Д.А. Алексеев

МЕХАНИЗМЫ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИЙ

Министерство образования и науки РФ
Байкальский государственный университет экономики и права

Д.А. Алексеев

МЕХАНИЗМЫ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИЙ

Иркутск
Издательство БГУЭП
2011

УДК 336.6(47)
ББК 65.291.9
А 47

Печатается по решению редакционно-издательского совета
Байкальского государственного университета экономики и права

Рецензенты канд. экон. наук, профессор И.А. Алексеева
канд. экон. наук Ю.Ф. Долгополова

Под научной редакцией д.э.н., профессора Ю.М. Березкина

Алексеев Д. А.
А47 Механизмы капитализации компаний / Д. А. Алексеев. — Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2011. — 150 с.
ISBN 978-5-7253-2337-5

Посвящена изучению механизмов капитализации компаний. Рассмотрены понятия капитализации и финансового механизма с точки зрения деятельностного подхода. Приводится анализ динамики капитализации российских компаний до и во время «мирового финансового кризиса». Дается типология механизмов капитализации компаний. Приводятся авторские рекомендации по устройству финансового механизма фундаментальной капитализации компаний.

Для студентов, аспирантов, преподавателей экономических вузов, а также специалистов, занимающихся вопросами инвестирования.

ББК 65.291.9

ISBN 978-5-7253-2337-

© Алексеев Д.А., 2011
© Издательство БГУЭП, 2011

Оглавление

ВВЕДЕНИЕ 5
1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ПРЕДСТАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВОГО МЕХАНИЗМА КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИИ 7
1.1. Понятие и виды капитализации компании 7
1.2. Подходы к пониманию финансового механизма 21
1.3. Системное представление финансового механизма капитализации компании 30
2. АНАЛИЗ ДИНАМИКИ ПОКАЗАТЕЛЕЙ И ТИПОЛОГИЯ МЕХАНИЗМОВ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИЙ 43
2.1. Ретроспективный анализ динамики показателей капитализации российских компаний 43
2.2. Анализ влияния финансового кризиса на капитализацию компаний в России и за рубежом 61
2.3. Типология механизмов капитализации компаний 74
3. МЕТОДИЧЕСКИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ФОРМИРОВАНИЮ ФИНАНСОВОГО МЕХАНИЗМА ФУНДАМЕНТАЛЬНОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИЙ 91
3.1. Выделение функциональных элементов биржевого и спекулятивного финансовых механизмов капитализации компаний 91
3.2. Схематизация финансового механизма фундаментальной капитализации компаний 103
3.3. Прикладные аспекты организации финансового механизма фундаментальной капитализации компаний. 114
ЗАКЛЮЧЕНИЕ 131
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ 132
Приложения 143

ВВЕДЕНИЕ

Становление акционерной собственности в России в последнее десятилетие породило необходимость в адекватной оценке стоимости компаний (величины капитализации). Высокая величина капитализации компании становится критерием оценки эффективности работы менеджмента, показателем надежности и финансовой устойчивости компании, наличия перспектив в будущем. В силу указанных причин, для многих компаний целью деятельности становится повышение величины своей капитализации, что задает требования к наличию работающих механизмов обеспечения этого процесса. Среди российских компаний наиболее популярным средством достижения вышеуказанной цели стало включение их акций в торги на фондовой бирже, в предположении, что фондовый рынок способен дать объективную и обоснованную оценку величины капитализации компании.

Вместе с тем, в литературе не раз ставился вопрос о недооценке российских компаний в сравнении с их западными аналогами вследствие неразвитости отечественного фондового рынка. В попытках устранить этот недостаток крупные компании с переменным успехом использовали такие способы, как: включение своих акций в торги на зарубежных фондовых площадках (замедляя тем самым расширение числа финансовых инструментов, обращающихся на российском рынке акций), повышение прозрачности деятельности, переход на международные стандарты отчетности и т.п.

Мировой финансовый кризис, затронувший российскую экономику в середине 2008 года, привел к падению капитализации и без того недооцененных российских компаний в среднем в четыре раза, тогда как западные компании потеряли не более половины стоимости. Снижение капитализации компаний стало причиной убытков многих инвесторов, доверие к фондовому рынку было подорвано. Многие компании, получившие за рубежом кредиты под залог собственных акций, были поставлены перед выбором: либо досрочного погашения задолженности (что могло бы нанести ущерб текущей производственной деятельности), либо смены собственников доли акционерного капитала.

Финансовый механизм обеспечения капитализации компаний, основанный на биржевых спекуляциях акциями, оказался не в состоянии поддерживать устойчивый рост стоимости компаний. Более того, особенности функционирования рынка акций в России лишь усугубили негативные последствия финансового кризиса, выразившиеся в сильнейшем обесценении компаний. Одной из трудностей преодоления этой ситуации является отсутствие научных исследований, направленных не на выявление законо-

мерностей изменения величины компании в зависимости от разных факторов (начиная от показателей отчетности компании и до политической обстановки в стране), а на разработку финансовых механизмов наращивания стоимости компаний, зависящего не от спекуляций, а от усилий самих компаний.

В настоящей работе рассматриваются некоторые механизмы, посредством которых компании обеспечивают процесс капитализации в настоящее время, а также делаются предложения по организации финансового механизма, адекватного задаче устойчивого повышения капитализации российских компаний.

1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ПРЕДСТАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВОГО МЕХАНИЗМА КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИИ

1.1. Понятие и виды капитализации компании

В современной литературе, посвященной вопросам финансовой теории и практики, понятие «капитализация» употребляется достаточно часто. Оно применяется по отношению к компаниям, к активам и, в последнее время, к регионам. Главной особенностью, которую можно выделить при анализе множества работ, является придание разных смыслов указанному понятию. В таком случае первым делом следует детально разобраться со всеми возможными употреблениями интересующего нас понятия и в целях дальнейшего исследования объединить эти смыслы, сформулировав общее понятие «капитализации компании».

Наиболее обыденный на сегодняшний день смысл, присущий понятию «капитализация» – это рыночная стоимость компании. Так данное понятие используется в контексте работ, посвященных вопросам фондового рынка. Обычно для уточнения того, что речь идет о капитализации именно в этом смысле, применяется определение «рыночная капитализация». Приведем лишь одно из множества подобных определений рыночной капитализации: это «стоимость компании, определяемая рыночной ценой ее выпущенных и находящихся в обращении обыкновенных акций» [8, с. 51]. Часто само определение рыночной капитализации подменяется способом ее расчета: произведение рыночной цены одной акции на общее количество выпущенных компанией акций [8, с. 51; 26, с. 40; 161, с. 23].

Д.Л. Ревуцкий в своих работах [104; 105] делает попытку отличить понятия «стоимость», «цена», «капитализация» и «оценка» друг от друга. В результате, он предлагает схожую трактовку рассматриваемого нами понятия: «для акционерных обществ, акции которых котируются на фондовой бирже, действительная стоимость этих бизнес-структур считается равной биржевой (бумажной) стоимости таких компаний. В качестве синонима бумажной стоимости публичных акционерных обществ почти всегда используют термин «капитализация» [105, с. 29].

В приведенной цитате автор, между прочим, сужает действие данного понятия только до публичных[1] акционерных обществ, тем самым, отвергая наличие капитализации закрытых компаний, а тем более прочих объектов.

---

[1] Публичными называют те компании, акции которых обращаются на фондовых биржах и могут быть приобретены широким кругом лиц. Кроме того, публичные компании законодательно обязаны ракрывать информацию о своей деятельности, чем отличаются, например, от закрытых компаний.

Сведение понятия «капитализация» к рыночной стоимости компании, величина которой рассчитывается произведением биржевой цены акции на их количество, неизбежно влечет вопрос о том, можно ли говорить о капитализации компании, акции которой не размещены на бирже, либо вообще не являющейся акционерным обществом?

В работах Г.И. Хотинской [136; 137] выделяется несколько видов капитализации, но при этом не дается общего определения. Во-первых, ею рассматривается так называемая «реальная капитализация», которая возникает в результате увеличения собственного капитала. «Если… предприятие реинвестирует прибыль, направляя ее на пополнение внеоборотных активов… и оборотных активов…, происходит реальная капитализация, выражающаяся в увеличении реальной стоимости имущества» [137, с. 2].

Стоит отметить, что бухгалтерская прибыль может и не иметь денежной формы, а являться, например, результатом продажи продукции в долг. В таком случае прибыль становится источником финансирования прироста дебиторской задолженности и о приросте стоимости имущества, а тем более, о реальной капитализации, не будет идти и речи.

По нашему мнению, автором сделана попытка выразить мысль о том, что реальная капитализация происходит при соблюдении двух условий. Компания должна производить стоимость б*о*льшую, чем тратит на ее производство, и добавленная стоимость должна быть реинвестирована в производство, а не потрачена. Это понимание «капитализации» основано на понятии «капитала», сформулированном К. Марксом, о котором будет сказано позднее.

Во-вторых, Г.И. Хотинская выделяет так называемую «маркетинговую», или субъективную, капитализацию. Она происходит, например, за счет повышения стоимости нематериальных активов компании (деловой репутации, торговой марки, «ноу-хау» и т.п.), переоценки основных средств, которые так же, как и в первом случае, влекут рост собственного капитала [там же, с. 3]. Другими словами, разница между первым и вторым видами состоит в том, что при реальной капитализации компания получает в свое распоряжение финансовые ресурсы, которые используются на расширение производства, а во втором случае никаких финансовых ресурсов нет. Рост стоимости компании происходит за счет повышения стоимости имущества путем переоценки.

Главной особенностью приведенной выше трактовки двух видов капитализации является представление данного понятия посредством бухгалтерской терминологии в связке с балансовой моделью компании. Автором утверждается, что реальная капитализация «отражается в третьем разделе баланса» и «обусловливает увеличение актива хозяйствующего субъ-

екта», а при маркетинговой капитализации «увеличение валюты баланса…происходит изначально со стороны активов» [136, с. 27].

Для третьего вида капитализации Г.И. Хотинская приводит следующее определение: «капитализация – это рыночная стоимость компании, акции которой котируются на фондовой бирже, и представляет собой произведение рыночной цены акции и общего количества акций компании» [там же, с. 28]. Этот смысл капитализации уже рассмотрен нами выше.

Все три вышеперечисленных вида капитализации Г.И. Хотинская привязывает к балансовой модели компании. Мы считаем, что привязка величины капитализации к бухгалтерскому учету является не совсем корректной и сужает само понятие, поскольку не всякое изменение стоимости компании может быть отражено в ее балансе. Во-первых, как уже было упомянуто выше, за счет специфических методов бухгалтерского учета, прибыль может не иметь денежного наполнения и не приводить к росту капитализации компании. Во-вторых, стоимость нематериальных активов достаточно трудно поддается бухгалтерской оценке и в качестве таковой могут быть получены совершенно разные величины – в зависимости от способа оценки.

Капитализация в смысле произведения цены акций на их количество вообще не может быть привязана к бухгалтерскому учету компании, однако в работах указанного автора утверждается следующее: «Увеличение рыночной стоимости акций и стоимости компании в целом отражается в этом случае (в случае обращения акций компании на бирже – Д.А.) в активе баланса в виде переоценки финансовых вложений и балансируется в пассиве добавочным капиталом» [там же, с. 28]. В цитате присутствует явная неточность, поскольку в качестве финансовых вложений компания отражает в активе баланса не собственные акции, а акции других хозяйствующих субъектов. Изменение же рыночной стоимости собственных акций никак не будет отражаться в балансе компании ни со стороны актива, ни со стороны пассива, поскольку биржевое обращение акций компании полностью оторвано от ее производственной деятельности.

Еще одним контекстом, в котором употребляется понятие «капитализация» является капитализация банковской сферы. В работах, посвященных этому вопросу, капитализация рассматривается как наращивание коммерческими банками величины собственного капитала за счет притока дополнительных финансовых ресурсов [54, с. 24; 96, с. 63].

В налоговой практике последних лет употребляется термин «тонкая капитализация», означающий финансирование компаний за счет внутрихолдинговых займов, в результате чего доля собственного капитала в компании значительно снижается, а проценты по полученному займу занижают налогооблагаемую прибыль. Главной задачей подобных отношений яв-

ляется перевод прибыли под видом процентов в компанию, предоставившую заем [95].

Приведенные выше подходы к пониманию «капитализации» имеют одну общую черту. Она состоит в том, что капитализация предстает как некоторая величина, которую можно определить разными способами (либо с помощью биржевых цен на акции, либо с помощью бухгалтерского учета). То есть, капитализация – это показатель, которым можно охарактеризовать компанию в какой-то конкретный момент времени.

Принципиально иная трактовка понятия «капитализация» присутствует в работах Т.А. Маловой [67; 68]. Здесь капитализацией называется «фундаментальный процесс, экономический смысл которого состоит в повышении стоимости капитала, принадлежащего субъектам всех уровней хозяйствования, в результате роста их хозяйственного потенциала и эффективности» [67, с. 287]. Главной особенностью, отличающей данную трактовку понятия капитализации от остальных, является представление ее как процесса. Это является очень важным, поскольку во всех предшествующих работах в явном или неявном виде капитализация рассматривалась лишь как состояние либо характеристика компании.

Схожая точка зрения присутствует и в работах С.Б. Чернышева: «Капитализация – одновременно и процесс, и характеризующий его интегральный экономический показатель. Он означает способность данного материального актива участвовать в производстве новой стоимости» [142, с. 47].

Данный подход к трактовке понятия «капитализация», на наш взгляд, уходит своими корнями к работам К. Маркса, который писал о том, что прибавочная стоимость капитализируется, то есть становится капиталом: «…при нормальных условиях одна часть прибавочной стоимости всегда должна расходоваться как доход, а другая часть – капитализироваться» [71, с. 77]. Во втором томе «Капитала» встречается множество упоминаний о капитализации прибавочной стоимости именно в смысле превращения ее в капитал. Конечно, К. Маркс не вводил понятия «капитализация» и использовал этот термин лишь для обозначения процесса превращения стоимости в капитал. Но сам оттенок процессуальности здесь является принципиальным и дает основания использовать понятие «капитализации» не только в смысле «состояния», но и в смысле «процесса».

Относительно понятия «капитализация» существуют и нерешенные вопросы, такие как возможность существования капитализации в условиях отсутствия рынка. С.Б. Переслегин, например, говорит о нерыночной капитализации «бренда КГБ» или «Джоконды» [89].

Таким образом, получается, что капитализация, с одной стороны, это состояние, а с другой – это движение, изменение. Эти два смысла могут

быть объединены с помощью использования категории «процесс». Использование категории «процесс» предполагает особый способ представления изучаемого объекта, когда в качестве его характеристик фиксируются некоторые состояния (первый смысл), а сам объект предстает как последовательность изменяющихся состояний (второй смысл). Подробнее использование категории «процесс» применительно к капитализации будет рассмотрено в следующем параграфе.

Какой же объект предстает в качестве изменяющего свои состояния в процессе капитализации? Очевидно, что этим объектом является стоимость. Капитализация – это процесс изменения стоимости. Первым, кто наиболее последовательно попытался изучить понятие стоимости в экономической науке, был Карл Маркс.

По К. Марксу, стоимость является проявлением человеческого труда, или деятельности. «В прямую противоположность грубой предметности товарных тел, в стоимость не входит ни одного атома вещества природы. Вы можете ощупывать и разглядывать каждый отдельный товар, делать с ним, что вам угодно, он как стоимость остается неуловимым. Но, если мы припомним, что товары обладают стоимостью лишь постольку, поскольку они суть выражения одного и того же общественного единства – человеческого труда, что их стоимость имеет поэтому чисто общественный характер, то для нас станет само собой понятным, что и проявляться она может лишь в общественном отношении одного товара к другому» [70, с. 47].

Смысл приведенной фразы состоит в том, что стоимость не является внутренне присущим свойством вещей. Стоимость – это результат человеческих усилий, человеческого труда. К. Маркс представляет стоимость как идеальный объект, который может существовать лишь в мысли. Формой проявления этого идеального объекта служит меновая стоимость – пропорция, «в которой потребительные стоимости одного рода обмениваются на потребительные стоимости другого рода» [там же, с. 36].

К. Маркс отмечает, что меновая стоимость как таковая не может быть самостоятельным свойством товара. «Различные меновые стоимости одного и того же товара выражают нечто одинаковое, и… меновая стоимость вообще может быть лишь способом выражения, лишь «формой проявления» какого-то отличного от нее содержания» [там же, с. 37]. Этим содержанием и является стоимость. К. Маркс разделяет между собой два понятия – «меновая стоимость» и «стоимость», представляя первое как форму выражения второго. Стоимость предстает как метафизическая сущность всех товаров. Меновая стоимость находит свое выражение в пропорции обмена разных товаров друг на друга.

Величина стоимости товара, по К. Марксу, может меняться лишь при изменении общественно необходимых затрат труда на производство этого

товара. Последние зависят от производительной силы труда в обществе, которая «определяется разнообразными обстоятельствами, между прочим средней степенью искусства рабочего, уровнем развития науки и степенью ее технологического применения, общественной комбинацией производственного процесса, размерами и эффективностью средств производства, природными условиями» [там же, с. 40]. Таким образом, К. Маркс ставит величину стоимости в зависимость от уровня развития общественных институтов, на основании чего можно судить, что стоимость товаров может изменяться лишь на больших промежутках времени, в результате применения новых технологий производства, осуществления новых комбинаций производственных ресурсов и т.п. Но если величина стоимости относительно постоянна, то сама стоимость находится в постоянном движении посредством смены предметных форм.

Стоимость обладает свойством воплощаться в предметной форме. Всем известная формула «деньги-товар-деньги» иллюстрирует смену предметных форм, осуществляемую стоимостью. Деньги являются мерой стоимости, т.е. для того, чтобы зафиксировать величину стоимости, воплощенную в разных предметных формах, они должны быть переведены в денежную форму. Движение стоимости, в ходе которого она меняет свои предметные формы и наращивает свою величину, К. Маркс назвал «капиталом»: «стоимость становится… самодвижущейся стоимостью, самодвижущимися деньгами, и как таковая она – капитал. Она выходит из сферы обращения, снова вступает в нее, сохраняет и умножает себя в ней, возвращается назад в увеличенном виде и снова и снова начинает один и тот же кругооборот» [там же, с. 148]. Свойство самодвижения стоимости К. Маркс объяснял самим устройством человеческой деятельности, при которой капиталисты стремятся получать все большую сумму денег. А это, по его мнению, возможно лишь при осуществлении производства прибавочной стоимости за счет усилий человеческого труда.

В каждой же конкретной ситуации обмен товаров друг на друга происходит не по стоимости, а по цене. Цена является денежным выражением стоимости, овеществленного в товаре труда [там же, с. 98]. При этом К. Маркс отмечает, что цена выражает пропорцию обмена товара на деньги, но при этом вовсе не является показателем величины стоимости.

Обобщая, можно сделать вывод, что К. Маркс выделял стоимость в качестве мыслительного объекта. Стоимость существует лишь за счет человеческой деятельности, в которой она осуществляет свое движение между различными предметными формами. В каждом частном акте купли-продажи товаров стоимость находит свое проявление в виде цены товара.

Позднее в работах неоклассиков понятие стоимости видоизменилось и стало резко отличаться от предложенного К. Марксом. А. Маршалл указы-

вает: «Стоимость, то есть меновая стоимость какой-либо вещи, выраженная в определенном месте и в определенный момент в единицах другой вещи, представляет собой количество единиц последней вещи, которое можно там и тогда получить в обмен на первую. Таким образом, понятие стоимости относительно и выражает отношение между двумя вещами в конкретном месте и в конкретное время» [72, с. 111]. В данном определении существует ряд принципиальных моментов, отличающих понятие стоимости в неоклассическом направлении экономической науки (которое началось с трудов А. Маршалла) от марксистского.

Зависимость стоимости от места и времени, отождествление ее с меновой стоимостью – все это говорит об отказе А. Маршалла представлять стоимость как некий «незыблемый абсолют». Напротив, она становится ситуативной, а значит, изменчивой и подверженной воздействию отдельных экономических агентов. Чтобы установить стоимость той или иной вещи следует осуществить действие по обмену ее на какую-либо другую вещь (или на деньги). То есть стоимость является результатом конкретного действия. Этим А. Маршалл отождествил стоимость с ценой по К. Марксу.

В то же время, подобный шаг сыграл важную роль в развитии финансовой науки. Поскольку стоимость имеет ситуативный характер и в каждом конкретном случае она может быть разной, появилась возможность целенаправленно воздействовать на ее величину либо повышая, либо понижая ее. Раз стоимость не является отражением общественно необходимых затрат труда на производство товара, значит, возможны и другие способы измерения величины стоимости.

Популярность неоклассической теории, на наш взгляд, дала свободу развития предметных форм воплощения стоимости. Раз нет конкретной привязки к затратам труда, значит стоимостью может обладать и то, что не является продуктом человеческого труда, либо стоимость может быть гораздо выше затрат труда на изготовление продукта. В рамках данной теории вполне логично и естественно, что стоимость ценных бумаг гораздо выше затрат труда, понесенных на их изготовление. Ведь сделка купли-продажи ценных бумаг, происходящая по конкретной величине, и выявляет их стоимость.

А еще, в отличие от точки зрения К. Маркса, стоимость у неоклассиков стала процессуальной, т.е. изменчивой. В ходе постоянного выявления стоимости по результатам частных сделок ее величина может быть подвержена постоянным изменениям. Последнее утверждение напоминает процессуальное представление капитализации. Можно сказать, что капитализация как раз и является процессом постоянного изменения величины стоимости в результате конкретных человеческих действий.

В результате появления новых предметных форм воплощения стоимости стали появляться разнообразные виды капиталов (т.е. самовозрастающей стоимости). Для лучшего понимания процесса «капитализации» следует рассмотреть понятие и основные виды капитала, которые выделяются в экономической и финансовой науке.

Признаком капитала, по К. Марксу, является то, что стоимость в процессе своего движения должна постоянно менять формы. «Если фиксировать отдельные формы проявления, которые возрастающая стоимость попеременно принимает в своем жизненном кругообороте, то получаются такие определения: капитал есть деньги, капитал есть товар» [70, с. 147]. Но капитал не тождественен тем формам, которые он принимает. Движение по ним как раз и необходимо для того, чтобы сам капитал мог существовать. То есть капитал – это есть процесс движения стоимости по разным предметным формам. А капитализация – это процесс, надстраивающийся над капиталом и отражающий изменение стоимости, воплощенной в эти предметные формы.

Более четко о соотношении формы и содержания капитала пишет Р. Гильфердинг в своем труде «Финансовый капитал» [30]. «Изменение последней (величины стоимости – Д.А.) составляет содержание процесса возрастания стоимости. И если это изменение относится к процессу производства, то метаморфоза форм – к процессу обращения. Но существует только две формы, которые может принимать стоимость в обществе, построенном на товарном производстве: форма товара и форма денег» [там же, с. 56].

То же можно проинтерпретировать и словами Й. Шумпетера. Измерить покупательную способность, которой владеет предприниматель, можно только реализовав все производительные блага и сравнив величину полученных денег с тем, что было первоначально вложено. Операция реализации производительных благ является ничем иным, как сменой формы капитала, посредством которой можно судить о наличии или отсутствии процесса возрастания стоимости.

Сам по себе процесс невозможно увидеть. О нем можно судить посредством постоянной фиксации состояний, достигаемых в ходе этого процесса. Такими состояниями и являются формы, принимаемые стоимостью в процессе движения капитала. А сопоставление, с целью характеристики результатов процесса, возможно только для денежных форм, поскольку, например, средства производства сравнивать между собой бессмысленно.

Каждое из приведенных определений капитала указывает на необходимость периодического перехода стоимости в денежную форму для измерения ее величины и сопоставления с предыдущими состояниями, т.е. для

фиксации процесса капитализации. Логично задать вопрос, а можно ли судить о процессе капитализации без перевода стоимости в денежную форму? Благодаря этому вопросу, на наш взгляд, произошло развитие различных методик оценки стоимости недвижимости, нематериальных активов, бизнеса и т.д. Каждая из этих методик стремится определить ту величину, которая потенциально может быть получена при переходе стоимости в денежную форму. Но, следует заметить, что действительно о стоимости, в том понятии, которое ввела неоклассическая наука, можно говорить лишь тогда, когда будет произведена сделка купли-продажи объекта оценки.

