достаточно значительной суммой. При этом информация о контроле за целевым использованием и сроками погашения бюджетного финансирования у РО

ФКЦБ России в Центральном федеральном округе отсутствует. Скорее всего, эти данные есть в Департаменте финансов г. Москвы, однако *в отсутствие единой информационной базы данных*, она не доступна ФКЦБ. Хотя эта информация могла бы быть полезна в случае мониторинга погашения бюджетной задолженности с целью своевременной конвертации ее в акции или облигации предприятия-должника.

Материалы по реструктуризации, продаже и банкротству компаний отсутствуют в базе данных, за исключением Автокомбината № 26, в отношении которого введено внешнее управление. Планы по реструктуризации предприятия представлены на бумажном носителе за подписью внешнего управляющего, и, на взгляд автора, являются не реалистичными по причине отсутствия предложений по контролю за своевременной и полной инкассацией выручки, полученной водителями такси. Также вызывает вопрос и предположение о возможности извлечения дополнительного дохода от вложения временно свободных денежных средств в облигации внутреннего валютного займа, что в сегодняшней ситуации является достаточно рискованной операцией.

Таким образом, в настоящем параграфе автором *разработана методика анализа компаний-эмитентов*, включающая в себя дерево управленческих задач и подзадач мониторинга и контроля, методы оценки и анализа состояния компаний-эмитентов, а также систему показателей состояния эмитентов.

Также сделана попытка на примере анализа компаний-эмитентов транспортной отрасли предложить алгоритм проведения государством-инвестором фундаментального анализа микроэкономических факторов. По результатам проведенной работы с учетом выводов, сделанных на этапе анализа макроэкономических и отраслевых факторов, государством-инвестором могут быть приняты качественные инвестиционные решения.

Выводы и результаты по параграфу 3:

- во взаимосвязи с анализом, проводимым на уровне макроэкономики и отрасли, ***разработана методика фундаментального анализа компаний-эмитентов для принятия государством инвестиционных и регулятивных решений на рынке ценных бумаг***;

- в рамках методики *определено дерево управленческих задач и соответствующее им дерево задач мониторинга и контроля*, решаемых государством-инвестором в процессе регулятивной и инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг;
- *дана классификация и характеристика методов оценки и анализа* состояния компаний-эмитентов, используемых государством-инвестором;
- *разработана система показателей состояния эмитентов*, состоящая из 13 подзадач мониторинга контроля, 51 раздела и 115 показателей состояния эмитентов, структура которой в дальнейшем может быть использована для построения *единой системы мониторинга компаний-эмитентов*;
- разработанная система показателей состояния эмитентов может использоваться для *анализа микроэкономических факторов* при проведении государством фундаментального анализа компании-эмитента в процессе своей регулятивной и инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг. При этом анализ показателей состояния компании проводится с учетом выводов, сделанных на этапе анализа состояния экономики и отраслевого анализа;
- определена необходимость создания *единой системы мониторинга состоянии хозяйственных обществ – эмитентов ценных бумаг, и об их нарушениях на рынке ценных бумаг,* куда должна поступать информация от всех государственных министерств и ведомств, так или иначе сталкивающихся с рынком ценных бумаг;
- *проведен анализ* фактических данных о финансово-хозяйственной деятельности группы компаний-эмитентов, расположенных и осуществляющих свою производственно-хозяйственную деятельность на территории г. Москвы и принадлежащих к отрасли «Транспорт», *результатом которого стало* ***ранжирование и разбиение их на группы с позиции потенциальной инвестиционной привлекательности***;
- *классификация и разбиение автотранспортных предприятий на группы по их инвестиционным качествам* ***доказывает возможность применения рейтингового подхода при анализе состояния компаний-эмитентов*** для целей последующего принятия государством-инвестором инвестиционных решений (см. главу III).

Глава 3. Регулятивные и инвестиционные решения государства на основе анализа фундаментальных факторов

§1 Развитие регулятивного механизма во взаимоотношениях государства с компаниями-эмитентами

Регулятивные решения государства на рынке ценных бумаг являются *необходимым условием реализации качественных инвестиционных решений всеми участниками фондового рынка, включая и государство-инвестора*. Регулирование рынка ценных бумаг обеспечивает единство правил и стандартов деятельности всех его участников, создает равные условия доступа инвесторов к публично раскрываемой информации, способствует повышению качества корпоративного управления. Без создания системы действенного регулирования эффективность инвестиций будет оставаться на низком уровне.

Принимаемые государством регулятивные решения относятся ко всем участникам рынка ценных бумаг без исключения, и *не могут действовать в отношении определенной группы инвесторов, в том числе и самого государства*.

Существующий на сегодняшний день в России регулятивный механизм рынка ценных бумаг *не совершенен, не позволяет инвесторам (государству) оценить риски своих инвестиций, что является одной из причин низкой инвестиционной активности на рынке в целом*.

Ниже автором будут изложены типы регулятивных решений, которые может применять государство (ФКЦБ России) в соответствии с действующим на сегодняшний день законодательством (*ординарные решения*), а также представлены предложения по оптимизации регулятивного механизма (*неординарные решения*), которые не предусмотрены действующим законодательством, однако использование которых будет способствовать повышению эффективности принимаемых инвестиционных решений на рынке ценных бумаг. Схематично структура регулятивного механизма и предложения по его развитию представлены на рисунке 15.

Регулятивный механизм в отношении компании-эмитента и направления его развития	
Ординарные решения	Неординарные решения
Регулятивные решения, возможность принятия которых предусмотрена действующим законодательством о рынке ценных бумаг.	Развитие регулятивных решений, которые необходимо оформить законодательно и которые будут способствовать повышению инвестиционной активности на рынке ценных бумаг.
• регистрация выпусков и отчетов об итогах выпуска ценных бумаг; • контрольные проверки; • определение стандартов выпуска и обращения эмиссионных ценных бумаг; • вынесение предписаний компаниям-эмитентам в части полномочий ФКЦБ России, определенных в ФЗ "О рынке ценных бумаг"; • контроль за своевременностью представления ежеквартальных отчетов; • контроль за своевременностью представления существенных фактов; • административные санкции (штрафы) в соответствии с ФЗ "О защите прав и законных интересов инвесторов и акционеров"; • раскрытие информации на рынке ценных бумаг; • проведение обучающих семинаров и конференций; • привлечение профучастников и консультантов к работе с компаниями-эмитентами.	• вынесение предписаний о приведении величины уставного капитала в соответствии с требованиями действующего законодательства для открытых акционерных обществ; • вынесение предписаний об обязательной регистрации отчетов об итогах первого выпуска ценных бумаг компаний-эмитентов, созданных в процессе приватизации; • проведение мониторинга представления и полноты заполнения ежеквартальных отчетов компаний-эмитентов; • организация мониторинга наступления существенных фактов у компаний-эмитентов с последующим контролем за раскрытием этой информации; • анализ финансового состояния компании-эмитента, проводимый на этапе регистрации выпусков ценных бумаг, а также в процессе выездной проверки по жалобе акционера или инвестора; • требование представлять в качестве приложения к проспекту эмиссии заключение независимого консультанта о финансовом состоянии компании-эмитента; • организация открытого конкурса инвестиционных проектов с привлечением для их оценки профессиональных участников рынка; • создание единой информационной базы данных по компаниям-эмитентам.

Рис.15 Регулятивный механизм в отношении компаний-эмитентов

Задача настоящего параграфа – *рассмотреть варианты возможных ординарных и неординарных регулятивных решений (на основе анализа системы показателей состояния эмитентов*[93]*), которые будут способствовать принятию инвесторами (в том числе и государством-инвестором) качественных инвестиционных решений*. Конечной целью принятия государством качественных инвестиционных решений является *развитие рынка корпоративных ценных бумаг путем увеличения на нем количества компаний-эмитентов*.

[93] См. третий параграф главы II.

Анализ существующих регулятивных решений

Перечень существующих на сегодняшний день ординарных регулятивных решений, воздействующих на компании-эмитенты со стороны ФКЦБ как регулятора рынка, достаточно ограничен (см. рис. 15). Схематично применение государством этих решений представлено на рисунке 16.

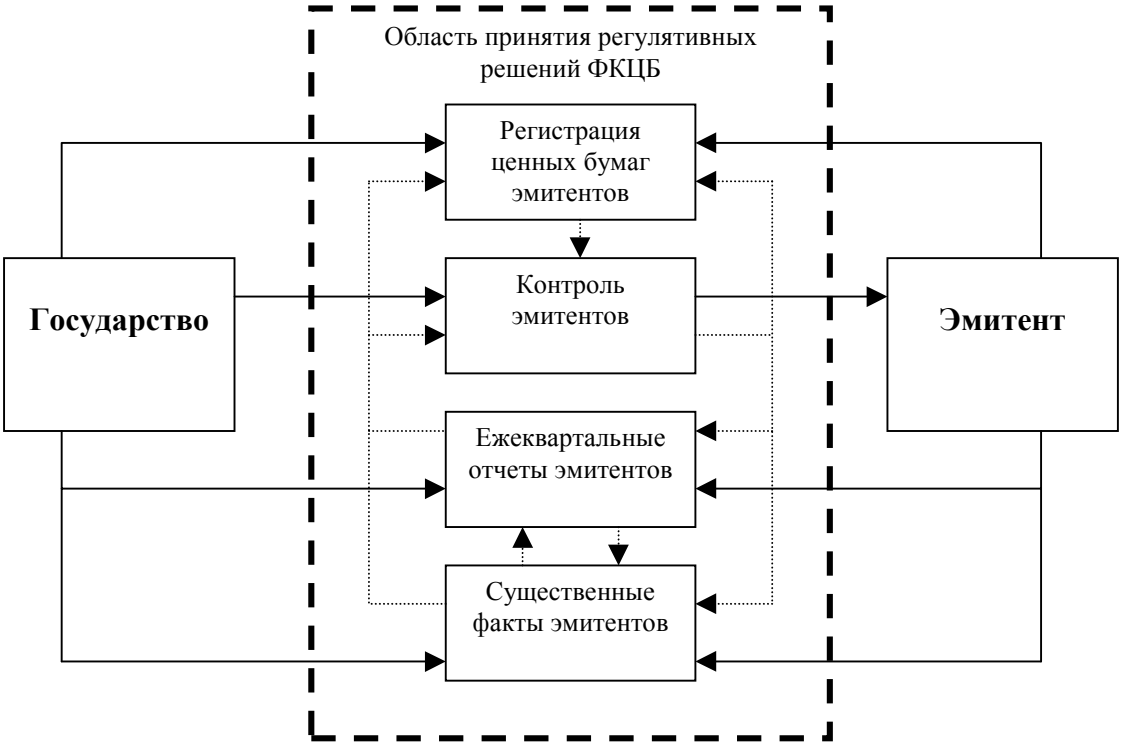


Рис.16 Схема взаимодействия государства и эмитента в процессе принятия государством ординарных регулятивных решений

К решениям, принимаем ФКЦБ России, можно добавить ряд административных мер, которые не может применять регулирующий орган, но которые способны оказать воздействие на компанию-эмитента в части ее деятельности на рынке ценных бумаг. Это, прежде всего, налоговые и иные льготы, связанные с платежами в бюджет, система лицензирования (за исключением лицензирования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг), квотирования, государственный заказ и т.д. Однако рассмотрение этих мер не являются предметом настоящей диссертации.

В таблице 28 приведены результаты применения РО ФКЦБ России в Центральном федеральном округе ординарных регулятивных решений в отношении рассматриваемой группы компаний-эмитентов транспортной отрасли.

Таблица 28

Практика применения ординарных регулятивных решений в отношении рассматриваемой группы компаний-эмитентов

Фирменное наименование и организационно-правовая форма	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**11**
Открытое акционерное общество "Пассажирский порт"	+	+	+	-	+	-	-	+	+	-	-
Акционерное общество открытого типа "АВТОКОМБИНАТ N 9"	+	-	+	-	+	-	-	+	+	-	-
Открытое акционерное общество "4-й таксомоторный парк"	-	-	+	+	+	-	-	+	+	-	-
Открытое акционерное общество "9-й таксомоторный парк"	-	+	+	-	+	-	-	+	+	-	-
Открытое акционерное общество "7-й таксомоторный парк"	-	+	+	-	+	-	-	+	+	-	-
Открытое акционерное общество "17 Таксомоторный парк"	-	+	+	-	+	-	-	+	+	-	-
Открытое акционерное общество "Автокомбинат N 1"	-	+	+	-	+	-	-	+	+	-	-
Открытое акционерное общество "ЛИНКО"	-	-	+	-	+	-	-	+	+	-	-
Открытое акционерное общество "Сигма-Трансстрой"	-	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-
Открытое акционерное общество "Московское транспортно-учебное предприятие "Марьино"	-	-	+	-	+	-	-	+	+	-	-
Акционерное общество открытого типа "Автокомбинат N 26"	-	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-
Открытое акционерное общество "15 таксомоторный парк"	-	-	+	-	+	-	-	+	+	-	-

1 - Наличие проспектов эмиссии
2 - Зарегистрированные отчеты об итогах первого выпуска (при приватизации)
3 - Наличие ежеквартальных отчетов по ценным бумагам
4 - Наличие сообщений о существенных фактах (событиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность
5 - Материалы проверок РО ФКЦБ в ЦФО
6 - Жалобы и письменные обращения
7 - Наличие недобросовестных эмиссий с указанием причин, по которым они были признаны недобросовестными
8 - Совершение правонарушений с указанием примененных санкций, из них:
9 - Совершение нарушений прав владельцев ценных бумаг на информацию
10 - Совершение нарушений эмитентами прав акционеров на участие в управлении
11 - Совершение уголовных правонарушений в области ценных бумаг акционерами и персоналом эмитентов

Примененные к компаниям-эмитентам со стороны регулирующего органа ординарные регулятивные решения, направлены на исполнение действующего законодательства по ценным бумагам в части управленческих задач и подзадач мониторинга и контроля, рассмотренных в первом параграфе главы II.

При этом, как видно из таблицы, эффективность принимаемых решений остается на низком уровне: не все компании-эмитенты зарегистрировали отчет об итогах выпуска ценных бумаг, размещенных в процессе приватизации, большинством не представляются сообщения о существенных фактах, периодически нарушаются права владельцев ценных бумаг на информацию (подробнее см. приложение 5). Более того, все эти решения направлены скорее на формальное исполнение действующего законодательства по ценным бумагам и не создают предпосылок и благоприятных условий для повышения эмиссионной активности компаний-эмитентов.

Таким образом, на взгляд автора, целесообразно развить существующую систему регулятивных решений, дополнить ее неординарными регулятивными решениями, которые

будут способствовать созданию реальных стимулов у компаний-эмитентов раскрывать информацию о своей деятельности, повышать качество корпоративного управления, использовать фондовый рынок в качестве альтернативного источника привлечения инвестиций.

Новые виды регулятивных решений, предлагаемые для включения в отношения между государством и компанией-эмитентом

Многие из предложенных ниже неординарных регулятивных решений не могут в полной мере опираться (на начало 2001 года) на действующую нормативную базу, что требует внесения соответствующих изменений в ряд законодательных и нормативных актов. Однако принятие таких решений представляется автору необходимым для обеспечения принятия качественных инвестиционных решений.

1. Вынесение предписаний о приведении величины уставного капитала в соответствии с требованиями действующего законодательства для открытых акционерных обществ[94]

В рассматриваемой совокупности[95] под это требование подпадают все компании за исключением Пассажирского порта, Автокомбината № 1 и Линко (см. табл. 29).

Таблица 29

Распределение компаний-эмитентов по величине уставного капитала

Фирменное наименование и организационно-правовая форма	Уставный капитал, руб.
Открытое акционерное общество "Пассажирский порт"	27 095 000
Открытое акционерное общество "Автокомбинат N 1"	6 874 000
Открытое акционерное общество "ЛИНКО"	6 650 000
Открытое акционерное общество "Московское транспортно-учебное предприятие "Марьино"	99 563
Акционерное общество открытого типа "АВТОКОМБИНАТ N 9"	20 449
Акционерное общество открытого типа "Автокомбинат N 26"	16 250
Открытое акционерное общество "17 Таксомоторный парк"	14 383
Открытое акционерное общество "9-й таксомоторный парк"	13 353
Открытое акционерное общество "15 таксомоторный парк"	5 290
Открытое акционерное общество "7-й таксомоторный парк"	4 477
Открытое акционерное общество "4-й таксомоторный парк"	4 320
Открытое акционерное общество "Сигма-Трансстрой"	1 307

[94] Размер минимального уставного капитала для открытых акционерных обществ периодически пересматривается в соответствии с изменением минимального размера оплаты труда (МРОТа). На 1 января 2001 года минимальный уставный капитал составлял 100 000 рублей.

[95] Здесь и далее в этом параграфе ссылка на совокупность компаний-эмитентов, рассмотренных в третьем параграфе главы II.

На сегодняшний день ФКЦБ России *не может* требовать приведения величины уставного капитала в соответствие с действующими на сегодняшний день нормативными, если акционерное общество создано в процессе приватизации, и его уставный капитал был рассчитан по методике, существовавшей на момент создания общества. Это приводит к несоответствию фактической величины активов компании-эмитента его уставному капиталу и создает препятствия для организации вторичного обращения акций этого предприятия на организованном рынке ценных бумаг, а также выпуска корпоративных облигаций. При этом у большинства компаний-эмитентов, особенно созданных в процессе приватизации, накоплены значительные средства от переоценки основных средств на счете «Добавочный капитал», за счет которого можно провести техническую эмиссию и увеличить уставный капитал.

С точки зрения акционеров компании-эмитента увеличение уставного капитала будет означать увеличение номинала акций или их количества, что в конечном итоге, хотя и не является выражением реальной рыночной стоимости активов, которыми обеспечены акции, тем не менее, номинально приводит к увеличению стоимости пакета акций, находящегося на руках у акционеров. Такое решение способно изменить психологию мелкого акционера - физического лица, который в условиях отсутствия реальных рыночных котировок осознал, что его акции растут в цене. Это, в свою очередь, затрудняет недружественное поглощение компании-эмитента путем организации скупки акций у мелких акционеров (нужно больше средств, труднее убедить акционера продать акции), что является положительных моментом с точки зрения крупных акционеров и менеджеров компании-эмитента.

На основании вышеизложенного автор считает необходимым предложить внести в закон об акционерных обществах изменения, касающиеся порядка обязательного увеличения уставного капитала до минимальных значений вне зависимости от времени и способа создания компании-эмитента (по аналогии с требуемой величиной чистых активов).

До принятия соответствующих изменений целесообразно поручить представителям интересов государства в рассматриваемых компаниях вынести вопрос об увеличении уставного капитала на заседание Совета директоров с последующим утверждением этого решения на общем собрании акционеров.

2. Вынесение предписаний об обязательной регистрации отчетов об итогах первого выпуска ценных бумаг компаний-эмитентов, созданных в процессе приватизации

Все рассматриваемые компании-эмитенты созданы в процессе приватизации государственных предприятий в период 1992-94 годов. Из них у 5-ти не зарегистрированы отчеты об итогах выпуска акций первого выпуска, размещенных в процессе приватизации (см. табл. 30).

Таблица 30

Распределение компаний-эмитентов по факту регистрации отчета об итогах выпуска ценных бумаг

Фирменное наименование и организационно-правовая форма	**Отчеты об итогах первого выпуска акций (при приватизации)**
Открытое акционерное общество "Пассажирский порт"	Да
Открытое акционерное общество "9-й таксомоторный парк"	Да
Открытое акционерное общество "7-й таксомоторный парк"	Да
Открытое акционерное общество "17 Таксомоторный парк"	Да
Открытое акционерное общество "Автокомбинат N 1"	Да
Открытое акционерное общество "Сигма-Трансстрой"	Да
Акционерное общество открытого типа "Автокомбинат N 26"	Да
Акционерное общество открытого типа "АВТОКОМБИНАТ N 9"	Нет
Открытое акционерное общество "4-й таксомоторный парк"	Нет
Открытое акционерное общество "ЛИНКО"	Нет
Открытое акционерное общество "Московское транспортно-учебное предприятие "Марьино"	Нет
Открытое акционерное общество "15 таксомоторный парк"	Нет

Регистрация выпусков ценных бумаг в тот период осуществлялось территориальными органами Министерства финансов, а именно Департаментом финансов г. Москвы. После выхода Федерального Закона «О рынке ценных бумаг», порядок регистрации выпусков ценных бумаг был изменен. В частности, была введена обязательная регистрация отчетов об итогах выпуска ценных бумаг, которая не требовалось до выхода закона. Таким образом, сложилась ситуация, когда компании, созданные до 1996 года не осуществили регистрацию отчета об итогах выпуска, и тем самым оказались вне регулятивного поля ФКЦБ России. Прямого указания комиссии об обязательности регистрации отчетов таких компаний не существует, есть лишь письмо (от 26.04.1999 № ИБ-2171), появившееся в развитие соответствующей инструкции Минфина от 1994 года[96], предусматривающее необходимость простого представления отчетов в ФКЦБ без их регистрации. Однако отсутствие санкций за непредставление отчетов не предусмотрено, что фактически приводит к игнорированию требований этими компаниями.

Формально размещение ценных бумаг, отчет об итогах выпуска которых не зарегистрирован, не завершено, что ставит под вопрос юридическую основу существования

[96] О порядке составления и представления эмитентами ценных бумаг отчетов об итогах выпуска ценных бумаг и о порядке составления и представления акционерными обществами годовых отчетов по ценными бумагам: Письмо Минфина РФ от 05.05.94г. № 59//Консультант Плюс

компании-эмитента, ее имущественные отношения, а также сами сделки с ее ценными бумагами. Отсутствие отчетов об итогах выпуска препятствует выходу на организованный рынок ценных бумаг, поскольку формально у компаний не урегулированы отношения собственности.

Однако сегодня складывается ситуация, когда на рынке совершаются вторичные сделки с ценными бумагами, отчет об итогах выпуска которых не зарегистрирован. Например, в Москве СГУП по продаже государственного и муниципального имущества (бывший Фонд имущества г. Москвы) осуществляет продажу акций, не имеющих зарегистрированного отчета об итогах выпуска. Экспертиза сделок ни со стороны СГУПа, ни со стороны потенциальных покупателей не проводится. В то время как Федеральным Законом «О защите прав и законных интересов на рынке ценных бумаг» пунктом 2 статьи 5 прямо запрещено совершение сделок с ценными бумагами до полной их оплаты и регистрации отчета об итогах выпуска. Теоретически такая ситуация может привести к признанию подобных сделок ничтожными.

В этой связи ФКЦБ России необходимо принять нормативные требования, предусматривающие необходимость обязательной регистрации отчетов об итогах выпуска ценных бумаг акционерными обществами, созданными в процессе приватизации. До выхода таких требований необходимо инициировать добровольную регистрацию отчетов об итогах выпуска компаниями-эмитентами.

3. Проведение мониторинга представления и полноты заполнения ежеквартальных отчетов компаний-эмитентов

Компании-эмитенты рассматриваемой совокупности все без исключения обязаны раскрывать информацию о своей деятельности в форме представления ежеквартальных отчетов эмитента эмиссионных ценных бумаг. Однако делают они это крайне нерегулярно. Так по состоянию на середину IV квартала 1999 года только 5 компаний из 12 представили отчетность на последнюю отчетную дату того периода[97] – III квартал 1999 года. По остальным компаниям последняя отчетность поступала либо в 1998 году, либо в начале 1999 года (см. табл. 31).

Именно в ежеквартальной отчетности содержится массив информации, необходимый, в том числе, для анализа фундаментальных факторов деятельности компаний-эмитентов. Однако государство в силу отсутствия жесткого контроля за периодичностью и полнотой поступления

[97] Система показателей состояния эмитентов составлена на 1 января 2000 года.

данных не способно отслеживать изменения в деятельности компаний-эмитентов и на основе анализа этих изменений принимать адекватные инвестиционные решения.

Таблица 31

Распределение компаний-эмитентов по факту представления ежеквартальных отчетов на 01 января 2000 года

Фирменное наименование и организационно-правовая форма	**Факт представления ежеквартального отчета**
Открытое акционерное общество "15 таксомоторный парк"	Нет отчетности за четыре последних квартала
Акционерное общество открытого типа "АВТОКОМБИНАТ N 9"	Нет отчетности за три последних квартала
Открытое акционерное общество "4-й таксомоторный парк"	Нет отчетности за два последних квартала
Открытое акционерное общество "ЛИНКО"	Нет отчетности за два последних квартала
Открытое акционерное общество "17 Таксомоторный парк"	Нет отчетности за последний квартал
Открытое акционерное общество "Московское транспортно-учебное предприятие "Марьино"	Нет отчетности за последний квартал
Акционерное общество открытого типа "Автокомбинат N 26"	Нет отчетности за последний квартал
Открытое акционерное общество "Пассажирский порт"	Нет нарушений
Открытое акционерное общество "9-й таксомоторный парк"	Нет нарушений
Открытое акционерное общество "7-й таксомоторный парк"	Нет нарушений
Открытое акционерное общество "Автокомбинат N 1"	Нет нарушений
Открытое акционерное общество "Сигма-Трансстрой"	Нет нарушений

Принципы раскрытия компаниями-эмитентами информации на рынке ценных бумаг являются фундаментальной основой для эффективного функционирования фондового рынка. Существующая на сегодняшний день практика представления и заполнения компаниями-эмитентами ежеквартальных отчетов создает массовую информационную асимметрию, не позволяет государству-инвестору и другим инвесторам принимать качественные инвестиционные решения. Наиболее часто встречающиеся на российском фондовом рынке информационные асимметрии следующие:

- не все компании-эмитенты сдают ежеквартальную отчетность (из 2864 компаний-эмитентов Центрального федерального округа, обязанных сдавать ежеквартальную отчетность, сдают - 1290);
- не полностью заполняются ежеквартальные отчеты;
- информация, содержащаяся в ежеквартальных отчетах, зачастую недостоверна и искажена.

Ситуация с нерегулярностью, неполнотой и недостоверностью поступления информации о деятельности компаний-эмитентов не позволяет ФКЦБ России на сегодняшний день создать

полноценную информационную базу мониторинга компаний-эмитентов, о которой говорилось выше, поскольку нельзя с уверенностью сказать, является ли информация, содержащаяся в ней, полной и достоверной. Выход из такой ситуации – организовать сплошной мониторинг поступающей информации путем перекрестного сравнения ее с уже имеющейся в распоряжении регулирующего органа информацией. Любые отклонения в том или ином параметре должны служить сигналом к более тщательной ее проверке.

Одновременно необходимо повышать ответственность компаний-эмитентов за полноту и корректность представления информации, содержащейся в ежеквартальных отчетах. Помимо применения административных санкций, предусмотренных Федеральным Законом «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» за непредставление отчетности, обязательной к раскрытию в соответствии с действующим законодательством, важно проводить и предупредительные мероприятия, исключающие возможность попадания недостоверной информации на рынок ценных бумаг, что позволит существенно снизить риски инвесторов на фондовом рынке.

4. Организация мониторинга наступления существенных фактов у компаний-эмитентов с последующим контролем за раскрытием этой информации

Из рассматриваемой совокупности транспортных предприятий только 3 компании-эмитента представили какие-либо сведения о наступлении существенных фактов (событий), при этом и они не являются исчерпывающими (см. табл. 32).

Таблица 32

Распределение компаний-эмитентов по факту представления существенных фактов

Фирменное наименование и организационно-правовая форма	**Сообщения о существенных событиях и действиях с присвоенными им уникальными кодами.**
Открытое акционерное общество "4-й таксомоторный парк"	Да
Открытое акционерное общество "Сигма-Трансстрой"	Да
Акционерное общество открытого типа "Автокомбинат N 26"	Да
Открытое акционерное общество "Пассажирский порт"	Нет
Акционерное общество открытого типа "АВТОКОМБИНАТ N 9"	Нет
Открытое акционерное общество "9-й таксомоторный парк"	Нет
Открытое акционерное общество "7-й таксомоторный парк"	Нет
Открытое акционерное общество "17 Таксомоторный парк"	Нет
Открытое акционерное общество "Автокомбинат N 1"	Нет
Открытое акционерное общество "ЛИНКО"	Нет
Открытое акционерное общество "Московское транспортно-учебное предприятие "Марьино"	Нет
Открытое акционерное общество "15 таксомоторный парк"	Нет

По оценкам РО ФКЦБ в Центральном федеральном округе более половины компаний-эмитентов на сегодняшний день вообще не раскрывают информацию о наступлении существенных фактов (событий), затрагивающих их финансово-хозяйственную деятельность, остальные делают это крайне нерегулярно.

Информация, представляемая в составе существенных фактов, является важной для инвестора, в том числе и государства, поскольку указывает на факт изменения основных фундаментальных факторов деятельности эмитента, например, таких как изменения в структуре акционерного капитала, значительные колебания прибыли и чистых активов компании, смена регистратора, генерального директора, крупные сделки и т.д.

Отследить наступление существенных фактов и событий можно на основе анализа информации, поступающей в составе ежеквартальных отчетов эмитентов, а также в ходе выездных проверок.

По мнению автора, организовать контроль за раскрытием информации о наступлении существенных фактов целесообразно путем анализа информации, поступающей в составе ежеквартальных отчетов, определения критических отклонений показателей отчета, свидетельствующих о наступлении существенных событий и последующего выявления фактов раскрытия этой информации. В случае, если информация не была раскрыта, к компании-эмитенту должны применяться санкции, предусмотренные действующим законодательством.

5. Анализ финансового состояния компании-эмитента, проводимый на этапе регистрации выпусков ценных бумаг, а также в процессе выездной проверки по жалобе акционера или инвестора

Регистрация выпусков ценных бумаг, размещаемых среди неограниченного круга инвесторов, по мнению автора, должна сопровождаться анализом соответствия финансового состояния компании-эмитента, их выпускающих, требованиям действующего законодательства по ценным бумагам. В случае выявления указанных несоответствий, выпуск ценных бумаг таких компаний-эмитентов должен приостанавливаться.