Исторически первым видом капитала, который был исследован в литературе, являлся промышленный капитал. Его всестороннему изучению посвятил свои труды К. Маркс. По его мнению, стоимость может возрастать, будучи воплощенной только в производственную форму. Рост стоимости в промышленном капитале происходит благодаря тому, что к исходным предметам труда добавляется некоторая величина затрат труда, который, как было указано выше, и являлся, по К. Марксу, субстанцией стоимости. Мы не будем останавливаться на подробном рассмотрении промышленного капитала, поскольку это не входит в предмет настоящего исследования.

К нашей теме ближе следующий вид капитала – финансовый капитал, которому посвящен одноименный труд Р. Гильфердинга. Указанный автор, в частности, отмечает, что владелец капитала в денежной форме может предоставлять его в пользование капиталисту, имеющему потребность в капитале, получая в результате ссудный процент за пользование деньгами (превратив тем самым деньги в ссудный капитал – Д.А.). Однако потребности в капитале могут оказаться значительнее, нежели возможности отдельного капиталиста. В результате на первый план выступают банки, которые аккумулируют свободные деньги одних капиталистов и предоставляют их другим. Появляется такой вид капитала, который Р. Гильфердинг назвал финансовым капиталом.

В своем исследовании Р. Гильфердинг особое внимание уделяет одной из особых форм существования денежного капитала – акционерному капиталу.

А. Кон достаточно точно определяет особенности акционерного капитала как такового: «Группа капиталистов-учредителей (в большинстве случаев банк) объявляет об организации акционерного общества. Выпускается некоторое количество акций, которые может приобрести каждый желающий. Деньги, вырученные от продажи акций, образуют капитал акционерного общества» [53, с. 22].

Акция обладает главной особенностью, отличающей ее от ссудного капитала. Эта особенность заключается в том, что акционер, вкладываю-

щий свои деньги в акционерное общество, лишается права требовать их обратно. Деньги вкладываются в акционерное общество окончательно. Единственным случаем, когда акционер может получить свои деньги обратно является ликвидация общества[2].

Однако существует и другой способ возврата вложенных в компанию денег. Специально для этого создан особый финансовый институт – фондовая биржа[3]. «Только развитие этого рынка (имеется в виду фондовая биржа – Д.А.) и дает характер чисто денежного капитала акционерному капиталу, который теперь можно «реализовать» во всякое время» [30, с. 109].

Несмотря на то, что в момент выпуска каждая акция имеет определенную цену продажи (цену размещения), на бирже акции приобретают самостоятельную цену, называемую курсом. Курс акций не остается неизменным, а постоянно колеблется и подвержен целому ряду факторов. Подобные колебания курса акций, на наш взгляд, полностью соответствуют понятию стоимости, введенному А. Маршаллом. Стоимость акций выявляется каждый раз при проведении сделки купли-продажи на фондовой бирже.

Особенности существования акционерных обществ создают эффект удвоения капитала. В одном месте он существует как капитал, вложенный в средства производства и действующий на предприятии. Это тот капитал, о котором, в частности, писал К. Маркс. Вторым проявлением этого капитала являются те деньги, которые акционер может выручить при продаже своих акций. И эти деньги никак не относятся к тому капиталу, который был сформирован при учреждении акционерного общества. «Это – дополнительные деньги, необходимые для обращения акций, свидетельств прав на капитализированный доход» [там же, с. 110].

Далее Р. Гильфердинг делает важное замечание. Цена акции на бирже определяется отнюдь не как доля капитала акционерного общества, которую она (акция) представляет. Цена акции – это капитализированная доля дохода, которая зависит от обычного уровня процента. «Акция – юридическое обоснование права на доход, долговое притязание на будущее производство, свидетельство на выручку. Так как эта выручка капитализируется, и этим определяется цена акции, то кажется, как будто в форме цены акций существует второй капитал. Но последний – чисто фиктивный» [там же, с. 111].

---

[2] В российском законодательстве, кроме того, предусматривается право акционера требовать выкуп акций акционерным обществом в случаях реорганизации общества, совершения крупной сделки или внесения изменений в устав, если акционер голосовал против подобных решений [4, ст. 75].

[3] В данном контексте «фондовая биржа» употребляется безотносительно российского законодательства, в котором разделяются понятия «фондовая биржа» и «организатор торговли на рынке ценных бумаг».

Поскольку материальные объекты конечны, то с течением времени эффективность использования такой формы капитала, как производственный, стала снижаться. Появилось больше собственников, желающих получать доход с одной и той же величины вложенного капитала. В этой связи фиктивный капитал, который, как было показано выше, не имеет жесткой привязки к материальным носителям, и зависит лишь от человеческой активности и способности спекулировать на фондовом рынке, стал более эффективным, по сравнению с производительным.

Фиктивный капитал уже не имел сдерживающего фактора в виде материальных ресурсов, которые можно задействовать в кругообороте стоимости и превратить в капитал. С середины XX века появились теоретические работы, выделяющие множество новых видов капитала. Т. Шульц в своих работах стал говорить о понятии «человеческого капитала». Он утверждал, что улучшение благосостояния бедных людей в слаборазвитых странах зависит не от факторов производства, а скорее от знаний. Т. Шульц дал следующее определение: «Все человеческие способности являются или врожденными, или приобретенными. Каждый человек рождается с индивидуальным комплексом генов, определяющим его врожденные способности. Приобретенные человеком ценные качества, которые могут быть усилены соответствующими вложениями и называются человеческим капиталом» [цит. по 132].

Утверждается, что лишь человеческая активность способна производить стоимость путем применения своих врожденных качеств, приобретенных умений и способности к оперированию с инструментами. Человеческий капитал обладает свойствами неотчуждаемости от носителя, невозможностью передачи, накоплением в течение длительного периода времени и на основании уже имеющихся форм капитала. Человеческий капитал не подлежит обновлению, а также подвержен истощению и устареванию.

Человеческий капитал характеризуется следующей зависимостью: чем выше квалификация специалиста, чем более уникальными знаниями он располагает, тем большее количество денег предприниматель должен заплатить ему за то, чтобы привлечь такого специалиста. Зависимость образования, измеренного в годах учебы в учебных заведениях, и последующих заработков исследовал нобелевский лауреат Г. Беккер [17].

Заимствование понятия «капитал» социологией привело к появлению в теории множества исследований новых видов капитала: символического, культурного, социального, человеческого, политического и т.п. [17; 55; 103; 146]. Социологический подход дополнил смыслы, которые принято вкладывать в понятие капитала в экономической науке, однако всех их объединяет, по крайней мере, одна главная черта. Каждый из видов капитала выделялся в качестве такового по признаку способности приносить

дополнительную стоимость. Определение капитала как самовозрастающей стоимости соблюдается применительно к любому из этих видов капитала. Данное направление исследований видов капитала находится в стороне от предмета настоящей работы, а поэтому позволим себе не углубляться далее в этот вопрос.

Интересным является понятие «капитала», введенное Й. Шумпетером. Этот ученый определял капитал «как сумму денег и других платежных средств, которая в любой момент времени может быть предоставлена в распоряжение предпринимателя» [147, с. 196]. Специфической функцией капитала Й. Шумпетер называет оказание помощи предпринимателю в получении производственных благ, требующихся ему для достижения своих целей. «Капитал есть не что иное, как рычаг, позволяющий предпринимателю получать в свое полное распоряжение нужные ему конкретные блага, не что иное, как средство, дающее предпринимателю возможность использовать эти блага для достижения новых целей, а также ориентировать производство в новом направлении» [там же, с. 190].

Целью, для реализации которой служит предпринимателю капитал, является извлечение производственных благ из областей их прежнего применения. Никак иначе предприниматель, осуществляющий новые комбинации в экономике, не сможет получить в свое распоряжение производственные блага, предназначенные для обеспечения нормального хозяйственного кругооборота. Именно в этом состоит главная функция капитала согласно Й. Шумпетеру.

Этой цели могут отвечать не только деньги, но и неденежные платежные средства (говоря современным языком – финансовые инструменты). Необходимость в последних возникает постольку, поскольку предприниматель не может обладать заранее необходимой суммой денег, в силу их отсутствия в экономике. Согласно Й. Шумпетеру, в экономике должно находиться ровно столько денег, сколько требуется для обеспечения обыкновенного повторяющегося хозяйственного кругооборота. Для предпринимателя единственным способом получить в свое распоряжение необходимые средства производства становится кредит. А этот кредит оформляется тем, что сегодня называется финансовым инструментом.

Й. Шумпетер, как и К. Маркс, отделяет собственно капитал от его материального воплощения. Сами средства производства, в которые вкладывается капитал, не являются капиталом. Они могут быть использованы либо по своему прямому назначению – для производства, либо могут быть реализованы в обмен на деньги. В последнем случае предприниматель вновь станет обладателем капитала, который может быть потрачен для приобретения новых средств производства.

Однако в своих исследованиях К. Маркс и Й. Шумпетер ставят разные акценты при рассмотрении капитала. Если для первого важным оказывается сам процесс движения стоимости, ее перехода в различные формы, то для второго капитал интересен как средство, позволяющее предпринимателю достигать своих целей и обеспечивать тем самым экономическое развитие.

Рост количества видов капитала приводит к тому, что для обеспечения их движения в экономике должны выпускаться все новые и новые средства обращения – деньги или финансовые инструменты. Такое требование возникает потому, что оценить результат движения стоимости, как было указано выше, можно только посредством перехода ее в денежную форму.

Й. Шумпетер говорит о том, что все платежные средства, выпущенные сверх требуемых для обеспечения нормального товарооборота в экономике, должны погашаться за счет будущих результатов деятельности предпринимателей [там же, с. 184]. На примере акций это значит, что их курс должен зависеть от ожиданий будущего прироста материальных благ, которые может произвести предприниматель. Схожее положение, выраженное другими словами, находим и у Р. Гильфердинга. Он пишет, что изменения цен акций существенно зависят от двух факторов: размера прибыли акционерного общества и уровня процента [30, с. 148]. Очевидно, что прибыль акционерного общества не в последнюю очередь зависит от того, сколько материальных благ оно способно произвести. А это, в свою очередь, перекликается с утверждениями Й. Шумпетера о том, что ничем не обеспеченные обязательства покрываются за счет будущего прироста благ.

Итак, экономическая теория предусматривает, что объем дополнительных неденежных средств обращения в экономике должен обеспечиваться будущим приростом потребительских благ[4]. Соответственно, количественная оценка цены этих средств обращения должна зависеть от ожиданий относительно стоимости благ, произведенных в будущем. В случае, если выпущенные обязательства не будут в будущем ничем покрыты, они увеличат денежную массу в экономике, что приведет к росту инфляции [147, с 187].

Увеличение действующих форм капитала приводит к тому, что все большее количество финансовых инструментов оказываются без адекватного обеспечения их потребительскими благами. «Каждый следующий шаг все более отдаляет инструменты (финансовые – Д.А.) от первоначальных товаров, обладающих реальной физической стоимостью и физическими характеристиками, делает их более виртуальными, более быстрыми, основанными на новых измерениях в оценке бизнеса и времени» [79, с. 32]. Ре-

[4] Здесь и далее под словосочетанием «потребительские блага» мы будем понимать не только товары, но и работы и услуги, способные удовлетворять потребности.

зультатом являются так называемые «пузыри», которые время от времени лопаются, обваливая фондовые рынки и снижая рыночные стоимости компаний. Например, в отраслях IT-технологий отношение рыночной стоимости компании к объему годовой прибыли составляет порядка 1500 [20, с. 65]. Это значит, что вложения в акции таких компаний могут окупиться только через 1500 лет. Данное ценообразование просто не соответствует тем ожиданиям прироста материальных благ, о которых писал Й. Шумпетер. Результат появления человеческого капитала выражен в следующей фразе: «Биржевой рынок признал левередж человеческого знания, то есть отношение стоимости человеческого капитала к ее собственным средствам, вознаграждая ростом рыночной стоимости за сервис и технологии те компании, которые превосходят свою балансовую стоимость во много раз» [132].

На основании рассмотренных видов капитала можно сделать вывод, что разные представления о понятии «капитализация» связаны с разными предметными формами воплощения стоимости. Так, капитализация как произведение цены акций на их количество, связана с финансовым капиталом. Представления о маркетинговых видах капитализации основаны на человеческом и других видах капитала, сформулированных в социологии. Капитализация как прирост стоимости средств производства базируется на понятии промышленного капитала, о котором писал К. Маркс.

Каждый из этих видов капитала предполагает свой способ изменения стоимости – либо производство, либо спекуляции, либо вложения в человеческие способности. Поэтому, говоря о процессе капитализации, важным является понимание того, за счет чего происходит изменение величины стоимости, вовлеченной в этот процесс.

Кроме того, фиксация этой величины также может происходить поразному. Традиционно для неоклассической науки величина стоимости определяется только посредством перехода ее в денежную форму – осуществления сделки купли-продажи. Но на сегодняшний день с помощью разных методик стоимость может быть оценена и находясь в других предметных формах – средствах производства, нематериальных активах, финансовых инструментах и т.п.

Сказанное выше позволяет утверждать, что процесс капитализации связан с множеством механизмов, которые и осуществляют движение стоимости, изменение и фиксацию ее величины. Среди этих механизмов значительную роль играют финансовые механизмы, речь о которых пойдет в следующем параграфе.

1.2. Подходы к пониманию финансового механизма

Использование категории «процесс» для представления капитализации накладывает определенные логические ограничения на дальнейшую работу. При этом мы исходим из деятельностных представлений относительно того, что называется «категорией». Это требует пояснений.

В традиционных науках «категориями» называются фундаментальные, узловые понятия. «Вокруг таких понятий–категорий выстраиваются научные описания, гипотезы, концепции, теории» [51, с. 3]. В финансовой науке категориями в этом смысле называют «финансы», «бюджет», «налоги» и прочие.

Деятельностный подход несет принципиально иной смысл в отношении категорий. Категория здесь задает «логические ограничения на способ действий с чем-либо» [19]. Вот как объясняет деятельностную трактовку категории Г.П. Щедровицкий: «Категория…определяет логику моей работы, логику номинативных, предикативных отнесений: вопросы, которые я буду ставить, язык, которым я могу пользоваться или не могу пользоваться, набор понятий, которые здесь могут появиться» [150, с. 192].

Следовательно, для последовательного и логически непротиворечивого представления капитализации как «процесса» необходимо сначала разобраться, что предполагает сама категория «процесса», и какие требования к работе она задает [149, с. 93-95; 151, с. 239-240; 154, с. 43-48].

Во-первых, для того, чтобы объект можно было представить в качестве процесса должны быть выделены и зафиксированы изменения рассматриваемого объекта по определенному параметру. Это значит, что через некоторые промежутки времени к объекту применяется операция измерения. В результате получаются определенные значения выбранного параметра: a_1, a_2, a_3 и так далее, которые можно отнести к изучаемому объекту.

Во-вторых, в результате измерений должны соблюдаться следующие условия:

– Полученные в результате измерений значения не должны быть равны между собой. Это можно представить как $a_1 \neq a_2 \neq a_3$ и так далее. Иначе говоря, объект должен изменяться по заданному параметру.

– Единство параметра должно задаваться одной и той же операцией измерения, а также наличием специального параметра, остающегося неизменным и дающего основания судить, что перед исследователем находится один и тот же объект. Другими словами, должны быть выполнены условия, при которых операции измерения будут применяться к одному и тому же объекту.

– Все значения, получаемые в ходе измерений, должны относиться к одному параметру, способному различаться количественно, все выявляе-

мые значения, таким образом, должны сводиться к количественным характеристикам внутри одного качества.

Процесс следует отличать от простого изменения тем, что все характеристики, получаемые в ходе измерений, относятся к объединяющему их целому – одному свойству, одному отношению или одной структуре.

Представляя себе объект таким образом, возникает вопрос, как происходит переход от одного состояния к другому? Какие действия заставляют объект изменяться? Отвечая на этот вопрос, следует учитывать, что процесс – это всего лишь способ представления объекта, а это значит, что переход между состояниями в процессе не отражается.

Это «нечто», производящее изменения, называется «механизмом». Механизм связывает между собой элементы процесса, и позволяет ответить на вопрос, «за счет чего происходят изменения объекта?»

Понятие «механизм» является функциональным. Это значит, что в реальности, существующих самих по себе независимо от человека, механизмов не существует. Функциональные понятия имеют смысл лишь тогда, когда они помещены в определенную деятельностную ситуацию. Этой ситуацией, а также функцией, исполняемой в ней, и определяется смысл таких понятий.

Кроме того, функциональные понятия зачастую имеют множество связанных по смыслу понятий (коннотативных понятий), которые, к тому же, близки по ситуациям употребления. Для понятия «механизм» такими понятиями могут быть «закон», «машина», «причина», «средство», «способ», «условие», «технология», «конструкция», «система», «схема». Поэтому для точного представления понятие «механизм» следует соотнести с его коннотативными понятиями, выявив отличия по их значению и употреблению.

Как уже было сказано, главным отличием понятия «механизм» является его неразрывная связь с «процессом». Это обусловливается самим способом введения данного понятия – без «процесса» не может существовать и «механизма», который его обеспечивает. Однако с процессом также связано и понятие «закон[5]».

В процессах можно выделять периодически повторяющиеся комбинации элементов. «Если мы найдем такие комбинации и форму самой периодичности, то мы будем говорить, что нашли некоторый закон процесса» [154, с. 65]. Закон, таким образом, является связкой двух состояний процесса. А поскольку процесс существует не сам по себе, а замещает собой объект, то и закон существует не в самом объекте, а лишь замещает собой нечто, обусловливающее изменения в объекте.

---

[5] Имеется в виду научный закон, а не закон как нормативно-правовой акт.

Разницу между законом и механизмом очень четко отражают следующие слова Г.П. Щедровицкого: «Когда мы говорим о закономерностях развития, то мы как бы отвлекаемся от того, что связано с механизмами. Мы берем одни лишь блоки средств (в общем случае – состояния процесса – Д.А.) и устанавливаем между ними как бы непосредственный переход… Закон относится к тому, что непосредственно связывает между собой средства 1 и средства 2 (разные состояния процесса – Д.А.), противостоит механизму и есть, таким образом, отвлечение от того, что действительно происходит в рассматриваемой структуре. Иначе говоря, закон – это очень неточная и малоэффективная форма знакового выражения механизма… Законы нужны нам для того, чтобы не изучать точно и детально сами механизмы…Законы очень хороши и эффективны, поскольку они упрощают нашу деятельность и дают нам возможность овладевать многими явлениями естественного и социального мира. Но законы нехороши тем, что они не дают представления о реальном процессе. Поэтому, если мы хотим выяснить, что происходит на самом деле, то мы должны обращаться к анализу механизмов и должны оставить в стороне законы» [там же, с. 121-122].

Можно сказать, что механизм существует в деятельности, а процесс и законы – это мысленное «отражение» этого механизма и того, что в нем происходит.

Механизм следует отличать от категорий «причина-следствие». В Новейшем философском словаре указывается, что причина и следствие «фиксируют генетическую связь между явлениями, при которой одно явление (причина) своим действием вызывает (порождает) другое явление (следствие). Основой причинных связей выступает взаимодействие явлений или объектов» [82].

Причина и следствие, таким образом, являются мыслительными конструкциями, позволяющими устанавливать связь между какими-либо явлениями, происходящими в реальности. Причина всегда первична по отношению к следствию, она всегда предшествует следствию. Напротив, процесс может оказывать влияние на породивший его механизм и приводить к различным изменениям внутри него. «…Может случиться так, что это обратное воздействие просто разрушает механизм, выводит его из строя, и таким образом прекращается и сам исходный процесс изменений. Но бывает и так, что обратное воздействие процесса на механизм не уничтожает его, а лишь видоизменяет сам механизм и характер его действия» [150, с. 332]. Так, процесс возрастания стоимости, вовлеченной в кругооборот промышленного капитала, привел к тому, что часть этого капитала стала аккумулироваться банками и направляться в другой механизм капитализации в качестве вложений в акционерный капитал.

Рассмотрение явлений в рамках категории «причина-следствие» влечет за собой появление понятия необратимости, то есть постоянного движения в одном направлении, от причины к следствию, невозможности повернуть эту связь обратно. Применительно к категориям «процесс-механизм» такого ограничения не существует, хотя бы потому, что один не обусловливает появления другого.

Г.П. Щедровицкий, различает два типа механизмов – «машины» и «естественные механизмы» [там же, с. 332]. Машина выполняет функцию продуцирования, постоянного осуществления одного и того же процесса. Франц Рело приводит такое определение машины: «Это комбинация строго специализированных и способных к сопротивлению частей, функционирующих под человеческим контролем для использования энергии и выполнения работы» [цит. по 78]. Машина – это всегда искусственно сконструированный механизм, позволяющий достигать результата с большей эффективностью, нежели естественным образом.

«Механизм» и «машина» имеют общее в том, что их элементы всегда связаны с источником силы, энергии, активности, благодаря которым оба этих понятия должны быть связаны и с внутренним движением. И «механизм», и «машина» должны двигаться, работать. Именно работая, механизм порождает связанный с ним процесс. В статичном состоянии он представляет собой лишь набор элементов. Остановленный «механизм» не может быть обеспечением «процесса».

Понятие «средство» имеет следующие характеристики. Во-первых, оно обозначает то, что используется кем-то в качестве средства. Другими словами, вещь по своей природе не может быть «средством», оно всегда относится к ситуации деятельности. Во-вторых, «средство» предполагает опосредование. «Средство» – это то, что является посредником между действующим человеком и объектом, на который направлено действие. «Механизм» так же может становиться «средством», если кто-либо использует его для влияния на соответствующий процесс (для управления, изменения, регулирования и т.п.).

«Способ» можно охарактеризовать как метод[6], «посаженный» на материал действий. «Способ» представляет собой не единичное, а сложно устроенное и особым образом (методично) организованное действие. Если «способ» встроен в машину или «средство», то говорят о «способе работы машины» (или «средства»). Человек, осваивая «способ», может использовать его в своих целях. В результате освоения «способов» у человека появляются «способности». «Способ» не обязательно предназначен для обеспечения «процесса», чем и отличается от «механизма». Объединяет же их то, что и «механизм» имеет сложную внутреннюю организацию действий.

---

[6] «Метод» – от греческого «мета» – за и «одос» – мысль, т.е. то, что за мыслью, «путь мысли».

«Условие» этимологически происходит от «у слова», т.е. это то, что всегда связано со словом, но не входит в него. В коммуникативных ситуациях «условие» задает контекст употребления многозначных слов. В деятельностных ситуациях «условие» всегда предшествует логически осмысленному действию, накладывает рамки для действий. «Условия» обычно противопоставлены, с одной стороны, «предпосылкам», а с другой – «обстоятельствам». В отличие от «предпосылки», «условие» никогда не входит в то, что оно предопределяет. «Обстоятельства» существуют независимо от воли человека, в то время как «условия» – продукт мысли или действий человека. Первые, таким образом, нельзя изменять, с ними можно только считаться или приспосабливаться к ним. «Процесс» не может существовать сам по себе, всегда должны быть «условия» его осуществления. В этом случае «условиями», при которых процесс будет существовать, как раз и выступает соответствующий «механизм». Однако не только «процессы» могут быть обусловлены – этим «условия» отличаются от «механизмов».

Мы можем производить описание условий осуществления процесса с целью выделения образцов, по которым работает обеспечивающий его «механизм». Данные образцы могут выделяться, с одной стороны, для передачи их другим людям, а с другой – для воспроизводства самого механизма в другом месте по сделанным описаниям. В этой ситуации мы имеем дело с «технологизированным механизмом», или с «технологией». Не всякий «механизм» может стать технологией. Примерами нетехнологизированных механизмов могут служить природные механизмы, а также механизмы, осуществляемые людьми по интуиции либо в силу приобретенных ранее способностей.

«Механизм» близок по смыслу с «конструкцией». При этом в понятии «конструкция» мысль фокусируется на способе построения чего-либо. В этом смысле, если при устройстве «механизма» применяются известные способы сборки, устанавливаются связи между его элементами, то такой механизм может быть назван «конструкцией». Природные механизмы, например, конструкциями не являются.

«Механизм» может быть устроен системным образом. «Система» является особым способом представления объектов как набора элементов, а также связи их в единое целое. В деятельностных системах (в отличие от натуральных) целостность системы задается ее особым элементом – деятельностным процессом, а все другие элементы (функциональные, материальные, предметные условия) трактуются как «механизм» осуществления этого процесса. Таким образом, механизмы, обеспечивающие натуральные процессы, не обязательно могут быть системно организованы. Но если

речь идет о механизмах деятельностных процессов, то они всегда должны иметь системный характер.

«Схема» – это особая конструкция, которая предназначена для соорганизации мышления и деятельности людей. И. Кант так вводит понятие «схемы»: «…Должно существовать нечто третье, однородное, с одной стороны, с категориями, а с другой – с явлениями и делающее возможным применение категорий к явлениям. Это посредствующее представление должно быть чистым (не заключающим в себе ничего эмпирического) и, тем не менее, с одной стороны, интеллектуальным, а с другой – чувственным. Именно такова трансцендентальная схема» [50, с. 106]. «Схема», таким образом, позволяет соотносить умозрительные предметы мысли (категории, понятия) с чувственными ощущениями материального мира. «Схемы» не могут быть материализованы, нарисованные схемы – это всего лишь след исчезнувшей мысли. «Схемы» могут выделяться и удерживаться только рефлектирующим сознанием. Основой для любого мыслительного и деятельностного построения является «схема». Поэтому, любому деятельностному «механизму» предшествует определенного типа «схема». Для работающего «механизма» выделять схему совсем не обязательно, поскольку она являлась лишь основанием его построения. Но если речь заходит о построении нового «механизма» или совершенствовании уже существующего, то решить эту задачу без рефлексии прежней схемы и построения новой – невозможно.

На основании вышеизложенного, можно сказать, что всякий деятельностный (не природный) механизм является:

– «машиной», поскольку связан с какой-либо активностью;

– «средством», поскольку опосредует воздействие на соответствующий процесс;

– «способом», поскольку организует сложные действия (процессы) и требует освоения;

– «условием», поскольку задает рамки процессу и может искусственно изменяться;

– «технологией», поскольку за счет описания образцов своей работы может отчуждаться от людей и с точностью воспроизводиться в другом месте;

– «конструкцией», поскольку является сборно-разборным;

– «системой», поскольку обладает целостностью взаимосвязанных элементов за счет соответствующего процесса;

– «схемой», поскольку до своего появления должен быть промыслен и реализован в деятельности.

Сформулировав основные смыслы, присущие понятию «механизм», перейдем к рассмотрению трактовок понятия «финансовый механизм», которые существуют в научной и учебной литературе.

Одно из первых определений финансового механизма, которые приводятся в отечественной литературе, таково: «это совокупность методов, посредством которых используется действие экономических законов социализма»[90, с. 23]. В данном определении присутствует «средствиальная» сторона «механизма», однако существуют следующие неточности. Во-первых, говорится о «совокупности методов». Как было рассмотрено выше – механизм относится к деятельности, в то время как метод – к мышлению. Механизм может конструироваться по определенному методу, но включать в себя он их не может – это принципиально разнородные образования.

В.К. Сенчагов приводит следующее определение: «Финансово-кредитный механизм представляет собой взаимосвязанную систему методов финансово-кредитного планирования, финансово-кредитных рычагов и форм организации управления финансами и кредитом» [119, с. 5]. К этому определению применимы все те же замечания, что и в первом случае – понятие «механизм» не может включать в себя то, что относится к мышлению – методы и формы. В то же время, в этом определении присутствует указание на то, что финансовый механизм – это «взаимосвязанная система», хотя в каком-то смысле это – тавтология, поскольку невзаимосвязанных систем просто не бывает.

В работе В.П. Иваницкого финансовый механизм – это «практическая нормативно оформленная деятельность социалистического государства по использованию финансов на уровне экономической категории в хозяйственной деятельности общества» [44, с. 20]. Поскольку финансы имеют деятельностное происхождение (а не естественное, природное), то и финансовый механизм представляет собой деятельностную конструкцию. Но это определение не дает, например, понимания того, какие процессы обеспечиваются финансовым механизмом, какие цели преследуются при его функционировании.

Некоторые авторы связывают финансовый механизм с управлением. Вот лишь некоторые из определений: «система управления финансовыми отношениями…через финансовые рычаги с помощью финансовых методов» [145, с. 13], «система управления финансами, предназначенная для организации взаимодействия финансовых отношений и фондов денежных средств» [130, с. 96-97]. Финансовый механизм, и правда, может использоваться в целях управления, но не «финансовыми отношениями», а процессами, естественный ход которых следует изменить в требуемом направлении.

Другие авторы считают неправомерным представление понятия «финансового механизма» в управленческой трактовке определяя его как «способ организации взаимодействия отдельных сторон финансовой системы» [36, с. 78]. Выше было приведено отличие «механизма» от «способа». Сам механизм может быть устроен определенным «способом», но выступать в качестве «способа» может лишь тогда, когда участвует в организации какого-либо процесса. В известном смысле, «организация взаимодействия отдельных сторон финансовой системы» может быть связана с процессом, ведь именно он задает целостность любой системы. И механизм в этом контексте может выступать как «способ» организации. Но он будет являться и частью этой системы, ее материальным наполнением.

Существует «субъект-объектная» трактовка финансового механизма, где он выступает как «средство воздействия субъекта на объект финансовой системы, внешняя форма проявления практической реализации функций финансов» [131, с. 125]. Здесь можно обратиться к рассмотренному выше различию между понятиями «средство» и «механизм» и сказать, что «механизм» выступает лишь как средство воздействия на процесс. В случае если объект финансовой системы будет представлен в качестве процесса, то определение «механизма» как «средства» может иметь место. Но ведь это не всегда так, а, значит, и данное определение также не обладает полнотой.

Кроме того, финансовый механизм предстает как «совокупность финансовых условий ее (корпорации – Д.А.) деятельности, установленных на определенный момент времени, а также набор инструментов, методов, приемов и контрольных показателей по формированию и распределению доходов, управлению активами и пассивами, служащих средством сохранения финансовых ресурсов и достижения целей финансового управления корпорации» [117, с. 14]. Здесь мы имеем дело с отличием «механизма» от «условия». Как обсуждалось выше – «механизм» является «условием» лишь для соответствующих процессов. Деятельность не содержит процессов, поскольку последние являются мыслительным способом представления объекта. Здесь же финансовый механизм определяется как «набор». Но «набор» – это всего лишь последовательность предметов, выделенная по определенному признаку. Набор не отвечает признакам конструктивности, и в этом смысле не может быть «механизмом».

Утверждается, что данные определения сформулированы в рамках натуралистического подхода[7], который является основным в науках Нового

[7] Натуралистический подход базируется на следующих принципах. Во-первых, предполагается, что объекты существуют «от природы», сами по себе и независимо от исследователя. Во-вторых, исследователь, применяя определенный набор исследовательских процедур и операций, получает знания об объекте. Деятельностный подход, в противоположность натуралистическому, сфокусирован на тех мыслительных средствах, за счет которых этот объект «ухватывается», выделяется из реальности и реализуется [153].

времени. Но для многих областей практики натуралистический подход стал просто неадекватным. По мнению Ю.М. Березкина, именно этим обусловлен «разнобой в определениях финансового механизма» [19, с. 54].

Финансовый механизм имеет деятельностную природу. Он – порождение человечества. Следовательно, натуралистический подход к его определению в принципе не адекватен, хотя бы потому, что предусматривает «объективное существование» изучаемых объектов. «…Феномены, подобные рассматриваемому понятию – артефакты по самой своей природе. Иными словами, они техногенны и рукотворны. По отношению к ним не выполняется практически ни одна из фундаментальных посылок, на которых строился институт науки Нового времени. Они образуют область явлений современного мира, которая оказывается за границами возможностей использования методов и инструментов традиционной науки, в т.ч. и финансовой. Соответственно, к ним не может применяться и сам подход отстраненного, объективированного научного описания и определения. Они порождены человеком и существуют лишь в процессах осуществления особого класса человеческой деятельности – инженерной» [там же, с. 56].

С нашей точки зрения, само введение таких сложных понятий как «финансовый механизм» посредством формального определения несовершенно[8]. Понятие финансового механизма, как и любого механизма вообще, многогранно и имеет большое число нюансов, которые не уместить в одном определении. Для изучения понятия «финансовый механизм» нужно последовательно описывать различные его составляющие.

Следует добавить, что в соответствии с понятием «механизма», финансовый механизм, на наш взгляд, не может определяться безотносительно того процесса, который он обеспечивает. Сначала должен быть выделен процесс, относительно которого затем будет вводиться понятие финансового механизма. Следовательно, для разных процессов финансовые механизмы будут разными. Процесс капитализации не является исключением.

---

[8] Впервые правила построения «определения» ввел Аристотель. Формирование определения предполагает подведение вида определяемого явления под соответствующий род с указанием специфической характеристики (специфических характеристик) [33, с. 62]. Позднее определения стали использоваться в натуралистическом подходе, когда исследователь противопоставлял себя изучаемому объекту и полагал его существующим независимо от человека. Финансовый механизм является результатом человеческой деятельности, а потому его нельзя изучать с помощью естественнонаучного инструментария, в том числе с использованием такого мыслительного инструмента как «определение». К нему следует применять инструментарий деятельностного подхода.

Деятельностный подход в качестве основной логической единицы использует «понятие» как исторически более раннюю (нежели «определение») форму философского мышления. Определение задает предельных взгляд на изучаемое явление («о-пределение» – задание предела), тогда как правильно построенное понятие должно включать в себя все возможные «определения» данного предмета, а также снимать все смыслы, в которых употребляется данное понятие. При этом «определение» считается редукцией «понятия» до конкретной точки зрения (одной из множества) [33. 98].

Более того, даже для одного и того же процесса могут существовать различные обеспечивающие его механизмы.

Объединяя между собой понятия «капитализации» и «финансового механизма» можно утверждать, что за разными смыслами понятия «капитализации» скрываются разные финансовые механизмы, обеспечивающие этот процесс. Дальнейшая задача состоит в том, чтобы понять – как объединяются между собой «процесс», являющийся способом мысленного представления объектов, и «механизм», который существует в деятельности и имеет материальное наполнение. Связать эти две категории воедино позволяет понятие «система».

1.3. Системное представление финансового механизма капитализации компании

В результате теоретического анализа, проведенного в предыдущих параграфах, мы пришли к выводу, что капитализация представляет собой сложно устроенный процесс изменения стоимости. В то же время, финансовый механизм, обеспечивающий этот процесс, предстает перед нами в виде чувственно множественной предметности[9]. Другими словами, внешним проявлением финансового механизма является некоторый набор созерцаемых предметов (акции, биржи, товары, компании, деньги), который в то же время должен быть осмыслен как единство, или целостность. Связать воедино это множество предметов, входящих в финансовый механизм, позволяет лишь их вовлеченность в общий процесс капитализации.

На данном этапе мы имеем лишь противопоставленные друг другу процесс капитализации, который, как было отмечено в предыдущем параграфе, является способом мыслительного представления изменения стоимости, и финансовый механизм, представляющий собой предметное множество. Такое абстрактное противопоставление не дает нам возможности использовать его при исследовании конкретных финансовых механизмов, обеспечивающих процесс капитализации, а также при проектировании новых финансовых механизмов. Для решения этой задачи связь процесса и механизма следует конкретизировать.

Со сходной задачей всякий раз встречаются в деятельности проектирования. При проектировании всегда известен тот результат, который хочет получить проектировщик. Поэтому первоначально должно быть охарактеризовано функционирование механизма, который приведет к получению заданного результата. А материал, обеспечивающий это функционирование, вторичен и должен быть подстроен (подобран) под определенные процессы функционирования. Такой подход получил название «системно-

[9] Имеется в виду, что внешним проявлением финансового механизма является множество предметов, которые мы можем ощутить органами чувств, в то время как процесс можно только помыслить.

го подхода II»[10] [148, с. 231], а способ представления механизма вместе с осуществляемым процессом стал называться «системой-полиструктурой». В работе Г.П. Щедровицкого указывается, что «рассмотреть какой-либо объект в виде сложной системы – значит, представить его последовательно в четырех категориальных планах: процессов какого-то одного вида, функциональной структуры, организованностей материала, морфологии, – а затем разложить план морфологии еще раз по всем указанным выше планам и продолжать эту процедуру до тех пор, пока не получится необходимое нам конкретное представление объекта» [там же, с. 231]. При этом в цитируемой работе не указывается метод разворачивания этих четырех категориальных планов, т.е. как осуществить конкретизацию абстрактно противопоставленных процесса и механизма.

Метод, с помощью которого возможно осуществить такое разворачивание, впервые был применен Аристотелем в его работах «Физика» и «Метафизика» и детально описан В.Я. Дубровским. Он называется «Метод перекрестного противопоставления» [40, с. 3].

Согласно этому методу противопоставленные элементы должны являться полярно противоположными видами, относящимися к одному роду. В свою очередь, оба эти вида и соответствующий им род должны относиться к одной категории (рис. 1.1)

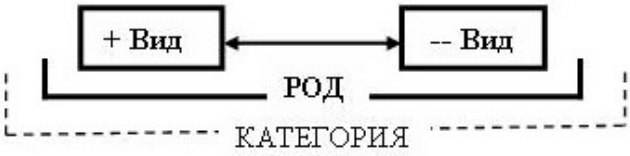

Рис. 1.1. Исходное противопоставление двух абстрактных элементов

Процесс капитализации в чистом виде представляет собой не что иное, как «чистое движение стоимости». Абстрактно процесс капитализации как таковой – есть кинетика стоимости. Противостоит же этому процессу статичный набор разного рода предметов, таких как акции, деньги, орудия труда, производственные ресурсы и др. – все то, что само по себе не обладает никаким движением. Движение этому набору предметов задает лишь привносимый в него процесс – в данном случае процесс капитализации.

Пример подобного противопоставления можно найти в работе С.Б. Чернышева, где отмечается, что участок земли в Пензенской области стоит в 5 раз дешевле аналогичного участка в Польше и в 30 раз дешевле,

[10] Системный подход I традиционно под «системой» понимает сложную целостность, состоящую из элементов, а также связей и отношений между ними. Такой подход соответствует естественнонаучному представлению о системах, заложенному еще Кондильяком. При таком понимании системы практически полностью игнорируются те процессы, которые в ней происходят, как естественные, так и искусственные. Более того, такое представление о системе не применимо в деятельности, где основным является процесс, а лишь затем – его материальное обеспечение [148].

чем в Нидерландах (при том, что все эти участки находятся примерно в одинаковых климатических условиях) [141, с. 29]. Земля как предмет сама по себе не обладает свойством роста стоимости. Она статична. И лишь вовлечение ее в процесс капитализации может позволить нарастить ее стоимость.

Для того чтобы произошел рост стоимости компании, должны быть выполнены многочисленные действия, зависящие от того, какой механизм положен в основу процесса капитализации. То есть процесс капитализации является сложно устроенным процессом, состоящим из многих элементов. Между всеми этими элементами должны быть установлены соответствующие связи, причем, задаваемые в определенной последовательности. Такое представление процесса капитализации позволяет нам говорить о нем как о «системе-моноструктуре». Система-моноструктура отличается от системы-полиструктуры тем, что она ориентирована на представление материального устройства изучаемого объекта. Представить объект как систему-моноструктуру – значит, разложить его на составные части (элементы), установить между ними логические связи и объединить их в структуру, в которой связываются выделенные элементы.

Аналогично можно сказать и о финансовом механизме – то множество предметов, которые в него входят (деньги, акции, здания, станки и т.п.), особым образом объединяются с помощью логически устанавливаемых связей. То есть финансовый механизм так же должен быть системно устроенным. А это значит, что общим родом для процесса капитализации и его предметного финансового механизма осуществления, является «система». Категория, к которой относятся и два полярных вида, и объединяющий их род – это категория «сложность»[11].

Основная логическая операция, задействованная в методе перекрестного противопоставления – атрибуция. «Атрибуция» представляет собой приписывание изучаемому предмету того или иного атрибута. «Атрибут» есть существенное свойство предмета (в отличие от привходящих свойств). «Существенное» – значит, неотъемлемое свойство, то, которое неотделимо от рассматриваемого предмета.

Правильно противопоставленные виды должны обладать свойством взаимной атрибуции. Это значит, что как первый может стать свойством второго, так и наоборот. «Процессу» может быть приписано свойство «предметности» (поскольку изначально это понятие вводится как способ представления чувственного предмета). В свою очередь, «процесс» может являться свойством «предмета», т.к. еще со времен Аристотеля движение (процесс) считается атрибутом всех вещей (предметов). Финансовый меха-

[11] Системный подход в свое время вводился именно как попытка решения проблемы сложности реальных объектов (предметов) [40].

низм может иметь в качестве собственного свойства рост стоимости, или капитализацию. Но возможно и обратное – процесс капитализации, как одним из свойств, всегда обладает каким-либо финансовым механизмом своего осуществления. Т.е. ему должен быть присущ предметный характер. Лишь мысленно стоимость расти не может – этот рост обязательно должен быть оформлен предметно.

Формально конкретизация абстрактно противопоставленных «процесса» (на рисунке 1.2 обозначено «А») и «предмета» (на рисунке 1.2 обозначено «В») с помощью метода перекрестного противопоставления представлена на рис.1.2.

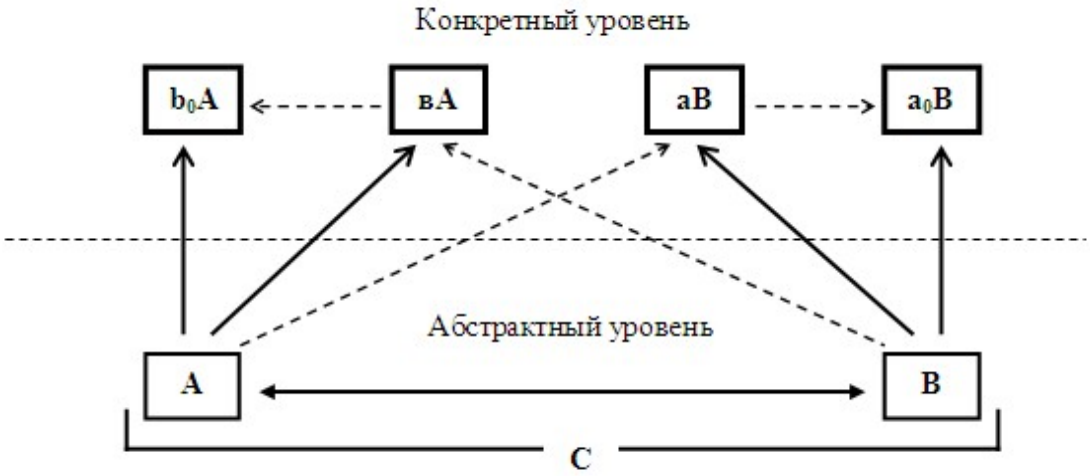

Рис. 1.2. Схема метода перекрестного противопоставления [40].

На первом шаге реализации данной схемы происходит конструирование промежуточных элементов (В.Я. Дубровский называет их «онтологемами») методом перекрестной атрибуции. Для этого элементу А приписывается атрибут b, а элементу В приписывается атрибут а. Получаются промежуточные элементы, имеющие конкретный характер bA и aB. В случае противопоставления «процесса» и «предмета» два промежуточных элемента становятся «предметным процессом» (bA) и «процессуальным предметом» (aB).

На втором шаге сами абстрактные элементы А и В должны быть проинтерпретированы в терминах промежуточных элементов bA и aB. Такая интерпретация должна позволить конкретизировать крайние элементы А и В. Для этого применяется процедура, которую В.Я. Дубровский называет «процедурой возвратной лишенности» [40, с. 25].

Требование интерпретации крайних элементов в терминах промежуточных онтологем приводит к определенному противоречию, поскольку крайние элементы не могут входить в состав друг друга, а поэтому не мо-

гут и являться атрибутами друг друга. Однако, по Аристотелю, такое противоречие снимается с помощью понятия «лишенности». Как пишет В.Я. Дубровский, «Аристотель отмечает, что «лишенность» является положительной характеристикой предмета… Лишенным чего-то может быть лишь то, чему это что-то обычно присуще» [40, с. 25]. Например, лишен зрения может быть лишь тот, кто обладал зрением.

Таким образом, для конкретизации крайних элементов мы говорим, что А лишено свойства b и обозначаем это как b_0A, а В лишено свойства а и обозначаем это как a_0B.

В итоге, формальная конкретизация абстрактного противопоставления процесса и предмета методом перекрестного противопоставления сводится к тому, чтобы сконструировать четыре элемента: b_0A, bA, aB и a_0B.

Содержательно интерпретировать схему, представленную на рисунке 1.2, позволяет ее наложение на эмпирический материал исследования, либо использование в практических задачах. В нашем случае задача состоит в том, чтобы конкретизировать абстрактно противопоставленные «сложный процесс» (процесс капитализации) и «сложный предмет» (финансовый механизм капитализации), связав их воедино с помощью предложенного метода.

Первым промежуточным элементом системы финансового механизма капитализации компании будет являться «опредмеченный процесс», или процесс, которому приписан атрибут предметности. Тем самым утверждается, что процесс капитализации должен быть задан посредством описания динамики тех предметов, которые в него вовлекаются. Сложный процесс капитализации, состоящий из множества разных конкретных действий, может вовлекать большое количество предметов. А с другой стороны, один и тот же сложно устроенный предмет механизма капитализации может быть вовлечен во множество разных действий в рамках одного процесса капитализации.

Каждый предмет, который включается в процесс капитализации, характеризуется с точки зрения действий, или той «роли», которую он там выполняет. Поскольку предметы, вовлеченные в процесс капитализации, так или иначе, связаны между собой, то каждый из них по отношению друг к другу может также характеризоваться еще и «функциями».

Предметы финансового механизма, входящие в процесс капитализации, а также связи между ними, образуют собой структуру, которая для опредмеченного процесса капитализации носит название «функциональная структура» механизма капитализации.

Функциональная структура финансового механизма включает в себя лишь основные предметы, которые участвуют в процессе капитализации.

Принципиальный набор функциональных мест, составляющих функциональную структуру финансового механизма капитализации, будет зависеть от того какой это механизм. Ранее мы выяснили, что процесс капитализации может быть обеспечен действием разным механизмов. Для примера возьмем наиболее популярный финансовый механизм, обеспечивающий процесс изменения стоимости (капитализации) компании, акции которой обращаются на фондовой бирже.

Во-первых, процесс капитализации должен быть описан посредством тех предметов, которые в него вовлекаются. Изменение величины капитализации компании происходит благодаря тому, что ее акции покупаются и продаются торговцами на фондовой бирже. Стоимость компании возрастает в том случае, если количество торговцев, желающих купить ее акции, превышает количество торговцев, желающих их продать. Снижение стоимости происходит в случае обратного соотношения. Результаты сделок торговцев отражает биржевое табло, регулируя, в свою очередь, дальнейшие их действия.

Итак, для осуществления процесса капитализации функциональная структура данного финансового механизма должна включать функциональные места человеческих активностей, предметов торга, средств обращения и место регистрации результатов сделок.

Во-вторых, следует определить роли предметов, входящих в финансовый механизм. Действия человеческих активностей являются движущей силой, приводящей в движение весь финансовый механизм изменения величины капитализации компании. Их роль заключается в осуществлении конкретных действий по купле-продаже акций, обращающихся на бирже. Предметы торга и средства обращения в данном финансовом механизме выступают в роли предметных форм воплощения стоимости, которая и выявляется посредством сделок на бирже. Место регистрации результатов сделок, в свою очередь, играет роль «экрана», на котором отражаются результаты действий торговцев в виде конкретного значения котировок акций. Умножая значение котировки акции на их количество, мы получаем конкретное значение величины капитализации компании.

В-третьих, связи между ролями определяют их функции в финансовом механизме. Так, функцией человеческих активностей является обеспечение кругооборота акций и денег на бирже. Предметы торга в подобном финансовом механизме выступают как знаковые заместители компании, посредством обращения которых можно определить стоимость выпустившей их компании. Для торговцев они также являются направлением вложения своих денег. Средства обращения выполняют одноименную функцию по отношению к акциям и функцию меры стоимости по отношению к месту регистрации результатов сделок. Соответственно, место регистрации ре-

зультатов сделок выполняет функцию регулятора действий торговцев на бирже (ориентируясь на биржевое табло, отражающее результаты совершенных действий на бирже, торговцы принимают решения относительно своих дальнейших действий), а также функцию фиксации величины стоимости акций, на основании которой можно рассчитать величину капитализации компании.