Кроме этого, при выявлении фактов неудовлетворительного состояния компании-эмитента при регистрации выпуска ценных бумаг, не урегулированных законодательно, регулирующий орган, должен раскрывать информацию о таких корпоративных эмиссиях, *заведомо несущих высокие риски, связанные с неустойчивым финансовым положением компании-эмитента*.

Также ФКЦБ России должна проводить анализ финансового состояния компании-эмитента в случаях, когда в комиссию поступает жалоба от акционера или инвестора на ущемление их прав и законных интересов, например, путем незаконного вывода активов из компании без их согласия. В этих случаях проверка финансового положения может осуществляться ФКЦБ в рамках выездной проверки деятельности компании-эмитента.

Однако сегодня у комиссии нет полномочий по проверке финансового состояния компаний или отдельных вопросов ее финансово-хозяйственной деятельности, связанных с рынком ценных бумаг. В этой связи, финансовое состояние проверяемой компании в большинстве своем остается за рамками полномочий комиссии. В связи с этим необходимо ввести порядок проверки финансового состояния компаний-эмитентов (путем составления соответствующей методики) в процессе проведения выездных проверок в случаях, когда есть письменная жалоба акционера или инвестора, в которой изложены факты нарушения их прав вследствие неудовлетворительного финансового положения компании-эмитента.

Целью проведения анализа в данном случае должно являться выявление фактов несоответствия раскрываемой финансовой информации реальному финансовому положению компании, а также отслеживание вывода активов из компании и использование денежных средств, вырученных от продажи ценных бумаг, на цели, не предусмотренные в проспекте эмиссии.

В отношении рассматриваемой совокупности компаний (см. главу II) выездные проверки не проводились, тем более не анализировалось их финансовое положение. Имели место лишь аналитические проверки, связанные с выявлением фактов непредставления ежеквартальной отчетности, которые проводились в период с февраля по сентябрь 1999 года. По итогам аналитических проверок во все компании-эмитенты были направлены предписания об устранении нарушений, связанных с порядком раскрытия информации на рынке ценных бумаг, которые были исполнены всеми компаниями-эмитентами.

Таким образом, по мнению автора, ФКЦБ должна отслеживать финансовое положение компаний-эмитентов в двух случаях: *на этапе регистрации выпусков ценных бумаг*, размещаемых путем открытой подписки, для целей предотвращения недобросовестных эмиссий, снижения рисков потенциальных инвесторов; и *по факту поступления жалоб от акционеров или инвесторов*, где указывается на нарушение их прав и законных интересов, касающихся финансовых аспектов деятельности компании-эмитента.

6. Требование к представлению в качестве приложения к проспекту эмиссии заключения независимого консультанта о финансовом состоянии компании-эмитента

Важнейшей составляющей информации, раскрываемой эмитентом в проспекте эмиссии при публичном размещении эмиссионных ценных бумаг, является информация о финансово-хозяйственной деятельности компании-эмитента. Так, помимо бухгалтерской отчетности за три последних финансовых года и последний отчетный период, заверенной аудитором, эмитент раскрывает информацию о своем положении в отрасли, конкурентах, внешних факторах, влияющих на его хозяйственную деятельность, прочих рисках, дает расшифровку дебиторской и кредиторской задолженности, представляет другую не менее важную финансово-экономическую информацию.

Однако анализ поступающих на регистрацию проспектов эмиссий показывает, что качество, полнота и достоверность представляемой информации далеки от совершенства. Прилагаемые аудиторские заключения только лишь подтверждают правильность ведения бухгалтерского учета и составления бухгалтерской отчетности, и ничего не говорят о реальном финансовом состоянии компании-эмитента. Таким образом, потенциальный инвестор не может получить из проспекта эмиссии всей необходимой информации для принятия качественного инвестиционного решения. Причин здесь несколько. Прежде всего, это отсутствие соответствующих знаний у эмитента и желания раскрывать информацию должным образом. Другая причина, это отсутствие со стороны государства должного контроля и требовательности полноты представления информации.

Один из вариантов выхода из этой ситуации – представление в качестве приложения к проспекту эмиссии заключения консалтинговой компании о финансовом состоянии компании-эмитента, предлагающего свои ценные бумаги на открытом рынке. В этом случае ответственность за достоверность и полноту представляемой там информации берет на себя консультант. Эмитент же вынужден будет понести определенные расходы, связанные с подготовкой подобного заключения.

Необходимо нормативным путем ввести требования по представлению подобных заключений в качестве приложений к проспекту эмиссий. В качестве обязательного, это положение должно применяться в отношении тех эмитентов, которые предлагают свои ценные бумаги к публичной продаже. Для остальных – по желанию самих эмитентов. На взгляд автора, такая мера существенно снизит риски инвестора, сделает проспект эмиссии более

информативным и полезным для участников рынка, приучит эмитентов к грамотному и полному раскрытию информации о своей финансово-хозяйственной деятельности.

По всей видимости, введение такого требования поставит вопрос о необходимости определения в законодательстве *консалтинговой деятельности как профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг*. Спор противников и сторонников лицензирования этого вида деятельности ведется уже давно, тем не менее, и те другие сходятся в одном - подпись юридически признанного профессионального участника рынка ценных бумаг на проспекте эмиссии подтверждает факт раскрытия достоверной информации и является по сути дела заключением о финансовом состоянии компании-эмитента.

7. Организация открытого конкурса инвестиционных проектов с привлечением для их оценки профессиональных участников рынка

В системе показателей состояния эмитентов ни у одной из представленных там компаний нет реализуемого или планируемого к реализации инвестиционного проекта или бизнес плана.

По причине отсутствия инвестиционных проектов значительная часть показателей, относящихся к оценке степени выполнения проектов, в том числе с использованием инструментов рынка ценных бумаг, в системе не рассчитана. РО ФКЦБ России в Центральном федеральном округе было специально проведено анкетирование рассматриваемых компаний по этому вопросу (каждому эмитенту был направлен специальный запрос). Во всех случаях ответ был отрицательным.

Такая ситуация характерна для большинства компаний рассматриваемой отрасли, особенно в Москве. В этой связи государство в лице ФКЦБ России должна взять на себя функцию по стимулированию компаний к разработке собственных бизнес-планов и представление их потенциальным инвесторам.

Одним из вариантов такой работы может стать организация конкурсов инвестиционных проектов с привлечением независимых оценщиков, аудиторов, инвестиционных компаний, средств массовой информации (на бесплатной для компаний-эмитентов основе). По результатам конкурса с компаниями, представившими лучшие проекты, при поддержке государства должна быть начата работа по их практической реализации и финансированию, в том числе через инструменты рынка ценных бумаг.

Цель такой работы – научить компании работать с потенциальными инвесторами, объяснить возможности использования рынка ценных бумаг по привлечению инвестиционных ресурсов, привлечь внимание инвесторов и общественности к потенциально рентабельным предприятиям. Для компаний-эмитентов участие в конкурсах может быть еще интересно, если, например, государство объявит об участии в финансировании лучших проектов наравне с другими участниками рынка.

Подобная работа во многом не свойственна государству, однако, инициация этих процессов без поддержки органов государственной власти сегодня не представляется возможной.

8. Создание единой информационной базы данных по компаниям-эмитентам

Проблемой государства в современной России является отсутствие взаимодействия в области информационного обмена между различными органами государственной власти. При этом на долю предприятий выпадает необходимость представления огромного объема отчетности: в налоговую инспекцию, в Государственный комитет по статистике, Федеральную комиссию по рынку ценных бумаг, отраслевые министерства и ведомства, правоохранительные органы, комитеты по регистрации, другие государственные органы. Таким образом, складывается ситуация, когда вместо того, чтобы воспользоваться информацией других органов власти, чиновник снова требует отчетность с предприятия. Отсутствие единого информационного пространства, связывающего государственные ведомства, характерно и для Москвы[98].

Создание единой информационной базы данных позволит снизить регулятивно-информационные издержки компании-эмитента, что приведет к их большей дисциплинированности и ответственности за качество представляемой информации.

---

[98] Как уже отмечалось выше (см. параграф 3 главы I), проблемой существующего сегодня системы бухгалтерской отчетности является неадекватность отражения финансовой ситуации на предприятии. С этой целью по предложению Правительства Москвы Мосгоркомстат своим постановлением № 1 от 5.01.1999 г. утвердил дополнительные формы обязательного статистического наблюдения за предприятиями с участием города: ФГД-1 и ФГД-2. Предполагалось, что пользователями этой информации станут все структуры Правительства Москвы, участвующие в управлении пакетами акций, принадлежащими городу. При этом с компании будет снята нагрузка по представлению подобной информации во множество государственных органов, будет достаточно лишь сдать эту отчетность в Мосгоркомстат. Однако на деле не сложилось единого информационного потока от предприятия к государственным органам. И проблема здесь в создании единой информационной базы данных.

В настоящее время в ФКЦБ аккумулируются огромный объем информации по компаниям-эмитентам. С созданием выше упомянутой базы данных этой информацией могут воспользоваться другие государственные органы, которые до сегодняшнего момента зачастую и не знают о такой возможности.

Таким образом, необходимо создание единой информационной базы данных по компаниям-эмитентам, позволяющей всем заинтересованным органам государственной власти, так или иначе, сталкивающимся с рынком ценных бумаг, проводить мониторинг деятельности компаний-эмитентов, получать существенную информацию об их финансовом состоянии, что, в свою очередь, позволит снизить информационную нагрузку на компании-эмитенты и повысит качество раскрываемой информации.

Выводу и результаты по параграфу 1:

- регулятивные решения государства на рынке ценных бумаг являются *необходимым условием реализации качественных инвестиционных решений всеми участниками фондового рынка, включая и государство-инвестора*;
- существующий на сегодняшний день регулятивный механизм рынка ценных бумаг *не совершенен, не позволяет инвесторам (в том числе государству) оценить риски своих инвестиций, что является причиной низкой инвестиционной активности на фондовом рынке в целом*;
- одной из причин несовершенства регулятивного механизма *является ограниченность регулятивных решений государства*, их направленность на формальное исполнение действующего законодательства, неспособность предложить реальные стимулы соблюдения норм и стандартов деятельности на рынке ценных бумаг;
- *разработаны предложения по развитию существующей системы регулятивных решений, сформулированы неординарные регулятивные решения*, которые будут способствовать созданию реальных стимулов у компаний-эмитентов раскрывать информацию о своей деятельности, повышать качество корпоративного управления, использовать фондовый рынок в качестве альтернативного источника привлечения инвестиций;

- применение разработанных неординарных регулятивных решений позволит *в дальнейшем государству-инвестору принимать качественные инвестиционные решения в отношении пакетов акций, находящихся в государственной собственности*.

§2 Инвестиционные решения государства на рынке ценных бумаг

В настоящем параграфе *предложены варианты инвестиционных решений (на примере рассмотренной в третьем параграфе главы II группы автотранспортных предприятий г. Москвы)*, принимаемых государством на основе анализа фундаментальных факторов состояния компаний-эмитентов.

Выступая в качестве эффективного собственника, город Москва как акционер *сталкивается с необходимостью учета двух основных аспектов при принятии инвестиционных решений в отношении пакетов акций акционерных обществ*.

Во-первых, это ***вопросы экономической эффективности управления пакетами акций***, что включает проблемы максимизации доходов при минимизации затрат. С одной стороны, *необходимо содействовать повышению прибыльности предприятий, что, соответственно, должно повысить доходы бюджета в виде налоговых и иных обязательных платежей, а также за счет получения более высоких дивидендов.* С другой стороны, необходима оптимизация затрат на поддержку находящихся в собственности города предприятий (что подразумевает и затраты на содержание штата сотрудников, занимающихся управлением.).

Во-вторых, ***необходимо учитывать и ряд социальных факторов***, касающихся вопросов занятости, уровня заработной платы, интересов потенциальных пассажиров, вопросов организации дорожного движения, экологической обстановки в городе, которые призваны решать органы муниципальной власти.

Для решения первого вопроса автором предлагается использовать ***метод интегральной рейтинговой оценки компании-эмитента с точки зрения экономической значимости его для города[99] (далее – рейтинг).***

Для целей построения настоящего рейтинга целесообразно рассматривать город с двух точек зрения: с точки зрения *города как акционера (аспект А)* и с точки зрения *города как фискального органа (аспект Б)*. Город как акционера интересует, насколько эффективно работает предприятие, зарабатывает ли прибыль, платит ли дивиденды. Фискальные же органы интересуют поступления в виде налогов, задолженность по таким поступлениям и пути погашения этой задолженности. Задачей построения рейтинга является *определение*

[99] Метод разработан специалистами отдела финансового анализа эмитентов РО ФКЦБ России в Центральном федеральном округе под руководством автора.

комплексной экономической значимости предприятия для города (аспект А + аспект Б), причем оба эти аспекта по принятому допущению являются равнозначными.

Источниками информации для построения рейтинга являются данные, содержащиеся в *системе показателей состояния компаний-эмитентов, подробно рассмотренной в третьем параграфе главы II.*

Схема построения рейтинга представлена на рисунке 17.

ИНТЕГРАЛЬНЫЙ *РЕЙТИНГ* ЗНАЧИМОСТИ (100%)

- **Выборка**
- **Нормализация**
- **Взвешивание**
- **Ранжирование**

Аналитические блоки	**Собственно хозяйственная деятельность**			**Диви-денды**	**Бюджетная эффективность**			
Вес блока	**46%**			**8%**	**46%**			
Аналитические подблоки	РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ		ДИНАМИКА ЧИСТЫХ АКТИВОВ	ДИВИДЕНДЫ (по пакету Москвы)	НАЛОГИ		ЗАДОЛЖЕННОСТЬ ПЕРЕД БЮДЖЕТОМ (Москвы)	
Вес подблока	**23%**		**23%**	**8%**	**23%**		**23%**	
Наименование рейтингового показателя	**Рентабельность нетто – активов**	**Чистая маржа**	**Динамика чистых активов**	**Дивиденды, начисленные на пакет города**	**Налоги, уплаченные в бюджет Москвы**	**Налоговая нагрузка на суммарные доходы**	**Задолженность перед бюджетом Москвы**	**Покрытие бюджетной задолженности**
Вес показателя	**4,60%**	**18,40%**	**23,00%**	**8,00%**	**21,85%**	**1,15%**	**2,30%**	**20,70%**
Обозначение рейтингового показателя	**РНА**	**ЧМ**	**СЧА**	**ДИВ**	**НАЛ**	**НАЛСД**	**ЗАД**	**ЗАДДС**

Рис.17 Схема построения рейтинга значимости предприятий для города

Как видно из рисунка 17 в системе построения рейтинга выделено ***три аналитических блока***: собственно хозяйственная деятельность, бюджетная эффективность и отдельно – дивиденды[100]. Почему дивиденды выделены в отдельную область? Дело в том, что дивиденды

[100] В расчете рейтинга не представлен аналитический блок - рыночные показатели акций компаний-эмитентов. Связано это с отсутствием рынка ценных бумаг большинства компаний-эмитентов, в уставных капиталах которых есть доля участия г. Москвы

одновременно – это и часть чистой прибыли, выплачиваемой акционерам, то есть доход акционера, и статья дохода в городском бюджете от участия Москвы в капиталах акционерных обществ. Таким образом, город заинтересован в выплате дивидендов и как акционер, и как фискальный орган. Однако, как показывает российская практика, предприятия не проводят взвешенную дивидендную политику, иными словами не платят дивиденды, поэтому этот показатель не должен значительно влиять на результат рейтинга. В результате аналитическим блокам: хозяйственная деятельность, дивиденды и бюджетная эффективность присвоены экспертным путем следующие веса: 46%, 8% и 46% соответственно (общий вес рейтинга – 100%).

Как было показано в главе I настоящей диссертации, существует большое количество показателей, с помощью которых можно оценить эффективность хозяйственной деятельности компании-эмитента и ее значимости для бюджета. Однако целесообразно сделать методику расчета рейтинга максимально простой и общедоступной. Поэтому были выделены ***5 наиболее существенных аналитических подблоков*** (рентабельность, динамика чистых активов, дивиденды, налоги, задолженность), а в рамках этих подблоков ***– 8 ключевых рейтинговых показателей***.

Рентабельность – это в общем виде эффективность предприятия. Рентабельность предприятия является критерием эффективности инвестиций, поэтому увеличение рентабельности компании – положительная новость для акционера и потенциального инвестора. Выбранные показатели рентабельности ***(чистая маржа и рентабельность нетто-активов)*** позволяют сравнивать эффективность деятельности предприятий различных отраслей экономики (различия в структуре доходов, налогообложении и т.д.) и предприятий с разными масштабами деятельности.

Динамика чистых активов отражает интенсивность развития бизнеса компании. Увеличение чистых активов компании-эмитента, у которой отсутствуют котировки акций на организованном рынке ценных бумаг, говорит о потенциальном росте стоимости этих акций, то есть гипотетически акционер получает доход от роста стоимости чистых активов компании. В методике расчета рейтинга показатель динамики стоимости чистых активов рассчитывается путем соотнесения с динамикой валюты баланса за тот же период. Это позволяет производить сопоставление предприятий с различными масштабами деятельности.

Дивиденды в методике расчета рейтинга берутся *начисленные* в расчете на величину пакета акций, принадлежащего городу, и в *абсолютном выражении*.

В рейтинге учитываются ***налоги***, уплаченные предприятием только в бюджет города Москвы, в абсолютном выражении. Под налогами понимаются все обязательные платежи в бюджет – налог на прибыль, на имущество и т.д. Для обеспечения сопоставимости данных в этом аналитическом подблоке рассчитывается *также показатель налоговой нагрузки на суммарные доходы компании*, позволяющий определить величину уплаченных налогов с общих доходов компании-эмитента.

По аналогии с налогами в рейтинге рассчитываются два показателя ***задолженности*** предприятий перед бюджетом города Москвы – собственно *задолженность в абсолютном выражении* и относительный *показатель покрытия бюджетной задолженности*. Дело в том, что характер задолженности может быть разный (условно хронический и условно технический, разовый). Если предприятие способно погасить задолженность живыми деньгами в любой момент времени, то эта задолженность не является критической.

После того, как по выбранной совокупности рейтингуемых компаний-эмитентов ***(выборка)*** произведен расчет приведенных выше показателей, для построения итогового рейтинга экономической значимости предприятий для города проводится их ***нормализация***, то есть каждый показатель каждого предприятия выборки приводится к нормальному, воспринимаемому виду[101].

Далее происходит ***взвешивание***, то есть экспертным путем определяются экспертные веса для каждого из 8 рейтинговых показателей. Веса в сумме равны 100% (см. рис. 17).

Итоговый рейтинг – сумма взвешенных нормализованных значений 8 показателей, рассчитанных по каждому предприятию из выборки.

Заключительным этапом построения рейтинга значимости предприятий для города является ***ранжирование*** предприятий ***(создание рейтингового листа)***, то есть выстраивание по значению рейтинга в порядке убывания, ***чем ниже рейтинг – тем менее экономически значимо предприятие для города в отчетном периоде***.

Таким образом, в верхней части рейтингового листа должны располагаться компании-эмитенты преимущественно со значительной стоимостью чистых активов на конец

---

[101] Нормализация возвращает нормализованное значение для распределения, характеризуемого средним и стандартным отклонением.

рассматриваемого периода, положительным их изменением по сравнению с предыдущим периодом, с наличием чистой прибыли и, возможно, фактом начисления дивидендов, а также уплатившие значительные налоги в бюджет города и не имеющие бюджетной задолженности (если задолженность есть, она покрывается денежными средствами компании).

Напротив, в нижней части рейтингового листа должны располагаться компании-эмитенты преимущественно с небольшой или отрицательной стоимостью чистых активов, с отрицательным их приростом, с убытками по итогам года, не уплатившие (или уплатившие незначительные) налоги в бюджет города, имеющие долги перед бюджетом и не способные эти долги погасить.

В целях дальнейшего использования полученных рейтинговых значений рассматриваемых компаний-эмитентов для принятия инвестиционных решений в отношении пакетов акций, находящихся в собственности государства, целесообразно с помощью статистико-математических методов (вычисления стандартного отклонения по генеральной совокупности) разбить полученные рейтинговые значения на пять основных групп, обозначив каждую группу определенным символом (см. табл. 33).

Таблица 33

Классификация групп компаний-эмитентов по результатам расчет рейтинга экономической значимости предприятий для города

Суммарный рейтинг		**Хозяйственная деятельность**		**Бюджетная эффективность**	**Итоговое определение рейтинга**
5А	и л и	Сверхэффективная хозяйственная деятельность	и л и	Сверхвысокая бюджетная эффективность	свидетельствует о наибольшей (максимальной, наиболее высокой) экономической значимости предприятия среди группы предприятий с долей города (по критериальным показателям) по совокупности основных (ключевых) показателей эффективности хозяйственной деятельности и бюджетной значимости
4А		Высокоэффектив-ная хозяйственная деятельность		Высокая бюджетная эффективность	свидетельствует об относительно высокой экономической значимости предприятия среди группы предприятий с долей города (по критериальным показателям) по совокупности основных (ключевых) показателей эффективности хозяйственной деятельности и бюджетной значимости
3А		Среднеэффектив-ная хозяйственная деятельность		Средняя бюджетная эффективность	свидетельствует о средней экономической значимости предприятия среди группы предприятий с долей города (по критериальным показателям) по совокупности основных (ключевых) показателей эффективности хозяйственной деятельности и бюджетной значимости
2А		Низкоэффектив-ная хозяйственная		Низкая бюджетная эффективность	свидетельствует об относительно низкой экономической значимости предприятия

		деятельность			среди группы предприятий с долей города (по критериальным показателям) по совокупности основных (ключевых) показателей эффективности хозяйственной деятельности и бюджетной значимости
А		Сверхнеэф-фективная хозяйственная деятельность		Сверхнизкая бюджетная эффективность	свидетельствует о наименьшей (максимальной, наиболее высокой) экономической значимости предприятия среди группы предприятий с долей города (по критериальным показателям) по совокупности основных (ключевых) показателей эффективности хозяйственной деятельности и бюджетной значимости Вызов на комиссию

Результаты расчета рейтинга значимости предприятий для города по совокупности автотранспортных предприятий, рассматриваемой в настоящей диссертации (см. главу II), представлены в таблице 34.

Таблица 34

Итоговый рейтинг компаний-эмитентов транспортной отрасли г. Москвы, тыс. руб.

Полное наименование	ЧПР*	Д.*доля	Налоги в БМ	Долги в БМ	СЧА_1999	Изм. СЧА	Доля города	Итоговый рейтинг
ОАО "Автокомбинат N 1"	18 595	258	6 218	-	90 542	12 844	15,00%	4А
ОАО "Пассажирский порт"	561	5	1 634	194	20 673	4 248	1,84%	3А
ОАО "Сигма-Трансстрой"	467	-	177	213	2 572	442	19,97%	3А
ОАО "7-ый таксомоторный парк"	1 340	11	2 850	398	10 071	220	49,00%	3А
ОАО "15-ый таксомоторный парк"	1 039	13	2 439	328	17 533	112	49,00%	3А
ОАО "17-ый таксомоторный парк"	942	15	3	-	10 746	161	49,00%	3А
ОАО "ЛИНКО"	703	19	1 280	198	16 058	140	49,00%	3А
ОАО "Московское транспортно-учебное предприятие "Марьино"	120	12	1 046	-	25 533	57	20,00%	3А
ОАО "АВТОКОМБИНАТ N 9"	5	-	1 299	221	11 586	- 87	24,96%	3А
ОАО "4-ый таксомоторный парк"	1	-	369	-	2 165	-20	49,00%	3А
ОАО "9-ый таксомоторный парк"	502	-	2 652	-	15 786	-1 705	49,00%	3А
ОАО "Автокомбинат № 26"	-2 016	-	-	-	6 527	-2 635	18,04%	А

* ЧПР – Чистая прибыль
Д.*доля – Размер дивидендов в расчете на долю г. Москвы
Налоги в БМ – Размер уплаченных налогов в бюджет Москвы
Долги в БМ – Размер задолженности по налоговым и прочим платежам в бюджет Москвы
СЧА_1999 – Стоимость чистых активов на конец 1999 года
Изм. СЧА – Изменение стоимости чистых активов по сравнению с 1998 годом

Дальнейший процесс принятия государством инвестиционных решений состоит в определении значимости ***второго аспекта*** деятельности компании-эмитента, а именно ***в определении его социального и инфраструктурного значения для экономики города***. В этом случае также может быть применен рейтинговый подход, основанный на определении количества социальных и инфраструктурных задач, решаемых каждой компанией-эмитентом (***рейтинг социальной значимости***). Такую оценку можно провести путем построения матрицы

участия исследуемых компаний-эмитентов в решении социальных и инфраструктурных задач экономики города. Пример построения такой матрицы приведен в таблице 35.

Таблица 35

Матрица участия компаний-эмитентов в решении социальных и инфраструктурных задач экономики города (на примере транспортной отрасли)

Социальные и инфраструктурные задачи экономики города	**Участие компаний-эмитентов в решении городских задач (в разрезе компаний-эмитентов)**					
	1	2	3	4	5	6
Уровень занятости	+	+	-	-	-	+
Величина заработной платы	+	+	-	-	-	-
Уровень обслуживания пассажиров	-	+	+	-	-	+
Соблюдение экологических норм	-	+	+	+	-	-

Очевидно, что при прочих равных условиях участие государства в компании-эмитенте под номером 5, деятельность которого не позволяет решать социальные задачи экономики города, не является приоритетным. Напротив, в отношении компании-эмитента под номером 2 может быть принято решение об управлении пакетом акций через представителя интересов города (фактически надзорная функция) – если она работает эффективно и задолженность перед бюджетом невелика; либо об увеличении пакета акций за счет конвертации долгов перед бюджетом города и проведении дальнейшей реструктуризации бизнеса – если компания неэффективна и имеет значительные долги перед бюджетом.

По аналогии с рейтингом экономической значимости исследуемые компании-эмитенты *целесообразно разбить на группы в соответствии с количеством социальных и инфраструктурных задач, которые они решают*, и *присвоить соответствующие рейтинги*.

Далее представляется целесообразным выделить следующие основные инвестиционные решения, которые может принять государство в процессе соей деятельности на рынке ценных бумаг:

1. Установление надзора за деятельностью компании (через представителя интересов города).
2. Продажа пакета акций как в эффективной (выход из проекта), так и в не эффективной компании.
3. Передача пакета акций в доверительное управление.
4. Реструктуризация бизнеса компании-эмитента через управление пакетом акций.

5. Создание холдинговых структур со стопроцентным участием города на основе пакетов акций нескольких компаний-эмитентов.

Возможность принятия того или иного инвестиционного решения в зависимости от рейтинговой группы экономической и социальной значимости компаний-эмитентов для города представлена в таблице 36.

Таблица 36

Матрица инвестиционных решений, принимаемых в зависимости от рейтинга экономической значимости компании и уровня ее участия в решении городских задач

Разработанные виды инвестиционных решений	**Рейтинг социальной и инфраструктурной значимости (по числу решаемых задач)**			
	с наибольшим числом решаемых задач 4Б	**со средним числом решаемых задач 3Б**	**с незначительным числом решаемых задач 2Б**	**с наименьшим числом решаемых задач Б**
Надзор	**3А-5А***	**5А**	**-**	**-**
Продажа	**-**	**А-3А**	**А-5А**	**А-5А**
Доверит. управление	**-**	**2А-4А**	**2А-4А**	**3А-4А**
Реструктуризация	**А-3А**	**А-2А**	**-**	**-**
Холдинг	**-**	**4А-5А**	**4А-5А**	**-**

* рейтинг экономической значимости компании-эмитента для города (при этом рейтинг А присваивается компаниям со сверх неэффективной хозяйственной деятельностью и сверхнизкой бюджетной эффективностью, рейтинг 5А соответственно компаниям, имеющим сверх эффективную хозяйственную деятельность и сверхвысокую бюджетную эффективность).

Как видно из таблицы 36, в отношении одной и той же компании-эмитента есть несколько вариантов принятия инвестиционных решений. Выбор того или иного решения зависит от анализа фундаментальных факторов каждой компании в отдельности, содержащихся в системе показателей состояния эмитентов (см. главу II).

Характеристика возможных инвестиционных решений

Ниже будет сделана попытка дать качественную оценку возможным вариантам предложенных инвестиционных решений применительно к рассматриваемой группе автотранспортных предприятий г. Москвы.

1. Надзор за эффективностью хозяйственной деятельности компаний-эмитентов через назначение представителей интересов города

Принятие государством решения о назначении представителя интересов государства из числа действующих чиновников должно приниматься лишь в том случае, если компания-эмитент *ведет эффективную хозяйственную деятельность, платит налоги, дивиденды, не*

имеет долгов перед бюджетом и является социальным и/или инфраструктурным предприятием для экономики города.

Связано это с тем, что ***система государственных представителей сама по себе не является эффективной***, поскольку, во-первых, чиновник не получает заработной платы за выполнение своих представительских функций, во-вторых, ведет эту работу фактически факультативно, то есть в свободное от основной работы время, в-третьих, не имеет достаточных знаний и квалификации для принятия грамотных решений по управлению государственным пакетом акций. В эффективно работающих компаниях от представителя государства требуется лишь текущий надзор за принимаемыми решениями на общих собраниях акционеров и на советах директоров в целях недопущения нарушения прав государства как акционера. Такая работа не требует больших затрат труда и времени и при определенном уровне образования вполне под силу государственному чиновнику.

Как было сказано выше (см. параграф 3 главы II), практически все компании-эмитенты рассматриваемой выборки нуждаются в улучшении своей финансово-хозяйственной деятельности. Более того, на сегодняшний день доля города в рассматриваемых компаниях колеблется от 15% до 60%, причем в части автотранспортных предприятий Москва не имеет даже блокирующего пакета[102]. В такой ситуации город не способен эффективно управлять своим пакетом акций через своего представителя в лице государственного чиновника.

Таким образом, назначение представителей города из числа действующих чиновников в отношении рассматриваемой выборки компаний-эмитентов, *по всей видимости, представляется нецелесообразным*.

2. Продажа пакета акций, принадлежащего городу с переходом к регулированию через систему нормативных актов

Принятие государством решения о продаже принадлежащему ему пакета акций, по мнению автора, может приниматься, если *предприятие не является социально значимым (может таковым и являться, если существуют административные методы воздействия)* и либо *работает эффективно и не нуждается в государственной поддержке, либо, наоборот, неэффективно и не является перспективным с точки зрения получения будущих доходов*.

---

[102] Регламентированное в ряде распоряжений и постановлений Правительства Москвы увеличение доли города путем передачи автомобилей «Метрокэб» в счет вклада в уставный капитал и получения в собственность города акций 2-й эмиссии не состоялось.

В случае принятия городом решения о продаже важен вопрос о способах дальнейшего влияния города на деятельность автотранспортных компаний-эмитентов с целью решения социальных и инфраструктурных задач.

В ряде случаев город может оставить в собственности пакеты акций эффективно работающих компаний-эмитентов. Это может происходить в случаях, когда в целях снижения нагрузки на бюджет и снятия проблемы поиска источников дополнительных средств, *доходы от деятельности эффективных компаний, получаемые городом, могут использоваться для финансирования предприятий, выполняющих социальные функции, деятельность которых, вероятнее всего, будет убыточным. Еще одним вариантом отказа от продажи эффективно работающих компаний-эмитентов может стать принятие решение о создании единого транспортного холдинга с передачей в него пакетов акций этих компаний (см. раздел «Создание интегрированного холдинга»).*

С другой стороны, в нынешней ситуации (что подтверждается данными, представленными на рисунке 18)[103] основную часть поступлений в бюджет от автотранспортных предприятий *составляют налоговые поступления*, при этом дивиденды выплачивали по итогам 1999 года менее трети проанализированных предприятий. В связи с этим можно сделать вывод о том, что при продаже пакетов акций данных предприятий упущенная выгода (потенциальные дивиденды) будет минимальной.

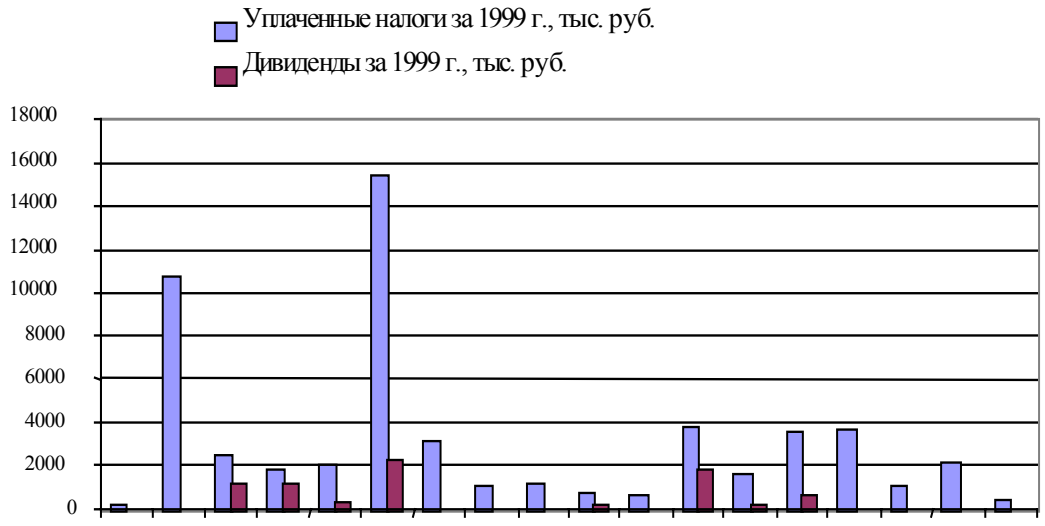


Рис.18 Соотношение доходов города от налоговых и дивидендных поступлений в 1999 году

[103] График составлен на основании отчетности (форма ФГД-1) 18 акционерных обществ, входящих в комплекс автотранспортных предприятий с долей города.

Таким образом, в отношении рассматриваемой ряда компаний эмитентов рассматриваемой совокупности, *имеющих наименьший уровень выполнения социальных задач и являющихся наиболее неэффективными, скорее всего, целесообразно принять решение о продаже пакетов акций, принадлежащих городу*.

3. Передача государственных пакетов акций в доверительное управление

Основным нормативным актом, регулирующим вопросы передачи акций г. Москвы в доверительное управление является Положение о порядке передачи в доверительное управление акций (долей участия) города Москвы в коммерческих организациях, утвержденное постановлением Правительства Москвы от 03.02.98г. №86. Стоит отметить, что положения этого постановления не в полной мере отвечают интересам города и не позволяют привлечь действительно профессионального доверительного управляющего на действительно конкурсной основе.

Помимо несовершенства регионального законодательства важным является также вопрос эффективности передачи пакетов акций в доверительное управление профессиональным участникам рынка ценных бумаг, не имеющим опыта работы и фактически не владеющим спецификой транспортной отрасли.

Во-первых, поскольку город не является обычным инвестором на рынке ценных бумаг, то принадлежащие ему пакеты акций стоит рассматривать *как прямые инвестиции в автопредприятия с целью получения определенного контроля над деятельностью отрасли*, оказания влияния при принятии важных решений, а *не как портфельные инвестиции, направленные на получение дохода*.

Во-вторых, доверительный управляющий, являющийся профессиональным участником рынка ценных бумаг, располагает штатом квалифицированных специалистов именно в области рынка ценных бумаг и фактически не имеет опыта и достаточной подготовки для выведения автотранспортных предприятий на определенный уровень показателей финансово-экономической деятельности. На данном этапе наиболее важные и требующие безотлагательного решения проблемы развития отрасли лежат не в плоскости рынка ценных бумаг.

Однако действующее на сегодняшний день российское законодательство требует от доверительного управляющего наличия у него соответствующей лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выдаваемой ФКЦБ России. Для выхода из этой ситуации

существует вариант создания схемы доверительного управления, сходной по структуре с пулами прямых инвестиций, когда профессиональным участником рынка ценных бумаг, имеющим лицензию на деятельность по доверительному управлению, привлекаются к работе специалисты в определенной предметной области (в данном случае в области таксомоторных перевозок). Такая схема вполне вписывается в существующее законодательство по ценным бумагам, разрешающее совмещать профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг с иными видами предпринимательской деятельности (постановление ФКЦБ России «Об утверждении порядка лицензирования отдельных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации» от 15 августа 2000 года № 10)[104]. Однако существующие прецеденты создания такого рода пулов показывают, что, как правило, такие сложные схемы действительно работают только при условии серьезных вложений, привлечения специалистов высокого класса и создаются для управления предприятиями, имеющими серьезный потенциал в своей отрасли. Другим необходимым условием является наличие контрольного или блокирующего пакета акций в руках управляющего.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что вариант передачи в доверительное управление пакетов акций рассматриваемых автотранспортных предприятий является возможным, однако несовершенство законодательства в этой области, низкая инвестиционная привлекательность компаний-эмитентов и отсутствие значимых пакетов акций позволяют предположить, что эффективность такого решения будет низкой (практика показала, что единственным интересом сторонних инвесторов является имущественный комплекс, но никак не развитие таксомоторных перевозок).

4. Реструктуризация бизнеса компании-эмитента через управление пакетом акций

Реструктуризация бизнеса компании-эмитента через управление пакетом акций представляет собой одну из форм реорганизации акционерного общества, предусмотренного Федеральным законом «Об акционерных обществах», то есть *формирование более устойчивых и конкурентоспособных хозяйственных структур.* Помимо этого, реструктуризация бизнеса предполагает также *инициирование собственником пакета акций вопросов о смене*

---

[104] Подробнее о проблеме доверительного управления пакетами акций, принадлежащими государству, см. статью автора в журнале «Вестник НАУФОР» (Ефимов М.В. Доверительное управление пакетами акций, находящимися в государственной (муниципальной) собственности//Вестник НАУФОР. – 2000. - № 4(36). – С.50

менеджмента компании, изменении организационной и управленческой структуры, о вхождении или иных формах участия в холдингах и иных промышленных группах и т.д.

Однако стоит отметить, что для инициирования подобных вопросов собственник должен обладать контрольным пакетом акций, или же вступить в коалицию с другими акционерами для решения этих вопросов.

В отношении рассматриваемой группы автотранспортных предприятий принятие решения со стороны государства *о проведении реструктуризации бизнеса компаний является, скорее всего, необходимым*, поскольку, как было сказано в параграфе 3 главы II их финансово-хозяйственная деятельность, система управления и менеджмент являются неэффективными. Сдерживающим фактором является отсутствие достаточного пакета акций, что не дает возможности государству в полной мере проводить единую политику развития бизнеса в рассматриваемых компаниях-эмитентах. Одним из вариантов реструктуризации бизнеса компаний-эмитентов является создание специализированного холдинга.

5. Создание интегрированного холдинга

Наиболее перспективным вариантом представляется *создание интегрированного холдинга, специализирующегося на предоставлении услуг по перевозкам легковым автотранспортом.* При этом, учитывая интерес частных компаний к этому виду коммерческой деятельности, важным является рассмотрение вопроса о конкурентных преимуществах этого холдинга.

В случае создания холдинга, в отличие от варианта продажи городом своих пакетов акций, более реальным представляется контроль за выполнением требований, как к водителям, так и к техническим характеристикам автомобилей-такси, закрепленных постановлением Правительства Москвы от 20.04.99г. № 345 «О дополнительных организационно-правовых мерах дальнейшего осуществления, развития и регулирования таксомоторных перевозок в г. Москве».

С другой стороны, появляется возможность проведения единой ценовой политики (с целью привлечения пассажиров), привлечения кредитов на более выгодных условиях.

Также появится *возможность использовать инструменты рынка ценных бумаг для финансирования деятельности компаний*, поскольку каждая в отдельности компания не удовлетворяет требованиям и стандартам фондового рынка, а единый крупный отраслевой

холдинг является уже более привлекательным объектом для инвестиций со стороны участников рынка ценных бумаг (подробнее см. параграф 3 настоящей главы) .

В то же время, это инвестиционное решение требует от города дополнительных затрат, связанных с формированием самого холдинга, увеличением доли участия в акционерном капитале, разработкой и реализацией плана развития отрасли, маркетинговой политики и т.д.

Дополнительным препятствием для этого варианта может быть нежелание других акционеров автотранспортных предприятий терять возможность влияния на принятие решений вследствие уменьшения или перераспределения их долей участия в капитале компаний-эмитентов, на основе которых формируется холдинг.

Выбор инвестиционного решения на основе применения разработанного алгоритма

Предложенные варианты инвестиционных решений в отношении рассматриваемой группы компаний-эмитентов не являются однозначными с точки зрения достижения целей государства, поэтому принятие решений должно осуществляться поэтапно, а именно: (1) применение алгоритма принятия решений на основе рейтинговых оценок экономической и социальной значимости для города и (2) использование экспертных заключений при выборе окончательного инвестиционного решения.

В соответствии с разработанным алгоритмом принятия государством-инвестором инвестиционных решений в отношении рассматриваемой группы компаний-эмитентов существует набор инвестиционных решений, представленных в таблице 37. При этом надо иметь в виду, что рейтинговая оценка социальной и инфраструктурной значимости рассматриваемых компаний-эмитентов для города не проводилась по причине отсутствия конкретного перечня этих задач. В таблице, приведенной ниже, социальный рейтинг компаниям-эмитентам был присвоен автором экспертным путем на основе опроса специалистов РО ФКЦБ в Центральном федеральном округе и Управления транспорта и связи Правительства Москвы (4Б - с наибольшим числом решаемых социальных и инфраструктурных задач, Б - с наименьшим числом решаемых социальных и инфраструктурных задач).

Таблица 37

Возможные варианты инвестиционных решений в отношении рассматриваемых компаний-эмитентов

Наименование компании-эмитента	Рейтинг экономической значимости	Рейтинг социальной и инфраструктурной значимости	Варианты инвестиционных решений
ОАО "Автокомбинат N 1"	**4А**	**3Б**	• доверительное управление • холдинг
ОАО "Пассажирский порт"	**3А**	**3Б**	• продажа • доверительное управление • холдинг
ОАО "Сигма-Трансстрой"	**3А**	**Б**	• продажа • холдинг
ОАО "7-ый таксомоторный парк"	**3А**	**2Б**	• продажа • доверительное управление • холдинг
ОАО "15-ый таксомоторный парк"	**3А**	**3Б**	• продажа • доверительное управление • холдинг
ОАО "17-ый таксомоторный парк"	**3А**	**3Б**	• продажа • доверительное управление • холдинг
ОАО "ЛИНКО"	**3А**	**Б**	• продажа • холдинг
ОАО "Московское транспортно-учебное предприятие "Марьино"	**3А**	**Б**	• продажа • холдинг
ОАО "АВТОКОМБИНАТ N 9"	**3А**	**2Б**	• продажа • доверительное управление • холдинг
ОАО "4-ый таксомоторный парк"	**3А**	**Б**	• продажа • холдинг
ОАО "9-ый таксомоторный парк"	**3А**	**Б**	• продажа • холдинг
ОАО "Автокомбинат № 26"	**А**	**2Б**	• продажа

Как видно из таблицы, в отношении каждой компании-эмитента существуют несколько вариантов инвестиционных решений. Это, по мнению автора, объясняется тем, что рейтинговый подход в данном случае является лишь основанием для принятия инвестиционного решения. Выбор конкретного варианта решения должен быть индивидуален и основываться на более глубоком анализе фундаментальных факторов состояния конкретной компании-эмитента.

Например, важным аспектом в процессе выбора инвестиционного решения является анализ состава имущественного комплекса или основных активов автотранспортных компаний-

эмитентов, поскольку, наличие ликвидных активов является одним из привлекательных факторов, влияющих на принятие инвестиционного решения потенциальным инвестором. Состояние же активов компании (реальная рыночная стоимость, наложенные обременения и т.д.) в текущей бухгалтерской отчетности не отражаются, поэтому этот анализ может быть сделан только на основе более глубоких исследований по месту нахождения компании и не может быть учтен в рейтинговой оценке.

Компании-эмитенты, имеющие значительные материальные активы, целесообразно передавать в состав создаваемого автотранспортного холдинга, даже если деятельность самой компании неэффективна (со сменой руководства эффективность использования активов должна улучшиться). Наоборот, неэффективные компании-эмитенты, не имеющие больших активов, вряд ли могут представлять какой-либо интерес для города, поэтому их необходимо продавать с разрешением изменения профиля деятельности, например организации платных стоянок и сервисных центров на их территории. Доверительное управление по причинам, рассмотренным выше, на данном этапе является неэффективным инвестиционным решением.

Таким образом, на основании анализа фундаментальных факторов состояния компаний-эмитентов рассматриваемой выборки автором экспертным путем выбраны рекомендуемые варианты инвестиционных решений, которые могут быть приняты городом в процессе управления принадлежащими ему пакетами акций автотранспортных компаний-эмитентов (см. табл. 38).

Таблица 38

Инвестиционные решения в отношении компаний транспортной отрасли г. Москвы

Создание единого автотранспортного холдинга	• ОАО "Автокомбинат N 1", • ОАО "7-й таксомоторный парк", • ОАО "17-й таксомоторный парк", • ОАО "15-й таксомоторный парк", • ОАО "ЛИНКО", • ОАО "9-й таксомоторный парк", • ОАО "4-й таксомоторный парк"
Продажа пакетов акций, принадлежащих государству	• ОАО "Пассажирский порт", • ОАО "Сигма-Трансстрой", • ОАО "Московское транспортно-учебное предприятие "Марьино", • ОАО "Автокомбинат № 9", • ОАО "Автокомбинат № 26"

Данные решения не являются окончательными и исчерпывающими, поскольку, возможно, в проведенном анализе не учтены ряд фундаментальных факторов, способных изменить предложенные решения (выезд на место расположения этих предприятий автором не производился). Однако изложенный выше алгоритм и результаты его применения показывают возможность его использования на практике для целей принятия государством-инвестором качественных инвестиционных решений.

Выводы и результаты по параграфу 2:

- в процессе принятия инвестиционных решений в отношении пакетов акций город Москва *сталкивается с необходимостью исследования двух основных аспектов*: *экономической эффективности деятельности компании-эмитента для города как акционера и города как фискального органа, и участия компании-эмитента в решении социальных и инфраструктурных задач города*;
- для решения первого круга вопросов предлагается использовать *метод интегральной рейтинговой оценки компании-эмитента с точки зрения экономической значимости ее для города;*
- социальный аспект предлагается определять путем построения *матрицы участия рассматриваемых компаний-эмитентов в решении социальных и инфраструктурных задач города, на основе которой строится соответствующий рейтинг их значимости*;
- предложен алгоритм объединения суждений об экономической и социальной значимости компаний-эмитентов для города, формирования на этой основе вариантов инвестиционных решений с последующим выбором конечной инвестиционной стратегии города;
- сконструирован перечень инвестиционных решений, которые может принять государство, опираясь на результаты расчета рейтингов экономической и социальной значимости для города, и дана оценка эффективности их применения во взаимосвязи с рассматриваемой группой автотранспортных компаний-эмитентов;
- в отношении рассматриваемой группы автотранспортных предприятий на основании изложенного алгоритма принятия инвестиционных решений было предложено два

варианта решений: *часть пакетов акций (в основном миноритарных) неэффективно работающих компаний-эмитентов продать, на основе оставшихся пакетов создать единый интегрированный транспортный холдинг*;

§3 Вывод компаний-эмитентов на организованный рынок ценных бумаг (на основе результатов фундаментального анализа)

Одной из задач, которую должно решить государство в процессе своей инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг и о которой говорилось в первом параграфе главы II, является ***содействие выходу компаний-эмитентов на организованный рынок ценных бумаг с целью привлечения инвестиций через использование инструментов фондового рынка***.

Выход компании-эмитента на рынок ценных бумаг - это появление котировок ее ценных бумаг (акций или облигаций) на организованных торговых площадках. Возможные варианты выхода на рынок:

- организация вторичного обращения ранее выпущенных ценных бумаг;
- первичное размещение ценных бумаг на организованных торговых площадках, проводимое путем открытой подписки.

Процедура включения ценных бумаг в котировальный лист включает анализ компании-эмитента на предмет соответствия ее требованиям, установленным правилами листинга. Листинг - процедура допуска ценных бумаг к торгам на фондовой бирже, является важной составляющей системы контроля за рисками на рынке ценных бумаг, поскольку препятствует появлению на рынке компаний, не имеющих достаточной капитализации и розничного акционерного капитала, находящихся в неудовлетворительном финансовом положении, не являющихся информационно прозрачными с точки зрения потенциальных инвесторов. В таблице 39 приведены требования, предъявляемые к компаниям-эмитентам и их ценным бумагам при прохождении листинга на Московской Межбанковской Валютной бирже.

Таблица 39

Требования к листингу на Московской Межбанковской валютной бирже

	Первый уровень	**Второй уровень**	**Внесписочные ценные бумаги**
Обращаемость ценных бумаг	Ценные бумаги должны быть свободно обращаемыми	Ценные бумаги должны быть свободно обращаемыми	x
Размер чистых активов	Не менее 3 000 000 000 **(Трех миллиардов)** рублей	Не менее 60 000 000 **(Шестидесяти миллионов)** рублей	x
Срок существования деятельности	**Не менее трех лет**. В случае образования эмитента вследствие реорганизации в форме	**Не менее одного года.** В случае образования эмитента вследствие реорганизации в форме	

компании	преобразования срок осуществления деятельности эмитента исчисляется с момента государственной регистрации юридического лица-правопредшественника	преобразования срок осуществления деятельности эмитента исчисляется с момента государственной регистрации юридического лица-правопредшественника	x
Количество акционеров	**Не менее 1000**	**Не менее 500**	x
Безубыточность	В течение любых двух лет из трех лет, предшествующих подаче заявления на листинг	x	x
Поддержание котировок маркет-мейкерами	Согласие не менее **трех** организаций - членов Секции фондового рынка выполнять функции **маркет-мейкеров** на рынке данной ценной бумаги. В торговой системе Биржи на постоянной основе должны присутствовать котировки не менее **трех маркет-мейкеров**	Согласие не менее **двух** организаций - членов Секции фондового рынка выполнять функции **маркет-мейкеров** на рынке данной ценной бумаги. В торговой системе Биржи на постоянной основе должны присутствовать котировки не менее **двух маркет-мейкеров**	x
Минимальный объем продаж акций на рынке ММВБ	В среднем за месяц по итогам каждого отчетного квартала – не менее 1 500 000 **(Одного миллиона пятисот тысяч)** рублей	В среднем за месяц по итогам каждого отчетного квартала – не менее 300 000 **(Трехсот тысяч)** рублей	x
Объем выпуска (для облигаций)	Не менее 200 000 000 **(двухсот миллионов)** рублей	x	x

Организация обращения ценных бумаг на фондовых биржах не отрицает существования и внебиржевого рынка ценных бумаг. Однако внебиржевой рынок не позволяет решить одну из главнейших задач выхода компании на рынок ценных бумаг – *определение ее справедливой рыночной стоимости и привлечение значительных инвестиции, что влечет за собой открытость компании, справедливое отношение к акционерам, независимый аудит и т.д.*

На организованном фондовом рынке сегодня обращаются примерно 100 акций крупнейших российских компаний, при этом большая часть сделок совершается с акциями очень ограниченного круга эмитентов – сделки с 4-6 эмитентами составляют 85-90% оборотов рынка[105]. Большинство эмиссий носит технический характер и не имеет ничего общего с привлечением инвестиций с рынка ценных бумаг. В этой ситуации государство не может выполнять только те задачи, которые свойственны ему на высокоразвитых рынках (раскрытие информации, предупреждение конфликтов интересов, защита прав акционеров)[106]. На этапе

[105] Миркин Я.М. Программа вывода предприятий на рынок ценных бумаг//Индикатор. – 2000. - № 1 (29). – С.15
[106] Там же С.15

становления и развития фондового рынка, как это происходит в России, именно *государство должно взять на себя функцию по созданию наиболее благоприятных условий для компаний-эмитентов, желающих и готовых финансировать свое производство путем заимствований на организованном рынке ценных бумаг*. В таблице 40 приведен далеко не полный перечень первоочередных шагов государства *в направлении создания условий для выхода компаний-эмитентов на рынок ценных бумаг*.

Таблица 40

Первоочередные меры государства, направленные на развитие рынка корпоративных ценных бумаг

1	Налоговое стимулирование приобретателей ценных бумаг, целевые налоговые льготы для компаний, выходящих на рынок, отмена налога на операции с ценными бумагами.
2	Снижение регулятивных и временных издержек при выпуске ценных бумаг.
3	Установление обязательных размеров вложений для пенсионных фондов и страховых компаний в корпоративные ценные бумаги.
4	Стимулирование инвестиций менеджеров и работников в новые выпуски акций своих предприятий.
5	Отбор на уровне государственных министерств и ведомств крупных инвестиционных проектов финансируемых путем выпуска корпоративных ценных бумаг и содействие в их реализации.
6	Обеспечение защиты прав и законных интересов инвесторов и акционеров, повышение качества корпоративного управления компаний-эмитентов.
7	Создание в публичном доступе информационных баз данных по компаниям-эмитентам.
8	Широкое информирование в средствах массовой информации выхода компаний на рынок ценных бумаг.
9	Просветительская работа с населением.

Активное стимулирование государством выхода компаний-эмитентов на рынок ценных должно осуществляться с помощью мер, сочетающих методы как экономического, так и (в необходимых случаях) административного воздействия[107]. Эти меры должны найти отражение ***в программе вывода компаний-эмитентов на фондовый рынок***, которая должна разрабатываться, например, на три года, и быть обязательной для исполнения соответствующими органами государственной власти, ответственными за проведение государственной экономической политики. Отбор компаний в эту программу должен осуществляться на основе использования *методов фундаментального анализа компаний-эмитентов, методика проведения которого разработана в настоящей диссертации* (например, вывод сформированного автотранспортного холдинга на рынок ценных бумаг или вывод отдельных компаний-эмитентов, имеющих рейтинг 4А и выше, а в отношении компаний, имеющих рейтинг 3А - реструктуризация и вывод на рынок).

[107] Сизов Ю. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России. Московский опыт. – М.: Планета 2000, 1999. – С.135

Основными элементами программы должны стать: выбор объектов вывода на основе использования методов фундаментального анализа, определение порядка и сроков выхода на рынок, организация мониторинга выхода на рынок, привлечение профессиональных финансовых консультантов, андеррайтеров, аудиторов, иных финансовых посредников, отбор торговых площадок, согласование порядка выпуска и обращения ценных бумаг, определение круга инвесторов, на которого ориентированы ценные бумаги. В рамках этой программы государство должно также определить свои цели и задачи, сформулировать внятную инвестиционную стратегию в случае, если выводятся компании-эмитенты, имеющие в уставном капитале пакет акций государства. Должен быть определен порядок взаимодействия государственного регулятора, финансовых посредников и компании-эмитента, чьи ценные бумаги выводятся на рынок.

Наконец, важной составляющей программы вывода на рынок является организация мониторинга ее выполнения на основе применения государством методов фундаментального анализа компаний-эмитентов для целей необходимой корректировки программы в случае, если меняется текущая макроэкономическая и микроэкономическая конъюнктура. В процессе реализации программы вывода компаний-эмитентов на фондовый рынок государство должно реализовывать собственную инвестиционную стратегию в отношении предприятий с его участием, принимать качественные инвестиционные решения, а также участвовать в управлении компанией с целью повышения ее инвестиционной привлекательности.

Ряд субъективных и объективных причин мешают реальному выходу компаний-эмитентов на рынок ценных бумаг.

Во-первых, это *отсутствие понимания менеджмента о целесообразности и преимуществах выхода на фондовый рынок*. При этом российские предприятия остро нуждаются в инвестициях. По оценкам экспертов реальная потребность в инвестиционных средствах на ближайшие годы составляет 200-250 млрд. руб.[108] Одним из источников привлечения этих ресурсов является рынок ценных бумаг. В процессе реализации проекта Правительства Москвы по выводу московских предприятий на рынок ценных бумаг многие консультанты столкнулись с полным непониманием менеджмента выводимых компаний целей выхода на рынок.

---

[108] Миркин Я.М. Восстановление российского фондового рынка и развитие реального сектора экономики России. – М.: Московская межбанковская валютная биржа, 1999. – С.13

> Практически все руководители без исключения говорили что, предприятию нужны оборотные средства, что основные средства изношены и требуется их модернизация. Одновременно жаловались на неприемлемые условия банков и на государство, которое поставило их в жесткие рамки, но когда заходил разговор о возможностях рынка ценных бумаг, оказывалось, что они ничего не знают об этом[109].

Поэтому первая проблема, которую необходимо решить - разъяснить предприятиям возможность привлечения инвестиционных ресурсов посредством выпуска корпоративных ценных бумаг, использования рынка ценных бумаг как канала поступления финансовых ресурсов на предприятие. В первую очередь, этим должны заняться консалтинговые компании. Государство, со своей стороны, должно проводить просветительскую работу среди руководителей предприятий, населения, сотрудников органов государственной власти, сталкивающихся с вопросами рынка ценных бумаг.

Во-вторых, это *желание получить контроль над предприятием*. Как правило, менеджмент, группа инвесторов, стоящих за ним, или коалиция крупных акционеров, стремятся получить полноценное влияние на предприятие. Это желание объясняется необходимостью установления контроля над финансовыми потоками компании с целью изъятия недивидендных доходов, значительно превышающих официально публикуемые финансовые результаты деятельности компании. Получение контроля подразумевает концентрацию не менее 67%[110] голосующих акций. Только в таком случае руководителя или акционеров удается убедить в необходимости выхода на рынок. При этом надо отметить, что в процессе конструирования эмиссии консультант в качестве одной из целей может предусмотреть перераспределение акционерной собственности, если она осуществляется в рамках действующего законодательства по ценным бумагам.

В-третьих, *вопрос сохранения в процессе выхода на рынок уже полученного контроля над компанией-эмитентом.* Сегодня в России сложился крупнооптовый рынок ценных бумаг. Собственники блокирующих и контрольных пакетов акций, получившие их в тяжелой борьбе приватизационного периода, предпочитают лишний раз не давать возможность

---

[109] По данным двух признанных консалтинговых компаний, участвовавших в проекте Правительства Москвы по выводу московских предприятий на рынок ценных бумаг - ООО «Московское агентство ценных бумаг» и ООО «Фондовые исследования».

[110] В соответствии с законом «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» решение о размещении акций посредством закрытой подписки принимается только общим собранием акционеров двумя третями голосов, если большее количество голосов не предусмотрено в уставе.

недружественным конкурентам перехватить контроль. Поэтому убедить таких собственников в выходе компаний на рынок крайне тяжело. Однако в этой ситуации есть несколько юридически верных решений, позволяющих сохранить контроль и осуществить выход компании на рынок ценных бумаг. Это, прежде всего, внесение изменений в устав, предусматривающих первоочередное право выкупа акций новой эмиссии старыми акционерами, а также выпуск акций в заранее определенном количестве, которое позволяет сохранить контроль над компанией-эмитентом.

Другое возможное решение - выпуск облигаций или привилегированных акций. Рынок облигаций сегодня в России переживает период своего активного развития. Однако, для привлечения значительных финансовых ресурсов через выпуск облигаций необходимо либо обеспечение третьих лиц, которое получить для некоторых компаний достаточно проблематично, либо значительный размер уставного капитала, который у большинства компаний ничтожно мал. В этой связи более реальным является выпуск привилегированных акций. Они не дают право голоса, то есть позволяют сохранить контроль, и имеют фиксированный дивиденд, что делает эту ценную бумагу интересной для инвесторов (прежде всего, мелких). Однако в этом случае компании необходимо неукоснительно соблюдать обязательства по выплате дивидендов, чтобы не допустить голосования этими акциями.