Приведенный пример функциональной структуры, с одной стороны, содержит представление о конкретном наборе элементов, которые должны входить в финансовый механизм капитализации компании, а также об их взаимосвязи, но с другой стороны, не содержит никакой конкретики относительно предметного наполнения этих элементов. Мы лишь определили те действия, которые должны выполняться с входящими в финансовый механизм элементами, при вовлечении их в процесс капитализации. Чтобы ответить на вопрос, за счет чего же могут выполняться указанные роли, следует перейти ко второму шагу конкретизации.

Вторым промежуточным элементом конкретизации абстрактно противопоставленных процесса капитализации и его финансового механизма является «процессуальный предмет» (или – в терминологии системного подхода II – «организованность (морфология) материала»). В данном случае сложному предмету финансового механизма приписывается процесс капитализации как его атрибут. Здесь, в отличие от функциональной структуры, первичен «предмет», а «процесс» рассматривается лишь его свойство. Таким образом, при построении второго промежуточного элемента конкретизации ориентация меняется с процесса на предмет. Данный элемент у В.Я. Дубровского называется «динамическая структура» [40, с. 27], а в работах Г.П. Щедровицкого – «морфология материала» [148, с. 231].

Если в функциональной структуре нас интересовали лишь функциональные места, выполняющие роли, без которых невозможно протекание процесса капитализации, при этом материальное наполнение этих функциональных мест было неважно, то в динамической структуре должен присутствовать весь ряд предметов, вовлеченных в рассматриваемый процесс и наполняющих эти места требуемым материалом[12].

Материальные элементы, входящие в состав динамической структуры, характеризуются тремя видами свойств: «основные свойства (или свойства назначения)», «побочные свойства» и «рабочие характеристики».

«Основные свойства» динамической структуры представляют собой способности осуществлять требуемые воздействия на другие предметы

[12] В данной работе под «материалом» понимается не вещество, из которого состоит чувственно осязаемый предмет, а то, на что направлена деятельность организатора. Для организатора материалом могут выступать не только вещественные предметы, но и понятия, знания, информация, институты и т.п. [40; 149].

данной структуры, а также реагировать на их воздействия желаемым образом.

«Побочные свойства» – это способность воздействовать на другие элементы динамической структуры нежелательным образом или подверженность нежелательному влиянию других ее элементов. Побочные свойства могут негативно влиять на основные свойства предметов, затрудняя реализацию процесса капитализации. Характер влияния (сила, интенсивность и т.п.) нежелательных свойств на основные носит название «рабочие характеристики» предметности финансового механизма капитализации [40, с. 27].

Чтобы нивелировать нежелательные воздействия основных предметов, входящих в функциональную структуру, в динамической структуре должны быть предусмотрены вспомогательные предметы.

Места, присутствующие в функциональной структуре на данном уровне, должны быть предметно наполнены. Так, если в рассматриваемом нами примере речь шла о человеческих активностях, то на уровне «динамической структуры» мы должны говорить о них как об организациях, прошедших специальные процедуры регистрации в качестве профессиональных участников рынка ценных бумаг (дилеров и брокеров), соответствующих установленным требованиям к подобным организациям. Другим наполнением функционального места «человеческие активности» могут быть физические лица, которые ведут торговлю на бирже через брокера. Торговцы могут оказывать негативное воздействие на других торговцев. Например, если в результате сделки купли-продажи акций одна сторона не поставила акции другой. Для предотвращения подобного рода негативных воздействий (выше это называлось «побочными свойствами») в динамическую структуру должны быть введены дополнительные элементы – например, клиринговая компания и депозитарий. Эти дополнительные, вспомогательные элементы обеспечивают нормальную работу финансового механизма, предотвращая, например, мошенничество торговцев. Кроме того, подобные элементы могут обособляться в отдельную «подструктуру», в которой осуществляются собственные процессы и которые могут самостоятельно рассматриваться посредством системного подхода II.

Для обеспечения быстрых расчетов между торговцами, а также оперативного приема и обработки их заявок на покупку или продажу, динамическая структура финансового механизма в качестве одного из элементов должна содержать электронно-вычислительные средства (компьютеры). Они будут являться материальным наполнением как связей между этими торговцами, так и биржевого табло, которое должно регистрировать результаты сделок и осуществлять их визуальное отображение.

Постепенно наполняя материалом конкретное функциональное место, а также вводя дополнительные элементы, либо блокирующие нежелательные свойства материала, либо усиливающие его основные свойства, мы можем получить достаточно большую совокупность элементов, которое может быть названо «функциональным узлом». Так, к функциональному узлу «человеческие активности» в примере, данном выше, можно отнести и самих торговцев (физических лиц и профессиональных участников), и обеспечивающие элементы – депозитарии, клиринговые компании, ЭВМ и т.п.

Третьим элементом схемы конкретизации (рисунок 1.2) является «процесс, лишенный предметности». Он называется «процессуальная структура».

«Лишенность предметности» должна вводиться по отношению к каждой роли в функциональной структуре, заменив ее лишь характеристикой участия в процессе. В результате получится чистое представление процесса, лишенное всякой предметной обусловленности. Такое представление процесса открывает большие возможности для творчества, поскольку в процессуальной структуре предметы могут варьироваться в широком спектре: главное, чтобы выполнялись требуемые роли в функциональной структуре. Процессуальная структура разбивается на элементы, представляющие собой действия, а те, в свою очередь, – на стадии. Каждое действие может находиться в одном из трех состояний: «выполнено», «выполняется», «не выполнено». Соответственно, и сам процесс капитализации может характеризоваться тем, на какой стадии выполнения он находится.

Конкретизация данного элемента, в отличие от абстрактного процесса, должна содержать конкретную цель осуществления процесса. Следует отметить, что цель задается не только как желаемый результат, но и как способ его достижения. Целью процесса капитализации, конкретизированного в нашем примере, является рост стоимости компании за счет торговли ее акциями на фондовой бирже. При этом сам процесс капитализации можно описать как «изменение стоимости компании за счет осуществления действий купли-продажи знаковых заместителей компании». С одной стороны, в таком определении процесса капитализации не содержится никакой предметности, но с другой – оно указывает на конкретный способ осуществления этого процесса.

И, наконец, четвертый элемент конкретизации схемы перекрестного противопоставления (рисунок 1.2), представляет собой «лишенный процесса предмет». Можно сказать, что это – вся совокупность предметов, которая требуется для осуществления процесса, однако не вовлеченная в него, а существующая разрозненно, в разных пространствах и временах.

Для того чтобы динамическая структура была наполнена необходимыми предметами, эти предметы должны где-то и когда-то появиться на свет. Это становится возможным лишь благодаря другим процессам – «процессам генезиса». Поэтому четвертый элемент, «лишенный процесса предмет», у В.Я. Дубровского называется «генетической структурой» [40, с. 30], у Г.П. Щедровицкого обозначается как «символ материала» [148, с. 231].

Для конкретизации схемы на данном этапе должны быть рассмотрены процессы генезиса, т.е. происхождения всей совокупности предметов, которые вовлечены в рассматриваемый процесс капитализации на уровне динамической структуры механизма его осуществления. Генетическая структура складывается из конкретных предметов. Например, на уровне «генетической структуры» мы должны рассмотреть, какие конкретные действия следует осуществить для организации фондовой биржи (вплоть до того, какая мебель должна находиться в кабинетах работников и какие модели компьютеров должны осуществлять расчеты между клиентами), как происходит регистрация профессиональных участников рынка ценных бумаг (опять-таки с конкретными действиями по заполнению и подписанию документов, описанием бумаги, на которой будет печататься лицензия и т.п.) и все другие организационные действия, которые будут ориентированы на конкретное материальное наполнение элементов «динамической структуры».

Таким образом, в соответствии с системным подходом II финансовый механизм капитализации компании должен быть представлен последовательно в виде трех категориальных планов: функциональной, динамической и генетической структур (см. рис. 1.3).

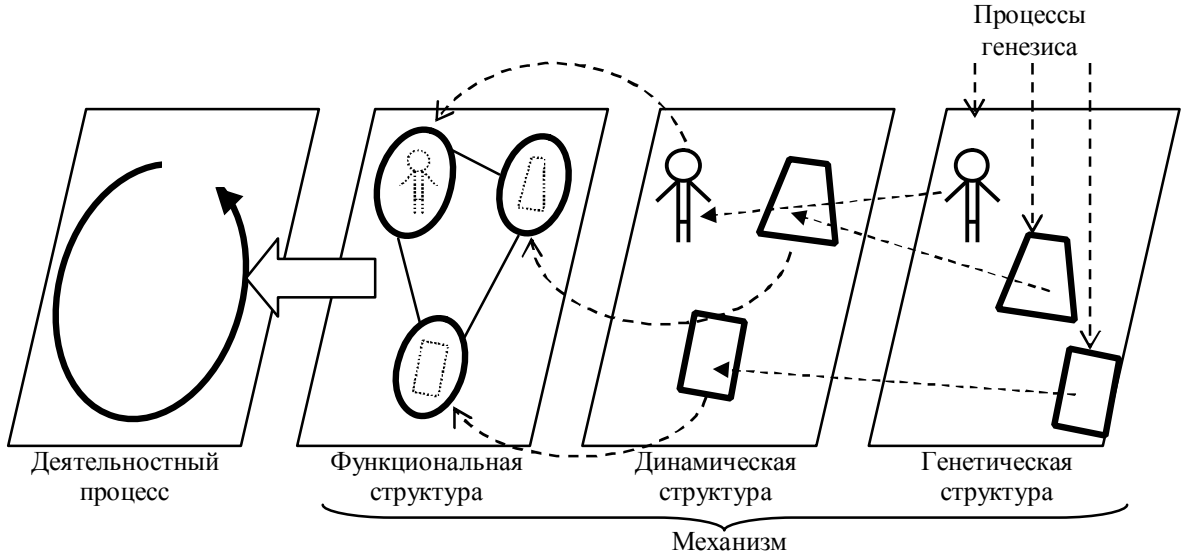

Рис. 1.3. Системное представление механизма осуществления деятельностного процесса

На уровнях функциональной и динамической структур между элементами, которые входят в их состав, должны быть установлены связи, чтобы обеспечить целостность всей конструкции. Установление и поддержание связей между разнородными элементами, входящими в состав финансового механизма, возможно только с помощью осуществления специальных организационных действий, или просто – организации.

Понятие «организация» используется в двух смыслах. Во-первых, «организация» представляет собой деятельность по упорядочиванию разрозненных единиц, по «организовыванию» чего-либо. Во-вторых, «организация» может рассматриваться как результат организующей деятельности, как объект. Во втором смысле очень часто «организацию» употребляют как синоним «учреждения».

Во втором плане предполагается, что организация уже сформировалась в объект рассмотрения, она представляет собой действующую структуру. Но прежде чем какой-либо объект появится в качестве организации, должна быть проведена организационная работа (деятельность), в результате которой и возникнет организация как объект. Организационная деятельность является первичной по отношению к тем объектам, которые являются ее результатом.

Понятие организации обладает несколькими принципиальными особенностями.

Во-первых, организация обязательно характеризует соединение разнородных элементов с достижением большего эффекта, нежели при простом суммировании этих элементов. «Любая организованная… система (структура) всегда обеспечивает нечто большее, чем то, что составляет исходную совокупность ее элементов или звеньев» [21, с. 7].

Применительно к финансовому механизму, разнородными элементами при организации могут быть финансовые инструменты, деньги, фондовый рынок, люди и т.п. Существование каждого из этих элементов вовсе не предполагает роста капитализации компаний, однако в случае, если они будут особым образом организованы и связаны между собой, такой эффект может произойти.

Во-вторых, организация всегда должна характеризовать целостность, которая не следует из элементов, составляющих ее. Целостность элементов должна задаваться чем-то нематериальным и не сводимым к объединяемым элементам. Организация, таким образом, позволяет состыковать эту идеальную форму и материальные элементы, образуя целостность. Само по себе, наличие элементов, из которых может сложиться организация, вовсе не означает, что она произойдет. «Наличие людей, денег, ценных бумаг, банковских счетов и т.п. еще не создает эффекта финансовой органи-

зации» [там же, с. 7]. Целостность придается элементам лишь привнесением в их совокупность мыслительной формы организации.

Организация как деятельность существует лишь при условии продолжающегося мыслительного усилия организатора. Как только это усилие исчезает, пропадает и организация.

В-третьих, организация обязательно должна содержать движение. Так как организация рассматривается как некоторая деятельность по организовыванию, конструированию, то она не может быть остановленной, это бессмысленно. Даже представление организации как объекта несет предположение, что там протекают какие-либо процессы, происходит движение.

Организация начинается с замысла, идеальной конструкции у организатора (в качестве которого может выступать как конкретный человек, так и группа лиц). Появляется идеальное представление о том, как должен быть устроен будущий объект организации. Однако существования самой идеи вовсе недостаточно, чтобы этот объект появился и был способен самостоятельно существовать.

Во-первых, эта идея должна быть материализована, то есть определенным образом должны быть сконфигурированы и связаны между собой все элементы, без которых организация как объект не сможет существовать.

Во-вторых, как было сказано выше, сами по себе эти элементы не будут связываться друг с другом, или будут связываться не таким образом, как это требуется организатору. Поэтому, организатор должен осуществлять деятельность по поддержке этой целостности до тех пор, пока она не станет естественной, т.е. пока целостность не станет поддерживаться самостоятельно, пока процессы, протекающие в объекте организации, не станут нормальными и постоянными.

Системное представление финансового механизма мы начинали с функциональной структуры. В отличие от этого, организация финансового механизма в реальности должна начинаться с уровня генетической структуры. Как было отмечено выше, генетическая структура представляет собой все предметы, из которого строится финансовый механизм. Данная совокупность предметов является результатом других процессов – процессов генезиса или происхождения этих предметов (здание биржи нужно построить, торговцев нужно специально обучить и т.п.). При этом процессы генезиса оставляют отпечаток на том предметном материале, который затем попадает в другие процессы. На уровне материала эти процессы начинают взаимодействовать между собой. Например, от знаний, которые получат торговцы в процессе обучения, будет зависеть процесс изменения стоимости компании. Если торговцев научить тому, что продавать акции нужно при негативных новостях, связанных с компанией, то эти знания

впрямую отразятся на процессе изменения стоимости компании, когда эти торговцы будут встроены в финансовый механизм.

Вслед за тем, когда появятся все необходимые предметы, между ними должны быть установлены связи. Установлением этих связей и занимаются в ходе организационных мероприятий. «Связь» является средством, позволяющим соединять разрозненные элементы воедино. Связь всегда привносится организатором и не является присущей тем элементам, которые она соединяет. [154, с. 49].

Установленные связи требуется поддерживать до того момента, пока они не станут естественными. Это происходит вследствие того, что используемые нами предметы, как уже было сказано выше, могут быть вовлечены и в другие процессы. Для того чтобы предметы использовались строго так, как это нужно организатору, он должен своей активностью поддерживать осуществление нового процесса. В тот момент, когда связь между предметами станет обыденной, необходимость в организационной деятельности исчезнет [155].

Таким образом, связь процесса капитализации и обеспечивающего его финансового механизма может быть установлена в рамках системного подхода. Для этого финансовый механизм должен быть представлен в качестве системы, т.е. последовательно раскрыт с точки зрения перечисленных четырех планов: процессуальной, функциональной, динамической и генетической структур. С помощью такого метода могут быть, во-первых, представлены существующие финансовые механизмы капитализации компаний, а, во-вторых, сконструирован новый финансовый механизм, который бы обеспечивал процесс капитализации с заданными требованиями. Этот подход будет использован нами при формулировании предложений организации нового финансового механизма капитализации компаний.

2. АНАЛИЗ ДИНАМИКИ ПОКАЗАТЕЛЕЙ И ТИПОЛОГИЯ МЕХАНИЗМОВ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИЙ

2.1. Ретроспективный анализ динамики показателей капитализации российских компаний

В постсоветской России возможность расчета показателя рыночной капитализации компаний возникла только после того, как сложились два необходимых для этого экономических института: во-первых, акционерная форма собственности, и, во-вторых, фондовые биржи, на которых бы обращались акции акционерных обществ.

Первые акционерные общества в современной России стали появляться за несколько лет до провозглашения рыночной экономики. Первым прецедентом считается акционирование Львовского производственного объединения «Конвейер» в 1986-1987 гг. [15]. Выпущенные акции могли быть приобретены только работниками предприятия за счет личных сбережений, либо за счет средств фонда материального поощрения. Однако акции «Конвейера» нельзя было продать, что противоречило функции этого финансового инструмента – давать возможность держателю акции в любое время извлечь вложенные в нее деньги. Но, несмотря на это, акционирование «Конвейера» стало «спусковым крючком» для появления в стране новых акционерных обществ. До 1991 года были акционированы, например, такие государственные предприятия как «Научные приборы» и «КамАЗ».

Массовое появление первых акционерных обществ в России во многом связано с процессами приватизации, происходившими в стране в 1990-е годы. Согласно программе приватизации, крупные государственные предприятия должны были быть преобразованы в акционерные общества открытого типа[13] с последующей передачей акций в частную собственность либо посредством выкупа работниками, либо через ваучерные аукционы. «Публичность» создаваемых акционерных обществ была во многом условной, поскольку акции размещались в такой последовательности: закрытая подписка работников на акции, затем оставшиеся акции продавались на ваучерном аукционе, и последними право на приобретение акций получали внешние инвесторы.

Особенности акционирования предприятий наложили отпечаток на дальнейшую оценку рыночной стоимости этих компаний. Чтобы определить количество выпускаемых акций, балансовая стоимость активов делилась номинал одной акции [12, с. 61]. При этом использовалась балансовая

[13] Согласно закону РСФСР «О предприятиях и предпринимательской деятельности» №445-I от 25 декабря 1990 года [2] существовала организационно-правовая форма «акционерное общество открытого типа». Термин «открытое акционерное общество» в российском законодательстве появился лишь с принятием Федерального закона «Об акционерных обществах» №208-ФЗ от 26.12.1995 года [4].

стоимость активов, зафиксированная на 1 июля 1992 года, и до 1995 года эта величина не пересматривалась [11, с. 106]. Приватизируемые предприятия оказались недооценены во много раз по причине того, что балансовая стоимость их имущества не соответствовала рыночной стоимости аналогичного имущества вследствие высоких темпов инфляции в тот период времени[14]. И чем позднее проводилась приватизация, тем сильнее было это несоответствие.

Если бы имущество оценивалось, например, с позиции будущих выгод, которые оно может принести, то его стоимость была бы намного выше. Для акционеров недооценка активов означала сокращение базы для начисления дивидендов, что снижало для них и стоимость акций. На протяжении 1990-х годов проводились множественные переоценки стоимости основных средств с целью довести балансовую стоимость имущества предприятий до ее рыночной стоимости. Такие действия вели к появлению в источниках капитала компании элемента «добавочный капитал», который по существу создавался лишь для уравнивания сторон бухгалтерского баланса. Для того чтобы этот капитал мог выступать в качестве акционерного капитала, следовало проводить множественные манипуляции по увеличению уставного капитала за счет добавочного с увеличением номинальной стоимости акций компании, либо дополнительным выпуском акций на сумму добавочного капитала. Реальных же финансовых ресурсов за счет таких операций в компанию не поступало, это делалось только для того, чтобы акционеры могли увеличить долю получаемого дохода от использования основных средств компании. Тем не менее, для акционеров, ориентировавшихся на инвестиционные цели, на получение дивидендов, все это сыграло положительную роль, т.к. повышало стоимость акций таких компаний.

В таблице 2.1 приводятся данные о количестве акционерных обществ, создаваемых в период ваучерной приватизации, а также в начале этапа денежной приватизации.

Таблица 2.1

Создание акционерных обществ в период 1993-1996 гг.

Показатель	1993	1994	1995	1996
Число акционерных обществ, созданных в течение соответствующего года – всего	13547	9414	2816	1123
в том числе по формам собственности[15]:				
федеральная	5419	4921	1326	538
субъектов Российской Федерации	6028	3744	859	393
муниципальная	2100	1149	631	192

[14] По данным Госкомстата РФ за индекс потребительских цен (уровень инфляции) составил в 1992 году – 2608,8%; в 1993 году – 939,9%; в 1994 году – 315% и в 1995 году – 231,1%.

[15] На момент приватизации.

Продолжение таблицы 2.1

Показатель	1993	1994	1995	1996
Уставный капитал, млрд. руб.	503	755	585	526
Акционерные общества, пакет акций которых закреплен в государственной и муниципальной собственности	439	1496	698	190
Акционерные общества, в отношении которых использовано специальное право "Золотая акция"	204	792	429	132
Эмиссия акций при создании АО, млн. шт.	695	1129	856	430
из них:				
размещено среди работников предприятий	329	453	266	134
закреплено в государственной и муниципальной собственности и использовано специальное право "Золотая акция"	–	7	274	56
передано в доверительное управление (траст) или холдинговую компанию	–	–	26	49
продано	101	152	120	26
осталось нереализованных	265	517	170	165

Источник: Рассчитано автором на основе [110]

По приведенной таблице видно, что внешним инвесторам предлагалась незначительная часть акций приватизируемых акционерных обществ. По данным опросов «Российского экономического барометра» в 1997 году доля акций, находящихся в руках у менеджеров и работников приватизированных обществ, составляла в среднем 52,1% [16]. Так называемые «инсайдеры» стремились к тому, чтобы любыми способами не допустить в акционеры сторонних инвесторов. Одним из способов снижения доли внешних акционеров была, например, дополнительная эмиссия акций. «Согласно федеральному закону РФ «Об акционерных обществах», принятому в 1996 г., право принимать решения о дополнительной эмиссии акций предоставляется общему собранию акционеров или совету директоров. В уставе акционерных обществ, как правило, это право отдавалось совету директоров, в котором заседают или сами владельцы контрольных пакетов, или люди, близкие к тому, чтобы ими стать. Они принимают в своем кругу решение о выпуске дополнительной эмиссии путем закрытой подписки и выкупают ее по заниженной цене. В результате такой операции величина внешних инвесторов, в числе которых оказывалось и государство, сводилась на нет» [4; 122, с. 18].

Таким образом, права внешних инвесторов не были защищены, они не имели реальных возможностей для контроля над менеджерами акционерных обществ. Все это приводило к тому, что вторичный рынок акций был не востребован. Эмитенты в обмен на инвестиции не предоставляли инве-

сторам ни доступа к информации, ни прав на управление, не платили дивиденды. Инвесторы даже не имели возможности продать полученные акции, поскольку они не котируются на бирже. Все эти факторы приводили к тому, что внешние инвесторы не были заинтересованы в приобретении акций приватизируемых компаний [122, с. 20].

Рыночным институтом, который бы способствовал акционерам продавать свои акции, является фондовая биржа.

В начале 1990-х годов биржи в России создавались стихийно. Первые фондовые площадки создавались в рамках товарных бирж. На август 1991 года в стране существовало 110 бирж, из них лишь 4 были специфически фондовыми биржами, остальные носили либо товарный, либо смешанный характер [47]. В тот период еще не существовало специального законодательства, регламентирующего создание и функционирование фондовых бирж, что давало свободу для открытия подобных структур.

В 1992 году появилась Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), первоначально занимавшаяся валютной торговлей, а затем ставшая основной площадкой для торговли государственными облигациями ГКО-ОФЗ.

Фондовый рынок в России формировался «задом наперед». Еще не существовало достаточного количества корпоративных облигаций и акций, торговля которыми могла бы осуществляться на фондовых биржах. По сути, этот рыночный институт не был востребован на данном этапе развития рыночной экономики в России.

Первыми акциями, которые стали обращаться на фондовых биржах, были акции товарных бирж. «Привлекательность ценных бумаг товарных бирж в этот период объясняется относительной надежностью их обеспечения прибыльностью от торговых операций… Доля акций бирж в структуре оборота фондовой торговли в первой половине 1992 г. составляла 1/3 рынка» [28, с. 192]. Также фондовые биржи вели торговлю брокерскими местами. С началом приватизации основной частью торгуемых ценностей стали приватизационные чеки (ваучеры). Это можно проследить по таблице 2.2.