Следующая проблема - *низкая капитализация компаний-эмитентов*. Большинство российских предприятий имеют небольшой уставный капитал, сформировавшийся еще во времена приватизации[111]. Кроме того, многие компании не проводили независимую оценку своих основных активов для целей определения их реальной рыночной стоимости и отражения в бухгалтерской отчетности. Все это приводит к тому что, стоимость компании-эмитента в соответствии с ее финансовыми документами ничтожно мало. Такая ситуация, безусловно, является препятствием появления котировок ценных бумаг компании на фондовом рынке. Поэтому выходу компании на рынок ценных бумаг должна предшествовать переоценка (если таковая не делалась) и проведение технической эмиссии, связанной с увеличением уставного капитала общества. При этом одновременно в ряде случаев необходимо провести дробление акций для целей максимального увеличения розничности акционерного капитала. Это, в свою

[111] Из 74 московских предприятий, которые участвуют в проекте Правительства Москвы по выводу их акций на рынок ценных бумаг, 28 (40%) имеют уставный капитал до 50 тысяч рублей. При этом средняя величина чистых активов составляет 37 миллионов рублей. Наиболее характерный пример - Завод детских молочных продуктов (УК - 19 тысяч рублей, чистые активы - 238 миллионов рублей).

очередь, позволит сохранить контроль над предприятием, а выпуск на фондовый рынок незначительного пакета акций (порядка 10-15%) при розничном акционерном капитале сделает рынок ценных бумаг компании-эмитента относительно ликвидным.

Поиск компетентных и добросовестных консультантов, юристов, андеррайтеров, аудиторов также является существенной проблемой для компаний-эмитентов. Выход общества на рынок ценных бумаг не возможен без привлечения профессиональных компаний, которые возьмут на себя все бремя проблем по организации котировок ценных бумаг компании на фондовом рынке. В настоящее время на рынке осуществляется явный дефицит качественных недорогих услуг, таких как оказания помощи в проведении собрания акционеров, проведения недорого аудита, подготовки документов при проведении эмиссий, оказания помощи в размещении акций, предоставление консультаций по инвестициям. Сейчас такого рода услуги оказывают брокеры, реестродержатели, депозитарии. Однако в дальнейшем данная ниша может быть заполнена сетью специализированных консалтинговых фирм.

Многие руководители недооценивают важность и нужность финансовых консультантов, зачастую привлекая некомпетентные компании. Такая ситуация чревата для компании-эмитента утечкой коммерческой и иной информации, поскольку финансовый консультант по роду своего бизнеса вынужден вникать во все тонкости финансово-хозяйственной деятельности компании-эмитента. Признаваемый на рынке консультант обязан сохранить все полученные им сведения в тайне, а также не должен иметь собственного интереса в участии в капитале компании-эмитента, противоречащем интересам этой компании.

Еще одной проблемой выхода компаний-эмитентов на рынок ценных бумаг является *неуверенность в наличии потенциальных инвесторов*. Прежде всего, она объясняется отсутствием информационной системы, обеспечивающей всех заинтересованных лиц оперативной информацией о деятельности компании-эмитента, рыночных котировках их ценных бумаг и объемах торговли ими. Потенциальный эмитент ценных бумаг должен представлять, на какого инвестора ориентированы выпускаемые им ценные бумаги. К сожалению, большинство компаний-эмитентов ориентируется на банки и западных инвесторов, что, по мнению автора, не является исчерпывающим перечнем, поскольку на руках у частных российских инвесторов, прежде всего, населения сосредоточены значительные финансовые ресурсы, которые в определенных условиях могут прийти на рынок ценных бумаг.

В тех компаниях-эмитентах, где государство является крупным акционером, только ему под силу начать процесс решения вышеуказанных проблем, постепенно переводя их в плоскость ответственности менеджмента предприятия. Задача государства - *дать мощный первый толчок*. Успешный выход на рынок даст государству возможность, во-первых, *оценить свой пакет*, во-вторых, при удачной рыночной конъюнктуре *выгодно его продать, вложив вырученные средства в социально значимые предприятия, являющиеся изначально убыточными*.

По такому пути пошло Правительство Москвы, являющееся владельцем пакетов акций и долей более чем в 500 хозяйственных обществах. С этой целью в декабре 1999 года Правительство Москвы приняло решение о выводе на фондовый рынок акций ряда акционерных обществ[112]. Тогда акции первых 10 компаний появились в информационных окнах ММВБ, МФБ, РТС и АК&М.[113]

Цель этого проекта *определить инвестиционную привлекательность компаний, пакет акций которых находится у государства с тем, чтобы по итогам такого маркетингового исследования принять решения об их продаже, покупке или передаче в доверительное управление профессиональным участникам рынка*. В процессе реализации проекта РО ФКЦБ России в Центральном федеральном округе взяло на себя функции *по отбору и предварительному анализу таких компаний, раскрытию информации о компаниях, последующему информационному сопровождению этого проекта, а также по стимулированию интереса компаний к взаимодействию с профессиональными участниками и с рынком в целом*. ***Конечной целью проекта является создание ликвидного рынка корпоративных ценных бумаг средних промышленных предприятий в Московском регионе***. Технически реализация проекта предполагает выставление в информационных окнах торговых систем уполномоченными профессиональными участниками от лица Правительства Москвы начальных цен предложения на акции, принадлежащие городу. Инвесторы, проявившие интерес к этим акциям, оставляют профессиональными участникам заявки с указанием цены, по которой они готовы их купить. По окончании периода сбора заявок, они передаются в Департамент государственного и муниципального имущества, который принимает в отношении *этих акций последующее инвестиционное решение*.

---

[112] По состоянию на 1/04/2000 на фондовый рынок выведено акции 108 акционерных обществ.

[113] Сафонов Б. Москва хочет продаваться на ММВБ, в РТС и на других торговых площадках//Ведомости. - 1999. - 3 дек.

Необходимо отметить, что проект «Московские эмитенты на рынке ценных бумаг»[114] осуществляется в рамках долгосрочной стратегии развития городского хозяйства и управления городской собственностью в части, относящейся к пакетам акций, принадлежащих городу Москве.

Как было сказано выше, помимо цели повышения эффективности управления пакетами акций, принадлежащих городу, перед городом стоит и более глобальная задача - создание ликвидного рынка акций московских предприятий, что имеет важное значение как минимум с трех точек зрения.

Экономический аспект

Фондовый рынок создает условия для финансирования деятельности предприятий из рыночных источников, а не из городского бюджета. Тем самым уменьшается расходная часть бюджета и увеличивается доходная за счет роста налоговых и неналоговых платежей предприятий.

Дело в том, что на данный момент порядка 10-15% средств региональных бюджетов, в том числе и Москвы, идет на помощь предприятиям. Это и безвозмездное финансирование, и различные льготы и дотации (по плате за землю, за аренду, по кредитам). Такая практика стимулирует предприятия только к лоббированию своих интересов на разных уровнях власти. Эффективность использования средств уходит на второй план.

Сегодня многие компании-эмитенты являются получателями бюджетных льгот и дотаций. В частности, рассматриваемым автотранспортным предприятиям (см. параграф 3 главы II) предоставлен кредит на пополнение оборотных средств по ставке половины ставки рефинансирования Центрального банка. Эти же компании имеют льготу по уплате арендной платы за землю.

Такие меры, были необходимы в период приватизации и первые годы постприватизационной деятельности компаний. Однако сегодня эти льготы сохранены, а компании так и не стали эффективно работающими. По мнению автора, подобные меры со стороны государства снижают предпринимательскую активность менеджмента предприятий, не стимулируют поиск новых путей привлечения инвестиционных ресурсов.

---

[114] Подробная информация о проекте «Московские эмитенты на рынке ценных бумаг» содержится на электронной странице в сети Интернет по адресу www.mosfund.ru

В этой связи, на этом этапе необходимо отменить все имеющиеся льготы и дотации. Возможно их применение лишь в том случае, если компания разработала свой бизнес план, оптимизировала свою хозяйственную деятельность, планирует привлекать инвестиционные ресурсы через выпуск корпоративных ценных бумаг. Здесь могут быть предусмотрены льготы, связанные, например, с освобождением от уплаты налога на прибыль, идущего в бюджет субъекта федерации, если эта прибыль идет на выплату дивидендов.

В любом случае, применение льгот и дотаций не должно быть массовым и всеохватывающем.

Помимо целевых дотаций и финансирования из бюджета компании-эмитенты нередко имеют значительную бюджетную задолженность, возникающую вследствие неуплаты текущих налоговых платежей[115]. *У рассматриваемой совокупности компаний доля бюджетной задолженности достаточно велика.* Зачастую компании не имеют возможности погасить эту задолженность и готовы вместо «живых» денег предложить государству свои акции.

На взгляд автора, такой подход к реструктуризации бюджетной задолженности является привлекательным как для компании, так и для государства. Компания-эмитент получает возможность очистить баланс от долгов и сделает ее более привлекательной для потенциальных инвесторов. Государство же получит в собственность актив, который после соответствующей предпродажной подготовки можно реализовать на фондовом рынке. Более того, если пакет акций является значительным, государство получает возможность проводить управленческие и инвестиционные решения, направленные на повышение эффективности хозяйственной деятельности предприятия.

---

[115] По состоянию на 1 января 2000 года общая задолженность предприятий федеральному бюджету с учетом пени и штрафов составила 402 млрд. рублей (зам. министра по налогам и сборам А. Смирнов).
Просроченная кредиторская задолженность предприятий и организаций г. Москвы на 1 марта 2000 года составила 66,7 млрд. рублей. Из них порядка 18% приходится на просроченную кредиторскую задолженность бюджету (федеральному и местному) и внебюджетным фондам (данные Мосгоркомстата).
На конец февраля 2000 года кредиторская задолженность московских предприятий и организаций перед бюджетом Москвы составила 17,9 млрд. рублей. Количество неплательщиков на эту дату увеличилось до 1 500 предприятий (министр финансов Правительства Москвы Ю. Коростелев).

Однако на сегодняшний день реализация подобной схемы сдерживается отсутствием нормативной базы и рядом ограничений, содержащихся в действующем законодательстве[116]. Для того, чтобы снять эти ограничения может быть предусмотрен вариант, когда компания выпускает ценные бумаги и размещает их путем продажи заранее известному кругу лиц, и вырученные средства направляет на погашение бюджетного долга. Проблема здесь в том, что в большинстве своем предприятия, имеющие значительный долг, не обладают инвестиционной привлекательностью. В этой связи найти стратегического инвестора, готового инвестировать средства в неэффективное производство достаточно тяжело. Для решения этой проблемы государством может быть предусмотрен механизм привлечения независимых консультантов и профессиональных участников рынка ценных бумаг для проведения предпродажной подготовки и поиска потенциальных инвесторов.

Очевидно, что при использовании рыночных механизмов предприятия *не только получат источник привлечения средств под конкретные проекты, направленность которых будет зависеть от специфики предприятия и поставленных перед ним целей, но и будут вынуждены использовать эти средства максимально эффективно*. Получая доступ к альтернативным источникам финансирования, предприятие развивается, что, в свою очередь, при условии существования рынка акций общества, приведет к росту их ликвидности.

Социальный аспект

Большинство хозяйственных обществ с участием г. Москвы – приватизированные предприятия. Как правило, на них занято большое количество работников, многие из которых являются также акционерами. На балансе предприятий находятся объекты социальной сферы. Таким образом, управление городским пакетом акций подразумевает решение и социальных задач.

Можно выделить два блока таких задач:

- участие в управлении обществом с целью укрепления его финансово-экономического состояния, что подразумевает рост занятости и доходов населения;
- контроль за соблюдением прав акционеров, в первую очередь работников общества.

---

[116] Бюджетный кодекс определяет единственным средством расчета с бюджетом денежные средства, что делает в принципе невозможным погашение задолженности путем передачи в собственность государства пакета акций.

Наличие рыночной котировки акций предприятия создает дополнительные *стимулы для работников предприятий*, как правило, имеющих на руках акции, оставшиеся в результате приватизации, а также *защищает само предприятие от недружественного поглощения*, поскольку в этом случае потребуется значительно больше средств на скупку акций у трудового коллектива.

Привлечение на фондовый рынок средств населения

На сегодняшний день в Москве создана инфраструктура, обеспечивающая возможность беспрепятственного доступа физических лиц на рынок ценных бумаг. В рамках проекта Правительства Москвы по созданию фондовых центров работают уже 205 профессиональных участников рынка ценных бумаг. Действует льгота по подоходному налогу с физических лиц, приобретающих корпоративные ценные на бумаги организованном рынке через профессиональных участников рынка ценных бумаг, включенных в специальный Перечень[117]. Количественные характеристики результатов применения льготы приведены в таблице 41.

Таблица 41

Характеристика результатов применения в г. Москве льготы по подоходному налогу с физических лиц - приобретателей корпоративных ценных бумаг

Наименование показателя	II кв. 99	III кв. 99	IV кв. 99	I кв. 00	II кв. 00	III кв. 00
Объемы операций с ценными бумагами физических лиц (тыс. руб.)	2 863 419	3 611 729	16 015 432	30 014 941	30 840 691	54 251 905
Количество клиентов – физических лиц имеющих ненулевые счета по денежным средствам или ценным бумагам	8 188	10 547	13 001	14 248	19 460	39 168
Количество организаций входящих в Перечень	133	172	205	205	205	223
Общий объем налоговых отчислений, из них:	187 675	208 842	436 296	292 306	375 498	479 136
• В федеральный бюджет (тыс. руб.)	99 959	110 482	237 982	131 664	172 620	241 724
• В городской бюджет (тыс. руб.)	87 716	98 360	198 314	160 642	202 878	237 412

В связи с уже предпринятыми шагами, выход предприятий на фондовый рынок позволит направить средства населения в выпускаемые ими ценные бумаги. Возникает мультипликативный эффект: растут доходы предприятий, населения, города.

[117] Льгота по подоходному налогу введена Законом города Москвы от 24.03.99 г. № 10 «О внесении изменений и дополнений в Закон города Москвы от 2 июля 1997 года «О льготах по подоходному налогу с физических лиц»

Возвращаясь к совокупности рассматриваемых в настоящей диссертации компаний-эмитентов, можно сделать заключение о том, что инвестиционное решение, предложенное во втором параграфе настоящей главы, о *создании интегрированного автотранспортного холдинга позволит опосредованно вывести автотранспортные предприятия на рынок ценных бумаг*. Если акции отдельной компании-эмитента из рассматриваемой выборки не представляют реального интереса для инвестора, то ценные бумаги холдинга уже будут пользоваться спросом, поскольку будут удовлетворять требованиям фондового рынка. При этом вывод на рынок холдинга должен осуществляться в рамках общегородской программы вывода московских предприятий на рынок ценных бумаг (первый этап которой уже начался), где будут четко прописаны цели и задачи города, а также сформулирована городская инвестиционная стратегия, основанная на выводах, сформулированных в процессе проведения городом фундаментального анализа выводимых компаний-эмитентов.

Выводы и результаты по параграфу 3:

- первоочередной задачей государства в своей регулятивной и инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг в сегодняшних условиях является ***активизация и повышение ликвидности рынка корпоративных ценных бумаг*** путем увеличения количества компаний-эмитентов, имеющих рыночные котировки;
- со стороны государства необходима разработка среднесрочной государственной программы вывода компаний-эмитентов на фондовый рынок, последующая корректировка параметров которой, а также отбор компаний для ее реализации должен осуществляться на основе использования *методов фундаментального анализа компаний-эмитентов, методика проведения которого разработана в настоящей диссертации;*
- в компаниях-эмитентах, пакеты акций которых находятся в государственной (муниципальной) собственности, *государство способно инициировать выход на организованный рынок ценных бумаг*, постепенно переводя их в плоскость ответственности менеджмента предприятия;
- выход компании-эмитента на рынок даст государству возможность *оценить свой пакет* с целью принятия последующего инвестиционного решения;

- в России уже создан прецедент содействия государства в выходе компаний-эмитентов на рынок ценных бумаг - с декабря 1999 года Правительство Москвы *реализует проект по выводу на фондовый рынок акций акционерных обществ, в которых город является акционером*.

Заключение

1. Целью настоящей диссертации явилась разработка методического аппарата фундаментального анализа, структуры его аналитического и информационного обеспечения и во взаимосвязи с ними вариантов инвестиционных и регулятивных решений в процессе деятельности государства на рынке ценных бумаг, а также при управлении портфелем государственных инвестиций в акционерные капиталы.

2. В работе было определено, что в сегодняшних условиях в России государство имеет значительную собственность в виде пакетов акций акционерных обществ, оставшихся после приватизации или приобретенных на вторичном рынке. В этой связи перед государством стоит задача управления пакетами акций с позиции стратегического инвестора, то есть осуществление инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг (такая деятельность не свойственна государству в развитых экономических системах). Инвестиционная деятельность предполагает использование методов фундаментального анализа компаний-эмитентов с точки зрения определения риска, доходности и ликвидности инвестиций, оценки эффективности инвестиций государства для целей принятия последующих инвестиционных решений.

3. Необходимым условием качества инвестиционных решений являются эффективные регулятивные решения, принимаемые государством на рынке ценных бумаги и действующие в отношении всех без исключения экономических субъектов. Сегодня в России регулятивный механизм не совершен и не позволяет создать условия для повышения инвестиционной активности на рынке ценных бумаг. В связи с этим в работе были предложены варианты регулятивных решений, не нашедших отражение в действующем законодательстве, однако способных создать экономические стимулы повышения эмиссионной активности компаний-эмитентов, следования принципам цивилизованного корпоративного управления, раскрытию информации на рынке ценных бумаг, защите прав инвесторов и акционеров.

4. Одним из важных регулятивных решений государства на рынке ценных бумаг является создание эффективной системы раскрытия информации на фондовом рынке, обеспечивающей оперативный и беспрепятственный доступ всех заинтересованных экономических агентов к сведениям, подлежащим раскрытию в соответствии с действующим законодательством по ценным бумагам. Качество раскрываемой на рынке ценных бумаг информации является основой для применения методов фундаментального анализа, поэтому

государство, решая задачу регулятивного характера, создает условия для принятия качественных инвестиционных решений в отношении пакетов акций, находящихся в государственной собственности. В России фондовый рынок не является информационно прозрачным, система раскрытия информации в полной мере не функционирует. На основе сравнения концепций зарубежной и российской систем раскрытия информации было выявлено, что основной причиной наличия информационной асимметрии на российском фондовом рынке является отсутствие экономических стимулов у российских компаний-эмитентов раскрывать о себе информацию, а также несоответствие российской системы бухгалтерского учета и отчетности международным стандартам.

5. В соответствии с целями регулирующей и инвестиционной деятельности государства на рынке ценных бумаг для каждого вида деятельности было разработано дерево управленческих задач и соответствующее им дерево подзадач мониторинга и контроля, решаемых на основе применения методов фундаментального анализа компаний-эмитентов. Было выявлено, что многие из подзадач мониторинга и контроли решаются одновременно как в рамках регулятивной, так и в рамках инвестиционной деятельности государства на рынке ценных бумаг. Это дало основания сконструировать структуру единой информационной базы данных мониторинга компаний-эмитентов, состоящей из показателей состояния компаний-эмитентов, используемых для решения соответствующих подзадач мониторинга и контроля.

6. На основе мировой практики использования методов фундаментального анализа в настоящей диссертации разработана методика анализа государством состояния компании-эмитента. В основу методики, помимо общепринятых принципов макроэкономического и отраслевого анализа, положена система показателей состояния эмитентов, сконструированная в соответствии с деревом управленческих задач и соответствующим им деревом подзадач мониторинга и контроля. В разработанную методику включена также классификация и характеристика методов оценки и анализа состояния эмитентов, используемых государством-инвестором в процессе своей деятельности на рынке ценных бумаг.

В предложенной методике не рассматривается кредитоспособность эмитента и те кредитные риски, с которыми столкнется государство в процессе своей инвестиционной деятельности, поскольку целью анализа будет являться принятие решение о стратегических инвестициях путем участия государства в акционерном капитале компании-эмитента.

7. В процессе апробирования разработанной методики на фактических данных компаний-эмитентов транспортной отрасли г. Москвы было установлено, что инвестиции государства в лице города Москвы в уставные капиталы автотранспортных компаний-эмитентов неэффективны. Однако, учитывая благоприятную экономическую конъюнктуру, положительную динамику финансовых показателей транспортной отрасли и значительное влияние макроэкономики на состояние транспортной отрасли в г. Москве, можно с определенной долей вероятности в одно-двух летней перспективе прогнозировать увеличение доходности государственных инвестиций в капиталы транспортных компаний-эмитентов.

8. В связи с прогнозируемым ростом эффективности государственных инвестиций, а также принимая во внимание социальную и инфраструктурную значимость транспортной отрасли для экономики г. Москвы, по результатам проведенных исследований в работе предложены следующие инвестиционные решения:

- установление надзора за деятельностью компании (через представителя интересов города);
- продажа пакета акций;
- передача пакета акций в доверительное управление;
- реструктуризация бизнеса компании-эмитента через управление пакетом акций;
- создание холдинговой структуры со стопроцентным участием города на основе пакетов акций нескольких компаний-эмитентов.

9. По результатам проведенных в диссертации исследований разработан алгоритм принятия государством инвестиционных решений, включающий рейтинговую оценку значимости компаний-эмитентов для государства как акционера и как фискального органа, а также учитывающий степень участия кампаний-эмитентов в решении социальных и инфраструктурных задач государства. В соответствии с разработанным алгоритмом были сконструированы конкретные инвестиционные решения в отношении рассматриваемых компаний-эмитентов транспортной отрасли г. Москвы.

Одним из результатов принятия государством качественных инвестиционных решений является инициирование выхода компаний-эмитентов на организованный рынок ценных бумаг, содействие реализации инвестиционных проектов, финансируемых за счет публичных эмиссий корпоративных ценных бумаг. Выход компаний-эмитентов на фондовый рынок позволит, в свою очередь, государству определить реальную рыночную стоимость

пакетов акций, находящихся у него в собственности, повысить информационную открытость и качество корпоративного управления компаний-эмитентов, создать условия для привлечения внутренних инвестиций в реальный сектор национальной экономики. В соответствии с предложенными вариантами инвестиционных решений в отношении рассматриваемой группы компаний-эмитентов наиболее перспективным с точки зрения выхода на рынок ценных бумаг является интегрированный автотранспортный холдинг, сформированный из пакетов акций, принадлежащих государству.

10. В заключение необходимо указать на те аспекты изучаемых проблем, которые не были достаточно проработаны в настоящей диссертации и которые требуют дополнительного изучения.

Во-первых, в методике анализа состояния эмитентов отсутствуют показатели рыночной оценки акций компании-эмитента. Связано это с тем, что большинство российских акционерных обществ не имеют рыночных котировок своих ценных бумаг. В будущем по мере развития рынка корпоративных ценных бумаг в России система показателей состояния эмитентов должна быть дополнена этими показателями, которые должны также быть включены в анализ.

Во-вторых, не исследована проблема возникновения конфликта интересов у государства как регулятора и как акционера в процессе принятия регулятивных и инвестиционных решений на рынке ценных бумаг. К сожалению, в российской практике не редки случаи использования так называемого административного ресурса в целях влияния на деятельность экономических агентов в интересах государства или определенной группы лиц. Поэтому возможность принятия государственным чиновником отдельных регулятивных решений в инвестиционных целях государства и/или в личных целях является проблемой коррупции в России, практическое решение которой лежит вне темы настоящей диссертации.

В-третьих, алгоритм принятия государством инвестиционных решений должен быть апробирован на более репрезентативной выборке компаний-эмитентов с целью ее дальнейшей доработки. Это позволит дополнить разработанный алгоритм рядом уточняющих показателей, более точно определяющих экономическую и социальную значимость компаний-эмитентов для государства.

В-четвертых, в связи с тем, что перечень социальных и инфраструктурных задач, которые способны решать рассматриваемые компании-эмитенты, не является определенным и

конечным, в процессе конструирования инвестиционных решений государства не удалось ранжировать компании-эмитенты по этому признаку. Для решения этой задачи необходимо было проведение дополнительных консультаций с представителями органов государственной власти, определяющими отраслевую политику, что явилось трудновыполнимой задачей в рамках настоящей диссертации.

Библиография

1. Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая: Принят Государственной Думой 21.10.94г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 30.11.94г. № 51-ФЗ // Консультант Плюс

2. Федеральный закон Российской Федерации Об акционерных обществах: Принят Государственной Думой 24.11.95г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 26.12.95г. № 208-ФЗ // Консультант Плюс

3. Федеральный закон Российской Федерации О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг: Принят Государственной Думой 12.02.99г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 05.03.99г. № 46-ФЗ // Консультант Плюс

4. Федеральный закон Российской Федерации О несостоятельности (банкротстве): Принят Государственной Думой 10.12.97г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 08.01.98г. № 6-ФЗ // Консультант Плюс

5. Федеральный закон Российской Федерации О рынке ценных бумаг: Принят Государственной Думой 20.03.96г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 22.04.96г. № 39-ФЗ // Консультант Плюс

6. Об утверждении положения о ежеквартальном отчете эмитента эмиссионных ценных бумаг: Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг России от 11.08.98г. № 31 // Консультант Плюс

7. Об утверждении положения о порядке раскрытия информации о существенных фактах (событиях, действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента эмиссионных ценных бумаг: Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг России от 12.08.98г. № 32 // Консультант Плюс

8. Об утверждении стандартов эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии: Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг России от 17.09.96г. № 19 (в редакции постановлений Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг России от 12.02.97 №8, от 04.03.97 № 11, от 06.10.97 № 29, от 31.12.97 № 45, от 20.04.98 № 9, от 11.11.98 № 47) // Консультант Плюс

9. О порядке составления и представления эмитентами ценных бумаг отчетов об итогах выпуска ценных бумаг и о порядке составления и представления акционерными обществами

годовых отчетов по ценными бумагам: Письмо Минфина РФ от 05.05.94г. № 59//Консультант Плюс

10. О Концепции управления государственным имуществом и приватизации в Российской федерации: Постановление Правительства РФ от 09.09.99г. № 1024//Консультант Плюс

11. Об утверждении Положения о порядке наблюдения за изменением цен и тарифов на товары и услуги, определения индекса потребительских цен: Постановление Госкомстата от 29.06.95 г. № 79//Консультант Плюс

12. Годовой отчет ФКЦБ России за 1997 год

13. Андрианова Л.Н. Рейтинг ценных бумаг: Рукопись. дис. канд. экон. наук.

14. Богатин Ю., Швандар В. Оценка эффективности бизнеса и инвестиций. - М.: Юнити, 1999. - 254 с.

15. Браун С., Рицмен М. Количественные методы финансового анализа. Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1996. - 336 с.

16. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 1997. - 1087 с.

17. Гальперин В.М., Игнатьев С.М., Моргунов В.И. Микроэкономика, т.1. - Санкт-Петербург: Экономическая школа, 1996. - 349 с.

18. Гитман Л., Джонк М. Основы инвестирования. - М.: Дело, 1997. - 991 с.

19. Грязнова А.Г., Челеева Т.В., Атлас М.С., Бурменко Т.Д., Макарова Н.Н., Оляхнович Г.И., Шишков Ю.В. Экономическая теория национальной экономики и мирового хозяйства. - М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1996. - 341с.

20. Игошин Н.В Инвестиции. Организация управления и финансирование. – М.: Финансы, 2000. - 413 с.

21. Индекс непрозрачности. Введение нового критерия влияния непрозрачности на стоимость и наличие капитала в различных странах мира. – М.: Фонд PriceaterhouseCoopers, 2001. – 11 с.

22. Ковалев В.В. Финансовый анализ. – М.: Финансы и статистика, 1996. - 429 с.

23. Количественные методы финансового анализа/Осипова О.А., Ульянцева И.В.; под ред. Энтова Р.М.. - М.:ИНФРА-М, 1996. - 336 с.

24. Коттл С., Мюррей Р.Ф., Блок Ф.Е. Анализ ценных бумаг Грэма и Додда. - М.: Олимп.Бизнес, 2000. - 694 с.

25. Крейнина М.Н. Финансовое состояние предприятия. Методы оценки. - М.: ДИС, 1997. - 224 с.

26. Лосев С.В. Эмиссия корпоративных ценных бумаг и транзакционные издержки: Автореф. дис. канд. экон. наук. – М., 2001. – С.4

27. Луссе А. Макроэкономика. - Санкт-Петербург: Питер Ком, 1999. - 240 с.

28. Марголин А.М., Быстряков А.Я. Экономическая оценка инвестиций. – М.: Экмос, 2001. - 240 с.

29. Международные стандарты финансовой отчетности/Под ред. Д. Русское издание. - М.: Аскери-АССА, 1998. - 890 с.

30. Миловидов В.Д. Инвестор в России: что делать? – М.: ММВБ, 2000. – 120 с.

31. Миркин Я.М. Восстановление российского фондового рынка и развитие реального сектора экономики России. – М.: Московская межбанковская валютная биржа, 1999. – С.10

32. Миркин Я.М. Разработка методики регулирования московского рынка ценных бумаг на основе анализа данных мониторинга рынка. – М.: 1998. - С.8-39

33. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой академии при Правительстве РФ. – М.: Перспектива, 1995. – 536с.

34. Мобиус М. Руководство для инвестора по развивающимся рынкам. - М.: Инвестиционная компания "Атон", АОЗТ "Гривна+", 1995. - 224 с.

35. Общая теория статистики/под ред. Спирина А.А. - М.: Финансы и статистика, 1994. - С. 247-249

36. Озеровъ И.Х. Основы финансовой науки. Курсъ лекцій, читанный въ С.-Петербургскомъ и Московскомъ Университетахъ, Выпускъ I и II, Изданіе 4-ое. – М.: Типографія Т-ва И.Д. Сытина, Пятницкая ул., собств. Домъ, 1911. – 489 с.

37. Отчет о мировом развитии в 1997 году. Государство в меняющемся мире. – М.: Прайм-Тасс, 1997. - 301 с.

38. Оценка бизнеса/Под ред. Грязновой А.Г., Федотовой М.А. - М.: Финансы и статистика, 1998. - 512 с.

39. Павлюченко В.М., Шапиро В.Д. Управление инвестициями. В 2-х томах. – М.: Инфра-М, 1997. - 928 с.

40. Проблемы развития рынка ценных бумаг в России/Радыгин А.Д. (научн. ред., соавтор). –М.: ФКЦБ России, 1997.

41. Радионов Н.В., Радионова С.П. Основы финансового анализа. Математические методы. Системный подход. - Санкт-Петербург: АЛЬФА, 1999. - 592 с.

42. Радыгин А.Д. Приватизация как элемент системных преобразований в переходной экономике. - М.: ВНТИЦ, 1996.

43. Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. - М.: ИЭПП, 1999.

44. Развитие российского финансового рынка и новые инструменты привлечения инвестиций/ Энтов Р., Радыгин А., Мау В. и др.- М.: ИЭПП, 1998. - 277 с.

45. Райзенберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. - М.: Инфра-М, 1997. - 496 с.

46. Сизов Ю. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России. Московский опыт. – М.: Планета 2000, 1999. – 279 с.

47. Стоянова Е.С., Крылова Т.Е., Федотова М.А., Быкова Е.В., Кукукина И.Г., Вашенко Т.В. Финансовый менеджмент: теория и практика. - М.: Перспектива, 1996 - 405 с.

48. Тарачев В.А. Ценные бумаги и привлечение инвестиций. - М.: Экономическое информационное агентство «Рейтинг» еженедельника «Экономика и жизнь», 1997. - 86 с.

49. Уотшем Т. Дж., Паррамоу К. Количественные методы в финансах. Пер. с англ. - М.: Финансы, ЮНИТИ, 1999. - 527 с.

50. Фаруки Ш. Макрофинансовый обзор: формулирование политики и программы. – Институт экономического развития Всемирного банка, 1996. – 235 с.

51. Финансовый менеджмент. Руководство по технике эффективного менеджмента. – М.: CARANA Corporation-USAID-RPC, 1998. - 290 с.

52. Фишер П. Прямые иностранные инвестиции для России: стратегия возрождения промышленности. – М.: Финансы и статистика, 1999. - 510 с.

53. Хелферт Э. Техника финансового анализа. Пер. с англ. - М.: ЮНИТИ, 1996. - 663 с.

54. Шамхалов Ф.И. Государство и экономика: основы взаимодействия. - М.: ОАО "НПО "Издательство "Экономика", 2000. - 382 с.

55. Шарп У., Александер Г., Бэйли Д. Инвестиции. – М.: Инфра-М, 1997. - 1024 с.

56. Шведов А.С. Теория эффективных портфелей ценных бумаг. – М.: ГУ ВШЭ, 1999. - 144 с.

57. Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С., Негашев Е.В. Методика финансового анализа. – М.: Инфра-М, 2000. - 208 с.

58. Шеремет В.В., Павлюченко В.М. Управление инвестициями. В 2-х томах.– М.: МКС, 1998. – 416 с.

59. Энтов Р.М., Кандель А.Ф., Осадчатая И.М., Аукуционек С.П., Покатаев Ю.Н., Висковская В.П., Найденов Г.Н. Гришин И.В. Современные буржуазные теории экономического роста и цикла. - М.: Наука, 1979. - 342 с.

60. Анализ требований по раскрытию информации эмитентами ценных бумаг//AK&M (http://www.nfa.ru). - 2000

61. Предварительная оценка фирмой Каст проблем управления портфелем предприятий Правительства Москвы. Предлагаемая методология и план действий: Мат.совещ. – М.: CAST Management Consulting, 1998. – С.37

62. Российская экономика в 1998 году. Макроэкономическая ситуация и структурные изменения. – М.: Институт фондового рынка и управления, Институт городского и регионального развития. – 1999. – С.15

63. Финансовое положение предприятий и организаций г. Москвы за 1999 год//Мосгоркомстат. – М.: 2000. - № 85. - 518 с.

64. Сироткин Д.Г. Инновации и компании: куда идет процесс? Тез. докл. конф. Управление в России: отказ от иллюзий. – Санкт-Петербург: Альт, 2000. – С. 5

65. Стиглиц Д. Роль финансовой системы в развитии: Тез. докл. Четвертая ежегодная конференция по развитию в Латинской Америке и Карибском бассейне. - Сан-Сальвадор, 1998. - С. 45

66. Стратегия развития государства на период до 2010 г. Раздел IV.3 Денежно – кредитная политика. Докл. под руководством члена Президиума Госсовета Ишаева В.И.//Интернет-сайт "Инвестиционные возможности России" (http://www.ivr.ru/articles/economics/strategy.shtml). - 2000

67. Даль В. Толковый словарь живого великорусского языка, том I.- М.: Русский язык, 1981. – 699 с.

68. Финансово-экономический словарь/Под ред. Назарова М.Г. - М.: Финстатинформ, 1995. - 224 с.

69. Васина А., Капитан М. Московские предприятия: скоро ли настанет сладкая жизнь//Инвестиции плюс. – 2000. - № 8. – С. 6-8

70. Дейкин А. Опыт экономических реформ говорит о ключевой роли жесткого государственного регулирования//Финансовая неделя. - 1999. - № 42. - С.5

71. Демьянов Д. Стоимость московских предприятий определит рынок//Финансовая неделя. - 1999. - № 44. - С. 8

72. Ефимов М. Доверительное управление пакетами акций, находящимися в государственной (муниципальной) собственности//Вестник НАУФОР. – 2000. - № 4. – С. 50-52

73. Ефимов М. Практика государственного стимулирования фондового рынка//Рынок ценных бумаг. – 2000. - № 6. – С.52-55

74. Ефимов М., Журков Р. Форсированный вывод московских предприятий на фондовый рынок продолжается//Финансист. – 2000. - № 2. – С. 6-7

75. Ефимов М., Петренко Е. Управлять более эффективно. Специальный порядок проведения аудиторских проверок предприятий, имеющих в уставном капитале доли города Москвы//Ценные бумаги: учет, налоги, аудит. – 1998. - № 2. – С. 6-11

76. Кобяков А. Кейнс на сессию не приехал. Мировой финансовый рынок перешел в новое качество, а принципы его организации остались прежними//Эксперт. - 1998. - № 16. - С.60-61

77. Миркин Я.М. Нефть и акции//Рынок ценных бумаг. – 2000. - № 20 (179). - С.22-23

78. Подколзина И.А. Проблемы дефиниции и оценки политического риска//Корпоративный менеджмент (http://koi.cfin.ru/finanalysis/polit_risk.shtml). - 2000

79. Сафонов Б. Москва хочет продаваться на ММВБ, в РТС и на других торговых площадках//Ведомости. - 1999. - 3 дек.

80. Сизов Ю., Бровкович Ю., Ермакович Д., Журков Р., Ковригин М. Фондовый рынок ждет эмитентов//Коммерсантъ. – 1999. – 16 дек. - № 233. – С. 8

81. Суверов С. Фундаментальный анализ на российском рынке. Обобщение опыта//Рынок ценных бумаг. – 1999. - №17. - С. 21

82. Сысоев В. Забота или распродажа? Что стоит за действиями московских чиновников на рынке акций//Независимая газета. - 1999. – 9 дек. - № 231. – С. 4

83. Финансовый анализ. Цели и содержание финансового анализа//Аудит и финансовый анализ. - 1995. - IV кв. - С.13

84. Френкель А. Поменьше оптимизма//Ведомости. – 2001. – 17 мая

85. Школьников Ю. Особенности оценки российских компаний//Рынок ценных бумаг. – 1998. - №4. - С.12

86. Эпштейн Е. Как выйти на рынок акций. Механизм, способы, опыт, проблемы, перспективы//Финансовая Россия. - 2000. - № 42. - С.10

87. 2000 World Development Indicators. – NY: World Bank, 2000

88. Clark P., Bayoumi T., Bartolini L., Symansky S. Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Framework for Analysis. - International Monetary Fund, 1994. – 115 pp.

89. Corporate Governance product concept//Standard&Poor's Ratings Services. – 1999. - March. – 18 pp.

90. French Daniel W. Security and Portfolio Analysis: Concepts and Management. - Prentice Hall, 1989. – 576 pp.

91. Global Development Finance 2000// World Bank. – 2000. – P. 23

92. Gordon Robert J. Macroeconomics. Sixth Edition. – HarperCollinsCollegePublisher, 1993. – 580 pp.

93. Graham B., Dodd D. Security Analysis. The Classic 1934 Edition. - McGraw-Hill Companies, 1996. – 725 pp.

94. Greenwald, Bruce, Stiglitz J., Weiss A. Informational Imperfections in the Capital Markets and Macroeconomic Fluctuations//American Economic Review. – 1984. - № 74(2). – pp.99-194

95. International Energy Outlook. 2000 //Energy Information Administration, U.S. Department of Energy. - 2000. - March. - P.26

96. Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers//American Economic Review. – 1986. - № 76. – pp.323-329

97. Kim H. Fundamental Analysis Worldwide: Investing and Managing Money in International Capital Markets. - John Wiley & Sons, 1996. – 3750 pp.

98. Levine, Ross. Financial Development and Economic Growth//Journal of Economic Literature. – 1997. - №35(2). – P. 688–726

99. Lorensen L. Illustrations of management's discussion and analysis of financial condition and results of operations: a survey of the application of item 303 of Regulation S-K and section 501 of

the Codification of financial reporting policies of the Securities and Exchange Commission, as modified by Financial reporting release no. 36, isssued May 18, 1989. - American Institute of Certified Public Accountants, 1991. - 115 pp.

100.Martin L., Henderson G. Industry Influence on Financial Structure: A Matter of Interpretation//Review of Business and Economic Research. – 1984. - № 19. – pp. 57-66

101.Murdock, Kevin, Stiglitz. The Effect of Financial Repression in an Economy with Positive Real Rates. - Washington, D.C.: Background paper for World Bank, 1993. - P. 125

102.Murphy A. Scientific Investment Analysis. - Greenwood Publishing Group, Inc., 2000. - 504 pp.

103.Radcliffe R. Investment Concepts, Analysis, & Strategy. - Addison-Wesley Educational Publishers, Inc., 1997. - 925pp.

104.Ritchie J. Fundamental Analysis: A Back-to-the-Basics Investment Guide to Selecting Quality Stocks. - Irwin Professional Pub., 1996. – 375 pp.

105.Schwager Jack D., Turner Steven C. A Study Guide for Fundamental Analysis, 1st ed. - John Wiley & Sons, 1996. – 208 pp.

106.Securities Analysis: A Personal Seminar/New York Institute of Finance Staff New York Institute of Finance, 1989. - 240 pp.

107.Shiller R. Market Volatility. – Cambridge, Mass.:MIT Press,1989

108.Suutari R. Business Strategy & Security Analysis: The Key to Long Term Investment Profits. - McGraw-Hill Professional Book Group, 1996. - 320 pp.

109.Tainer E. Using Economic Indicators to Improve Investment Analysis. - Wiley, John & Sons, Incorporated, 1998. - 306 pp.

110.Thomsett M. Mastering Fundamental Analysis. - Dearborn Trade, 1998. – 256 pp.

111.Tobin J. On the Efficiency of the Financial System. – Lloyds Bank Review, 1984. - P. 1-15

112.World Development Indicators 2000//World Bank. – 2000. - P. 241-243.

113.World Economic Outlook. Focus on Transition Economies. 2000//International Monetary Fund. – 2000. – October – P. 245-246

Приложения

Приложение 1

Некоторые показатели, используемые в процессе анализа макроэкономики.

Валовый национальный продукт (ВНП)	Суммарная стоимость товаров и услуг, произведенных как внутри страны, так и за ее пределами за определенный период времени (обычно за год). Отличается от ВВП на величину, равную сальдо расчетов с зарубежными странами.
Валовый национальный продукт на душу населения	Отношение величины ВНП за год к среднегодовой численности населения.
Валовые внутренние инвестиции	Сумма расходов на содержание и увеличение основных активов (улучшение земель, закупки сельскохозяйственной продукции и оборудования, реконструкция дорог, железнодорожных путей и тому подобное, включая коммерческие и промышленные здания, офисы, школы, больницы и т.п.) плюс нетто-изменения в уровне запасов, сырья и готовой продукции. Обычно считается в процентах к ВНП.
Частные инвестиции	Включают расходы частного сектора (включая частные некоммерческие организации) на содержание и увеличение основных средств.
Чистые прямые иностранные инвестиции	Иностранные прямые инвестиции включают все сделки по приобретению 10 и более процентов голосующих акций национальных компаний, направленные на достижение долгосрочных интересов инвесторов. Это сумма акционерного капитала, реинвестированной прибыли, прочего долгосрочного и краткосрочного капитала, указанная в платежном балансе страны.
Индекс потребительских цен	Характеризует изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для непроизводственного потребления. Он измеряет отношение стоимости фактического фиксированного набора товаров и услуг в текущем периоде к его стоимости в предыдущем (базисном) периоде.
Дефицит/профицит бюджета	Характеризует степень исполнения бюджета. Соответственно стоимостная оценка превышения расходов над доходами или наоборот.
Платежный баланс	Соотношение платежей, поступивших в данную страну из-за границы, и платежей, произведенных ею за границей в течение определенного периода времени (год, квартал, месяц). Включает платежи по внешнеторговым операциям (торговый баланс) услугам (международные перевозки, страхование и пр.), неторговым операциям (содержание представительств, командирование специалистов, международный туризм), а также платежи в виде процентов по кредитам и в виде доходов от капиталовложений. Платежный баланс включает движение капиталов: инвестиций и кредитов. Таблица, ведомость, отражающая движение денежных средств в виде платежей из страны в страну.

	Платежный баланс характеризует соотношение сумм платежей, произведенных страной за границей в течение определенного периода времени и поступивших в страну в течение того же периода. Документ, который отражает фактические операции по международно-экономическим отношениям одной страны с другими государствами. Платежный баланс состоит их трех основных разделов: торгового баланса; баланса услуг и некоммерческих платежей (баланс по «невидимым» операциям); баланса движения капиталов и кредиторов. Торговый баланс плюс баланс услуг и некоммерческих платежей представляет собой платежный баланс по текущим операциям (баланс текущих расчетов).
Торговый баланс	Баланс экспорта и импорта товаров, отражающий положительное или отрицательное сальдо по операциям с товарами на конец отчетного года. Торговый баланс показывает разницу между товарным экспортом страны и ее товарным импортом. Соотношение между стоимостью экспорта и импорта страны за определенный период (как правило, год). Активный баланс торговый при превышении экспорта над импортом, пассивный при обратном соотношении, нетто-баланс при равенстве экспорта и импорта. Часть платежного баланса, характеризующая торговые связи страны с другими странами. Его составляющими являются экспорт и импорт товаров. Баланс рассчитывается как разница экспорта и импорта товаров, характеризует степень развитости национального товарного рынка.
Баланс услуг	Часть платежного баланса страны. Включает платежи и поступления по транспорту, фрахту, страхованию, телеграфной, телефонной и почтовой связи, по туризму, содержанию дипломатических и торговых представительств, потребительские переводы (наследства, стипендии студентам, обучающимся за границей, заработная плата иностранных рабочих и граждан данной страны, работающих за границей), различные комиссионные и финансовые операции, расходы на содержание военных баз, контрибуции и репарации, расчеты по патентам, лицензиям, «ноу-хау».
Баланс текущих трансфертов	Баланс, показывающий чистый экспорт страны, равный объему экспорта товаров и услуг за вычетом импорта с добавлением чистого дохода от инвестиций и чистых денежных переводов.
Структура экспорта	Структура экономики, производства, потребления, капитала, цен - разделение экономики, экономического объекта или экономической категории на составные части по определенным признакам, установление взаимосвязей между этими составными частями; состав, строение экономического объекта. Например, соотношение между статьями экспорта.
Внешний государственный долг	Задолженность государства по непогашенным внешним займам и не выплаченным по ним процентам. Внешний государственный долг

	складывается из задолженности данного государства международным и государственным банкам, правительствам, частным иностранным банкам и др. Текущий внешний государственный долг - тот, по которому срок уплаты наступает в текущем или ближайшем бюджетном году; капитальный - тот, по которому срок платежа еще не наступил. Суммарные денежные обязательства страны, выражаемые денежной суммой, подлежащей возврату внешним кредиторам на определенную дату, то есть общая задолженность страны по внешним займам и невыплаченным по ним процентам. Совокупная задолженность государства международным банкам, правительствам других стран, частным иностранным банкам.
Краткосрочный внешний государственный долг	Долг, который необходимо вернуть в текущем году.
Текущее обслуживание внешнего долга (выплаты по основному долгу, процентные выплаты)	Выплата государством-должником государству-кредитору денежных платежей в погашение полученного кредита и в оплату процентов по долгу.
Процентная ставка по обслуживанию внешних займов	Относительная величина процентных платежей, которые выплачиваются заемщиком кредитору за определенный период времени (обычно за год).
Внутренний долг	Долг, который образуется внутри каждой страны, как сумма взаимной задолженности различных секторов экономики. Внутренний долг имеет определенную структуру и складывается из следующих элементов: государственный внутренний долг, долг корпоративного сектора и долг населения. Внутренняя задолженность государства предприятиям и населению, образовавшаяся в связи с привлечением их средств для выполнения государственных программ и заказов, выпуском в обращение бумажных денег, государственных облигаций и других ценных бумаг, а также вследствие наличия вкладов населения в государственных банках. Долг, который образуется внутри каждой страны как сумма взаимной задолженности различных секторов экономики. Внутренний долг имеет определенную структуру: государственный внутренний долг, долг корпоративного сектора и долг населения.
Кредиты международных финансовых организаций	Движение ссудного капитала в сфере международно-экономических отношений, связанное с предоставлением валютных и товарных ресурсов на условиях возвратности, срочности и уплаты процента.
Объем продукции (работ, услуг) в промышленности	Совокупность произведенных предприятием материальных благ и услуг промышленного характера. Исчисляется в стоимостном выражении за определенный период и включает изготовленные предприятием в результате промышленной деятельности готовые изделия, полуфабрикаты, работы (услуги) промышленного характера, предназначенные для реализации на сторону, а также для нужд капитального строительства и непромышленных хозяйств данного предприятия. На предприятиях с длительным производственным циклом в объем промышленной продукции может

	также включаться изменение остатков незавершенного производства. Объем промышленной продукции определяется по заводскому методу без стоимости внутризаводского оборота, в отпускных ценах предприятий, а также в ценах, сопоставимых с соответствующим периодом предыдущего года.
Ставка, учетная официальная	Процентная ставка, применяется центральным банком в его операциях с коммерческими банками и другими кредитными институтами при покупке государственных краткосрочных обязательств и переучете частных коммерческих векселей.
Курс национальной валюты	Цена денежной единицы одной страны, выраженная в денежных единицах другой страны. Соотношение между национальной и иностранными валютами, определяемое их покупательной способностью и рядом других факторов.
Капитализация рынка акций	Суммарная рыночная стоимость ценных бумаг, равная произведению рыночной цены акции на количество акций, находящихся вне корпорации, выпустившей акции.
Фондовый индекс	Индекс на основе арифметического или геометрического среднего курсов определенного набора ценных бумаг — синтетический показатель движения фондовой конъюнктуры.
Количество компаний, включенных в биржевые листинги	Листинг - процедура допуска ценной бумаги к организованным торгам. Служит обоснованием для допуска или недопуска ценной бумаги в биржевой оборот. Процедура листинга предполагает проверку соблюдения правил выпуска, разрешения на выпуск, финансовых возможностей компании, размеров акционерного капитала.

Приложение 2

Некоторые показатели, используемые при оценке финансового состояния компании-эмитента.

Показатели оценки прибыльности и эффективности хозяйственной деятельности		
П11	***Коэффициент реинвестирования****	***Реинвестированная прибыль / Прибыль после выплаты налогов***

В данном случае *реинвестированная прибыль* – это та часть прибыли, которую предприятие направляет на развитие производства. По сути, этот показатель характеризует дивидендную политику предприятия. Рассчитывается он следующим образом (в скобках указан код строки форм бухгалтерской отчетности): *прибыль (убыток) отчетного периода* (Ф140) минус *налог на прибыль* (Ф150) минус *начисленные за период дивиденды*. Сложность расчета состоит в том, что данных о начисленных за отчетный период дивидендах в отчетности не содержится. Для этого необходимо иметь протокол годового общего собрания акционеров, где содержится решение о размере выплачиваемых дивидендов.

Показатель *прибыли после выплаты налогов* или, по-другому, *чистой прибыли*, в российской бухгалтерской отчетности отсутствует. Рассчитывается этот показатель как разность между *прибылью (убытком) отчетного периода* (Ф140) и *налогом на прибыль* (Ф150).

Поскольку, как было сказано ранее, коэффициент реинвестирования характеризует дивидендную политику предприятия, нормативное значение этого показателя будет зависеть от принятой на предприятии стратегии долгосрочного развития. На Западе до сих пор нет единого мнения о том, должна ли компания большую часть полученной прибыли реинвестировать в производство, или отдавать своим акционером в виде дивидендов. Однако, в любом случае, дивидендная политика компании должна соотносится с потенциалом ее экономического роста, то есть должна строится в зависимости от потребностей предприятия в его расширении и развитии. Цель любой компании – добиться высокой доли быстрорастущего прибыльного рынка. Политика данного предприятия – максимальное реинвестирование полученной прибыли, то значение коэффициента реинвестирования должно стремится к единице.

П12	***Коэффициент роста собственного капитала***	***Собственный капитал на конец отчетного периода / Собственный капитал на начало периода***

Величина собственного капитала является величиной, важной для определения будущего потенциала роста компании. Имея значительный собственный капитал, компания может рассчитывать на долгосрочное внешнее финансирование. В условиях неблагоприятной конъюнктуры, когда банковский кредит становится недоступным (российские условия), собственный капитал является той подушкой, которая позволяет компании поддерживать заданный объемы производства.

Коэффициент роста собственного капитала отражает прирост собственного капитала относительно значения на начало отчетного периода, что характеризует, в конечном счете, эффективность его хозяйственной деятельности. При анализе изменений величины собственного капитала особое внимание следует обратить на изменение доли и объемов реинвестированной прибыли, поскольку основные факторы носят, как правило, разовый непостоянный характер и не являются результатом непосредственной производственной, инвестиционной или финансовой деятельности предприятия (за исключением уставного капитала).

Зачастую собственный капитал есть ни что иное, как IV раздел пассива баланса. Для целей нашего анализа собственный капитал рассчитывается следующим образом: *IV раздел пассива баланса* плюс *доходы будущих периодов* (Б640) плюс *фонды потребления* (Б650) плюс *резервы предстоящих расходов и платежей* (Б660). Если компания за прошлые периоды, а также за отчетный период имеет убытки, отражаемые в разделе III актива баланса, то

собственный капитал корректируется на величину убытков путем вычитания их из собственного капитала.

П13	***Коэффициент рентабельности собственного капитала (ROE)***	***Прибыль после выплаты налогов / Собственный капитал***

Этот показатель является наиболее важным для акционеров компании. Он характеризует прибыль, которая приходится на собственный капитал, иными словами показывает эффективность использования собственного капитала, эффективность сформированной структуры активов и пассивов, а также, что немаловажно, учитывает влияние ставки по используемым кредитам.

П14	***Рентабельность продаж (ROS)***	***Прибыль до налогообложения / Выручка от реализации***

Данный показатель является одним из важнейших показателей эффективности деятельности компании. Этот коэффициент показывает, какую сумму операционной прибыли получает предприятие с каждого рубля проданного продукции. Иными словами, сколько остается у предприятия после покрытия себестоимости продукции. Показатель рентабельности продаж характеризует важнейший аспект деятельности компании – реализацию основной продукции, а также оценивает долю себестоимости в продажах.

Средний уровень рентабельности продаж в разных отраслях разный. Не существует какого-либо единого стандарта на данный показатель, поэтому это хороший критерий для сравнения с отраслевым стандартом.

Причиной снижения этого коэффициента может стать рост затрат на производство и реализацию продукции. Следовательно, необходим анализ себестоимости, чтобы найти причины данного снижения. Другой причиной этого может быть падение общего объема продаж. Это связано с ростом затрат на единицу продукции. Следовательно, нужно провести анализ рынка, чтобы выяснить влияние маркетинговых факторов. Однако высокое значение показателя рентабельности продаж может иметь негативные последствия для предприятия из-за высоких налоговых выплат.

В числителе этого показателя стоит *операционная прибыль* (Ф040), в знаменателе – *выручка от реализации* (Ф010).

П15	***Рентабельность чистых активов (ROA)***	***Рентабельность продаж (П14) х Оборачиваемость чистых активов (П21)***

Это основной производственный показатель. Показывает, насколько эффективно используется инвестированный капитал (собственный капитал и кредиты банков), какую он дает прибыль. С точки зрения финансового управления этот показатель является основным, так как связывает производственную деятельность с финансовой и инвестиционной. Чем выше рентабельность чистых активов, тем под больший процент предприятие может приобретать кредиты без значительного снижения эффективности, тем больше может обещать акционерам дивидендов.

Рассчитывается как произведение двух показателей, методика расчета которых приводится здесь же.

Показатели оценки деловой активности		
П21	***Оборачиваемость чистых активов***	***Выручка от реализации / Чистые активы***

Показатель характеризует объем продаж, который может быть сгенерирован данным количеством чистых активов. Показывает, сколько раз за период оборачиваются чистые активы, генерируя выручку предприятия. Рост данного показателя говорит о повышении эффективности использования чистых активов. Еще одним параметром, характеризующим этот показатель, является количество дней, за которое чистые активы предприятия совершают полный оборот. Рассчитывается он как отношение длительности выбранного периода (для оценки за год – 360 дней) к оборачиваемости чистых активов за данный период.

В числителе показателя *выручка от реализации* (Ф010). В знаменателе – *чистые активы*, рассчитываемые следующим образом: *I раздел актива баланса* плюс *II раздел актива баланса* минус *кредиторская задолженность* (Б620) минус *прочие текущие пассивы* (Б670).

П22	***Оборачиваемость собственных оборотных средств***	***Выручка от реализации / Собственные оборотные средства***

Показатель отражает, сколько раз совершили полный оборот собственные оборотные средства для генерации существующего объема продаж. Как и показатель оборачиваемости чистых активов, оборачиваемость собственных оборотных средств может быть рассчитана как в количестве оборотов, так и в количестве дней, за которое собственные оборотные средства совершают полный оборот.

В числителе показателя: *выручка от реализации* (Ф010), в знаменателе – *собственные оборотные средства*, рассчитываемые как: разность между текущими активами (*II раздел актива баланса*) и текущими пассивами (сумма *краткосрочных заемных средств* (Б610), *кредиторской задолженности* (Б620) и *прочих краткосрочных пассивов* (Б670)).

Величина собственных оборотных средств, с одной стороны, показывает, насколько текущие активы превышают текущие обязательства, а с другой стороны, позволяют судить, насколько внеоборотные средства финансируются за счет собственных средств предприятия и долгосрочных кредитов.

Кроме того, если величина собственных оборотных средств отрицательна (что часто встречается на российских промышленных предприятиях), то это обычно означает, что часть внеоборотных активов финансируется за счет средств кредитов, чаще всего краткосрочных кредитов банков, что, как правило, свидетельствует о неэффективном управлении финансами предприятий.

П23	***Оборачиваемость запасов***	***Выручка от реализации / Запасы***

Для оценки эффективности использования собственных оборотных средств используются коэффициенты оборачиваемости отдельных элементов оборотных средств предприятия. Одним из таких показателей является показатель оборачиваемости запасов.

В числителе показателя: *выручка от реализации* (Ф010), в знаменателе: *запасы* (Б210). При расчете данные из баланса берутся в среднем значении за рассматриваемый период (сумма значений на начало и конец периода, деленная на два).

П24	***Оборачиваемость дебиторской задолженности***	***Выручка от реализации / Дебиторская задолженность***

Еще одной важной составляющей собственных оборотных средств предприятия является дебиторская задолженность. Управление дебиторской задолженностью является неотъемлемой функцией менеджмента. Своевременное получение платежей от дебиторов служит одним из основных источников поступления реальных денежных средств на предприятие. В российских условиях эффективное управление дебиторской задолженностью является трудновыполнимой задачей в силу сложившейся ситуации с взаимными неплатежами. Поэтому аналитику необходимо сгруппировать дебиторскую задолженность по срокам поступления. В текущей отчетности предприятия такая информация представлена в ограниченном варианте.

В числителе показателя: *выручка от реализации* (Ф010), в знаменателе: *дебиторская задолженность* (сумма строк Б220 и Б230).

П25	***Оборачиваемость кредиторской задолженности***	***Выручка от реализации / Кредиторская задолженность***

Показатель отражает средний срок возврата предприятием долгов своим кредиторам (за исключением банковских кредитов и прочих займов). Иными словами, оценивается способность предприятия своевременно рассчитываться со своими поставщиками, подрядчиками, персоналом и прочими кредиторами. Аналогично показателям оборачиваемости запасов и дебиторской задолженности, оборачиваемость кредиторской задолженности может отражать как интенсивность оборота, так и период оборота.

В числителе показателя: *выручка от реализации* (Ф010), в знаменателе: *кредиторская задолженность* (Б620).

Показатели оценки финансовой зависимости и рыночной устойчивости		
П31	***Коэффициент финансовой зависимости***	***Заемный капитал / Собственный капитал***

Показатели финансовой устойчивости, одним из которых является коэффициент финансовой зависимости, отражает уровень риска деятельности компании в зависимости от заемного капитала. Рост доли собственных средств свидетельствует об увеличении финансовой устойчивости предприятия, однако неиспользование заемных средств может сказаться на потере эффективности деятельности компании. Определение финансовой устойчивости предприятия позволит сделать вывод об интенсивности использования заемных средств, о степени зависимости от краткосрочных обязательств, об уровне долгосрочной устойчивости компании в случае отсутствия заемных источников финансирования.

В числителе показателя: заемный капитал, рассчитываемый как сумма *долгосрочных пассивов* (V раздел пассива баланса) и *краткосрочных заемных средств* (Б610). В знаменателе: *собственный капитал*, методика расчета которого приведена чуть выше.

П32	***Коэффициент автономии собственных средств***	***Собственный капитал / Всего активов***

Показатель автономии позволяет дать более детальную оценку структуры капитала. Рост показателя свидетельствует об увеличении финансовой независимости предприятия, снижении риска наступления финансовых затруднений в будущем. Несомненно, это положительный факт для кредиторов, однако это упущенная возможность получения дополнительного дохода в настоящий момент времени.