Таблица 2.2

Состав и структура оборота фондовых бирж в России в 1992 г. и первом квартале 1993 г.

Инструмент	1992 г.		1 квартал 1993 г.	
	Оборот, млрд.руб.	Уд.вес, %	Оборот, млрд.руб.	Уд.вес, %
Акции	995,6	8,5	193,4	1,5
Опционы	7,8	0,1	1,9	0,1
Сертификаты	2751,8	23,4	8,5	0,1

Продолжение таблицы 2.2

Инструмент	1992 г.		1 квартал 1993 г.	
	Оборот, млрд.руб.	Уд.вес, %	Оборот, млрд.руб.	Уд.вес, %
Приватизационные чеки	1287,5	10,9	7040,6	56,4
Прочие	982,0	8,3	1850,9	14,8
Денежные ресурсы	5745,4	48,8	3404,8	27,2
Итого	11770,1	100,0	12500,2	100,0

Источник: [28, с. 194]

Таким образом, в первые годы своего существования, фондовые биржи были организаторами торговли неспецифическими для этого института ценностями – приватизационными чеками и денежными ресурсами (под которыми понимаются межбанковские и коммерческие кредиты, а также банковские депозиты).

Высокая инфляция в начале 1990-х годов делала невыгодными вложения в корпоративные ценные бумаги и в реальный сектор экономики. «Коммерческие банки и иные частные вкладчики предпочитали инвестировать капитал в сферы с быстрым оборотом (экспортно-импортные операции, торговлю) или же конвертировали заработанную рублевую массу в твердую валюту» [28, с. 195].

В тот же период времени в стране действовало большое число «финансовых пирамид», таких как «Хопер-инвест», «Властелина», «Русский Дом Селенга», «МММ» и других. На фоне высокой инфляции данные организации предлагали своим вкладчикам доходность от 1000% до 3000% годовых [160]. В результате банкротства этих компаний и потери большим числом вкладчиков своих денег[16], доверие к рынку ценных бумаг было утрачено, что также сказалось на деятельности фондовых бирж в 1990-е годы.

Другим серьезным препятствием активной торговле акциями на фондовых биржах, являлся рынок государственных облигаций ГКО. «Чрезмерная эмиссия государственных краткосрочных обязательств (ГКО) в 1994-1998 гг. нарушила соотношение потоков финансовых ресурсов между государством и предприятиями реального сектора экономики. При высокой доходности ГКО вся банковская система функционирует на рискоспекулятивном рынке и, по существу, паразитирует за счет бюджетных средств» [28, с. 196].

В 1995 году была создана Российская торговая система (РТС), которая стала организатором торговли акциями первых приватизированных компаний. РТС представляла собой внебиржевой рынок по примеру американ-

[16] На момент ликвидации у «МММ» остались обязательства перед вкладчиками на сумму 3 трлн. руб. и 50 млрд. руб. неуплаченных налогов [160].

ской NASDAQ. Принцип работы РТС, конечно, полностью повторял принцип работы фондовой биржи, однако РТС не отвечала требованиям законодательства относительно фондовых бирж. Лицензию фондовой биржи РТС получила лишь в 2002 году. До 1998 года на РТС заключалось более половины сделок с российскими акциями [158].

Толчком для роста биржевой торговли акциями российских компаний послужило обрушение рынка ГКО. Инвесторы и спекулянты стали вкладывать деньги в рынок акций, что привело к его быстрому росту. С 1999 года наблюдается достаточно уверенный рост величины капитализации компаний и рынка в целом.

В то же время, доля компаний, стоимость которых определяется с помощью биржевых механизмов, в России ничтожно мала. Таблица 2.3 содержит данные о количестве акционерных обществ, зарегистрированных в нашей стране в период с 2003 по 2008 годы, а также о количестве акционерных обществ, чьи акции внесены в котировальные списки фондовой биржи РТС.

Таблица 2.3

Доля акционерных обществ, акции которых допущены к торгам на фондовой бирже РТС в 2002-2008 гг.

Показатель	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Общее число открытых и закрытых акционерных обществ	н/д	170029	168583	188796	191803	194057	195911
Число акционерных обществ, акции которых допущены к торгам на РТС	31	175	183	253	346	385	329
Процент акционерных обществ, акции которых допущены к торгам на РТС, %	-	0,10	0,11	0,13	0,18	0,20	0,17

Источник: Рассчитано автором на основе [124; 169]

Таким образом, из таблицы 2.3 видно, что в России доля компаний, стоимость которых может быть оценена рыночным образом с помощью биржевого механизма, не превышает 0,2%. Это свидетельствует о неразвитости института фондовых бирж в нашей стране, о закрытости подавляющего большинства компаний (ведь размещение акций на бирже влечет за собой повышение открытости, прозрачность финансовой отчетности). Возможно, что со времен приватизации 1990-х годов остался фактор боязни менеджеров и работников за свое положение в случае допуска в компанию сторонних акционеров.

С начала 2000-х годов в России существует две основные биржевые площадки, на которых ведется торговля акциями, и посредством которых может быть оценена величина рыночной капитализации компаний – Российская торговая система и Московская межбанковская валютная биржа.

В таблице 2.4 приведены основные показатели, характеризующие эти две биржи, начиная с 2002 года.

Таблица 2.4

Основные показатели рынков акций РТС и ММВБ за 2002-2007 гг.

Биржа	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Капитализация (на конец периода), млрд.руб.						
РТС	2 383,4	4 667,0	4 669,7	9 487,7	25 482,5	32 740,1
ММВБ	1 877,1	4 024,1	4 250,1	7 657,4	23 338,0	29 974,8
Количество компаний, акции которых допущены к торгам (на конец периода)						
РТС	31	175	183	253	346	385
ММВБ	24	91	229	161	193	207
Объем торгов акциями за период, млрд.руб.						
РТС	302,8	186,5	164,9	225,4	478,9	389,9
ММВБ	1 216,6	2 144,8	3 125,3	4 026,6	14 864,6	30 947,3
Темпы роста, %						
Капитализация						
РТС	–	195,82%	100,06%	203,18%	268,59%	128,48%
ММВБ	–	214,38%	105,62%	180,17%	304,78%	128,44%
Количество компаний, акции которых допущены к торгам						
РТС	–	564,52%	104,57%	138,25%	136,76%	111,27%
ММВБ	–	379,17%	251,65%	70,31%	119,88%	107,25%
Объем торгов акциями за период						
РТС	–	61,59%	88,42%	136,68%	212,46%	81,41%
ММВБ	–	176,30%	145,71%	128,84%	369,16%	208,19%

Источник: Рассчитано автором на основе [169]

Для целей анализа из двух бирж, РТС и ММВБ, нельзя выбрать одну, наиболее точно представляющую российский рынок акций, поскольку каждая из них обладает своими особенностями. Так, на РТС обращаются акции большего количества компаний (практически в два раза больше, чем на ММВБ), что позволяет сделать вывод о большем охвате компаний с позиции оценки их стоимости рынком. Однако на ММВБ более значительны торговые обороты по акциям, на основании чего можно судить о более точной и качественной рыночной оценке стоимости представленных там компаний.

В дальнейшем исследовании, там, где это будет возможно, мы будем приводить данные по обеим биржам для более полного анализа российско-

го рынка акций, а также для возможности сравнения показателей этих двух бирж.

Из представленных в таблице 2.4 данных видно, что величина капитализации рынка акций (которая представляет собой сумму величин капитализации всех компаний, акции которых обращаются на бирже) в период с 2002 по 2007 годы возрастает на обеих площадках, однако темпы этого роста из года в год меняются. Наиболее динамично капитализация росла в 2006 году, когда суммарная рыночная стоимость компаний, чьи акции обращаются на РТС, возросла почти в 2,7 раза, а на ММВБ – более чем в 3 раза.

Л.Л. Игонина в своей работе дает негативную оценку столь быстрому росту капитализации российского рынка акций: «…Стремительный рост капитализации в 2000-2007 гг. вряд ли может быть оценен однозначно как положительный фактор. Если на начальных этапах большой потенциал фондового рынка объяснялся недооцененностью российских компаний, то в 2007 г. по таким важным показателям, как P/E (отношение цены акции к размеру приходящейся на нее чистой прибыли) и дивидендная доходность (отношение величины годового дивиденда на акцию к цене акции), большинство российских компаний стали соответствовать западным аналогам» [46, с. 56-57].

На наш взгляд, в числе прочих причин, послуживших столь быстрому росту величины капитализации компаний и торговых оборотов на фондовых биржах, послужило увеличение количества биржевых торговцев. В таблице 2.5 приведены данные о динамике числа торговцев на ММВБ с 2005 по 2007 годы.

Таблица 2.5

Динамика количества торговцев на ММВБ за 2005-2007 гг.

Группа клиентов	01.01.2005	01.01.2006	01.01.2007	01.01.2008
Физические лица	63 183	95 675	198 973	417 403
Юридические лица	5 002	8 601	10 665	12 703
Нерезиденты	2 34	630	1 140	2 078
Клиенты, передавшие свои средства в доверительное управление	7 41	1 671	2 839	4 061
Всего	69 160	106 577	213 617	436 245

Источник: Рассчитано автором на основе [41]

За три рассмотренных года количество торговцев, допущенных к участию в торговле акциями на Фондовой бирже ММВБ, возросло более чем в 6 раз. Как видно из таблицы 2.4, объем торгов за тот же период увеличился почти в 7 раз, а значит, наблюдается зависимость между приведенными показателями. Величина капитализации компаний, акции которых обращаются на ММВБ, за тот же период увеличилась в 4 раза. Таким образом,

рост стоимости идет с замедлением темпов относительно притока новых торговцев на биржи. Отчасти, это может быть связано с тем, что подавляющее большинство новых торговцев составляют физические лица, капитала которых недостаточно для сильного воздействия на стоимость компаний.

Объем торгов на рынке акций является величиной, характеризующей совокупное количество денег, вложенных торговцами в акции, обращающиеся на фондовом рынке. Не следует путать данную величину со стоимостью акций, находящихся на счетах «депо» торговцев, или с количеством денег на их расчетных счетах. Объем торгов показывает совокупный оборот денег и акций, участвовавших в сделках на бирже за определенный период времени. Данный объем вложений значительно превышает суммы инвестиций в финансовые и нефинансовые активы, данные о которых приведены в таблице 2.6.

Таблица 2.6

Динамика инвестиций российских компаний в 2002-2007 гг., млрд. руб.

Показатель	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Инвестиции в основной капитал	1762,4	2186,4	2865,0	3611,1	4730,0	6716,2
Финансовые вложения	2091,3	3390,5	4867,6	9209,2	14395,0	18779,4
в т.ч. долгосрочные	425,7	978,3	853,5	1848,9	2278,2	4431,5
краткосрочные	1665,6	2412,3	4014,1	7360,3	12116,8	14347,9
Итого инвестиции	3853,7	5576,9	7732,6	12820,3	19125,0	25495,6
Справочно: совокупный объем торгов акциями на ММВБ и РТС[17]	4260,4	8691,1	8919,8	17145,1	48820,5	62714,9

Источник: Рассчитано автором на основе [110; 169]

По приведенным в таблице 2.6 данным видно, что суммы вложений на рынке акций значительно превышают как реальные, так и финансовые вложения российских компаний. Это значит, что в России рынок акций является одним из популярных направлений инвестирования свободных денег, в ущерб реальным инвестициям. Ведь вторичный рынок акций не является средством привлечения капитала для компаний, а осуществляет лишь перераспределение денег между биржевыми торговцами.

[17] Поскольку вложения в акции на фондовом рынке являются краткосрочными финансовыми вложениями, то может возникнуть вопрос: почему их величина превышает величину краткосрочных финансовых вложений? Однако в составе последних учитываются лишь вложения российских юридических лиц, в том время как в величине объемов торгов учитываются и те вложения, которые осуществляли физические лица, нерезиденты. Другой причиной может быть разная методика расчета приведенных в таблице показателей.

Особенности российского фондового рынка во многом определяет и отраслевая структура величины рыночной капитализации российских компаний, которая представлена в таблице 2.7 и таблице П.1 Приложения 2.

Таблица 2.7

Отраслевая структура 200 крупнейших российских компаний по величине рыночной капитализации в 2002 и 2007 гг.

Отрасль	2002		2007		
	Капитализация, млн. руб.	Процент к итогу, %	Капитализация, млн. руб.	Процент к итогу, %	Темп роста (2007/ 2002)
Банки	94 411,5	2,83	3 413 846,3	12,64	36,15
Инвестиционные компании			4 123,8	0,02	–
Информационные технологии	1 798,0	0,05	34 247,7	0,13	19,05
Лизинг			11 457,8	0,04	–
Машиностроение	51 148,2	1,53	440 241,4	1,63	8,6
Недвижимость			179 950,9	0,67	–
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	2 440 982,9	73,20	12 810 122,7	47,43	5,24
Общественное питание			10 772,7	0,04	–
Оптовая торговля	5 297,9	0,16	11 861,3	0,04	2,24
Парфюмерно-косметическая промышленность			9 287,3	0,03	–
Пищевая промышленность	81 954,7	2,46	357 896,2	1,33	4,37
Промышленность драгоценных металлов и алмазов	1 827,3	0,05	239 175,1	0,89	13,09
Промышленность строительных материалов			23 923,1	0,09	–
Розничная торговля			159 924,3	0,59	–
Сельское хозяйство			11 122,8	0,04	–
СМИ			23 001,7	0,09	–
Строительство	798,5	0,02	344 379,6	1,28	43,13
Телекоммуникации и связь	211 448,4	6,34	1 445 115,9	5,35	6,83
Транспорт	14 359,4	0,43	162 178,2	0,60	11,29
Угольная промышленность	547,1	0,02	99 659,9	0,37	18,22
Фармацевтическая промышленность			65 219,2	0,24	–

Продолжение таблицы 2.7

Отрасль	2002		2007		
	Капитализация, млн. руб.	Процент к итогу, %	Капитализация, млн. руб.	Процент к итогу, %	Темп роста (2007/ 2002)
Химическая и нефтехимическая промышленность	14 202,8	0,43	370 027,4	1,37	26,05
Цветная металлургия	150 852,7	4,52	1 181 280,7	4,37	7,83
Черная металлургия	63 888,7	1,92	1 832 760,1	6,79	28,69
Электроэнергетика	201 246,0	6,03	3 764 709,3	13,94	18,71
Итого	3 334 764,1	100	27 006 285,4	100,0	8,1

Источник: Рассчитано автором на основе [106]

Отраслью, компании которой имеют наибольшую величину рыночной капитализации в России, является нефтяная и нефтегазовая промышленность. Несмотря на то, что ее доля за представленный период снижается почти с 73% до 47%, данная отрасль остается лидирующей по удельному весу в величине капитализации двухсот крупнейших компаний. В то же время за рассматриваемые пять лет капитализация компаний этой отрасли возросла в 5,24 раза – ниже среднего темпа роста, составляющего 8,1.

Значительный рост за период претерпевает капитализация строительной отрасли (43,13 раза), банковской отрасли (36,15 раз), черной металлургии (28,69 раза). В то же время, наиболее значительный вес по капитализации из указанных отраслей занимает лишь банковская, достигая к 2007 году 12,6%.

В строительной отрасли произошла смена компании, входящей в двести крупнейших компаний. В 2002 году это было ОАО «Роснефтегазстрой» с капитализацией 798,5 млн.руб., а в 2007 году – ОАО «Группа компаний ПИК» с капитализацией 344 379,6 млн.руб., которое 1 июля 2007 года провело IPO и получило возможность оценки величины собственной капитализации через биржевой механизм [93].

Стремительный рост капитализации банковской сферы во многом обусловлен проведением двух крупных IPO – ОАО «Сбербанк» и ОАО «Внешторгбанк», в результате которых капитализация первого возросла вдвое, а второй сразу вошел в число десяти крупнейших компаний России по капитализации [93].

Капитализация отрасли черной металлургии возрастает по тем же причинам: за рассмотренный период произошли IPO таких компаний как ОАО «Мечел», ОАО «Новолипецкий металлургический комбинат», ОАО «Северсталь», ОАО «Трубная металлургическая компания», ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» – как раз тех, кото-

рые занимают лидирующие позиции в своей отрасли по величине капитализации [93; 107; 168].

Не столь существенными темпами возрастает капитализация отраслей, занимающих высокую долю в суммарной капитализации анализируемых компаний. Так, капитализация компаний электроэнергетической отрасли, являющейся второй по удельному весу, возрастает в 13,94 раза, что, конечно, выше среднего темпа роста. Связан такой рост с тем, что в результате реформы РАО «ЕЭС России» из состава указанной компании было выделено большое количество дочерних компаний с размещением их акций на биржах. В результате капитализация всей отрасли возросла достаточно высокими темпами.

В пятерку наиболее капитализированных отраслей входит также телекоммуникационная отрасль, занимая 5,35% в 2007 году.

Таким образом, пять отраслей российской экономики формируют более 80% капитализации. Основная же масса стоимости генерируется в компаниях сырьевой направленности – нефтегазовой отрасли, черной металлургии, электроэнергетике.

Отрасли, которые характеризуются производством продукции с высокой долей добавленной стоимости, глубокой переработкой сырья, производством товаров народного потребления, занимают менее 20%.

Для более полной характеристики структурных особенностей капитализации российских компаний следует рассмотреть количественный состав компаний в разрезе отраслей, входящих в 200 крупнейших компаний по рыночной стоимости. Этот анализ приведен в таблице 2.8.

Таблица 2.8

Распределение 200 российских компаний, имеющих наибольшую капитализацию, по отраслям экономики в 2002 и 2007 гг.

Отрасль	2002		2007	
	Количество компаний	Процент к итогу, %	Количество компаний	Процент к итогу, %
Банки	3	1,5	10	5,0
Инвестиционные компании			1	0,5
Информационные технологии	1	0,5	2	1,0
Лизинг			1	0,5
Машиностроение	19	9,5	16	8,0
Недвижимость			6	3,0
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	21	10,5	18	9,0
Общественное питание			1	0,5
Оптовая торговля	3	1,5	1	0,5

Продолжение таблицы 2.8

Отрасль	2002		2007	
	Количество компаний	Процент к итогу, %	Количество компаний	Процент к итогу, %
Парфюмерно-косметическая промышленность			1	0,5
Пищевая промышленность	4	2,0	5	2,5
Промышленность драгоценных металлов и алмазов	1	0,5	3	1,5
Промышленность строительных материалов			1	0,5
Розничная торговля			4	2,0
Сельское хозяйство			1	0,5
СМИ			1	0,5
Строительство	1	0,5	1	0,5
Телекоммуникации и связь	67	33,5	14	7,0
Транспорт	6	3,0	5	2,5
Угольная промышленность	1	0,5	2	1,0
Фармацевтическая промышленность			2	1,0
Химическая и нефтехимическая промышленность	11	5,5	9	4,5
Цветная металлургия	4	2,0	3	1,5
Черная металлургия	10	5,0	16	8,0
Электроэнергетика	48	24,0	76	38,0
Итого	200	100	200	100

Источник: Рассчитано автором на основе [106]

Нефтяная и нефтегазовая отрасль, величина стоимости которой составляла в 2007 году почти половину от величины суммарной капитализации крупнейших компаний России, представлена 18-ю компаниями, что составляет лишь 9% из числа крупнейших компаний. Значит, 91% компаний других отраслей оцениваются в совокупности почти так же, как и 18 компаний нефтегазовой отрасли. В 2002 году концентрация рыночной стоимости была еще выше – на 10,5% компаний, относящихся к нефтегазовой отрасли, приходилось 73,2% капитализации.

Концентрацию капитализации можно также охарактеризовать как долю рыночной стоимости, приходящуюся на 5% крупнейших компаний по капитализации. Для этого приведем данные о капитализации десяти крупнейших компаний рейтинга «Эксперт-200» и рассчитаем суммарную долю,

обеспечиваемую этими компаниями (см. табл. 2.9). Доля следующих 90 и последних 100 компаний рейтинга приведены на рис. П.1 Приложения 1.

Таблица 2.9

Величина капитализации десяти крупнейших российских компаний в 2002 и 2007 гг., млн. руб.

№ п/п	2002		2007	
	Наименование компании	Капитализация	Наименование компании	Капитализация
1	ОАО «ЮКОС»	596 941,2	ОАО «Газпром»	6 268 746,2
2	ОАО «Газпром»	593 731,7	ОАО «Роснефть»	2 233 883,9
3	ОАО «ЛУКОЙЛ»	422 534,0	ОАО «Сбербанк России»	2 084 867,4
4	ОАО «Сургутнефтегаз»	387 269,8	ОАО «ЛУКОЙЛ»	1 614 709,3
5	ОАО «Сибнефть»	285 046,9	РАО "ЕЭС России"	1 337 304,5
6	ОАО «ГМК «Норильский никель»	148 012,2	ОАО «Сургутнефтегаз»	1 135 836,5
7	РАО «ЕЭС России»	113 521,5	ОАО «ГМК «Норильский никель»	1 080 777,4
8	ОАО «Мобильные ТелеСистемы»	91 239,7	ОАО «ВНЕШТОРГБАНК»	805 551,8
9	ОАО «Сбербанк России»	89 611,0	ОАО «Мобильные ТелеСистемы»	552 629,7
10	ОАО «Пивоваренная компания «Балтика»	55 489,5	ОАО «Новолипецкий металлургический комбинат»	482 095,2
	Итого 10 крупнейших компаний	2 783 397,5	Итого 10 крупнейших компаний	17 596 401,9
	Итого 200 крупнейших компаний	3 334 764,1	Итого 200 крупнейших компаний	27 006 285,4
	Процент 10 крупнейших компаний	83,47%	Процент 10 крупнейших компаний	65,16%

Источник: Рассчитано автором на основе [106]

Среди десяти наиболее дорогих компаний большинство составляют компании нефтяной и нефтегазовой отрасли. В 2002 году их было пять (ЮКОС, Газпром, ЛУКойл, Сургутнефтегаз и Сибнефть), занимая при этом первые пять строчек, а в 2007 году их количество в первой десятке сократилось до четырех (Газпром, Роснефть, ЛУКойл и Сургутнефтегаз).

Всемирная федерация бирж ежегодно рассчитывает показатель рыночной концентрации (market concentration) как долю рыночной стоимости, приходящуюся на 5% компаний, акции которых обращаются на фондовой бирже. Первая десятка рейтинга «Эксперт-200» как раз составляет 5% от двухсот крупнейших компаний, величину капитализации которых приводит данное рейтинговое агентство. Поэтому можно сравнить полу-

ченные данные по российскому рынку с концентрацией рынков других стран, данные по которым за 2002 и 2007 годы приведены в таблице 2.10

Таблица 2.10

Показатель концентрации рынка зарубежных бирж в 2002 и 2007 гг.

Биржа	2002	2007
NASDAQ OMX (США)	67,4%	66,6%
NYSE Euronext (US) (США)	61,3%	57,2%
TSX Group (Канада)	67,8%	62,1%
Tokyo SE Group (Япония)	60,6%	62,1%
Borsa Italiana (Италия)	66,1%	66,5%
Deutsche Börse (Германия)	72,0%	78,5%
London SE (Великобритания)	85,1%	86,0%
BM&FBOVESPA (Бразилия)	69,4%	65,7%
Hong Kong Exchanges (Китай)	83,0%	74,4%
National Stock Exchange India (Индия)	81,6%	68,5%

Источник: Рассчитано автором на основе [169]

Как можно заметить из таблицы 2.10, на развитых фондовых рынках США, Канады, Италии, Японии показатель концентрации капитализации практически не изменяется и не превышает 70%. Исключение составляют рынки Германии и Великобритании, на которых концентрация рынка в 2007 году составила 78,5% и 86% соответственно.

Развивающиеся рынки Бразилии, Китая и Индии демонстрируют понижение данного показателя за анализируемый период. При этом концентрация фондового рынка Бразилии находится на уровне развитых стран.

Концентрация капитализации российских компаний в целом соответствует тенденциям развивающихся стран – с 83,5% в 2002 году до 65,2% в 2007 году. По данному показателю российский рынок сопоставим с зарубежными. Но лишь на этом основании нельзя делать вывод о схожести российского и зарубежных рынков.

Для выявления особенностей российского рынка акций следует провести сравнительный анализ с зарубежными рынками и по другим показателям. Во-первых, сравним российский рынок с зарубежными по величине суммарной капитализации (см. табл.2.11 и табл. П.2 Приложения 4).

Таблица 2.11

Суммарная капитализация компаний, акции которых торгуются на фондовых биржах, с 2002 по 2007 гг., млрд.долл.

Наименование биржи	2002	2003	2004	2005	2006	2007
NYSE Euronext (US) (США)	9 015,3	11 329,0	12 707,6	13 632,3	15 421,2	15 650,8
Tokyo SE Group (Япония)	2 069,3	2 953,1	3 557,7	4 572,9	4 614,1	4 330,9

Продолжение таблицы 2.11

Наименование биржи	2002	2003	2004	2005	2006	2007
NASDAQ OMX (США)	1 994,5	2 844,2	3 532,9	3 604,0	3 865,0	4 013,7
London SE (Великобритания)	1 856,2	2 460,1	2 865,2	3 058,2	3 794,3	3 851,7
Hong Kong Exchanges (Китай)	463,1	714,6	861,5	1 055,0	1 715,0	2 654,4
TSX Group (Канада)	570,2	888,7	1 177,5	1 482,2	1 700,7	2 186,6
Deutsche Börse (Германия)	686,0	1 079,0	1 194,5	1 221,1	1 637,6	2 105,2
National Stock Exchange India (Индия)	112,5	252,9	363,3	516,0	774,1	1 660,1
BM&FBOVESPA (Бразилия)	121,6	226,4	330,3	474,6	710,2	1 369,7
РТС	74,8	144,1	168,5	330,1	968,0	1 334,2
ММВБ	58,9	137,6	153,3	266,4	886,5	1 221,5
Borsa Italiana (Италия)	477,1	614,8	789,6	798,1	1 026,5	1 072,5

Источник: Рассчитано автором на основе [169]

По показателю величины суммарной капитализации котируемых компаний российские биржи занимают последние строчки среди крупнейших развитых и развивающихся фондовых рынков. В 2006 году они опережают лишь бразильский и индийский рынки, а в 2007 – итальянский. Суммарная стоимость российских компаний, акции которых обращаются на обеих биржах, в 2007 году была почти в 15 раз меньше стоимости тех, акции которых обращаются на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE). Диспропорция с другими биржами, конечно, меньше: с японской – почти в 4 раза, с лондонской – более чем в 3 раза.

Сравнение России со странами, входящими в группу БРИК[18] также не в пользу нашей страны. К 2007 году суммарная капитализация российских компаний занимает самое последнее место среди стран-членов БРИК.

Однако, сопоставив количество компаний, акции которых допущены к обращению на указанных фондовых биржах, причина такого отставания становится ясна. Количество таких компаний приведено в табл. 2.12 и табл. П.4 Приложения 4.

Таблица 2.12

Динамика количества компаний, акции которых допущены к торгам на фондовых биржах с 2002 по 2007 гг.

Наименование биржи	2002	2003	2004	2005	2006	2007
TSX Group (Канада)	3 791	3 599	3 604	3 758	3 842	3 951

[18] БРИК (BRIC) – устоявшаяся в мировом обиходе аббревиатура названий четырех стран с быстро развивающимися экономиками: Бразилия, Россия, Индия и Китай. Впервые данное сокращение было использовано Goldman Sachs в ноябре 2001 года.

Продолжение таблицы 2.12

Наименование биржи	2002	2003	2004	2005	2006	2007
London SE (Великобритания)	2 824	2 692	2 837	3 091	3 256	3 307
NASDAQ OMX (США)	3 649	3 294	3 229	3 164	3 133	3 069
Tokyo SE Group (Япония)	2 153	2 206	2 306	2 351	2 416	2 414
NYSE Euronext (US) (США)	2 366	2 308	2 293	2 270	2 280	2 297
National Stock Exchange India (Индия)	916	911	957	1 034	1 156	1 330
Hong Kong Exchanges (Китай)	978	1 037	1 096	1 135	1 173	1 241
Deutsche Börse (Германия)	934	866	819	764	760	866
BM&FBOVESPA (Бразилия)	412	391	388	381	350	404
РТС	31	175	183	253	346	385
Borsa Italiana (Италия)	295	279	278	282	311	307
ММВБ	24	91	229	161	193	207

Источник: Рассчитано автором на основе [169]

Российские биржи по количеству компаний, акции которых допущены к торгам, занимают последние места среди анализируемой выборки бирж. Число компаний, акции которых внесены в котировальные списки бирж в России, на порядок меньше, чем в Канаде, США или Великобритании. Отчасти, этим может объясняться невысокая величина капитализации российского рынка относительно зарубежных. Кроме того, некоторые российские компании, такие как Вымпелком, Мобильные ТелеСистемы, Вимм-Билль-Данн и другие провели размещение акций на иностранных площадках – в США и Лондоне, чем, безусловно, снизили общую сумму капитализации российского рынка.

Тем не менее, приведенные данные говорят о том, что в России торговля акциями компании на фондовой бирже скорее исключение, чем правило.

Третьим показателем, по которому следует сравнить российские и зарубежные биржи, является годовой объем торгов акциями (табл. 2.13 и табл. П.3 Приложения 4). Данный показатель может характеризовать биржи с позиции активности фондового рынка, а также с точки зрения величины перераспределяемого капитала.

Таблица 2.13

Объем торгов акциями на фондовых биржах за 2002-2007 гг., млрд. долл.

Наименование биржи	2002	2003	2004	2005	2006	2007
NYSE Euronext (US) (США)	10 310,1	9 691,3	11 618,2	14 125,3	21 789,5	29 113,8
NASDAQ OMX (США)	7 254,6	7 068,2	8 767,1	10 086,7	11 807,5	28 116,4

Продолжение таблицы 2.13

Наименование биржи	2002	2003	2004	2005	2006	2007
London SE (Великобритания)	4 001,3	3 609,7	5 169,0	5 677,7	7 571,7	10 333,7
Tokyo SE Group (Япония)	1 564,2	2 108,7	3 218,1	4 481,7	5 822,8	6 412,7
Deutsche Börse (Германия)	1 212,3	1 299,3	1 541,1	1 915,3	2 737,2	4 324,9
Borsa Italiana (Италия)	634,5	820,6	969,2	1 293,7	1 591,2	2 311,2
Hong Kong Exchanges (Китай)	194,0	296,2	439,5	464,3	832,4	2 133,6
TSX Group (Канада)	408,2	471,5	651,1	900,5	1 281,8	1 634,9
ММВБ	38,2	73,3	112,7	140,1	564,6	1 261,2
National Stock Exchange India (Индия)	128,5	202,9	260,4	314,7	423,6	751,3
BM&FBOVESPA (Бразилия)	46,3	66,4	104,0	165,3	276,1	598,0
РТС	9,5	6,4	5,9	7,8	18,2	15,9

Источник: Рассчитано автором на основе [169]

Российские биржи значительно уступают аналогичным финансовым институтам за рубежом и по годовому обороту торговли акциями. Правда, если по предыдущим двум показателям российские биржи были довольно схожи, то по последнему они сильно дифференцируются – оборот РТС в десятки раз ниже оборота на ММВБ.

Судя по таблице 2.13, РТС – явный аутсайдер по суммарным торговым оборотам. Во многом это связано с ограничением на сделки, введенным на РТС. Так, например, сумма сделки с акциями на биржевой площадке RTS Classica не может быть меньше $5000. Такое ограничение не допускает к торгам мелких инвесторов и спекулянтов, а потому все они регистрируются на ММВБ, повышая ее торговый оборот.

В результате проведенного анализа, можно судить о том, что величина капитализации российских компаний за период с 2002 по 2007 годы возрастала достаточно быстрыми темпами. Все большее число компаний включали свои акции в торги на фондовом рынке, вследствие чего стала возможна их оценка с помощью биржевого механизма. Подобный рост, в том числе, был связан с увеличением числа торговцев на фондовых биржах, которые обеспечивали рост объемов торгов на вторичном рынке акций.

В то же время, структурный анализ рынка акций показывает, что, как и экономика страны в целом, фондовый рынок во многом определяется стоимостью компаний нефтегазовой отрасли. Их доля в величине общей капитализации компаний значительна – более половины. И любые нега-

тивные изменения в деятельности этих компаний могут привести к оттоку спекулятивного капитала и снижению активности на фондовом рынке страны.

Сравнение с фондовыми рынками других стран показало, что суммарная капитализация российского рынка крайне незначительна в сравнении не только с рынками развитых, но и развивающихся стран. То же самое можно сказать и об общем количестве компаний, разместивших свои акции на биржах. Лишь малая доля компаний может быть оценена рынком. Стоимость же остальных, в силу своей закрытости, как правило, достаточно сильно занижена.

Отмеченные особенности российского рынка акций привели к сильнейшему падению капитализации российских компаний в 2008 году под влиянием мирового финансового кризиса, что подробно будет рассмотрено в следующем параграфе.

2.2. Анализ влияния финансового кризиса на капитализацию компаний в России и за рубежом

Анализ динамики капитализации российского рынка акций, проведенный в параграфе 2.1, прерывается 2007 годом. В этот период финансовая система страны не была подвержена каким-либо негативным воздействиям, наблюдалась положительная динамика инвестирования в российский рынок акций, все большее число компаний выпускало свои акции в обращение на бирже, возрастала капитализация компаний.

Но в 2008 году тенденции фондового рынка резко меняются на противоположные в связи с ситуацией, получившей название «мировой финансовый кризис». В литературе принято считать, что мировой финансовый кризис начался со снижения в США цен на жилье, являвшееся обеспечением по ипотечным ценным бумагам. Это привело к неплатежам по ипотечным обязательствам, и отразилось на платежеспособности финансовых институтов–держателей ипотечных ценных бумаг. Далее по цепочке неплатежи распространились на финансовые учреждения США и других западных стран. Для поддержания ликвидности финансовые институты стали продавать имеющиеся активы, в том числе и акции. Такая распродажа привела к снижению курсов акций, а, следовательно, и капитализации компаний. Вывод иностранного капитала коснулся и российского фондового рынка, от чего российские компании стали терять свою капитализацию (подробнее об этом см. [18; 32; 39; 42; 46; 100; 121; 123]).

Рассмотрим динамику величины капитализации акций компаний, акции которых обращаются на бирже РТС, за 2008–2009 годы (рис. 2.1).

Начав с небольшого снижения, в целом, первую половину 2008 года рынок акций показывал положительную динамику, что давало основания

для оптимистичных прогнозов. 19 мая 2008 года рынок достиг наивысшей точки – совокупная капитализация компаний на РТС составила 1 430 973 млн. долл. (34 113 125,63 млн. руб. при курсе доллара 23,8391 руб./долл.). Но с июля 2008 года капитализация начинает стремительно снижаться. 6 октября 2008 года произошло сильнейшее падение котировок акций российских компаний. Капитализация РТС снизилась почти на 16%, российские фондовые индексы потеряли 18–19%, а цены на акции российских компаний, размещенные на Лондонской фондовой бирже, упали на 30–50% [109, с. 65].

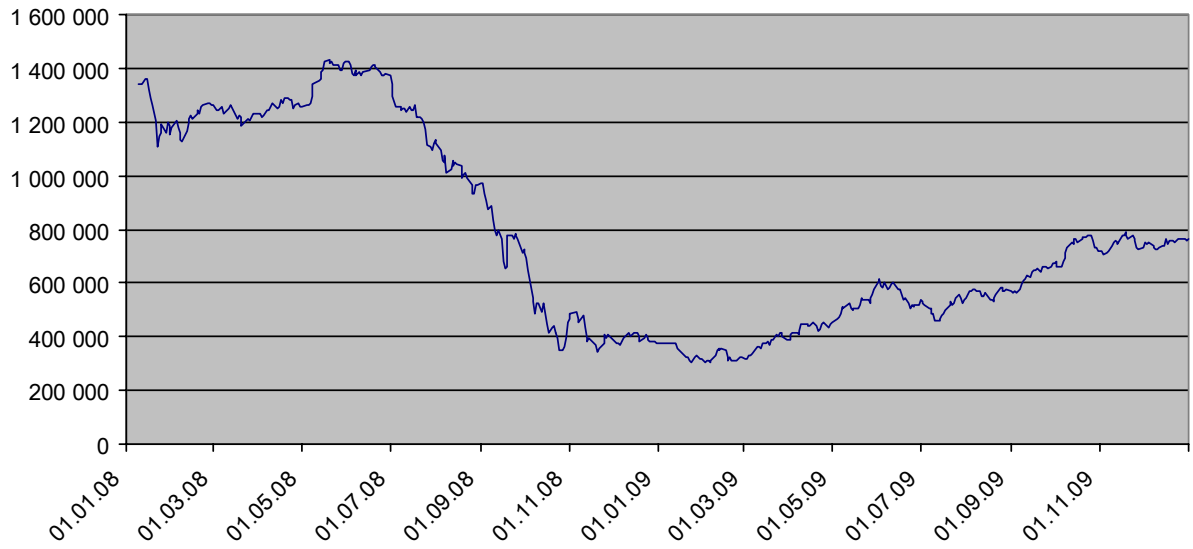

Рис. 2.1. Динамика суммарной капитализации компаний, акции которых обращаются на РТС, млн. долл[19]

Капитализация крупнейших компаний также снизилась весьма значительно, о чем свидетельствуют данные таблицы 2.14.

Таблица 2.14

Изменение капитализации крупнейших российских компаний в 2008–2009 гг., млн. руб.

Компания	Январь 2008	Июнь 2008	Изм., %	Январь 2009	Изм., %
ОАО «Газпром»	8 387 585,75	8 457 002,17	+0,83	2 584 320,69	-69,44
ОАО «Роснефть»	2 476 511,93	3 051 402,35	+23,21	1 168 070,75	-61,72
ОАО «Лукойл»	1 786 295,08	2 235 291,81	+25,14	836 071,08	-62,60
ОАО «Сбербанк России»	2 199 925,87	1 826 903,41	-16,96	499 306,11	-72,67
ОАО «ГМК «Норильский Никель»	1 232 135,27	1 326 656,98	+7,67	363 629,73	-72,59

[19] Данные по индексу РТС приводятся в долларах, поскольку в конце 2008 года – начале 2009 года российский рубль был девальвирован относительно доллара, что сказалось на величинах капитализации в сторону повышения.

Продолжение таблицы 2.14

Компания	Январь 2008	Июнь 2008	Изм., %	Январь 2009	Изм., %
ОАО «Сургутнефтегаз»	1 069 470,16	1 035 700,87	-3,16	577 866,89	-44,21
ОАО «Вымпелком»	1 066 645,26	860 208,38	-19,35	208 676,82	-75,74
ОАО «НЛМК»	628 329,94	693 656,12	+10,40	211 560,92	-69,50
ОАО «Газпромнефть»	743 009,07	843 429,79	+13,52	305 766,41	-63,75
ОАО «НоваТЭК»	592 110,03	638 292,25	+7,80	152 635,10	-76,09
ИТОГО	20 182 018,35	20 968 544,12	+3,90	6 907 904,51	-67,06

Источник: составлено автором на основе отчетов об итогах торгов на РТС и ММВБ

Как видно из таблицы 2.14, все лидеры по величине капитализации потеряли за вторую половину 2008 года в среднем 2/3 стоимости. Исключением является компания «Сургутнефтегаз», акции которой обесценились менее чем в два раза.

Падение величины капитализации российских компаний в период кризиса было намного значительнее, чем на иностранных рынках. Данные для сравнения приведены в таблице 2.15.

Таблица 2.15

Динамика капитализации российских и зарубежных бирж за 2008 г.

Наименование биржи	Капитализация, млрд. долл.		Изменение, %
	На конец 2007	На конец 2008	
Tokyo SE Group (Япония)	4 330,9	3 115,8	-28,06
NASDAQ OMX (США)	4 013,7	2 396,3	-40,30
NYSE Euronext (US) (США)	15 650,8	9 208,9	-41,16
Deutsche Börse (Германия)	2 105,2	1 110,6	-47,25
Hong Kong Exchanges (Китай)	2 654,4	1 328,8	-49,94
Borsa Italiana (Италия)	1 072,5	522,1	-51,32
London SE (Великобритания)	3 851,7	1 868,2	-51,50
TSX Group (Канада)	2 186,6	1 033,4	-52,74
BM&FBOVESPA (Бразилия)	1 369,7	592,0	-56,78
National Stock Exchange India (Индия)	1 660,1	600,3	-63,84
РТС	1 334,2	374,7	-71,92
ММВБ	1 221,5	337,1	-72,40

Источник: Рассчитано автором на основе [169]

Менее всего пострадали от финансового кризиса компании, чьи акции обращаются на фондовой бирже Токио. Суммарные потери капитализации этого рынка составили чуть более 28%. Однако следует заметить, что фондовый рынок Японии отличается большой своеобразностью. Так, напри-

мер, К. Уолш отмечает, что для японских компаний характерен более высокий показатель P/E. До обвала на фондовых рынках Азии, случившегося в 1997 году, многие японские компании имели показатель P/E в диапазоне от 50 до 60, чему способствовали низкие темпы инфляции, стабильность национальной валюты, низкие затраты на капитал и прочие причины [128, с. 181].

Лидерами падения являются две российские биржи – РТС и ММВБ. За 2008 год капитализация компаний, акции которых обращаются на этих биржах, снизилась более чем на 70%. Даже американские рынки, которые были задеты финансовым кризисом в первую очередь, потеряли около 40% стоимости.

Капитализация развивающихся рынков стран БРИК также снизилась: почти в два раза у Китая, на 56% – у Бразилии и на 64% – у Индии. Но российский рынок даже не соответствует среднему тренду фондовых рынков развивающихся экономик.

Среди бирж, входящих во Всемирную федерацию бирж (WFE), наибольшее падение капитализации за 2008 год было зафиксировано у биржи Кипра – 72,9%, лишь капитализация биржи Тегерана, единственной из всех бирж WFE, возросла на 11% [169].

В большом количестве работ отмечается, что одной из главных причин падения капитализации компаний стал спекулятивный характер роста биржевых цен на акции, а также рисковые вложения в финансовые инструменты вместо реальных инвестиций в производство. Напомним, что показатель капитализации компании, акции которой обращаются на фондовой бирже, рассчитывается как произведение биржевой котировки одной акции на общее количество акции компании. Следовательно, если падают котировки акций на бирже, то снижается и капитализация компании, выпустившей их.

Р. Гринберг отмечает, что в современной экономике 2-3% финансовых операций связаны с материальным производством. Остальная часть финансовых инструментов использовалась со спекулятивной целью получения дохода. Рост стоимости финансовых инструментов стал опережать рост реального производства во много раз, в результате чего и произошел обвал на фондовых рынках [32].

Той же точки зрения придерживается В.М. Соколинский, который отмечает, что при благоприятной конъюнктуре происходит активное приобретение ценных бумаг, однако изменение ситуации заставляет этих субъектов продавать их [123, с. 5]. Иначе говоря, рыночные котировки акций зависят не только от производственных показателей компании-эмитента, но и от влияния экономической ситуации на ожидания спекулянтов.

На избыточную капитализацию западных рынков указывается и в аналитическом докладе компании «ФБК», где говорится, что именно эта причина способствовала расширению финансового кризиса, в то время как ипотечный кризис США был лишь катализатором кризисных явлений [81, с. 17].

В литературе указываются следующие причины начала снижения стоимости компаний на фондовом рынке. В первой половине 2008 года в российскую экономику были вложены 46,3 млрд. долл. иностранных инвестиций. При этом лишь 11 млрд. долл. были направлены в реальный сектор, а остальные – в фондовый рынок. Основная часть этих денег по своему происхождению была из оффшорных зон – Кипра, Виргинских островов, Нидерландов, Люксембурга и Швейцарии. Вывод этих денег 25 июля, 8 и 26 августа 2008 года стал «спусковым крючком» падения рынка акций [127, с. 13]. Рисунок 2.1 подтверждает эту взаимосвязь: как раз с июля и началось резкое падение рыночной стоимости компаний.

Та же причина начала падения стоимости российских компаний называется в работе Я.Н. Дубенецкого: «До 75% обращающихся на нем (рынке акций – Д.А.) средств принадлежали нерезидентам, и вывод ими ресурсов для своих «домашних» потребностей, естественно, и потряс до основания рынок» [39, с. 42].

Вывод зарубежных спекулятивных капиталов повлек за собой падение котировок акций, продолжавшееся вплоть до начала 2009 года. За полгода стоимость российского рынка акций упала почти в 4,7 раза. 23 января 2009 г. минимальное значение суммарной капитализации составило 305 294 млн. долл. (10 013 378, 48 млн. руб. при курсе доллара 32,7991 руб./долл.), вернувшись к значениям ноября 2005 года.

Фактором, за счет которого рынок акций продолжил свое снижение после вывода иностранных капиталов, стало ведение операций с повышенным уровнем риска – РЕПО, маржинальных и необеспеченных сделок.

Данные виды сделок основаны на кредитных отношениях, однако этот кредит совсем не связан с реальным производством. Для привлечения денег, которые вкладывались в финансовые инструменты, стал использоваться кредит, исполнение обязательств по которому всецело зависело от исполнения обязательств по финансовым инструментам. Нормальный же кредит должен использоваться для расширения производства товаров и услуг. В случае использования его со спекулятивными целями раздувается «пузырь», который имеет большие риски лопнуть [18, с. 8].

Вследствие роста стоимости акций в период с 2000 по 2007 годы достаточно популярными для участников фондового рынка стали сделки РЕ-

ПО[20]. Процент таких сделок в общем торговом обороте российских бирж представлен в таблице 2.16.

Таблица 2.16

Процент сделок РЕПО в общем объеме торгов акциями на российских фондовых биржах

Биржа	2005	2006	2007	2008				
				1 квартал	2 квартал	3 квартал	4 квартал	Итого
Фондовая биржа ММВБ, млрд.руб.	4 025,0	14 859,6	30 927,1	9 570,2	10 249,6	9 521,5	4 363,5	33 704,7
процент сделок РЕПО, %	18,5	25,6	50,5	58,0	62,4	67,2	65,0	62,8
Классический рынок РТС, млрд.долл.	7,7	16,1	14,6	3,6	3,1	2,44	0,67	9,8
процент сделок РЕПО, %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Биржевой рынок РТС, млрд.руб.	82,0	27,3	23,5	4,9	7,4	7,35	8,5	28,1
процент сделок РЕПО, %	0,6	12,0	36,3	48,3	44,6	61,3	20,1	42,2
Фондовая биржа Санкт-Петербурга, млрд.руб.	936,8	1 205,9	64,2	21,1	18,0	1,9	0,6	41,7
процент сделок РЕПО, %	17,5	25,1	64,8	89,9	86,5	36,4	21,6	85,0
ИТОГО (оценочно) с учетом сделок РЕПО, млрд.руб.	5 260,2	16 530,5	31 386,8	9 682,5	10 349,1	9 589,8	4 390,8	34 012,3
ИТОГО (оценочно) без учета сделок РЕПО, млрд.руб.	4 354,1	12 415,6	15 713,0	4 113,1	3 934,7	3 183,8	1 552,2	12 783,8
процент сделок РЕПО (оценочно), %	17,2%	24,9%	49,9%	57,5%	62,0%	66,8%	64,6%	62,4%

Источник: Рассчитано автором на основе [109, с. 12]

Сделки РЕПО на растущем рынке выгодны для обеих сторон. На российском рынке они происходили по следующей схеме. Биржевые спекулянты на собственные деньги покупали акции, затем продавали их в первой части сделки РЕПО. На вырученные деньги покупались новые акции, снова продавались по РЕПО и так далее. Пирамиды РЕПО строились на различии сроков исполнения обязательств по выкупу ценных бумаг, в результате чего биржевой спекулянт, при растущем рынке, всегда имел возможность выкупить акции обратно [35, с. 24]. Объемы сделок РЕПО у де-

[20] Сделка РЕПО (от англ. repurchase agreement) – сделка по покупке или продаже эмиссионных ценных бумаг (первая часть РЕПО) с обязательством последующей обратной продажи или покупки бумаг того же выпуска в том же количестве (вторая часть РЕПО) через определенный срок по заранее определенной цене [92].