В числителе показателя: *собственный капитал*, в знаменателе: *сумма всех активов предприятия* (Б399).

П33	***Индекс постоянного актива***	***Внеоборотные активы / Собственный капитал***

Показатель отражает степень обеспеченности внеоборотных активов источниками собственных средств. Рекомендуемое значение этого показателя в значительной степени зависит от отрасли экономики. Тем не менее, значительное превышение внеоборотных активов над собственным капиталом, говорит о значительной зависимости предприятия от внешнего финансирования, в большинстве своем долгосрочного, используемого для формирования долгосрочных активов. Обратная ситуация, когда внеоборотные активы намного меньше собственного капитала позволяет судить о неэффективном использовании источников собственного финансирования.

В числителе показателя: *внеоборотные активы* (I раздел актива баланса), в знаменателе: *собственный капитал*.

Показатели оценки ликвидности		
П41	***Текущий коэффициент ликвидности***	***Оборотные активы / Краткосрочные пассивы***

Показатели ликвидности показывают, в какой степени предприятие способно расплатиться по краткосрочным обязательствам текущими активами. Анализ ликвидности позволяет оценить, в какой степени предприятие в состоянии покрывать свои текущие долги, каков уровень надежности этого покрытия, возможно ли дополнительное привлечение краткосрочных обязательств без критического ухудшения ликвидности. Показатели ликвидности являются ограничивающим фактором для эффективности предприятия. Рост эффективности деятельности компании часто происходит при снижении общего уровня ликвидности, и наоборот. Необходимо контролировать, сопоставлять и управлять значениями этих показателей, исходя из текущих условий и политики развития предприятия.

В числителе показателя: *оборотные активы* (II раздел актива баланса), в знаменателе: *краткосрочные пассивы* (сумма краткосрочных заемных средств (Б610) и кредиторской

задолженности (Б620)).

П42	***Критический коэффициент ликвидности***	***Дебиторская задолженность + Денежные средства / Краткосрочные пассивы***

Показатель критической ликвидности используется в случае углубленного анализа финансового состояния предприятия для отражения влияния отдельных статей текущих активов. Стоит заметить, что снижение значения ликвидности чаще всего говорит об ухудшении ситуации с обеспеченностью оборотными средствами и о необходимости принятия серьезных мер по управлению ими.

В числителе показателя: *дебиторская задолженность* (сумма строк Б230 и Б240) и денежные средства (Б260), в знаменателе: *краткосрочные пассивы* (методика расчета приведена выше).

П43	***Обеспеченность запасов собственными оборотными средствами***	***Собственные оборотные средства / Запасы***

Показатель характеризует ту часть стоимости запасов, которая покрывается собственными оборотными средствами. Имеет традиционно большое значение в анализе финансового состояния предприятий торговли. Объясняется это необходимостью поддержания значительного объема запасов в виде нереализованной продукции. Значительное снижение показателя ниже рекомендуемого значения (50%) говорит о необходимости обращения к краткосрочным кредитным ресурсам для поддержания минимального объема продукции на прилавках.

В числителе показателя: *собственные оборотные средства* (методика приведена ранее), в знаменателе: *запасы* (Б210).

* Ниже каждого показателя даны пояснения и методика расчета, ориентированная на российские формы бухгалтерской отчетности (в скобках номер строки в отчетности, Б – баланс, Ф – отчет о прибылях и убытках).

Приложение 3

Содержание квартальной и годовой отчетности, раскрываемой эмитентами эмиссионных ценных бумаг на зарубежных фондовых рынках.

А) Квартальная общая отчетность

(пример из практики США - форма 10-Q, в которой должна раскрываться данная информация).

1.	а) Справочные реквизиты эмитента и формы отчетности, включая количество обыкновенных акций в обращении, номер файла эмитента в Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам, б) данные о том, представлена ли вся полагающаяся отчетность в последние двенадцать месяцев, в)данные о том, представлена ли в Комиссию по ценным бумагам вся полагающаяся информация в случае, если эмитент проходит процедуру банкротства, г)количество выпущенных и непогашенных акций
2.	**Финансовая информация за отчетный период** (два предыдущих квартала): а) отчет о прибылях и убытках, б) бухгалтерские балансы, в) отчеты о движении денежных потоков, г)пояснительная записка к финансовой отчетности. В частности, в пояснительной записке указывается на соответствие отчетности повсеместно принятым принципам бухгалтерского учета, на наличие предварительных оценок тех или иных показателей, которые могут вызвать отклонения от фактически достигнутых значений, приводятся данные о событиях, связанных с движением акционерного капитала (коэффициент «прибыль на одну акцию», расщепление акций, программы выкупа акций для персонала, выпуск варрантов пут, дающих возможность продавать акции эмитенту по фиксированной цене, дополнительные выпуски акций различных классов, поглощения и т.д.) и др.
3.	**Обсуждение менеджментом и анализ финансового положения и результатов операционной деятельности: а)** общий обзор деятельности и динамика доходов, б) анализ деятельности и динамики доходов по продуктовым группам, в) каналы распределения продукции и анализ динамики деятельности и доходов по географическим зонам, г) выручка от операционной деятельности, внеоперационные расходы и доходы, налоги на прибыль, д) чистая прибыль, е) финансовое положение (инвестиционный портфель, прямые инвестиции, структура долгов, ликвидность, акционерный капитал, ж)влияние изменений в порядке бухгалтерского учета, з) программа участия персонала в собственности на компанию
4.	**Прочая информация:** а)юридические тяжбы, в которые вовлечена компания, б)вопросы, выносимые на очередное собрание акционеров (дата собрания, годовое или специально созываемое собрание, имена директоров, представляемых к избранию, имена директоров, срок службы которых еще не закончился и которые будут продолжать находиться на своем посту, короткое описание вопросов, выносимых на голосование, количество голосов против, за и воздержавшихся), в)материально значащая модификация ценных бумаг, затрагивающая права держателей любых зарегистрированных ценных бумаг и т.д. (класс ценных бумаг, описание эффекта, который дает эта модификация в отношении прав держателей ценных бумаг), г) невыполнение материальных по значению обязательств по погашению основной суммы, процента, созданию фонда погашения или фонда выкупа, не ликвидированное в течение 30 дней и затрагивающее более 5% суммарных активов эмитента и его консолидированных дочерних компаний (характер задолженности, ее сумма, размер просроченной задолженности), д) невыполнение материальных по значению обязательств по выплате дивидендов по привилегированным акциям эмитента или его наиболее значительных дочерних компаний, не ликвидированное в течение 30 дней (характер задолженности, ее сумма, размер просроченной задолженности по выплате дивидендов), е) прочая информация по усмотрению эмитента.
5.	**Приложения и отчеты:** а)учредительские документы и правила процедуры деятельности, планы приобретения, реорганизации, соглашения с кредиторами, приобретения имущества в порядке наследования, планы по ликвидации и т.п., б)документы, определяющие права держателей ценных бумаг, включая облигационные контракты, в)мнение юриста относительно того, могут ли данные ценные бумаги законным путем быть выпущены, проданы, полностью оплачены и не затрагивают ли они, если это долговые ценные бумаги, уже существующие обязательства эмитента, г)мнение налогового консультанта или сертифицированного бухгалтера в отношении налоговых аспектов и налоговых последствий для держателей выпускаемых ценных бумаг, если эти налоговые аспекты имеют материальное значение, д)любые соглашения по созданию трастов на голосование (voting trust), е) любой контракт, имеющий материальное значение, вне рамок обычного хода бизнеса, ж) контракт, имеющий материальное значение и находящийся в рамках обычного хода бизнеса, но принадлежащий к одной из следующих категорий-контракт, от выполнения которого в значительной степени зависит весь бизнес, контракт, в результате которого продается или покупается имущество, оборудование и здания на сумму, превышающую 15% суммарных активов, контракт на выплату вознаграждений директорам и высшим исполнительным

	служащим в любой форме, если суммы вознаграждений являются материально существенными для ведения бизнеса, з) расчеты коэффициента «прибыль на акцию», и)расчеты коэффициентов «прибыль/фиксированные расходы», «прибыль/фиксированные расходы+дивиденды на привилегированные акции, к)годовой отчет перед акционерами, квартальные отчеты, л)письмо независимого бухгалтера, указывающего на использование неаудитированной промежуточной финансовой информации, м)при изменении независимого бухгалтера, осуществляющего аудит отчетности, письмо от прежнего независимого бухгалтера, выражающее его согласие или несогласие с заявлениями, сделанными эмитентом относительно причин прекращения с ним отношений, н) письмо от прежнего директора с описанием характера несогласий с эмитентом, повлекших его уход со службы, о) письмо от независимого бухгалтера, раскрывающее изменения в учетной политике эмитента и практике ее применения, а также влияние, которое эти изменения оказали на финансовые отчеты, п) любые опубликованные документы и заявления, обращенные к держателям ценных бумаг, р) список дочерних компаний и др.

Б) Годовая общая отчетность
(пример - форма 10-К, в которой должна раскрываться данная информация)

	Справочные реквизиты эмитента и формы отчетности, включая количество обыкновенных акций в обращении, стоимость акций, которые находятся в собственности неаффилированных лиц, номер файла эмитента в Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам, данные о том, представлена ли вся полагающаяся отчетность в последние двенадцать месяцев
	Часть 1
1.	**Описание бизнеса: Общее развитие бизнеса** за последние 5 лет, в т.ч. дата создания, форма организации, происшедшие в прошлом банкротства, реорганизации, приобретения, выходящие за обычные рамки бизнеса, любые материальные изменения в способе ведения бизнеса, операционные и финансовые планы, планы развития от компаний, которые ранее не вели операционной деятельности **Финансовая информация в разрезе отраслевой принадлежности продукции, которую производит компания** за последние три финансовых года**.** Выручка от реализации, операционные прибыли и потери, активы, связанные с определенными -по отраслевой принадлежности- продуктами (продажи аффилированным лицам и -из одного отраслевого сегмента в другой- показываются отдельно) **Последовательное описание бизнеса**, прежде всего по ключевым сегментам, в т.ч. а)важнейшие продукты и оказываемые услуги, б)важнейшие рынки, в)методы дистрибутирования важнейших производимых продуктов и оказываемых услуг, г)доля выручки, приходящаяся на тот или иной класс продуктов (если она выше 10%), д) характеристика состояния продуктов, которые требуют материально значимых инвестиций от эмитента (стадия планирования, стадия наличия прототипов, завершенность разработки, наличие публичных объявлений и т.д.), е)источники и доступность сырья, ж)длительность и эффективность владения патентами, торговыми марками, лицензиями, франшизами и концессиями, з)сезонность сегментов бизнеса, и) особенности формирования оборотных средств (необходимость накопления значительных запасов сырья, необходимость рассрочек платежа, предоставляемых клиентам и т.д.), к) зависимость от одного клиента или небольшой группы клиентов, потеря которых может привести к негативным материальным потерям для бизнеса (в т.ч. имена клиентов и характеристика отношений с ними, если они имеют долю в 10% и более процентов от выручки, получаемой эмитентом), л) портфель подтвержденных, но еще не подписанных или не профинансированных заказов, м) описание любой материально значимой части бизнеса, которая зависит в части прекращения или пересмотра условий контрактов- от правительства, о) конкурентные условия бизнеса, в т.ч. конкурентная позиция эмитента, число конкурентов (имена могут не раскрываться), степень доминирования эмитента или его конкурентов на рынке данной продукции, основные методы конкуренции (ценовая, сервисное обслуживание, уровень гарантии, качество продукции), позитивные или негативные факторы, влияющие на позиции эмитента, п) если это является материально значимым, то суммы, затрачиваемые эмитентом на научные исследования и развитие, р)выполнение требований законодательства в области защиты окружающей среды в той мере, в какой это может иметь материальное значение для эмитента, с)количество персонала **Финансовая информация о географическом распределении операций на внутреннем и внешнем рынках, экспортных продажах** за последние три финансовых года**.** Выручка от реализации, операционные прибыли и потери, активы, связанные с определенными -по географической принадлежности- сегментами рынка (продажи аффилированным лицам и -из одного географического сегмента в другой- показываются отдельно). Указываются любые риски, связанные с иностранными операциями.
2.	**Недвижимость:** Короткое описание местоположения и общего характера материально значимого физического имущества, принадлежащего эмитенту и его аффилированным лицам (здания, сооружения, шахты и т.д.), с точки зрения его «подходящести», адекватности, производительной способности и

	степени использования. При этом должен указываться отраслевой характер продукции, производимой на данных площадях. Должны быть указаны обременения, связанные с данным имуществом. Данный пункт включает в себя также описания запасов полезных ископаемых, подтвержденных независимыми консультантами.
3.	**Судебные процессы.** Должна быть приведена характеристика всех судебных тяжб, юридических споров и административных расследований, результаты которых могут иметь материальное значение для эмитента (в т.ч. наименования судов, мест разбирательств, противостоящих сторон, спорных ситуаций, лежащих в основе разбирательства); особенно должны выделяться дела, связанные с правительством. Подобная информация должна быть сообщена в отношении директоров, старших служащих, собственников, владеющих более 5% голосующих акций, или аффилированных лиц.
4.	**Вопросы, поставленные перед акционерами для голосования:** дата собрания, годовое или специально созываемое собрание, имена директоров, представляемых к избранию, имена директоров, срок службы которых еще не закончился и которые будут продолжать находиться на своем посту, короткое описание вопросов, выносимых на голосование, количество голосов против, за и воздержавшихся.
	Часть II
5.	**Рынок обыкновенных акций компании и вопросы, связанные с акционерами Рыночная цена, состояние рынка и дивиденды по обыкновенным акциям, выпущенным эмитентом.** В структуре информации о **рынках** раскрываются а)главные фондовые рынки, на которых обращаются обыкновенные акции эмитента (или отсутствие таковых), б) главные иностранные фондовые рынки для иностранных эмитентов. В составе информации о **ценах** указываются а) наиболее высокие и низкие цены продажи в течение двух последних лет (если бумаги обращаются на бирже), б) наиболее высокие и низкие ценовые запросы на покупку в течение двух последних лет, включая последнюю возможную дату (если бумаги обращаются на внебиржевом рынке). В составе информации о **держателях** раскрываются: а) примерное количество держателей каждого класса обыкновенных акций на последнюю возможную дату, б) если регистрация сопровождает реорганизацию компании-эмитента, то необходимо отразить, как эта операция скажется на долях инвесторов, владеющих более 5% обыкновенных акций, на каждом директоре и группе директоров в целом. В структуру информации о **дивидендах** включаются: а) частота и сумма денежных дивидендов, декларированных по каждому классу обыкновенных акций за два последних года, б) ограничения на выплату денежных дивидендов, в т.ч. вызванные ограничениями на перевод финансовых ресурсов из дочерних компаний, в) наличие ситуаций, когда эмитент не выплачивал дивиденды, хотя имел возможности сделать это, заявление о намерениях выплачивать дивиденды в будущем или своем отказе делать это, г) при выплате дивидендов ранее, индикация намерений делать это в сопоставимом размере или, если таких намерений не существует, объяснение, какие изменения в дивидендной политике должны произойти.
6.	**Выборочная финансовая информация:** Предоставляются за пять последних финансовых лет (плюс любой добавочный год, необходимый для того, чтобы информация не вводила в заблуждение): а) чистые продажи или операционные доходы, б)операционная прибыль (потери) от операций, в) операционная прибыль (потери), приходящаяся на одну акцию, г) итого активы, д)долгосрочные обязательства и выкупаемые привилегированные акции, д)денежные дивиденды, приходящиеся на одну акцию (консолидированные данные по компании-эмитенту и ее дочерним компаниям). Иностранный эмитент представляет также данные о динамике валютных курсов.
7.	**Обсуждение менеджментом и анализ финансового положения и результатов операционной деятельности: Разъяснение** должно базироваться на периоде в три последних финансовых года (если необходимо- пять лет) и относиться к а)ликвидности, б) основным фондам, в)результатам операций, г)другой необходимой- по мнению компании эмитента- информации. **Разъяснение и анализ** основываются на материальных событиях и неопределенностях, которые **известны** менеджменту (особенно на тех, которые будут влиять на компанию в будущем, но не влияли в прошлом, а также на тех, которые влияли на компанию в прошлом, но не будут влиять в будущем). При необходимости обсуждение может фокусироваться на сегментах бизнеса, структурных подразделениях и т.п. В частности, в отношении **ликвидности** должны быть указаны требования, соглашения, события или неопределенности, которые могут повлиять на ликвидность в материально значащем размере (отдельно по внутренним и внешним источникам ликвидности). В отношении **основных фондов** должны быть описаны материально значащие тенденции в их изменении (благоприятные или неблагоприятные), соглашения на осуществление капитальных вложений и источники их покрытия. В отношении **результатов операций** должны быть описаны любые необычные или редкие события или сделки, которые материально повлияли на сумму прибылей от операций. Должны быть описаны все компоненты в денежной выручке или расходах, которые значительно влияют на результаты компании-эмитента. В анализ должны быть включены все известные тренды и неопределенности, которые влияют на чистые продажи, выручку от реализации или прибыль. В частности, дискуссия должна охватывать влияние, оказываемое издержками на оплату труда, сырье и материалы, а также ценами, инфляцией, увеличением реализации продукции и услуг, предложением новых продуктов.
8.	**Финансовая отчетность и дополнительная информация** (за два последних года): а)отчеты о прибылях,

	б)отчеты о денежных потоках, в)бухгалтерские балансы, г)отчет об акционерном капитале (остаток на начало и конец периода, приход (выпуск обыкновенных акций), расход (обратный выкуп обыкновенных акций) и нераспределенной прибыли, д)пояснительная записка к финансовой отчетности (учетная политика и принципы учета отдельных видов активов, различные планы по выкупу акций персоналом компании, соглашения и условные обязательства, географическое распределение доходов и имущества, дочерние компании), е)отчет независимых аудиторов
9.	**Изменения в составе бухгалтеров и несогласия с порядком ведения бухгалтерского учета и раскрытия финансовой информации.** Указание на существование в течение двух последних финансовых лет **факта отказа** от услуг независимого бухгалтера, осуществляющего аудит компании-эмитента или ее дочерних компаний При этом необходимо раскрыть, содержал ли отчет об аудите неблагоприятное мнение о компании и какого характера, каким органом компании было принято решение об отказе от услуг аудитора, какого рода несогласие возникло между эмитентом и бухгалтером в отношении учетных принципов или практик, раскрытия финансовой отчетности, объема и процедур аудита и т.д. Идентификация нового независимого сертифицированного бухгалтера, если он назначен. Указание на факты консультирования эмитента с новым независимым бухгалтером (в течение последних двух лет) по вопросам: а)применения принципов учета к конкретной сделке, б)содержание мнения аудитора в отношении финансовых отчетов эмитента, в)наличие несогласий. Должны быть раскрыты: а)содержание фактов, в отношении которых происходило консультирование, б)мнение нового независимого бухгалтера, в)проходили ли консультации с прежним независимым бухгалтером и его мнения по поводу обсуждаемых ситуаций. Новым независимым бухгалтером должно быть рассмотрено данное сообщение с тем, чтобы он мог сообщить в Комиссию свое собственное мнение и, если это необходимо, несогласие по поводу обсуждаемой ситуации.
	Часть III
10.	**Директора и высшие исполнительные служащие** Должен быть приведен **список** директоров, кандидатов в директора, старшего исполнительного персонала, лиц, вносящих очень значительный вклад в бизнес, не занимая исполнительных должностей (менеджеры по продажам, менеджеры по производству, ученые и исследователи): а)имена и возраст, б) все занимаемые позиции и сроки службы, в)отношения с лицами, благодаря которым они избраны на свои должности. Должны быть указаны **семейные отношения** между любыми директорами, старшим исполнительным персоналом, любыми лицами, номинированными или избираемыми на эти должности. Должны быть приведены данные о **деловом опыте** указанных выше лиц в течение последних пяти лет: а)наименования компаний, должностей, б)отношение указанной компании к эмитенту (материнская компания, дочерняя компания), в) содержание обязанностей н предыдущих должностях, г)профессиональная компетенция, включая данные об объеме бизнеса, находившегося под надзором данного лица. Включается информация о **вовлеченности должностных лиц в юридические процессы**, являющаяся материальной с точки зрения оценки способности или честности директоров и старшего исполнительного персонала: а)банкротства, б)уголовные преследования, в)вынесение любых постановлений, приказов и т.д. суда, запрещающих или ограничивающих выполнение указанными лицами функций брокера, консультанта в области срочных товарных сделок, полового брокера или иного лица, деятельность которого регулируется Комиссией по торговле товарными фьючерсами, функций инвестиционного консультанта, андеррайтера, брокера или дилера по ценным бумагам, функций аффилированного лица, директора или работника инвестиционной компании, банка, ссудо-сберегательной ассоциации или страховой компании, а также в связи с любой покупкой товаров или ценных бумаг с нарушением норм законодательства и др. , г) наступление гражданской ответственности за нарушение законодательства по ценным бумагам Аналогичные сведения должны указываться в отношении учредителей и контролирующих лиц.
11.	**Оплата труда старшего исполнительного персонала.** Все выплаты, плановые и внеплановые, в любой форме (в т.ч. различными правами на акции, с подробной разбивкой по видам выплат) директорам и старшему исполнительному персоналу (4 наиболее высоко оплачиваемых лица) за все оказываемые услуги, включая выплаты через дочерние компании, за прошедший финансовый год.
12.	**Собственность на ценные бумаги компании, имеющаяся у определенных категорий собственников и менеджмента. Собственники** более 5% любого класса голосующих ценных бумаг, с указанием имени и адреса собственника, характер отношений собственности (например, инвестиции, находящиеся в доверительном управлении), сумма и процент от капитала, находящиеся в собственности. Аналогичные данные по голосующим акциям (в т.ч. дочерних компаний), находящимся в **собственности менеджеров.** **Изменения в контроле.** Любые соглашения, известные компании-эмитенту, включая любой залог

	ценных бумаг, которые могут привести или приводят к изменению структуры контроля за эмитентом. **Выполнение обязанностей по отчетности.** Должны быть указаны **директора, служащие, собственники**, которые не заполнили своевременно (в соответствии с Securities Exchange Act of 1934) отчеты о собственности на ценные бумаги в сумме, превышающей 10% от величины каждого выпуска. По каждому такому лицу нужно указать количество сделок, по которым не представлен отчет, количество и время пропущенных отчетов.
13.	**Определенные взаимоотношения и связанные сделки.** Должны быть описаны все сделки или серии сделки за прошлый год, любые предполагаемые сделки свыше 60 тысяч долл. США, которые бы относились к компании-эмитенту или ее дочерним предприятиям и в которых бы имели **прямой или косвенный интерес** директора или исполнительные служащие, или кандидаты на пост директоров, держатели голосующих ценных бумаг с долей более 5%, любые члены семей указанных лиц. Соответственно, должны указываться природа интереса к сделке, сумма сделки и количественный размер интереса того или иного лица в сделке, если это возможно на практике. Должны указываться необычности в ценах. **Деловые взаимоотношения**. Должны быть также указаны лица, имеющие следующее отношение к компании: а) директора, кандидаты, исполнительные служащие, которые в течение последнего финансового года владели более 10% бизнеса, совершившего или планирующего совершить платежи в адрес компании- эмитента на суммы, превышающие 5% валовых денежных поступлений за год , б) директора, кандидаты, исполнительные служащие, которые в течение последнего финансового года владели более 10% бизнеса, в адрес которого совершены или планируется совершить платежи от имени компании- эмитента на суммы, превышающие 5% валовых денежных поступлений за год , в) директора, кандидаты, исполнительные служащие, которые в течение последнего финансового года владели более 10% бизнеса, которому компания-эмитент или ее дочерние предприятия были бы должны более 5% консолидированных активов, г) директора или кандидаты в директора, которые в течение последнего финансового года были партнером или советниками юридических фирм (при этом сумма гонорара не раскрывается, если только она не превышала 5% доходов юридической фирмы за год), д) директора или кандидаты в директора, которые в течение последнего финансового года были партнером или исполнительными служащими инвестиционных банков (при этом сумма компенсации не раскрывается, если только она не превышала 5% доходов инвестиционного банка за год), е) любые другие отношения, между директором или кандидатом в директора и компанией-эмитентом, которые схожи по характеру и объему с указанными выше. При этом должны указываться характер взаимоотношений, их денежный объем, имена ил наименования. **Задолженность менеджмента**. Должны быть указаны следующие лица, имеющие задолженность перед эмитентом или его дочерними компаниями на сумму более 60 тысяч долл. США, возникшую в течение последнего финансового года: а)любой директор или его исполнительный служащий, б)любой кандидат на должность директора, в) любой ближайший член семьи, г)любая компания, в которой указанные выше лица являются исполнительными служащими или партнерами, или являются прямо или косвенно собственниками более 10% голосующих акций, д) любой траст, в котором указанные лица имеют значительный интерес, или являются управляющими трастом **Сделки с учредителями.** Эмитенты, которые были созданы в течение последних пяти лет, должны : а) указать имена учредителей, характер и денежную стоимость любого имущества, внесенного учредителями (включая контракты, опционы и права) прямо или косвенно, б) порядок оценки имущества, которое передавалось учредителем (в т.ч. принципы оценки, лица, которые отвечали за оценку и т.п.)
	Часть IV
14.	**Приложения, финансовые таблицы и отчеты по форме 8-К (сообщения о материально значимых событиях), в т.ч.** все финансовые отчеты, отчетность и таблицы с финансовыми данными, относящаяся к пункту 8, а также: а)учредительские документы и правила процедуры деятельности, планы приобретения, реорганизации, соглашения с кредиторами, приобретения имущества в порядке наследования, планы по ликвидации и т.п., б)документы, определяющие права держателей ценных бумаг, включая облигационные контракты, в)мнение юриста относительно того, могут ли данные ценные бумаги законным путем быть выпущены, проданы, полностью оплачены и не затрагивают ли они, если это долговые ценные бумаги, уже существующие обязательства эмитента, г)мнение налогового консультанта или сертифицированного бухгалтера в отношении налоговых аспектов и налоговых последствий для держателей выпускаемых ценных бумаг, если эти налоговые аспекты имеют материальное значение, д)любые соглашения по созданию трастов на голосование (voting trust), е) любой контракт, имеющий материальное значение, вне рамок обычного хода бизнеса, ж) контракт, имеющий материальное значение и находящийся в рамках обычного хода бизнеса, но принадлежащий к одной из следующих категорий- контракт, от выполнения которого в значительной степени зависит весь бизнес, контракт, в результате которого продается или

	покупается имущество, оборудование и здания на сумму, превышающую 15% суммарных активов, контракт на выплату вознаграждений директорам и высшим исполнительным служащим в любой форме, если суммы вознаграждений являются материально существенными для ведения бизнеса, з) расчеты коэффициента «прибыль на акцию», и)расчеты коэффициентов «прибыль/фиксированные расходы», «прибыль/фиксированные расходы+дивиденды на привилегированные акции, к)годовой отчет перед акционерами, квартальные отчеты, л)письмо независимого бухгалтера, указывающего на использование неаудитированной промежуточной финансовой информации, м)при изменении независимого бухгалтера, осуществляющего аудит отчетности, письмо от прежнего независимого бухгалтера, выражающее его согласие или несогласие с заявлениями, сделанными эмитентом относительно причин прекращения с ним отношений, н) письмо от прежнего директора с описанием характера несогласий с эмитентом, повлекших его уход со службы, о) письмо от независимого бухгалтера, раскрывающее изменения в учетной политике эмитента и практике ее применения, а также влияние, которое эти изменения оказали на финансовые отчеты, п) любые опубликованные документы и заявления, обращенные к держателям ценных бумаг, р) список дочерних компаний и т.д.

В) Годовые отчеты перед акционерами

1.	**Должны содержаться**: а) аудитированные бухгалтерские балансы на конец года (за два последних года, консолидированные по эмитенту и его дочерним компаниям), б) аудитированные отчеты о прибылях и убытках, отчеты о движении денежных потоков за три последних года, в) дополнительная финансовая информация в квартальном разрезе (чистые продажи за вычетом издержек обращения, прибыль (убыток) до учета экстраординарных статей и влияния изменений в бухгалтерском учете, чистые прибыли (убытки), прибыль на акцию.
2.	**Несогласия и расхождения с бухгалтерами в вопросах бухгалтерского учета и раскрытия информации о финансовом положении**. Указание на существование в течение двух последних финансовых лет факта отказа от услуг независимого бухгалтера, осуществляющего аудит компании-эмитента или ее дочерних компаний При этом необходимо раскрыть, содержал ли отчет об аудите неблагоприятное мнение о компании и какого характера, каким органом компании было принято решение об отказе от услуг аудитора, какого рода несогласие возникло между эмитентом и бухгалтером в отношении учетных принципов или практик, раскрытия финансовой отчетности, объема и процедур аудита и т.д.
3.	Должна быть осуществлена и представлена в табличном виде **выборка финансовой информации** за последние пять лет
4.	**Анализ и разъяснение менеджментом финансового состояния и результатов операций**. **Разъяснение** должно базироваться на периоде в три последних финансовых года (если необходимо- пять лет) и относиться к а)ликвидности, б) основным фондам, в)результатам операций, г)другой необходимой- по мнению компании эмитента- информации. **Разъяснение и анализ** основываются на материальных событиях и неопределенностях, которые **известны** менеджменту (особенно на тех, которые будут влиять на компанию в будущем, но не влияли в прошлом, а также на тех, которые влияли на компанию в прошлом, но не будут влиять в будущем). При необходимости обсуждение может фокусироваться на сегментах бизнеса, структурных подразделениях и т.п. В частности, в отношении **ликвидности** должны быть указаны требования, соглашения, события или неопределенности, которые могут повлиять на ликвидность в материально значащем размере (отдельно по внутренним и внешним источникам ликвидности). В отношении **основных фондов** должны быть описаны материально значащие тенденции в их изменении (благоприятные или неблагоприятные), соглашения на осуществление капитальных вложений и источники их покрытия. В отношении **результатов операций** должны быть описаны любые необычные или редкие события или сделки, которые материально повлияли на сумму прибылей от операций. Должны быть описаны все компоненты в денежной выручке или расходах, которые значительно влияют на результаты компании-эмитента. В анализ должны быть включены все известные тренды и неопределенности, которые влияют на чистые продажи, выручку от реализации или прибыль. В частности, дискуссия должна охватывать влияние, оказываемое издержками на оплату труда, сырье и материалы, а также ценами, инфляцией, увеличением реализации продукции и услуг, предложением новых продуктов.
5.	**План операций**, представленный менеджментом
6.	Отчет должен содержать короткое **описание бизнеса**, осуществляемого эмитентом и его дочерними компаниями в течение последнего финансового года (составляющего- с точки зрения менеджмента- основное содержание и область распространения бизнеса)
7.	**Финансовая информация в разрезе отраслевой принадлежности продукции, которую производит компания** за последние три финансовых года**.** Выручка от реализации, операционные прибыли и потери, активы, связанные с определенными -по отраслевой принадлежности- продуктами (продажи аффилированным лицам и -из одного отраслевого сегмента в другой- показываются отдельно) Важнейшие продукты и услуги, производимые эмитентом в отраслевых сегментах рынка и на ключевых -

	для эмитента- рынках, методы дистрибутирования. Данные за три последних года- доли валового дохода, которые формируются отдельными группами продуктов или услуг, составляющими более 10% валового дохода. **Финансовая информация о географическом распределении операций на внутреннем и внешнем рынках, экспортных продажах** за последние три финансовых года**.** Выручка от реализации, операционные прибыли и потери, активы, связанные с определенными -по географической принадлежности- сегментами рынка (продажи аффилированным лицам и -из одного географического сегмента в другой- показываются отдельно). Указываются любые риски, связанные с иностранными операциями.
8.	Должны быть идентифицированы каждый из директоров и высших исполнительных служащих, их позиции и содержание ответственности
9.	**Рыночная цена, состояние рынка и дивиденды по обыкновенным акциям, выпущенным эмитентом.** В структуре информации о **рынках** раскрываются а)главные фондовые рынки, на которых обращаются обыкновенные акции эмитента (или отсутствие таковых), б) главные иностранные фондовые рынки для иностранных эмитентов. В составе информации о **ценах** указываются а) наиболее высокие и низкие цены продажи в течение двух последних лет (если бумаги обращаются на бирже), б) наиболее высокие и низкие ценовые запросы на покупку в течение двух последних лет, включая последнюю возможную дату (если бумаги обращаются на внебиржевом рынке). В составе информации о **держателях** раскрываются: а) примерное количество держателей каждого класса обыкновенных акций на последнюю возможную дату, б) если регистрация сопровождает реорганизацию компании-эмитента, то необходимо отразить, как эта операция скажется на долях инвесторов, владеющих более 5% обыкновенных акций, на каждом директоре и группе директоров в целом. В структуру информации о **дивидендах** включаются: а) частота и сумма денежных дивидендов, декларированных по каждому классу обыкновенных акций за два последних года, б) ограничения на выплату денежных дивидендов, в т.ч. вызванные ограничениями на перевод финансовых ресурсов из дочерних компаний, в) наличие ситуаций, когда эмитент не выплачивал дивиденды, хотя имел возможности сделать это, заявление о намерениях выплачивать дивиденды в будущем или своем отказе делать это, г) при выплате дивидендов ранее, индикация намерений делать это в сопоставимом размере или, если таких намерений не существует, объяснение, какие изменения в дивидендной политике должны произойти

Приложение 4

Система показателей состояния эмитентов.

Код подзадачи	Подзадача мониторинга и контроля	Код раздела	Раздел	Показатели	Методы расчета и комментарии по сбору информации
1	2	3	4	5	6
А	Создание информационной базы данных об эмитентах	А1	Досье эмитента (нормативно-справочная информация)	Фирменное наименование и организационно-правовая форма	Источник: информационная база по регистрации эмиссий, информационные базы других подразделений московского правительства, разовые запросы
				Номер государственной регистрации	- « » -
				Дата государственной регистрации	- « » -
				Юридический адрес	- « » -
				Фактический адрес, контактные реквизиты	- « » -
				Код ОКОНХ	- « » -
				Код ОКПО	- « » -
				Код ИНН	- « » -
				Уникальный код эмитента, присваиваемый РО ФКЦБ в ЦФО	Присваивается в единожды в момент первой регистрации выпуска или отчета об итогах выпуска в РО ФКЦБ в ЦФО.
				Уставный капитал, тыс. руб.	Источник: информационная база по регистрации эмиссий
				Должностные лица	Ф.И.О, служебные позиции, контактные реквизиты
				БИК и наименование банка, в котором ведется основной расчетный счет эмитента	В составе документов на регистрацию выпуска ценных бумаг, по разовому запросу
		А2	Устав	Текст устава на бумажном носителе	В составе документов на регистрацию выпуска ценных бумаг, по разовому запросу
		А3	План приватизации	Текст на бумажном носителе	В составе документов на регистрацию выпуска ценных бумаг, по разовому запросу
		А4	Проспекты эмиссии	Файлы проспектов эмиссии	Должны соответствовать Стандартам эмиссии, утвержденным постановлением ФКЦБ от 11.11.98 г. № 47
		А5	Отчеты о выпуске ценных бумаг	Файлы отчетов о выпуске ценных бумаг	Должны соответствовать Стандартам эмиссии, утвержденным постановлением ФКЦБ от 11.11.98 г. № 47
		А6	Ежеквартальные отчеты по ценным бумагам	Файлы ежеквартальных отчетов по ценным бумагам	Структура отчетов утверждена Постановлением ФКЦБ России от 11 августа 1998 года № 31.
		А7	Сообщения о существенных событиях и действиях, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность	Файлы сообщений о существенных событиях и действиях с присвоенными им уникальными кодами.	Структура сообщения утверждена Постановлением ФКЦБ России от 12 августа 1998 года № 32.

			эмитента		
		А8	Дополнительная бухгалтерская и статистическая отчетность, введенная специальными постановлениями Правительства.	Файлы отчетности.	Дополнительные формы статистической отчетности для компаний, имеющих долю города Москвы, утверждены постановлением Правительства Москвы от 6.10.98 г. № 763.
		А9	Инвестиционные проекты	Файлы инвестиционных проектов (текстовые, расчеты к инвестиционному проекту)	По запросу. Возможная структура описания инвестиционного проекта: а) резюме, б) общее описание проекта, в) продукция и маркетинговый план, оценка спроса, г) план внедрения, д) состояние работ по инвестиционному проекту, е) график выполнения проекта, ж) управление, организация, исполнители, з) организационно-правовая форма, и) схема финансового обеспечения, инвесторы, к) расчеты окупаемости проекта, финансовый план и проект погашения долговых обязательств, включая обслуживание долга, л) оценка рисков
		А10	Решения федерального и московского правительства по эмитенту	Текстовые файлы	Поступают через обязательную рассылку в РО ФКЦБ в ЦФО
		А11	Материалы проверок РО ФКЦБ в ЦФО	Текстовые файлы	Внутренняя система информации РО ФКЦБ в ЦФО
		А12	Информация о правонарушениях и санкциях	Текстовые файлы	Внутренняя система информации РО ФКЦБ в ЦФО, данные, поступающие по запросу из правоохранительных органов
		А13	Жалобы и письменные обращения	Текстовые файлы	Внутренняя система информации РО ФКЦБ в ЦФО
		А14	Ссылки на информацию об эмитенте в «Интернете», информационных агентствах и прессе	Текстовые файлы	Внутренняя система информации РО ФКЦБ в ЦФО
		А15	Наличие рыночной котировки	Файлы итогов торгов.	Отчетность биржевых и внебиржевых систем.
Б	Надзор за выполнением эмитентом фиксированных денежных обязательств по эмиссионным ценным бумагам	Б1	Контроль за обслуживанием текущих выплат процентов и фиксированных дивидендов по ценным бумагам	Отношение фактической суммы выплат процентов и дивидендов по привилегированным акциям к размеру обязательств, в %	Фактическая сумма выплат по процентам и дивидендов по привилегированным акциям / Обязательства х 100 Источник: документы по регистрации выпусков ценных бумаг, разовые запросы
				Задержка погашения процентов, в днях	Число дней опоздания в совершении платежей по процентам относительно их фиксированной даты Источник: документы по регистрации выпусков ценных бумаг, разовые запросы
		Б2	Контроль за погашением основной суммы долга по ценным бумагам	Отношение фактической суммы выплат к размеру обязательств по платежам в погашение основной суммы долга, в %	Фактическая сумма выплат / размер обязательств в погашение основной суммы долга х 100 Источник: документы по регистрации выпусков

					ценных бумаг, разовые запросы
				Задержка погашения обязательств по основной сумме долга, в днях	Число дней опоздания в совершении платежей по основной сумме долга относительно их фиксированной даты Источник: документы по регистрации выпусков ценных бумаг, разовые запросы
В	Надзор за крупными инвестиционными проектами, обязательства по инвестированию в которые брались эмитентом при привлечении средств на основе эмиссии ценных бумаг	В1	Контроль хода выполнения инвестиционного проекта	Отношение фактической суммы инвестиций к запланированной, в %	Фактическая сумма инвестиций по конкретному проекту / Планируемая сумма инвестиций в соответствии с графиком инвестиционного проекта х 100 Источник: запросы
				Отставание в днях от графика конечного завершения инвестиционного проекта (или его этапов)	Источник: запросы
		В2	Контроль финансового обеспечения проекта, целевого использования привлеченных средств, включая эмиссию ценных бумаг и средства Москвы	Обеспеченность проекта финансовыми ресурсами, в %	Сумма привлеченных под инвестиционный проект финансовых ресурсов / Потребность в финансовых ресурсах для выполнения проекта х 100 Источник: запросы
				Зависимость проекта от долгового финансирования, в %	Сумма привлеченного под инвестиционный проект долгового финансирования / Сумма привлеченных под инвестиционный проект финансовых ресурсов х 100 Источник: запросы
				Зависимость проекта от средств Москвы, в %	Сумма финансирования инвестиционного проекта из средств Москвы (в акционерный капитал и в кредитной форме) / Сумма привлеченных под инвестиционный проект финансовых ресурсов х 100 Источник: запросы
				Целевое использование средств Москвы	Сумма финансирования инвестиционного проекта из средств Москвы (в акционерный капитал и в кредитной форме) / Сумма привлеченных под инвестиционный проект финансовых ресурсов х 100
		В3	Контроль внедрения и окупаемости инвестиционного проекта	Отношение фактической суммы продаж продукции и услуг по внедренному инвестиционному проекту к запланированной, в %	Фактическая сумма продаж продукции и услуг по внедренному инвестиционному проекту / Планируемая сумма продаж в соответствии с графиком инвестиционного проекта х 100 Источник: запросы
				Отношение фактической суммы прибыли до налогообложения по внедренному инвестиционному проекту к запланированной, в %	Фактическая сумма прибыли до налогообложения по внедренному инвестиционному проекту / Планируемая сумма прибыли до налогообложения в соответствии с графиком

					инвестиционного проекта x 100 Источник: запросы
		В4	Контроль окупаемости вложений для инвесторов, включая Москву	Дивиденды по обыкновенным акциям, выпущенным для финансирования инвестиционного проекта, в %	Сумма дивидендов по обыкновенным акциям / Номинальная стоимость обыкновенных акций x 100 Источник: отчетность эмитента, документы по регистрации выпусков ценных бумаг
				Динамика курсовой стоимости обыкновенных акций, выпущенных для финансирования инвестиционного проекта, в %	Курсовая стоимость обыкновенных акций / Номинальная стоимость обыкновенных акций x 100 Источник: информация, поступающая от организаторов торговли, документы по регистрации выпусков ценных бумаг
				Выполнение фиксированных обязательств перед инвесторами	Фактическая сумма выплат процентов по долговым обязательствам и дивидендов по привилегированным акциям, выпущенным для финансирования инвестиционного проекта / Сумма обязательств x 100 Источник: разовые запросы
				Задержка погашения процентов, в днях	Число дней опоздания в совершении процентных платежей по долговым обязательствам, выпущенным для финансирования инвестиционного проекта, относительно их фиксированной даты Источник: документы по регистрации выпусков ценных бумаг, разовые запросы
				Отношение фактической суммы выплат к размеру обязательств по платежам в погашение основной суммы долга по обязательствам, выпущенным для финансирования инвестиционного проекта, в %	Фактическая сумма выплат / Размер обязательств в погашение основной суммы долга x 100 Источник: документы по регистрации выпусков ценных бумаг, разовые запросы
				Задержка погашения обязательств по основной сумме долга по обязательствам, выпущенным для финансирования инвестиционного проекта, в днях	Число дней опоздания в совершении платежей по основной сумме долга относительно их фиксированной даты Источник: документы по регистрации выпусков ценных бумаг, разовые запросы
Г	Надзор за выполнением обязательных требований по эмиссии ценных бумаг	Г1	Контроль обеспечения, сформированного под эмиссию долговых ценных бумаг	Достаточность обеспечения, в %	Размер обеспечения, предоставленного под эмиссию долговых ценных бумаг / Номинальная стоимость долговых ценных бумаг x 100 Источник: документы по регистрации выпусков ценных бумаг, разовые запросы
		Г2	Контроль выполнения обязательств по ограничению	Ограничения на выпуск акций, установленные в условиях эмиссии	Размещенные акции / Объявленные акции x 100

			финансовых рисков		Соблюдение предельной величины объявленных и размещенных акций, если она устанавливается условиями эмиссии (в т.ч. по категориям и типам акций) Источник: документы по регистрации выпусков ценных бумаг, отчеты по ценным бумагам
				Ограничения на выпуск долговых ценных бумаг, установленные в условиях эмиссии	Соблюдение предельной величины коэффициента «Долговые заимствования / Капитал и резервы х 100 » Соблюдение предельной величины выпущенных долговых ценных бумаг (в т.ч. по отдельным категориям и типам ценных бумаг
Д	Контроль за структурой акционерного капитала	Д1	Контроль за структурой акционерного капитала	Количество акционеров, лиц	Ежеквартальный отчет эмитента
				Доля уставного капитала, принадлежащего физическим лицам, %	Номинальная стоимость акций, принадлежащих физическим лицам / Величина уставного капитала х 100 Источник: ежеквартальный отчет эмитента
				Крупные акционеры	Количество акционеров, владеющих более 5% уставного капитала Источник: ежеквартальный отчет эмитента
				Участие Москвы в управлении и доля в капитале эмитента	
				Доля Москвы в капитале эмитента (общества), находящаяся в собственности (до момента продажи), в %	Акции (паи), собственником которых является Москва, по номинальной стоимости / Уставный капитал (по номинальной стоимости акций, паев) х 100 Источник: документы по регистрации эмиссии, разовые запросы
				Доля Москвы в капитале эмитента (общества), закрепленная в собственности на срок, в %	Акции (паи), закрепленные в собственности, по номинальной стоимости / Уставный капитал (по номинальной стоимости акций, паев) х 100 Отдельно указывается срок закрепления и дата продления срока с случае наличия такого решения. Источник: документы по регистрации эмиссии, разовые запросы
				Доля голосующих акций (паев), принадлежащих Москве, в %	Голосующие акции (паи), принадлежащие Москве, по номинальной стоимости / Уставный капитал (по номинальной стоимости акций, паев) х 100 Источник: документы по регистрации эмиссии, разовые запросы

				Доля голосующих акций (паев), принадлежащих Москве, переданных в доверительное управление, в %	Голосующие акции (паи), принадлежащие Москве, переданные в доверительное управление, по номинальной стоимости / Уставный капитал (по номинальной стоимости акций, паев) х 100 Источник: разовые запросы
				Список лиц, представляющих московское правительство, и их должностные позиции в управленческих органах эмитента	В составе документов на регистрацию выпуска ценных бумаг, по разовому запросу
				Иностранные инвесторы	
				Доля иностранных инвесторов в капитале эмитента (общества), в %	Акции (паи), собственником которых являются иностранные инвесторы, по номинальной стоимости / Уставный капитал (по номинальной стоимости акций, паев) х 100 Источник: разовые запросы
				Доля голосующих акций (паев), принадлежащих иностранным инвесторам, в %	Голосующие акции (паи), принадлежащие иностранным инвесторам, по номинальной стоимости / Уставный капитал (по номинальной стоимости акций, паев) х 100 Источник: разовые запросы
				Руководство компании и аффилированные с ним юридические и физические лица	
				Доля руководства компании и аффилированных с ним лиц в капитале эмитента (общества), в %	Акции (паи), собственником которых являются руководство компании и аффилированные с ним лица, по номинальной стоимости / Уставный капитал (по номинальной стоимости акций, паев) х 100 Источник: разовые запросы
				Доля голосующих акций (паев), принадлежащих руководству компании и аффилированным с ним лицам, в %	Голосующие акции (паи), принадлежащие руководству компании и аффилированным с ним лицам, по номинальной стоимости / Уставный капитал (по номинальной стоимости акций, паев) х 100 Источник: разовые запросы
E	Мониторинг дивидендной и процентной политики	E1	Мониторинг величины выплачиваемых дивидендов и процентов	Дивиденды на 1 обыкновенную акцию, руб.	Сумма дивидендов по обыкновенным акциям / Количество акций Источник: отчетность эмитента, документы по регистрации выпусков ценных бумаг
				Проценты по долговым обязательствам, в %	Сумма процентов, причитающихся к начислению за период / Средняя величина заимствований за период х 100 Источник: отчетность о прибылях и убытках,

					бухгалтерские балансы, разовые запросы
				Отношение величины процентов, по которым заимствует средства эмитент (общество), к величине ставки рефинансирования Банка России	Сумма процентов, причитающихся к начислению за период / Сумма процентов, причитавшихся к начислению, если бы средства заимствовались по ставке рефинансирования Банка России Источник: отчетность о прибылях и убытках, бухгалтерские балансы, разовые запросы
				Доля чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов, в общей сумме чистой прибыли, %	Сумма дивидендов, причитающихся к выплате / читая прибыль Источник: отчетность о прибылях и убытках, ежеквартальный отчет эмитента
		Е2	Мониторинг регулярности выплачиваемых дивидендов	Частота выплаты дивидендов	Число лет, за которые выплачивались дивиденды / Число лет, прошедших с момента регистрации эмитента (общества) как юридического лица Источник: отчеты по ценным бумагам
Ж	Контроль за выполнением обязательных требований, предусмотренных системой защиты прав владельцев ценных бумаг, а также контроль за качеством корпоративного управления.	Ж1	Досье недобросовестных эмиссий	Текстовый файл, содержащий список и основные параметры недобросовестных эмиссий, причины, по которым они были признаны недобросовестными	Источник: Внутренняя система информации РО ФКЦБ в ЦФО
		Ж2	Досье нарушений эмитентами прав владельцев ценных бумаг на информацию	Текстовый файл, содержащий список и характеристику нарушений прав владельцев ценных бумаг на информацию	Источник: Внутренняя система информации РО ФКЦБ в ЦФО, материалы проверок и запросов
		Ж3	Досье нарушений эмитентами прав акционеров на участие в управлении	Текстовый файл, содержащий список и характеристику нарушений эмитентами прав акционеров на участие в управлении	Источник: Внутренняя система информации РО ФКЦБ в ЦФО, материалы проверок и запросов
		Ж4	Досье уголовных правонарушений в области ценных бумаг, совершенных акционерами и персоналом эмитентов	Текстовый файл, содержащий список и характеристику уголовных правонарушений в области ценных бумаг, совершенных акционерами и персоналом эмитентов	Источник: обмен информацией с правоохранительными органами
З	Надзор за соответствием объема выпуска эмиссионных ценных бумаг их количеству в обращении.	З1	Надзор за соответствием объема выпуска эмиссионных ценных бумаг их количеству в обращении	Превышение предложения ценных бумаг над объемом размещенных ценных бумаг, которые могут находиться в обращении	Предложение акций - (Размещенные акции- Акции, закрепленные в государственной собственности- Акции, находящиеся в пакетах свыше 5% капитала). Ограничение- отсутствие решений крупных собственников о продаже своих пакетов акций Предложение долговых ценных бумаг- Размещенные ценные бумаги Источник: документы по регистрации выпусков ценных бумаг, данные торговых систем
И	Общий контроль за финансовым положением и результатами	И1	Динамика продаж	Темпы роста (снижения) выручки от реализации в сравнении с	(Выручка от реализации за текущий год- Выручка от реализации за прошлый год) / Выручка от

	финансово-хозяйственной деятельности компании			предыдущим годом, в %	реализации за прошлый год х 100 Источник: статистическая отчетность, направляемая предприятием
		И2	Земля	Площадь земельного участка, га	Источник: статистическая отчетность
		И3	Основные средства	Доля основных средств в активах, %	Остаточная стоимость основных средств / всего активов (актив баланса – непокрытые убытки) х 100 Источник: бухгалтерский баланс
				Коэффициент изношенности основных средств, %	Первоначальная стоимость основных средств / остаточная стоимость основных средств х 100 Источник: годовая бухгалтерская отчетность
				Коэффициент обновления основных средств, %	Первоначальная стоимость поступивших за период основных средств / Первоначальная стоимость основных средств на конец периода х 100 Источник: форма № 5 годовой бухгалтерской отчетности
				Коэффициент выбытия основных средств, %	Первоначальная стоимость выбывших за период основных средств / Первоначальная стоимость основных средств на начало периода х 100 Источник: форма № 5 годовой бухгалтерской отчетности
		И4	Персонал	Динамика среднесписочной численности работников , в %	(Среднесписочная численность работников на конец текущего года - Среднесписочная численность работников на конец прошлого года) / Среднесписочная численность работников на конец прошлого года х 100 Источник: приложение к бухгалтерскому балансу (форма № 5)
				Производительность труда, руб. на 1 раб.	Выручка от реализации за отчетный период / Среднесписочная численность работников Источник: бухгалтерская отчетность общества
				Поощряем ость работников, руб.	Фонды потребления, израсходованные в отчетном периоде / Среднесписочная численность работников Источник: форма № 3 и 5 годовой бухгалтерской отчетности
				Средняя заработная плата, руб.	Направлено денежных средств на оплату труда за отчетный период / Среднесписочная численность работников Источник: форма 4 и 5 годовой бухгалтерской

					отчетности
		И5	Рынки сбыта	Доля выпускаемого предприятием продукта в общем выпуске отрасли, %	Выручка от реализации основного продукта за отчетный год / Суммарная выручка от реализации основного продукта по отрасли Источник: отчет о прибылях и убытках, статистическая информация
		И6	Эффективность (оборачиваемость)	Оборачиваемость оборотных активов, раз	Выручка от реализации за текущий год / Среднегодовая величина оборотных активов, в фактически действующих ценах Источник: бухгалтерские балансы. Отчеты о прибылях и убытках
				Оборачиваемость чистых активов, раз	Выручка от реализации за текущий год / Среднегодовая величина чистых активов, в фактически действующих ценах Источник: бухгалтерские балансы. Отчеты о прибылях и убытках
		И7	Денежные потоки	Динамика денежных потоков, в %	(Чистая прибыль за текущий год + Амортизация за текущий год) - (Чистая прибыль за прошлый год + Амортизация за прошлый год) / (Чистая прибыль за прошлый год + Амортизация за прошлый год) x 100 Источник: отчеты о прибылях и убытках, приложения к балансу
		И8	Капитал и чистые активы	Динамика изменения капитала и резервов (собственного капитала), в %	(Капитал и резервы на конец текущего года - Капитал и резервы на конец прошлого года) / Капитал и резервы на конец прошлого года x 100 Источник: бухгалтерские балансы предприятия
				Динамика изменения чистых активов, приходящихся на одну обыкновенную акцию (пай), в %	(Чистые активы, приходящиеся на одну обыкновенную акцию (пай) на конец текущего года - Чистые активы, приходящиеся на одну обыкновенную акцию (пай) на конец прошлого года) / Чистые активы, приходящиеся на одну обыкновенную акцию (пай) на конец прошлого года x 100 Чистые активы, приходящиеся на одну обыкновенную акцию, определяются как сумма чистых активов / количество обыкновенных акций Источник: отчет о движении капитала (форма № 3), ежеквартальные отчеты по ценным бумагам, предоставляемые эмитентами
				Динамика изменения стоимости чистых активов относительно величины реинвестированной прибыли (эффективность	(Стоимость чистых активов на конец текущего периода – Стоимость чистых активов на начало текущего периода) / (Чистая прибыль – Дивиденды) на конец предыдущего периода x

				реинвестирования чистой прибыли), %	100 Источник: бухгалтерские балансы предприятия, отчет о прибылях и убытках, ежеквартальный отчет эмитента
		И9	Объем и структура эмиссий ценных бумаг и выданных векселей	Динамика изменения уставного капитала акционерных обществ в результате эмиссии (аннулирования) акций, в %	(Уставный капитал акционерного общества на конец текущего года- Уставный капитал акционерного общества на конец прошлого года) / Уставный капитал акционерного общества на конец прошлого года х 100 Источник: бухгалтерские балансы предприятия
				Динамика количества размещенных акций, в %	(Количество размещенных акций на конец текущего года- Количество размещенных акций на конец прошлого года) / Количество размещенных акций на конец прошлого года х 100 Источник: отчеты о выпуске ценных бумаг, отчеты по ценным бумагам
				Динамика эмиссии долговых ценных бумаг, в %	(Задолженность по облигационным займам и другим эмиссионным ценным бумагам на конец текущего года- Задолженность по облигационным займам и другим ценным бумагам на конец прошлого года) / Задолженность по облигационным займам и другим ценным бумагам на конец прошлого года х 100 Источник: отчеты о выпуске ценных бумаг, отчеты по ценным бумагам
				Динамика векселей выданных, в %	(Задолженность по векселям выданным на конец текущего года - Задолженность по векселям выданным на конец прошлого года) / Задолженность по векселям выданным на конец прошлого года х 100 Источник: приложение к бухгалтерскому балансу (форма № 5)
		И10	Объем и структура инвестиций в портфель ценных бумаг	Доля инвестиций в ценные бумаги в структуре оборотных активов, в %	Инвестиции в акции, облигации и другие долговые обязательства, векселя полученные на конец текущего года / Оборотные активы на конец текущего года х 100 Источник: бухгалтерские балансы, приложение к бухгалтерскому балансу (форма № 5)
		И11	Кредитный риск	Отношение суммы привлеченных средств к капиталу и резервам, в %	(Долгосрочные пассивы на конец текущего года + Краткосрочные пассивы на конец текущего года) / Капитал и резервы на конец текущего года х 100 Источник: бухгалтерский баланс
				Отношение суммы краткосрочных	(Краткосрочные пассивы на конец текущего года)

				пассивов к капиталу и резервам, в %	/ Капитал и резервы на конец текущего года х 100 Источник: бухгалтерский баланс
				Отношение суммы долгосрочных пассивов к капиталу и резервам, в %	(Долгосрочные пассивы на конец текущего года) / Капитал и резервы на конец текущего года х 100 Источник: бухгалтерский баланс
				Покрытие платежей по обслуживанию долгов	(Чистая прибыль за текущий год + Амортизация за текущий год - Дивиденды) / (Долгосрочные пассивы, подлежавшие погашению в текущем году, + Проценты, подлежавшие уплате в текущем году) Источник: отчеты о прибылях и убытках, приложения к балансу, запросы
				Уровень просроченной задолженности, в %	Просроченная задолженность на конец текущего года / (Долгосрочные пассивы на конец текущего года + Краткосрочные пассивы на конец текущего года) х 100 Источник: бухгалтерский баланс, приложение к бухгалтерскому балансу (форма № 5)
		И12	Ликвидность эмитента	Коэффициент краткосрочной ликвидности (коэффициент «быстрой ликвидности»)	(Денежные средства + Краткосрочные финансовые вложения + Краткосрочная дебиторская задолженность (сроком не свыше 3-х месяцев)) / (Краткосрочные пассивы- Доходы будущих периодов- Фонды потребления- Резервы предстоящих расходов и платежей) Источник: бухгалтерский баланс, приложение к бухгалтерскому балансу (форма № 5)
				Коэффициент текущей ликвидности	Оборотные активы / (Краткосрочные пассивы- Доходы будущих периодов- Фонды потребления- Резервы предстоящих расходов и платежей) Источник: бухгалтерский баланс, приложение к бухгалтерскому балансу (форма № 5)
		И13	Прибыльность (убыточность)	Рентабельность продаж (ROS - Returns- On- Sales), в %	Чистая прибыль за текущий год / Выручка от реализации за текущий год, в фактически действующих ценах х 100 Источник: отчет о прибылях и убытках
				Рентабельность чистых активов (ROA - Returns- on- Assets), в %	Чистая прибыль за текущий год / Средняя величина чистых активов Источник: бухгалтерский баланс, отчет о прибылях и убытках
		И14	Социальная сфера	Доля фонда социальный сферы в стоимости чистых активов общества, %	Фонд социальной сферы / Стоимость чистых активов х 100 Источник: бухгалтерская отчетность общества

				Зависимость социальной сферы от предприятия, раз	Израсходовано в текущем году на поддержание социальной сферы / Фонд социальной сферы Источник: бухгалтерская отчетность общества
				Зависимость социальной сферы от целевого финансирования, раз	Получено на социальное развитие / Фонд социальной сферы Источник: бухгалтерская отчетность общества
Л	Контроль за величиной бюджетной задолженности, за целевым использованием средств бюджета или средств, полученных под государственную гарантию.	Л1	Финансовые взаимоотношения с бюджетом, бюджетная задолженность по обязательным платежам	Нетто-расчеты с бюджетом, руб.	Направлено средств в бюджеты всех уровней – поступило средств из бюджетов всех уровней Источник: форма № 4 годовой бухгалтерской отчетности
				Доля бюджетной задолженности в общей сумме кредиторской задолженности, %	Задолженность перед бюджетом / Кредиторская задолженность х 100 Источник: бухгалтерская отчетность предприятия
				Отношение бюджетной задолженности к стоимости чистых активов общества, %	Задолженность перед бюджетом / Стоимость чистых активов х 100 Источник: бухгалтерская отчетность предприятия
				Доля поступивших средств из бюджета в суммарных поступлениях за отчетный период, раз	Поступления из бюджета / Суммарные поступления х 100 Источник: форма № 4 годовой бухгалтерской отчетности
		Л2	Целевое финансирование и финансовая помощь (возвратная и безвозвратная)	Контроль за выполнением программы целевого финансирования и финансовой помощи, целевым использованием и возвратностью средств Текстовый файл	№№ решений московского правительства и распоряжений мэра, №№ договоров о выделении целевого финансирования и финансовой помощи, назначение, суммы, сроки и условия (возвратность, платность) финансирования, ответственные лица и департаменты московского правительства, контролирующие выделение средств, материалы проверок, №№ договоров о реструктурировании долгов и условия реструктурирования Источник: Внутренняя система информации подразделений московского правительства, РО ФКЦБ в ЦФО, документы по рассылке внутри московского правительства, материалы проверок и запросов
				Доля средств целевого финансирования и финансовой помощи, использованных по назначению, в %	Средства целевого финансирования и финансовой помощи, использованные по назначению/ Средства целевого финансирования и финансовой помощи полученные х 100 Источник: материалы проверок и запросов
				Доля просроченной задолженности по целевому финансированию и финансовой помощи, подлежащих	Просроченная задолженность по целевому финансированию и финансовой помощи, подлежащая возврату / Задолженность по

				возврату, в %	целевому финансированию и финансовой помощи, подлежащих возврату х 100 Источник: материалы проверок и запросов
		Л3	Контроль за конверсией средств целевого финансирования и невозвращаемых заемных средств, полученных ранее частными компаниями от государства, в доли капиталов компаний, находящихся в собственности государства.	Сумма средств целевого финансирования и заемных средств, не конвертированных в акции и паи в назначенные сроки	Сумма средств целевого финансирования и заемных средств, не конвертированных в акции и паи в назначенные сроки Источник: информация задачи Л2, материалы проверок и запросов
С	Контроль за реструктуризацией компании.	С1	Реструктуризация компании, обеспечивающая ее переход на прибыльный режим работы и контроль за реструктуризацией	Контроль за выполнением плана реструктуризации Текстовый файл, содержащий план реструктуризации, связанные материалы и решения по реструктуризации, данные проверок хода реструктуризации	Источник: Внутренняя система информации подразделений московского правительства, РО ФКЦБ в ЦФО, материалы проверок и запросов
Т	Контроль за ходом продажи компании и выполнением инвестором взятых обязательств в связи с продажей.	Т1	Контроль продажи компании и выполнения инвестором обязательств, возникших в связи с продажей	Контроль за выполнением плана мероприятий по продаже компании Контроль за выполнением плана деятельности инвестора по выполнению обязательств, связанных с продажей компании Текстовый файл, содержащий планы, связанные материалы, данные проверок деятельности по продаже компании и послепродажной деятельности инвестора	Источник: Внутренняя система информации подразделений московского правительства, РО ФКЦБ в ЦФО, материалы проверок и запросов
У	Контроль сохранности активов и прохождения процедуры банкротства.	У1	Контроль сохранности активов и прохождения процедуры банкротства	Контроль за выполнением плана мероприятий по обеспечению сохранности активов и прохождению процедуры банкротства Текстовый файл, содержащий план мероприятий, связанные материалы по банкротству, данные проверок сохранности активов и прохождения процедуры банкротства	Источник: Внутренняя система информации подразделений московского правительства, РО ФКЦБ в ЦФО, материалы проверок и запросов

Приложение 5

Пример расчета показателей состояния эмитентов на основе фактических данных компаний-эмитентов транспортной отрасли.