сяти крупнейших компаний по этому показателю, приведены в таблице 2.17.

Таблица 2.17

Компании с наибольшим оборотом сделок РЕПО в августе 2008 г.

Наименование компании	Торговый оборот, млрд.руб.
АБ «Газпромбанк»	628,6
ИК «Тройка Диалог»	381,2
БК «Регион»	247,3
КИТ Финанс	246,3
ИК «Ди Си Кэпитал»	190,6
Транскредитбанк	144,9
Банк «Санкт-Петербург»	138,5
Ренессанс Брокер	131,2
Банк «Петрокоммерц»	118,9
Финнам	113,8
ИТОГО	2341,3

Источник: [92]

В Аналитическом обзоре НАУФОР отмечается, что российский фондовый рынок, в силу преобладания сделок РЕПО, стал использоваться в качестве денежного рынка под обеспечение ценными бумагами [109, с. 13].

Вывод иностранного капитала с фондового рынка явился причиной начального снижения котировок на фондовом рынке и, как следствие, величины капитализации компаний, акции которых обращались на бирже. Снижение котировок акций привело к тому, что биржевые спекулянты, продавшие акции по сделке РЕПО должны исполнять обязательство по обратному выкупу с убытком для себя. А поскольку операции РЕПО выстраивались по пирамидальному принципу, то такие убытки могли возрастать в разы. Продавцы акций по РЕПО стали отказываться от исполнения взятых на себя обязательств. В свою очередь, банки, покупавшие акции в первой части сделки, для предотвращения собственных убытков из-за неисполнения обязательств контрагентом, продавали находившиеся в залоге акции. Массовые продажи акций из-за неисполнения обязательств по сделкам РЕПО и стали второй причиной падения рыночной стоимости акций на бирже и капитализации компаний. На 18 сентября 2008 года объем неисполненных обязательств по сделкам РЕПО составил 60 млрд. руб. [126, с. 2].

Как уже отмечалось выше, в десятку крупнейших по величине капитализации компаний входят пять представителей нефтяной и нефтеперерабатывающей промышленности. По данным таблицы 2.7, доля компаний этой отрасли в суммарной капитализации 200 крупнейших компаний составляет практически половину. На снижение стоимости компаний нефтя-

ной и нефтегазовой отрасли повлияло сильное падение цен на нефть на мировых рынках.

Следует заметить, что цены на нефть так же, как и цены на акции, определяются с помощью биржевого механизма. Спекулятивная составляющая в росте цен на нефть составляет, примерно, 50% [123, с. 4].

Таблица 2.18

Среднемесячные цены на нефть марки Urals
за июнь 2008 – февраль 2009

Месяц	Июнь 2008	Июль 2008	Авг. 2008	Сент. 2008	Окт. 2008	Нояб. 2008	Дек. 2008	Янв. 2009	Февр. 2009
Цены на нефть, $ за баррель.	127,76	129,71	111,51	97,00	70,48	51,09	39,2	42,8	42,43

Источник: Рассчитано автором на основе данных Интернет–сайта Министерства экономического развития [www.economy.gov.ru]

Снижение мировых цен на нефть ведет к уменьшению доходов нефтегазовых компаний, что негативно сказывается на величине их капитализации. На рисунке 2.2 представлена динамика цен на нефть и величины суммарной капитализации компаний, акции которых обращаются на бирже РТС.

Рис. 2.2. Связь суммарной капитализации компаний на бирже РТС и цены на нефть

Из представленного рисунка 2.2 видно, что снижение капитализации российских компаний началось несколько раньше, что связано с выводом иностранного капитала с фондового рынка. Но с июля 2008 года связь данных показателей становится достаточно сильной. Коэффициент корреляции за рассмотренный период составил 0,96, в то время как за июнь-июль 2008 года его значение было всего 0,16.

С октября 2008 года к вышеуказанным причинам снижения капитализации компаний добавилась еще одна – девальвация российского рубля. На фоне падающих курсов акций, растущий курс иностранной валюты выглядел более перспективно, поэтому инвесторы стали выводить капитал с рынка акций на валютный рынок, чем еще сильнее снизили капитализацию компаний. «Как только Банк России впервые допустил девальвацию рубля 11 ноября прошлого (2008 – Д.А.) года, банки стали накапливать значительные позиции в иностранной валюте… По мере того, как девальвационные тенденции становились очевидными всем участникам рынка, корпоративный сектор и население также перевели в иностранную валюту значительную часть своих активов» [112, с. 9].

Динамика курса доллара и капитализации компаний приведена на рисунке 2.3. Наиболее сильная связь между ростом курса доллара и снижением капитализации компаний наблюдается в январе 2009 года, когда коэффициент корреляции этих двух показателей составил –0,878.

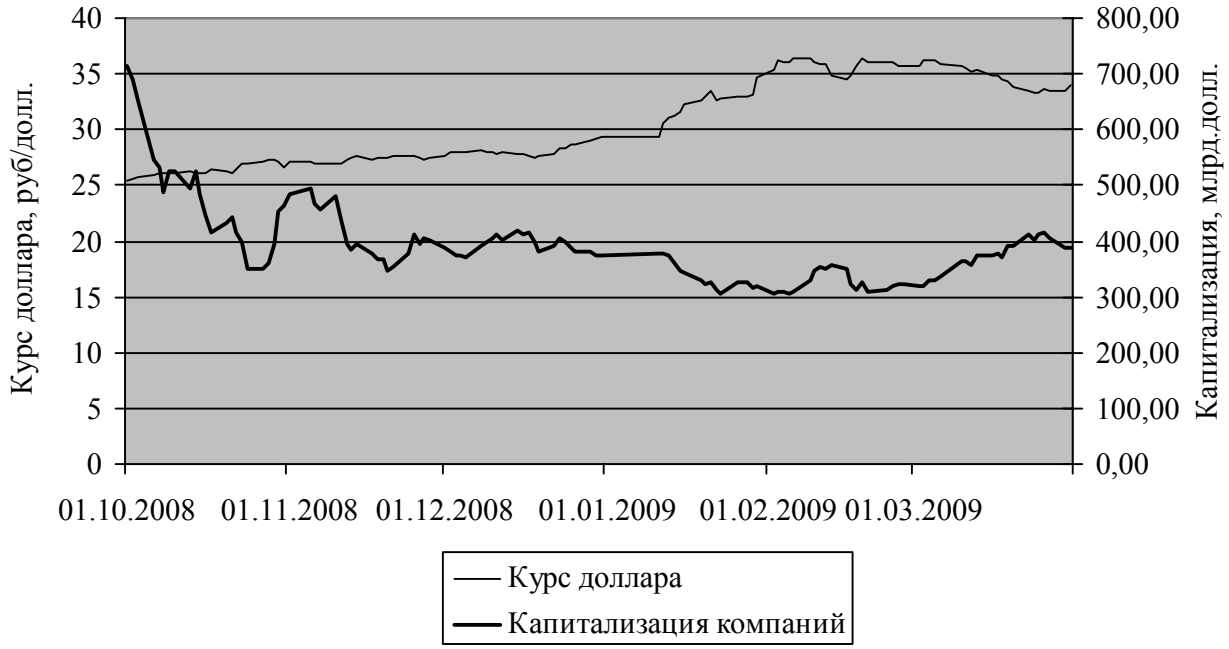

Рис. 2.3. Связь суммарной капитализации компаний на бирже РТС и курса доллара

Падение стоимости акций усугублялось их продажей в результате так называемых «margin calls». В период активного роста котировок акций, российские компании привлекали кредиты у зарубежных банков под залог собственных акций, либо акций других компаний. Это было связано с тем, что ставки по заемным средствам за рубежом были ниже, чем в нашей стране. Об этой тенденции указывается во множестве работ [см., напр., 25; 45; 74; 111; 134]. В таблице 2.19 приведены данные о величине внешнего долга России по различным субъектам.

Таблица 2.19

Внешний долг Российской Федерации в разрезе субъектов, млрд. долл.

Заемщики	01.01. 2005	01.01. 2006	01.01. 2007	2008 год				01.01. 2009
				01.01	01.04	01.07	01.10	
Органы государственного управления	97,2	71,1	44,7	39,7	36,9	34,7	32,6	29,5
Органы денежно-кредитного регулирования	8,2	11	3,9	12,8	4,1	4,2	10,2	3,3
Банки	32,3	50,1	101,2	147,7	171,4	192,8	197,9	166,3
в т.ч. кредиты	19,8	34,5	67,8	113,2	121,6	136,2	144,2	124,7
Корпоративный сектор	75,7	125	163,4	237,7	272,2	304,1	307,6	281,4
в т.ч. кредиты	58,4	98,7	117,4	182,9	217,7	239,6	249,3	236,1
Итого	213,4	257,2	313,2	437,9	484,6	535,8	548,3	480,5

Источник: Рассчитано автором на основе ЦБ РФ [www.cbr.ru]

По приведенным данным видно, что в с 2005 по 2008 год банки и корпорации становятся основной группой должников перед иностранными контрагентами. К октябрю 2008 года доля их задолженности в общей сумме внешнего долга страны достигла 92%, причем основную часть этой задолженности составляли кредиты.

В литературе отмечается, что оценить какая часть кредитов, полученных у зарубежных банков, была обеспечена активами, в том числе акциями, очень трудно. Объясняется это тем, что компании и банки, осуществляющие заимствования за рубежом, не обязаны раскрывать информацию о закладываемом имуществе. Однако стоимость заложенных акций оценивается десятками миллиардов долларов [111].

В том случае, если стоимость залога падает на определенную величину, кредитор сообщает об этом заемщику (это действие и называется margin call) и требует увеличить величину залога. Если заемщик не делает этого, банк осуществляет продажу залога, чтобы застраховаться от возмож-

ных убытков по невозврату кредита. Обычно такая процедура происходит при обесценении залога на 20-35% [62]. В результате снижения котировок акций, которые находились в залоге у иностранных банков, многие заемщики предпочли отказаться от этих акций. Так, группа компаний «Базовый элемент» передала в собственность банку Commerzbank 9,9% акций немецкого строительного холдинга Hotchief, а также 20% акций канадского производителя автозапчастей Magna – институциональным инвесторам [134].

Аналитики также отмечают, что в случае получения заложенных акций в собственность, западные банки прибегают к их продаже, поскольку не заинтересованы в контроле над российскими компаниями, тем более при падающих биржевых котировках. [74; 111]. Продажа акций, находившихся в залоге у иностранных банках, становится еще одним фактором, отрицательно влияющим на биржевые котировки ценных бумаг, а, следовательно, на капитализацию российских компаний.

Не в последнюю очередь на падение капитализации компаний повлияли и политические события в стране. Так, например, в результате негативного высказывания премьер-министра РФ в адрес компании «Мечел» относительно их ценовой политики, капитализация этой компании за два торговых дня снизилась почти в два раза с 15,194 млрд. долл. 24 июля 2008 года до 7,077 млрд. долл. 28 июля 2008 года (см. рис. 2.4) [143; 157].

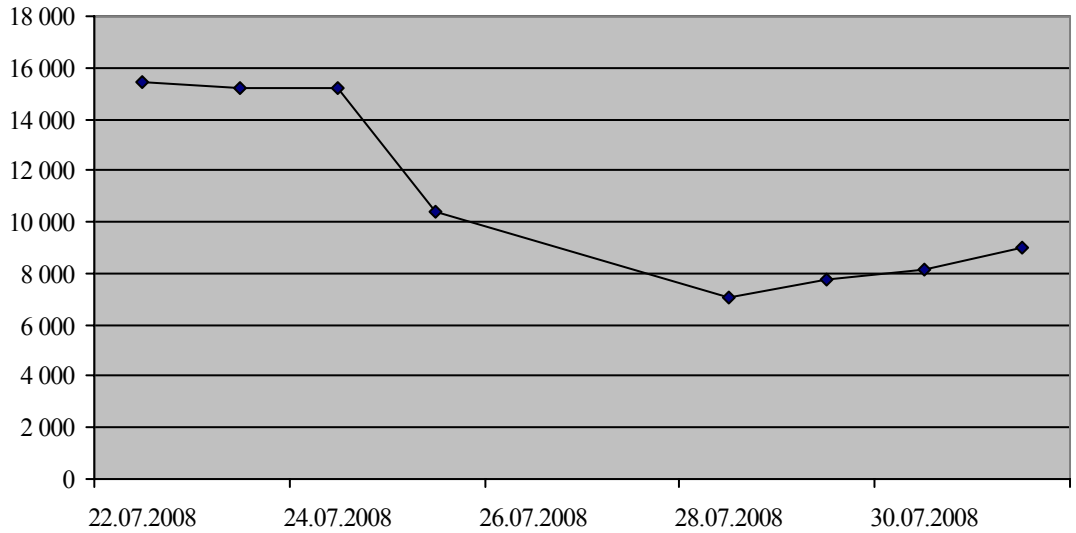

Рис. 2.4. Динамика величины капитализации ОАО «Мечел» в период с 22.07.2008 по 31.07.2008, млрд. долл.

Другим фактором политического характера, спровоцировавшим массовый выход иностранных инвесторов с российского фондового рынка и снижение капитализации компаний, был военный конфликт на территории Южной Осетии. 8 августа 2008 года суммарная капитализация российских

компаний, акции которых обращаются на фондовой бирже РТС, снизилась почти на 6% с 1072 млрд. долл. до 1010 млрд. долл. (см. рис. 2.5).

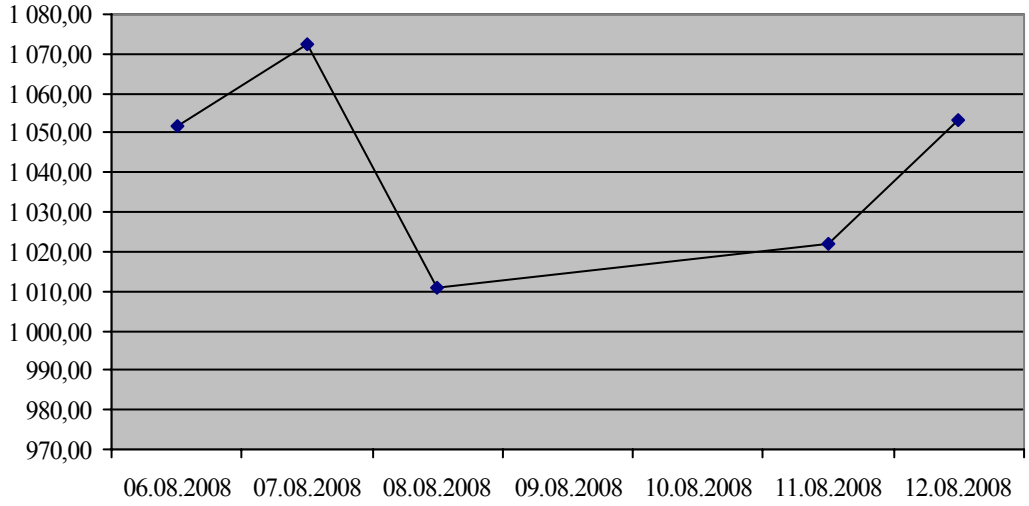

Рис. 2.5. Динамика величины суммарной капитализации компаний, акции которых обращаются на бирже РТС, с 06.08.2008 по 12.08.2008, млрд. долл.

Значительное снижение капитализации российских компаний потребовало вмешательства государства в механизмы рыночного ценообразования на акции компаний с целью недопущения еще большего обвала. Государство производило различные действия для поддержания капитализации компаний.

В целях противодействия спекулятивному сбросу акций Федеральная служба по финансовым рынкам России (далее – ФСФР) 22 сентября 2008 года выпустила предписание, согласно которому было запрещено вести «короткие продажи» и иные необеспеченные сделки [34; 86; 109, с. 64]. Подобная мера принималась и в США в июле 2008 года применительно к акциям 19 финансовых компаний. Данное решение позволило предотвратить массовый сброс акций спекулятивными торговцами. В России запрет был снят через 4 дня, 26 сентября 2008 года [87]. На следующий торговый день капитализация акций на бирже РТС снизилась почти на 7%. Однако через 4 дня этот запрет был снова введен, на этот раз – до апреля 2009 года [84; 109, с. 64].

Другим активным способом защиты от спекулятивного падения стоимости акций стали распоряжения ФСФР о приостановке торгов на фондовых биржах России. В нормальных условиях приостановку торгов осуществляет сама фондовая биржа на основании пункта 5.8 «Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг». Но для предотвращения массового вывода спекулятивного капитала к приостановке

торгов прибегла сама ФСФР. Впервые за 2008 год торги на ММВБ и РТС были приостановлены 17 сентября 2008 года и возобновлены на следующий день [85; 109, с. 64]. За предшествующий остановке день капитализация на рынке РТС снизилась почти на 11%.

Остановки торгов на биржах проводились не только для предотвращения слишком сильного падения капитализации компаний, но и для урегулирования неплатежей по сделкам РЕПО. Поскольку торги на бирже остановлены, держатель залога по операции РЕПО не может его продать в случае невыполнения должником обязательств. Пользуясь этим, Правительство РФ и Центральный Банк РФ через банки с государственным участием проводили рефинансирование задолженности, чтобы инвестиционные компании, имеющие просроченную задолженность по сделке РЕПО, могли рассчитаться по своим обязательствам. Таким образом, государственное вмешательство позволяло предотвратить массовую продажу залогов по РЕПО и дальнейшее падение капитализации российских компаний.

Другим шагом государства по противодействию падению капитализации российских компаний было наделение Внешэкономбанка полномочиями вкладывать деньги Фонда национального благосостояния в акции российских эмитентов. В соответствии с пунктом 12 Постановления Правительства РФ №766 от 15 октября 2008 года до 675 млрд. рублей из данного фонда может быть размещено на депозите Внешэкономбанка [1]. Полученные деньги ВЭБ вложил в акции и облигации российских эмитентов. Так, например, 28 октября 2008 года этим банком было инвестировано 20 млрд. руб. в акции и 5 млрд. руб. в облигации [27]. Такие меры говорят об активном вмешательстве государства в работу биржевого механизма с целью поддержки котировок акций и препятствования их падению.

В период кризиса привлечение долгосрочных финансовых инвестиций посредством рынка акций практически прекратилось.

В 2008 году было проведено лишь 3 IPO (против 23 в 2007 г.) компаниями ТГК-7, Глобалтранс и Акрон [94]. Последнее размещение состоялось 12 августа 2008 года – как раз накануне падения фондового рынка. Сводные данные по IPO в 2008 году приведены в таблице 2.22.

Таблица 2.20

Результаты IPO, проведенных российскими компаниями в 2008 году

Компания	Объем привлеченного капитала, млн. долл.	Капитализация на момент размещения, млн. долл.	Капитализация на конец 2008 года, млн. долл.	Изменение, %
ТГК-7	466.17	2 637	308,74	-88,3%
Глобалтранс	449,4	1 550	163,77	-89,4%
Акрон	2,7	3 926,4	476,88	-87,8%

Источник: Рассчитано автором на основе [94]

Стоимость компаний, которые разместили свои акции на фондовой бирже, снизилась практически на 90% за полгода.

Приведенные факты свидетельствуют о том, что падение величины капитализации компаний, оцениваемой посредством биржевого механизма, происходит благодаря массовым продажам акций на бирже. Вывод иностранного капитала, продажи акций в РЕПО и залогов по margin call – все это спровоцировало отток денег с фондовых бирж, превышение предложения акций над спросом, и, как следствие, резкое падение величины капитализации российских компаний.

В то же время, меры, принимаемые государством, явились попытками создать спрос на «падающие» акции. Вложение денег Фонда национального благосостояния стало мощной интервенцией государственного капитала на фондовый рынок, которая привела к повышению стоимости компаний.

Однако даже половина падения величины капитализации российских компаний, произошедшего в период кризиса в течение нескольких месяцев, не была преодолена за последующий 2009 год. А, значит, благосостояние владельцев этих акций не было восстановлено. Это является недостатком спекулятивного механизма изменения стоимости компании, который привязан лишь к спросу и предложению на акции компании.

2.3. Типология механизмов капитализации компаний

В литературе понятие «финансовый механизм» для объяснения динамики капитализации не используется. По анализу, проведенному в предыдущем параграфе, можно судить, что речь идет либо о «факторах»[21] капитализации [67; 68; 76; 136; 137], либо о «способах»[22] повышения капитализации [29; 69]. На наш взгляд, в соответствии с требованиями, задаваемыми категориальной парой «процесс-механизм», наиболее полно и ясно охарактеризовать динамику капитализации можно лишь посредством выделения финансовых механизмов, которые ее обеспечивают.

Процесс изменения капитализации, анализируемый в предыдущем параграфе, обеспечен действием механизма биржевых спекуляций. Это можно утверждать, поскольку капитализация рассматриваемых компаний привязана к котировкам акций, определяемым в ходе биржевых торгов. Следует отметить, что именно такое понимание капитализации наиболее часто встречается как в научной, так и практической литературе. Но в главе 1 было показано, что существуют и другие подходы к пониманию процесса

---

[21] Понятие «фактор» включает два момента: его воздействие на изучаемый процесс и возможность числовой оценки этого воздействия. Однако, чаще всего, в указанных работах этот момент игнорируется. Это дает нам основания утверждать, что в литературе речь идет вовсе не о «факторах», а о механизмах, либо их частичных проявлениях.

[22] Соотношение понятий «способ» и «механизм» было нами дано в параграфе 1.2. «Способ» предусматривает организованную последовательность действий по достижению желаемого результата, а также вовсе не должен обеспечивать какой-либо процесс.

капитализации, которые по нашему мнению, обусловлены действием разнотипных механизмов, обеспечивающих этот процесс.

С другой стороны, в параграфе 1.1 уже отмечалось, что капитализация понимается либо как процесс, либо как статическая величина, характеризующая стоимость компании на какой-то конкретный момент времени. Исходя из этого, следует отделить те механизмы, которые осуществляют изменение капитализации, от механизмов определения величины показателя капитализации.

Предварительный анализ показал, что можно выделить два механизма определения величины капитализации компании: биржевой и оценочный.

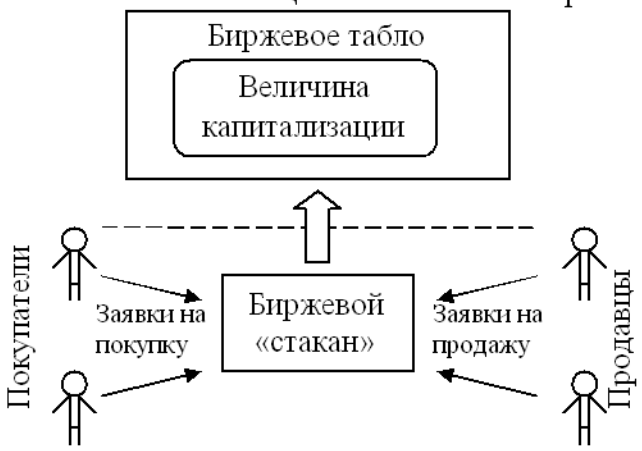

Рис. 2.6. Биржевой механизм определения величины капитализации компании[23]

В основу определения величины капитализации компании посредством биржевого механизма (рис. 2.6) положены действия торговцев на бирже (на рисунке обозначены фигурками «человечков»), которые выставляют заявки на покупку и продажу акций компаний. Параметры этих заявок (количество и цена покупаемых или продаваемых акций) фиксируются в так называемом «биржевом стакане»[24], а затем рыночной ценой признается та цена, по которой произошла последняя сделка (покупка или продажа).

---

[23] В дальнейшей работе при построении схем мы будем пользоваться следующими обозначениями:

– движение ресурсов для производства; – движение фин. инструментов;

– движение материальных ценностей (товаров, работ, услуг); – движение денег;

– действие; – финансовые институты и организации; – деньги;

– ресурсы для производства; – добавленная стоимость; – действующая позиция;

– финансовые инструменты; – величина капитализации;

– определение величины капитализации.

[24] «Биржевой стакан» представляет собой сводную таблицу неудовлетворенных заявок на покупку и продажу акций, ранжированную по уменьшению цены, содержащейся в заявке. Таким образом, вверху таблицы находятся неудовлетворенные заявки на продажу акций (по цене выше рыночной), а внизу таблицы – заявки на покупку акций (по цене ниже рыночной).