№№	Код раздела	Показатели	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1	А1	**Фирменное наименование и организационно-правовая форма**	Открытое акционерное общество "Пассажирский порт"	Акционерное общество открытого типа "АВТОКОМБИНАТ N 9"	Открытое акционерное общество "4-й таксомоторный парк"	Открытое акционерное общество "9-й таксомоторный парк"	Открытое акционерное общество "7-й таксомоторный парк"	Открытое акционерное общество "17 Таксомоторный парк"	Открытое акционерное общество "Автокомбинат N 1"	Открытое акционерное общество "ЛИНКО"	Открытое акционерное общество "Сигма-Трансстрой"	Открытое акционерное общество "Московское транспортно-учебное предприятие "Марьино"	Акционерное общество открытого типа "Автокомбинат N 26"	Открытое акционерное общество "15 таксомоторный парк"
2	А1	**Номер государственной регистрации**	21590	27693	23621	50101	21903	15659	50142	21617	8485	5050	10973	15552
3	А1	**Дата государственной регистрации**	21.06.94	18.10.93	06.04.93	07.10.92	10.02.93	25.09.92	14.12.92	25.01.93	14.01.94	22.01.93	28.04.92	04.09.92
4	А1	**Юридический адрес**	109432, г.Москва, Нагатинская пойма, Проектируемый пр. 4062, д.6	107370, г.Москва, Открытое шоссе, д.48-а	121099, г.Москва, Калининский мост	113546, г.Москва, Харьковский пр., д.2	123100, г.Москва, ул.2-я Черногрязская, д.6	123373, г.Москва, ул.Василия Петушкова, д.3, корп.3	121059, г.Москва, ул.Киевская, д.14	109472, г.Москва, ул.Ташкентская, д.28	111141, г.Москва, 1-й проезд Перова Поля, д.3	109382, г.Москва, ул.Нижние Поля, д.31	123317, г.Москва, ул.Антонова-Овсеенко, д.15	125445, г.Москва, ул.Беломорская, д.40
5	А1	**Фактический адрес, контактные реквизиты**	109432, г.Москва, Нагатинская пойма, Проектируемый пр. 4062, д.6	107370 Москва, ул.Тюменская, владение 5	121099 Москва Калининский мост	113546, г. Москва, Харьковский проезд, д.2.	123100, г.Москва, улица 2-я Черногрязская, дом 6	123373 Москва ул Василия Петушкова д,3 к,3	121059, Москва, ул. Киевская, д.14	109472, г.Москва, ул. Ташкенская д.28	111141, г.Москва, 1-й проезд Перова Поля, д.3	109382, г.Москва, ул.Нижние Поля, д.31	123317 Москва, улица Антонова-Овсеенко, дом 15.	125445,Москва,ул.Беломорская,д.40
6	А1	**Код ОКОНХ**	51221	51121	51121	51121	51121	51121	51121	51500	51510	51520	51510	51510
7	А1	**Код ОКПО**	3146997	3991267	3991563	3991617	3991636	3991698	3991787	3991793	11513725	11587712	17000665	17128514
8	А1	**Код ИНН**	7725009028	7718013859	7730038923	7726081034	7703037783	7733025344	7730036250	7721062077	7720006760	7723026878	7703070815	7712017102
9	А1	**Уникальный код эмитента, присваиваемый РО ФКЦБ в ЦФО**	00784-А	01034-А	01097-А	03481-А	01482-А	01642-А	02867-А	03090-А	01558-А	00540-А	02682-А	03058-А
10	А1	**Уставный капитал, руб.**	27 095 000	20 449	4 320	13 353	4 477	14 383	6 874 000	6 650 000	1 307	99 563	16 250	5 290

11	A1	**Должностные лица**	Миткин Е.В., генеральный директор	Кучерявая Л.И., генеральный директор	Куропатов Н.В., генеральный директор	Ганиев Г.Б., генеральный директор	Казакевич В.Я., генеральный директор	Лапшин А.Г., генеральный директор	Шестернин Ю.Г., генеральный директор	Разуваев А.М., генеральный директор	Шацкий А.В., генеральный директор	Тертышин В.В., генеральный директор	Даутов В.В., внешний управляющий	Бачиев Б.К., генеральный директор
12	A1	**БИК и наименование банка, в котором ведется основной расчетный счет эмитента**	АКБ "Восход" БИК 044583728	СТРОМЫНСКОЕ ОТДЕЛЕНИЕ СБ РФ 5281\031, КУЙБЫШЕВСКИЙ ФИЛИАЛ АКБ МИБ	Киевский филиал АКБ "Московский индустриальный банк"	АКБ "Новый русский банк" БИК 44518192	КРАСНОПРЕСНЕНСКИЙ ОСБ; АКБ "МЕЖТАГЭНЕРГОБАНК"; АК "ММБ-БАНК МОСКВЫ"	АКБ "МИБ" Тушинский филиал БИК 44583410	КИЕВСКИЙ Ф. МИИБ МОСКВА; КИЕВСКОЕ ОСБ N 5278 МБАКСБРФ 7730014249	ВОЛГОГРАДСКИЙ Ф-Л АКБ МИНБ Г.МОСКВА; ОАО "АЛЬФА-БАНК"	ПЕРОВСКОЕ ОТДЕЛЕНИЕ СБ РФ 7975\ОФК; ПЕРОВСКИЙ ФИЛИАЛ АКБ МИБ	ОАО БАНК "РОССИЙСКИЙ КРЕДИТ"	АКБ "Новый кредитный союз" БИК 0445833296, КБ "Брадо-банк" филиал "Мневники" БИК 044652118, КБ "Мобизнесбанк"	ВОЙКОВСКОЕ ОСБ 5282/01544
13	A2	**Устав**	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
14	A3	**План приватизации**	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Нет	Да	Да	Да	Да	Да
15	A4	**Проспекты эмиссии**	Да	Да	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет
16	A5	**Отчеты о выпуске ценных бумаг**	Да	Нет	Нет	Да	Да	Да	Да	Нет	Да	Нет	Да	Нет
17	A6	**Ежеквартальные отчеты по ценным бумагам**	III/99	IV/98	I/99	III/99	III/99	II/99	III/99	I/99	III/99	II/99	II/99	III/98
18	A7	**Сообщения о существенных событиях и действиях с присвоенными им уникальными кодами.**	Нет	Нет	Да	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Да	Нет	Да	Нет
19	A8	**Дополнительная бухгалтерская и статистическая отчетность**	Да	Да	Да	Да	Да	Нет	Да	Да	Да	Да	Нет	Да
20	A9	**Файлы инвестиционных проектов (текстовые, расчеты к инвестиционному проекту)**	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет

21	A10	**Решения федерального и московского правительства по эмитенту**	Постановление 17 марта 1998 г. № 212 о создании ОАО «Московский туристский теплоход», Распоряжение Премьера от 1 августа 1997 г. № 829-рп «О выделении средств из городского бюджета АООТ «Пассажирский порт»	Постановление Правительства Москвы от 2 ноября 1999 г. № 1009 "Об утверждении перечня организаций городского транспорта, выполняющих работы и услуги по городскому заказу"	Постановление Правительства Москвы 20 апреля 1999 г. № 345 "О дополнительных организационно - правовых мерах дальнейшего осуществления, развития и регулирования таксомоторных перевозок в г. Москве"	Постановление Правительства Москвы 20 апреля 1999 г. № 345 "О дополнительных организационно - правовых мерах дальнейшего осуществления, развития и регулирования таксомоторных перевозок в г. Москве"	Постановление Правительства Москвы 20 апреля 1999 г. № 345 "О дополнительных организационно - правовых мерах дальнейшего осуществления, развития и регулирования таксомоторных перевозок в г. Москве"	Постановление Правительства Москвы 20 апреля 1999 г. № 345 "О дополнительных организационно - правовых мерах дальнейшего осуществления, развития и регулирования таксомоторных перевозок в г. Москве"	Постановление Правительства Москвы 20 апреля 1999 г. № 345 "О дополнительных организационно - правовых мерах дальнейшего осуществления, развития и регулирования таксомоторных перевозок в г. Москве"	Постановление Правительства Москвы 20 апреля 1999 г. № 345 "О дополнительных организационно - правовых мерах дальнейшего осуществления, развития и регулирования таксомоторных перевозок в г. Москве"	Нет	Постановление Правительства Москвы 20 апреля 1999 г. № 345 "О дополнительных организационно - правовых мерах дальнейшего осуществления, развития и регулирования таксомоторных перевозок в г. Москве"	Нет	Постановление Правительства Москвы 20 апреля 1999 г. № 345 "О дополнительных организационно - правовых мерах дальнейшего осуществления, развития и регулирования таксомоторных перевозок в г. Москве"
22	A11	**Материалы проверок РО ФКЦБ в ЦФО**	Аналитическая проверка, 02.02.99 г.	Аналитическая проверка, 03.02.99 г.	Аналитическая проверка, 03.02.99 г.	Аналитическая проверка, 02.02.99 г.	Аналитическая проверка, 02.02.99 г.	Аналитическая проверка,31.08.99 г.	Аналитическая проверка, 03.02.99 г.	Аналитическая проверка, 02.02.99 г.	Аналитическая проверка, 03.02.99 г.	Аналитическая проверка, 03.02.99 г.	Аналитическая проверка, 03.02.99 г.; Документарная проверка, 03.08.99 г.	Аналитическая проверка, 02.02.99 г.
23	A12	**Информация о правонарушениях и санкциях**	Уклонение от представления обязательной отчетности. Выполнено.	Уклонение от представления обязательной отчетности. Выполнено.	Уклонение от представления обязательной отчетности. Выполнено.	Уклонение от представления обязательной отчетности. Выполнено.	Уклонение от представления обязательной отчетности. Выполнено.	Уклонение от представления обязательной отчетности. Выполнено.	Уклонение от представления обязательной отчетности. Выполнено.	Уклонение от представления обязательной отчетности. Выполнено.	Уклонение от представления обязательной отчетности. Выполнено.	Уклонение от представления обязательной отчетности.	Уклонение от представления обязательной отчетности. Выполнено. Нарушение процедуры раскрытия информации	Уклонение от представления обязательной отчетности. Выполнено.
24	A13	**Жалобы и письменные**	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет

		обращения												
25	А14	**Ссылки на информацию об эмитенте в «Интернете», информационных агентствах и прессе**	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет
26	А15	**Наличие рыночной котировки**	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет
27	Б1	**Отношение фактической суммы выплат процентов и дивидендов по привилегированным акциям к размеру обязательств, в %**												
28	Б1	**Задержка погашения процентов, в днях**												
29	Б2	**Отношение фактической суммы выплат к размеру обязательств по платежам в погашение основной суммы долга, в %**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
30	Б2	**Задержка погашения обязательств по основной сумме долга, в днях**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
31	В1	**Отношение фактической суммы инвестиций к запланированной, в %**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
32	В1	**Отставание в днях от графика конечного завершения инвестиционного проекта (или его этапов)**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
33	В2	**Обеспеченность проекта финансовыми ресурсами, в %**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
34	В2	**Зависимость проекта от долгового финансирования, в %**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

35	B2	**Зависимость проекта от средств Москвы, в %**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
36	B2	**Целевое использование средств Москвы**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
37	B3	**Отношение фактической суммы продаж продукции и услуг по внедренному инвестиционному проекту к запланированной, в %**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
38	B3	**Отношение фактической суммы прибыли до налогообложения по внедренному инвестиционному проекту к запланированной, в %**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
39	B4	**Дивиденды по обыкновенным акциям, выпущенным для финансирования инвестиционного проекта, в %**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
40	B4	**Динамика курсовой стоимости обыкновенных акций, выпущенных для финансирования инвестиционного проекта, в %**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
41	B4	**Выполнение фиксированных обязательств перед инвесторами**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
42	B4	**Задержка погашения процентов, в днях**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
43	B4	**Отношение фактической суммы выплат к размеру обязательств по платежам в погашение основной суммы долга**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

		по обязательствам, выпущенным для финансирования инвестиционного проекта, в %												
44	В4	**Задержка погашения обязательств по основной сумме долга по обязательствам, выпущенным для финансирования инвестиционного проекта, в днях**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
45	Г1	**Достаточность обеспечения, в %**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
46	Г2	**Ограничения на выпуск акций, установленные в условиях эмиссии**	Объявленных акций нет	Объявленн ых акций нет	Объявленн ых акций нет	Объявленн ых акций нет	Объявленн ых акций нет	Объявленн ых акций нет	Объявленн ых акций нет	Объявленн ых акций нет	0,13%	Объявленных акций нет	Объявленн ых акций нет	100%
47	Г2	**Ограничения на выпуск долговых ценных бумаг, установленные в условиях эмиссии**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
48	Д1	**Количество акционеров, лиц**	564	523	192	952	217	1165	1297	568	22	496	413	275
49	Д1	**Доля уставного капитала, принадлежащего физическим лицам, %**	21,45%	75,04%	51,00%	50,24%	50,00%	51,00%	85,00%	51,00%	53,40%	80,00%	81,96%	51,00%
50	Д1	**Доля крупных акционеров в уставном капитале, %**	76,71%	24,96%	49,00%	64,39%	49,00%	49,00%	21,62%	49,00%	90,14%	47,10%	57,73%	49,00%
51	Д1	**Доля Москвы в капитале эмитента (общества), находящаяся в собственности (до момента продажи), в %**	-	24,96%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
52	Д1	**Доля Москвы в капитале эмитента (общества), закрепленная в собственности на срок, в %**	1,84%	-	49,00%	49,00%	49,00%	49,00%	15,00%	49,00%	19,97%	20,00%	18,04%	49,00%

53	Д1	**Доля голосующих акций (паев), принадлежащих Москве, в %**	0,96%	24,96%	20,00%	20,00%	49,00%	49,00%	15,00%	49,00%	19,97%	20,00%	18,04%	49,00%
54	Д1	**Доля голосующих акций (паев), принадлежащих Москве, переданных в доверительное управление, в %**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
55	Д1	**Список лиц, представляющих московское правительство, и их должностные позиции в управленческих органах эмитента**	-	Юдина В.А. - Начальник отдела ВТА	Ершов В.А. - Президент МК "Мосавтолегтранс"; Карпов В.М. - ком. директор МК "Мосавтолегтранс"; Лоскутова Л.В. - Ведущий специалист ГУП "МТТ".	Ершов В.А. - Президент МК "Мосавтолегтранс"; Карпов В.М. - ком. директор МК "Мосавтолегтранс".	Меров М.М. - Президент ОАО "Мосавтолегтранс";Ершов В.А. - Президент МК "Мосавтолегтранс"; Карпов В.М. - ком. директор МК "Мосавтолегтранс".	Меров М.М. - Президент ОАО "Мосавтолегтранс"; Ершов В.А. - Президент МК "Мосавтолегтранс"; Григорьева Т.М. - Вице-президент МК "Мосавтолегтранс".	Ершов В.А. - Президент МК "Мосавтолегтранс".	Ершов В.А. - Президент МК "Мосавтолегтранс"; Григорьева Т.М. - Вице-президент МК "Мосавтолегтранс"; Карпов В.М. - ком. директор МК "Мосавтолегтранс".		Григорьева Т.М. - Вице-президент МК "Мосавтолегтранс".	Пахомов В.А. - Нач.отдела (КОМП)	Меров М.М. - Президент ОАО "Мосавтолегтранс"; Ершов В.А. - Президент МК "Мосавтолегтранс"; Григорьева Т.М. - Вице-президент МК "Мосавтолегтранс".
56	Д1	**Доля иностранных инвесторов в капитале эмитента (общества), в %**	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	н/д	Нет	Нет	н/д
57	Д1	**Доля голосующих акций (паев), принадлежащих иностранным инвесторам, в %**	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	н/д	Нет	Нет	н/д
58	Д1	**Доля руководства компании и аффилированных с ним лиц в капитале эмитента (общества), в %**	4,06%	1,41%	4,07%	18,54%	4,68%	4,00%	30,85%	7,22%	27,86%	28,40%	42,69%	3,40%
59	Д1	**Доля голосующих акций (паев),**	4,06%	1,41%	4,07%	18,54%	4,68%	4,00%	30,85%	7,22%	27,86%	28,40%	42,69%	3,40%

		принадлежащих руководству компании и аффилированным с ним лицам, в %												
60	Е1	**Дивиденды на 1 обыкновенную акцию, руб.**	0,005 (II/98)	0 (1998 г.)	0 (1998 г.)	0 (1998 г.)	7р. (1998 г.)	5р. (1998 г.)	1р. (1998 г.)	20р. (1998 г.)	0 (1998 г.)	0,09р. (1998 г.)	0 (1998 г.)	20р. (1998 г.)
61	Е1	**Проценты по долговым обязательствам, в %**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
62	Е1	**Отношение величины процентов, по которым заимствует средства эмитент (общество), к величине ставки рефинансирования Банка России**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
63	Е1	**Доля чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов, в общей сумме чистой прибыли, %**	14,51%	0,00%	0,00%	0,00%	1,48%	2,06%	9,24%	н/д	0,00%	36,72%	0,00%	10,20%
64	Е2	**Частота выплаты дивидендов**	0,60	0,00	0,00	0,00	0,50	0,14	0,50	0,33	0,00	0,67	0,00	0,57
65	Ж1	**Текстовый файл, содержащий список и основные параметры недобросовестных эмиссий, причины, по которым они были признаны недобросовестными**	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет
66	Ж2	**Текстовый файл, содержащий список и характеристику нарушений прав владельцев ценных бумаг на информацию**	02.02.99 г. Уклонение от представления обязательной отчетности. Выполнено.	Уклонение от представления обязательной отчетности. Выполнено.	Уклонение от представления обязательной отчетности. Выполнено.	Уклонение от представления обязательной отчетности. Выполнено.	Уклонение от представления обязательной отчетности. Выполнено.	Уклонение от представления обязательной отчетности. Выполнено.	Уклонение от представления обязательной отчетности. Выполнено.	Уклонение от представления обязательной отчетности. Выполнено.	31.08.99 Уклонение от предоставления обязательной отчетности	Уклонение от представления обязательной отчетности.	Уклонение от представления обязательной отчетности. Выполнено. Нарушение процедуры раскрытия информации	Уклонение от представления обязательной отчетности. Выполнено.

67	Ж3	**Текстовый файл, содержащий список и характеристику нарушений эмитентами прав акционеров на участие в управлении**	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет
68	Ж4	**Текстовый файл, содержащий список и характеристику уголовных правонарушений в области ценных бумаг, совершенных акционерами и персоналом эмитентов**	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет
69	З1	**Превышение предложения ценных бумаг над объемом размещенных ценных бумаг, которые могут находиться в обращении**	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
70	И1	**Темпы роста (снижения) выручки от реализации в сравнении с предыдущим отчетным периодом, в %**	63,1%	-13,5%	65,7%	5,4%	14,6%	20,0%	18,8%	4,7%	8,7%	3,7%	-98,5%	45,5%
71	И2	**Площадь земельного участка, га**	15,8	н/д	Нет	2,5	3,2	2,8	н/д	н/д	1	2,94	8,854	н/д
72	И3	**Доля основных средств в активах, %**	71,7%	60,0%	83,9%	93,9%	58,2%	91,4%	59,6%	87,8%	24,1%	86,2%	5,1%	62,4%
73	И3	**Коэффициент изношенности основных средств, %**	62,9%	64,6%	77,0%	20,4%	63,4%	24,6%	29,3%	34,4%	71,2%	23,0%	76,0%	35,5%
74	И3	**Коэффициент обновления основных средств, %**	0,9%	4,5%	0,1%	0,9%	13,3%	7,7%	9,6%	32,7%	12,0%	3,9%	0,0%	2,1%
75	И3	**Коэффициент выбытия основных средств, %**	2,5%	15,4%	3,3%	21,0%	3,7%	3,0%	3,5%	4,7%	14,3%	5,4%	506,8%	1,2%
76	И4	**Динамика среднесписочной**	н/д	н/д	-3,6%	-14,0%	5,9%	10,8%	14,9%	-11,5%	8,9%	-46,7%	н/д	21,1%

		численности работников, в %												
77	И4	**Производительность труда, руб. на 1 раб.**	72 889	40 979	25 410	79 554	59 918	39 735	74 546	65 897	63 163	49 235	27 375	65 427
78	И4	**Поощряемость работников, руб.**	131	0	0	0	0	0	2 611	0	0	1 032	0	2 802
79	И4	**Средняя заработная плата, руб.**	11 051	10 396	6 246	8 380	19 350	10 072	19 115	16 081	7 113	11 016	35 625	26 943
80	И5	**Доля выпускаемого предприятием продукта в общем выпуске отрасли, %**	0,129%	0,028%	0,010%	0,020%	0,035%	0,030%	0,315%	0,000%	0,009%	0,027%	0,001%	0,071%
81	И6	**Оборачиваемость оборотных активов, раз**	3,3	1,9	8,4	3,7	2,4	4,9	3,1	6,0	1,5	3,4	0,0	5,6
82	И6	**Оборачиваемость чистых активов, раз**	0,7	0,8	1,6	0,2	1,1	0,4	1,3	0,8	1,3	0,4	-0,1	1,4
83	И7	**Динамика денежных потоков, в %**	н/д	н/д	87,1%	-47,4%	66,8%	-40,0%	9,3%	19,8%	74,0%	-20,9%	н/д	-52,0%
84	И8	**Динамика изменения капитала и резервов (собственного капитала), в %**	1,8%	0,0%	-2,8%	-13,5%	9,5%	0,3%	17,7%	-2,2%	17,7%	0,9%	60,0%	-7,0%
85	И8	**Динамика изменения чистых активов, приходящихся на одну обыкновенную акцию (пай), в %**	0,2%	-0,7%	-0,9%	-16,8%	9,6%	0,4%	16,5%	0,9%	20,8%	0,2%	-88,2%	0,6%
86	И8	**Динамика изменения стоимости чистых активов относительно величины реинвестированной прибыли (эффективность реинвестирования чистой прибыли), %**	28,6%	-1740,0%	-2000,0%	-27168,3%	71,6%	21,8%	76,1%	19,9%	94,6%	75,1%	-40,9%	10,8%
87	И9	**Динамика изменения уставного капитала акционерных обществ в результате эмиссии (аннулирования) акций, в %**	2 500,0	0,0	3,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
88	И9	**Динамика количества размещенных акций, в**	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

		%												
89	И9	**Динамика эмиссии долговых ценных бумаг, в %**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
90	И9	**Динамика векселей выданных, в %**	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
91	И10	**Доля инвестиций в ценные бумаги в структуре оборотных активов, в %**	44,3%	10,6%	16,4%	5,3%	14,1%	0,0%	24,2%	10,5%	0,0%	0,0%	170,0%	0,0%
92	И11	**Отношение суммы привлеченных средств к капиталу и резервам, в %**	6,9%	21,0%	8,3%	9,1%	22,8%	4,9%	21,9%	12,8%	45,6%	6,0%	136,6%	65,4%
93	И11	**Отношение суммы краткосрочных пассивов к капиталу и резервам, в %**	6,9%	21,0%	8,3%	9,1%	22,8%	4,9%	21,9%	10,8%	45,6%	6,0%	136,6%	65,4%
94	И11	**Отношение суммы долгосрочных пассивов к капиталу и резервам, в %**	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
95	И11	**Покрытие платежей по обслуживанию долгов**	0,00	0,00	0,79	0,00	0,00	0,00	0,00	н/д	0,00	0,00	0,00	н/д
96	И11	**Уровень просроченной задолженности, в %**	0,0%	23,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
97	И12	**Коэффициент краткосрочной ликвидности (коэффициент «быстрой ликвидности»)**	1,07	1,78	1,63	н/д	2,46	н/д	1,94	0,65	0,31	0,18	н/д	н/д
98	И12	**Коэффициент текущей ликвидности**	3,69	2,77	2,02	0,65	3,20	1,69	2,68	1,15	1,93	2,10	0,20	0,65
99	И13	**Рентабельность продаж (ROS - Returns-On- Sales), в %**	1,0%	0,1%	0,0%	0,4%	11,4%	4,4%	17,4%	5,3%	15,1%	1,3%	-2797,3%	4,3%
100	И13	**Рентабельность чистых активов (ROA - Returns- on- Assets), в %**	0,7%	0,0%	0,0%	0,1%	13,0%	1,7%	22,1%	4,4%	19,9%	0,5%	-149,7%	5,9%
101	И14	**Доля фонда социальный сферы в стоимости чистых активов общества, %**	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,2%	0,0%	0,0%	4,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

102	И14	**Зависимость социальной сферы от предприятия, раз**	0	0	0	0	0	0	0	0,014	0	0	0	0
103	И14	**Зависимость социальной сферы от целевого финансирования, раз**	0	0	0	0	0,226	0	0	0	0	0	0	0
104	Л1	**Нетто-расчеты с бюджетом, руб.**	-723 000	1 567 000	765 000	2 232 058	3 879 806	3 999 986	30 831 910	2 358 864	758 100	2 830 000	466 000	6 546 000
105	Л1	**Доля бюджетной задолженности в общей сумме кредиторской задолженности, %**	3,4%	41,5%	18,4%	65,4%	23,1%	23,8%	20,0%	19,6%	27,6%	28,2%	57,5%	4,7%
106	Л1	**Отношение бюджетной задолженности к стоимости чистых активов общества, %**	0,2%	7,0%	1,6%	7,0%	3,7%	1,1%	3,6%	2,3%	14,3%	1,5%	-132,4%	2,3%
107	Л1	**Доля поступивших средств из бюджета в суммарных поступлениях за отчетный период, %**	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
108	Л2	**Контроль за выполнением программы целевого финансирования и финансовой помощи, целевым использованием и возвратностью средств**	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет
109	Л2	**Доля средств целевого финансирования и финансовой помощи, использованных по назначению, в %**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
110	Л2	**Доля просроченной задолженности по целевому финансированию и финансовой помощи, подлежащих возврату, в %**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
111	Л3	**Сумма средств целевого**	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

		финансирования и заемных средств, не конвертированных в акции и паи в назначенные сроки												
112	С1	**Текстовый файл, содержащий план реструктуризации, связанные материалы и решения по реструктуризации, данные проверок хода реструктуризации**	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Да	Нет
113	Т1	**Текстовый файл, содержащий планы, связанные материалы, данные проверок деятельности по продаже компании и послепродажной деятельности инвестора**	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет
114	У1	**Текстовый файл, содержащий план мероприятий, связанные материалы по банкротству, данные проверок сохранности активов и прохождения процедуры банкротства**	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Да	Нет