Расчетный механизм работает за счет действий профессионала-оценщика (на рисунке 2.7 обозначен фигуркой «человечка»), который, применяя специально разработанный формальный аппарат оценки стоимости компании, рассчитывает величину капитализации (стоимости) компании. Подробное описание каждого механизма будет дано нами позднее.

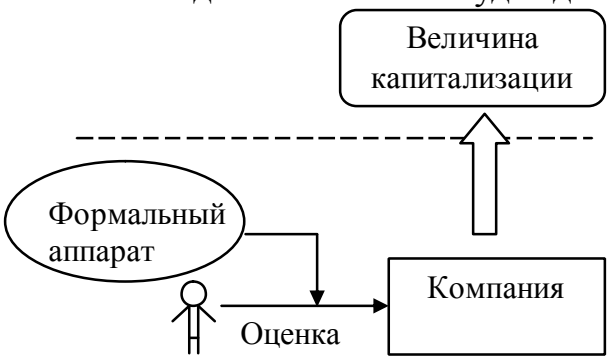

Рис. 2.7. Расчетный механизм определения величины капитализации компании

Среди основных механизмов, влияющих на изменение величины капитализации компаний, выделяются следующие: спекулятивный, брендовый, маркетинговый, экологический и информационный. Следует отметить, что это далеко не полный перечень типов механизмов изменения величины капитализации компаний и в дальнейших исследованиях он может быть дополнен

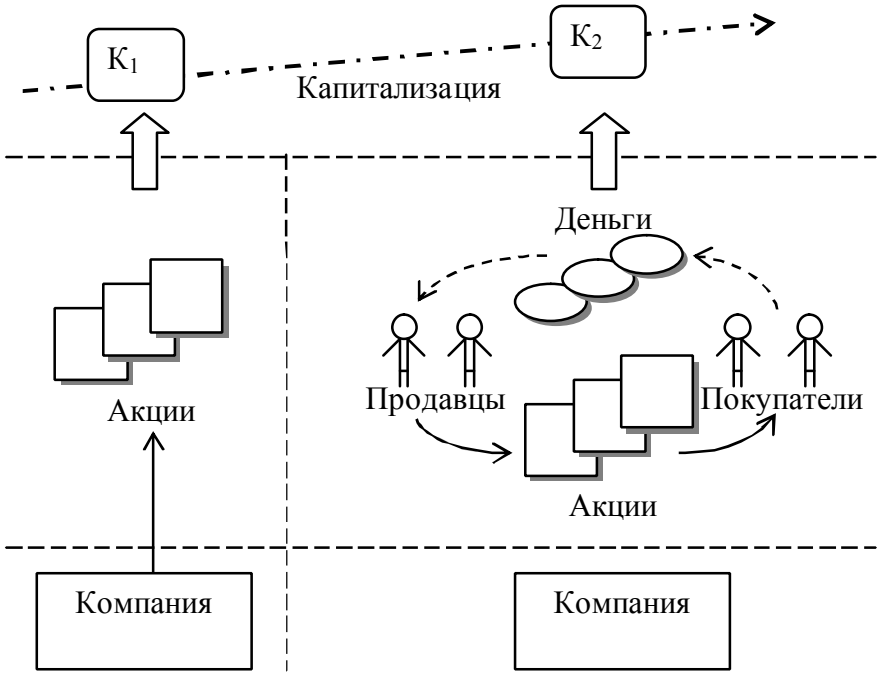

Рис. 2.8. Спекулятивный механизм изменения величины капитализации компании

В основу действия спекулятивного механизма (схематичная иллюстрация приведена на рис. 2.8) положены сделки с акциями на фондовом рынке. Если добиться роста спроса на акции, то величина капитализации компании будет расти, если же на бирже будет преобладать предложение, то величина капитализации снизится.

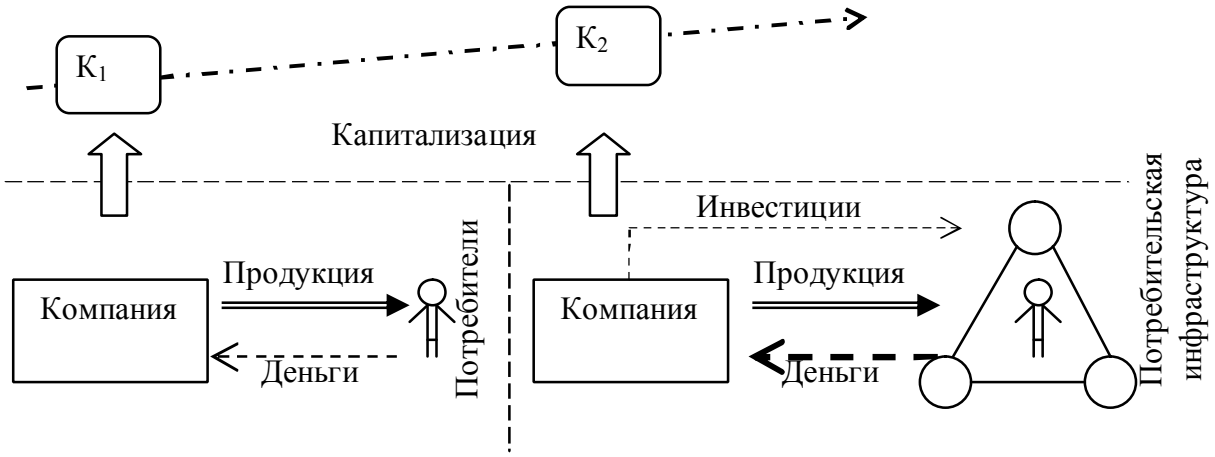

Рис. 2.9. Маркетинговый механизм изменения величины капитализации компании

На рисунке 2.9 изображен маркетинговый механизм роста стоимости (капитализации) компании. Он действует по принципу: «рост входящего денежного потока ведет к росту капитализации». Компания инвестирует деньги в потребительскую инфраструктуру, обеспечивая, таким образом, условия для роста продаж. Рост продаж ведет к росту чистого денежного потока, что, в свою очередь, отражается на величине капитализации компании.

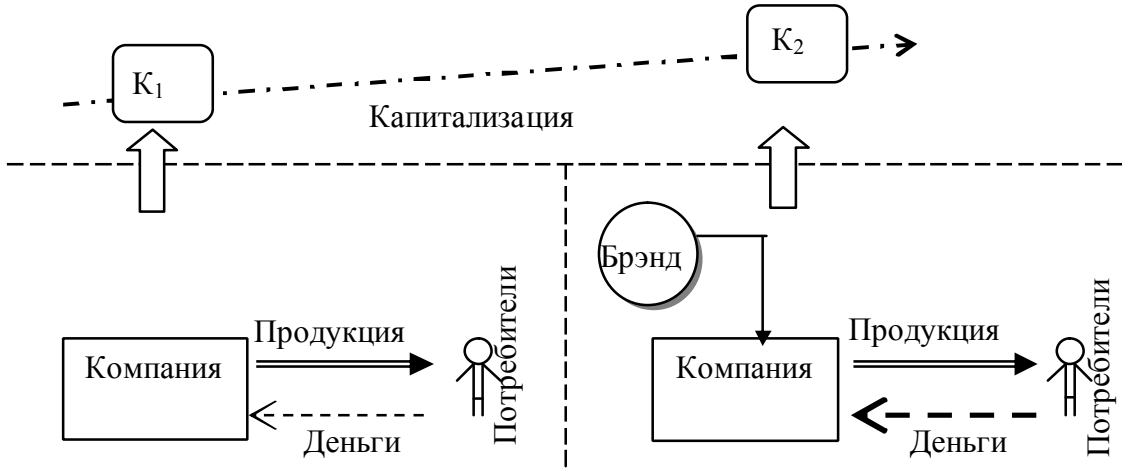

Рис. 2.10. Брэндовый механизм изменения величины капитализации компании

Третий механизм изменения величины капитализации компании изображен на рисунке 2.10. Его условное название «брэндовый механизм». Компания способна нарастить свою стоимость, если будет обладать (или

хотя бы иметь право пользования) узнаваемым брэндом – в этом суть действия данного механизма.

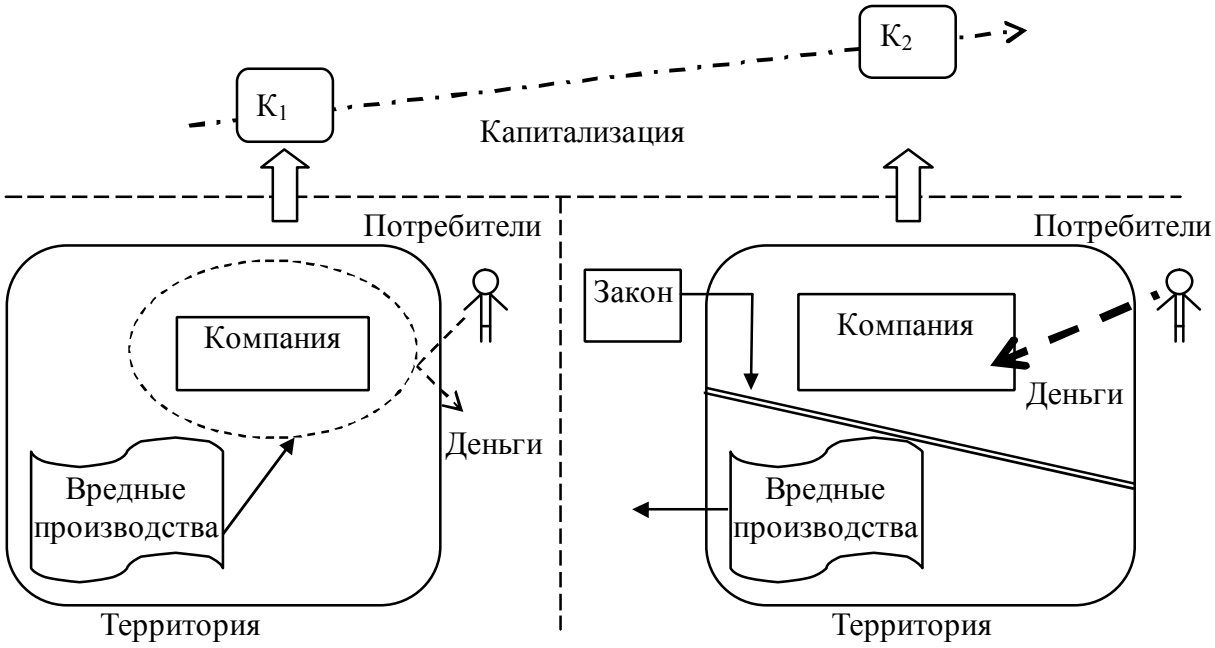

Рис. 2.11. Экологический механизм изменения величины капитализации компании

Четвертый механизм, о котором в современной литературе все чаще появляются упоминания, это механизм под условным названием «экологический». Действие его состоит в том, что законодательные запреты на вредные производства на отдельной территории могут привести к появлению на ней постиндустриальных бизнесов с последующим ростом их капитализации.

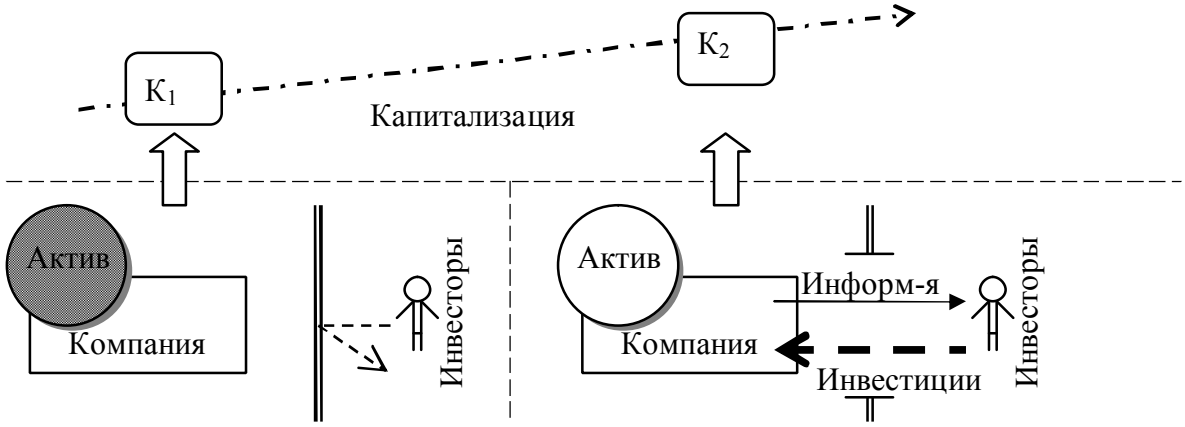

Рис. 2.12. Информационный механизм изменения величины капитализации компании

И последний, рассматриваемый в настоящей работе механизм изменения величины капитализации, условно назван нами «информационным» (рис. 2.12). Принцип действия данного механизма в том, что капитализация

компании возрастает в результате предоставления прозрачной и детальной отчетности компании, планов ее развития, любой существенной информации, касающейся интересов инвестора.

Приведенные механизмы изменения величины капитализации будут раскрыты подробнее далее по тексту.

Как уже было упомянуто выше, к финансовым механизмам определения величины капитализации компаний можно отнести два. Первый основан на биржевых сделках с акциями компании (назовем его «биржевой»), а второй связан с применением методов оценки стоимости бизнеса (назовем его «оценочный механизм»). Поскольку действие первого механизма нами будет рассмотрено в главе 3, остановимся подробнее на оценочном механизме определения капитализации компании.

Как было показано в параграфе 2.1, доля компаний, капитализация которых может быть оценена с помощью биржевого механизма, в России составляет не более 0,2%. Это значит, что подавляющее большинство российских компаний, которые желают определить величину своей капитализации, должны применять расчетный механизм. Определение величины капитализации расчетным путем базируется на предположении о том, что компания обладает некоторой собственной «внутренней», потенциальной стоимостью. Вот как, например, определяется рыночная стоимость в документах Американского общества оценщиков (American Society of Appraisers): «Это цена сделки, выраженная через денежный эквивалент, по которой собственность может быть передана гипотетическому заинтересованному покупателю от гипотетического заинтересованного продавца в условиях свободного рынка. Продавец и покупатель не находятся в обстоятельствах, принуждающих их к совершению сделки. Обе стороны обладают достаточным объемом знаний о значимых фактах» [88, с. 14]. Схожее определение рыночной стоимости приводится в российских законодательных актах: «Рыночная стоимость – это наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всех необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства» [5, ст. 3].

Очень важным в приведенных выше определениях является указание на «виртуальность» величины капитализации, полученной в результате оценки. Это является главным отличием расчетной капитализации от биржевой. Биржевая капитализация – это всегда величина, сложившаяся на основании реально свершившихся сделок купли-продажи акций. Расчетная величина капитализации – это лишь возможная цена, по которой может быть продана оцениваемая компания. Она может (но не обязана) являться

ориентиром при осуществлении купли-продажи всей компании или ее долей.

«Виртуальность» расчетной величины капитализации компании, полученной с помощью механизма оценки, приводит к тому, что таких величин может быть несколько. Если рыночная стоимость в практике оценки – это возможная цена продажи компании, то вот как определяется, например, инвестиционная стоимость: «Инвестиционная стоимость – цена бизнеса для индивидуального инвестора, основанная на индивидуальных инвестиционных требованиях и ожиданиях» [88, с. 14]. Оказывается, что расчетный механизм позволяет получать величину капитализации компании, которая будет отличаться для каждого инвестора, заинтересованного в покупке акций этой компании. Этот пример показывает кардинальное различие между данным механизмом и биржевым механизмом.

Традиционно в практике оценочной деятельности применяются три подхода к оценке, объединяющие в себе различные методы. Это затратный, доходный и сравнительный подходы.

Исторически первым способом является оценка предприятия как имущественного комплекса по затратам, понесенным на его создание. Такой способ оценки стоимости основан на затратной теории образования стоимости, которая берет свое начало с трудовой теории стоимости, и была наиболее полно описана К. Марксом.

Затратный подход, или оценка, основанная на активах, имела широкое применение на Западе в 50–60-х гг. XX века [113, с. 139]. Данный способ оценки стоимости компаний также применялся при проведении приватизации в России в начале 1990-х годов, когда стоимость приватизируемой компании определялась, исходя из балансовой стоимости ее активов.

Для определения стоимости компании затратным подходом используется информация о стоимости ее активов, полученная из бухгалтерских документов. Однако стоимость активов, которыми владеет компания, фиксируется бухгалтерским учетом с множественными допущениями. Так, например, балансовая стоимость основных средств считается за вычетом начисленной амортизации. Аналогичное основное средство на рынке может иметь совершенно другую стоимость. А дебиторская задолженность, даже если она нереальна к погашению, должна числиться в отчетности на протяжении трех лет. Поэтому рекомендуется корректировать бухгалтерскую стоимость активов с учетом стоимости аналогов на рынке, либо с учетом цены возможной продажи [113; 156].

В зависимости от целей определения стоимости компании, стоимость активов для применения затратного подхода может рассчитываться либо как цена возможной продажи этого актива на рынке, либо как рыночная цена аналогичных активов. В первом случае мы будем иметь дело с ликви-

дационной стоимостью предприятия, а во втором – со стоимостью предприятия, рассчитанной по методу чистых активов.

Главным недостатком такого способа определения стоимости является его ориентация на прошлые результаты деятельности компании. Предполагается, что предприятие либо вообще перестанет существовать (как в случае с определением ликвидационной стоимости), либо его стоимость зависит от структуры активов, сложившейся в прошлых периодах. Тем более, в расчет не берется эффективность использования активов предприятия, его возможности по созданию прибавочной (добавленной) стоимости этими активами.

В то же самое время, преимуществом затратного подхода является привязка капитализации компании к реальным ценностям, которыми обладает компания. Если каждый из активов, в соответствии с этим подходом, будет оцениваться не по величине затрат на его приобретение, а по величине возможных выгод его использования, то стоимость компании, определенная с помощью затратного подхода, будет соответствовать стоимости тех активов, которыми она обладает.

Альтернативным является другой подход к оценке капитализации компании, который связан с ориентацией на будущие выгоды. Он называется «доходным подходом» и основан на принципе, впервые сформулированном И. Фишером: «стоимость капитального актива равняется сумме текущих (приведенных) стоимостей всех будущих поступлений денежных потоков, порождаемых данным активом» [73, с. 64]. Для определения текущей стоимости денежного потока каждый его элемент следует продисконтировать.

В западной финансовой практике считается, что доходный подход наиболее точен в определении величины рыночной стоимости компании. Кроме того, инвестиционная стоимость компании определяется только с помощью доходного подхода.

Очень важным условием применения данного подхода является стабильное будущее компании, а также возможность спрогнозировать все денежные поступления, которые в будущем получит эта компания. Как отмечает в своей работе Т. Коупленд, при оценке стоимости бизнеса возникает проблема неопределенности продолжительности существования компании [56, с. 158]. Данную проблему предлагается решить составлением прогноза денежного потока на 100 лет. Но прогноз в столь обширном временном горизонте просто невозможен, поэтому стоимость компании, оцениваемую методом дисконтированных денежных потоков, разбивают на две части: стоимость компании в прогнозном периоде и стоимость компании по завершении прогнозного периода (или в постпрогнозном периоде). Предполагается, что в постпрогнозном периоде денежные потоки норма-

лизуются и будут возрастать с одинаковым темпом в течение бесконечно долгого времени. Это очень сильное предположение, которое резко ослабляет практичность оценки.

Прогнозирование денежных потоков осуществляется на основании существующих инвестиционных проектов или бизнес-планов компании, путем экстраполяции денежных потоков прошлых периодов на будущие. Важным является использование денежного потока, а не прибыли, в качестве показателя, характеризующего выгоды, приносимые компанией. Это связано с тем, что прибыль является бухгалтерским показателем, в силу чего имеет склонность к искажению под воздействием различных методик учета.

Особенности доходного подхода позволяют проиллюстрировать, почему для разных инвесторов величина капитализации компании может отличаться. Дело в том, что при расчете приведенной стоимости денежного потока, генерируемого компанией, ставка дисконтирования рассчитывается, исходя из индивидуальных представлений инвестора о темпах обесценения денег, об уровне альтернативной доходности и прочих условий. А различия в ставках дисконтирования приводят к тому, что приведенная стоимость одного и того же денежного потока для разных инвесторов будет отличаться. Именно этим объясняется разная готовность инвесторов вкладывать свои деньги в приобретение акций компании на бирже.

Довлеющее положение биржевого механизма расчета величины капитализации компании привело к тому, что в практике оценки появился и третий подход, который ориентирован на биржевые котировки. Он называется «сравнительным подходом». Его применение основано на том, что в условиях идеального рынка стоимость двух одинаковых компаний не должна различаться. Поэтому, чтобы оценить стоимость компании, нужно собрать информацию о капитализации компаний-аналогов, величины которых были определены в результате совершившихся сделок. Сделки эти могут быть связаны как с куплей-продажей акций на фондовой бирже, так и с продажей аналогичных компаний целиком.

Сравнительный подход исходит из предположения, что стоимость компаний оценивается рынком. Никакого различия в величинах капитализации одинаковых компаний не должно быть. Но если акции одной компании пользуются повышенным спекулятивным спросом, то на бирже ее капитализация будет больше, чем аналогичной компании с меньшим спросом на акции. Поэтому сравнительный подход позволяет получить некоторую усредненную величину капитализации компании, если бы ее акции обращались на бирже.

Таким образом, мы выяснили, что в практике существует два механизма, с помощью которых можно выявить величину капитализации ком-

пании: биржевой и оценочный. При этом первый построен на действиях спекулянтов по покупке и продаже акций, обращающихся на бирже, а второй рассчитывает потенциальную величину капитализации компании, которая может быть реализована только в случае проведения сделки купли-продажи компании или ее доли.

Встречаются примеры, когда на практике используются оба механизма выявления величины капитализации компании. Такое бывает в случае, если биржевой торговец принимает решение о вложении в акции компании на основании фундаментального анализа. При этом он сам использует оценочный механизм для определения инвестиционной стоимости компании, величина которой будет зависеть от его индивидуальных требований. Если полученная величина расчетной капитализации компании будет выше, чем та, которую установил биржевой механизм, то такой торговец будет вкладывать деньги в акции. Если же наоборот, расчетная величина капитализации оказалась ниже той величины, которая была получена в ходе биржевых торгов, то инвестор откажется от покупки этой акции.

Существует механизм перехода от одного способа расчета величины капитализации к другому. Это размещение акций компании на бирже, называемое IPO[25]. Несмотря на многообразие подходов к определению IPO, на наш взгляд, принципиальным здесь является как раз переход от механизма расчета капитализации только посредством оценки к биржевому механизму. Однако и IPO может быть двух типов: размещение дополнительной эмиссии акций на бирже либо размещение пакета акций, принадлежащего действующим акционерам (PPO и SPO).

PPO включает действие двух механизмов. Наряду с вышеозначенным переходом к биржевой оценке, посредством PPO происходит наращивание капитализации компании за счет привлечения дополнительного капитала. Поэтому PPO можно также относить и к механизмам, обеспечивающим процесс изменения капитализации компании.

Напротив, SPO по отношению к процессу капитализации является исключительно средством для использования компанией биржевого механизма выявления величины капитализации. Поскольку вырученные от SPO деньги достаются только акционерам, увеличения капитала компании не

[25] IPO – initial public offering (англ. – первичное публичное предложение). В литературе нет четкого понятия того, какие именно размещения акций на бирже относятся к IPO, а какие нет. Во-первых, к IPO относят всевозможные виды предложения акций широкому кругу лиц – прямые публичные размещения акций, минуя организованный рынок (Direct Public Offering, DPO), частные размещения (Private offering, PO), первичные публичные размещения акций нового выпуска (Primary Public Offering, PPO), вторичные публичные предложения акций, находящихся в собственности уже существующих акционеров (Secondary Public Offering, SPO) и дополнительная эмиссия акций компании, уже прошедшей листинг на бирже (follow-on). Во-вторых, к IPO относят лишь первоначальные публичные предложения, когда акции компании впервые предлагаются широкому кругу лиц – PPO, SPO и DPO. Наконец, третья группа авторов относят к IPO лишь те случаи, когда акции впервые предлагаются к публичному размещению – PPO и DPO [10, с. 38-39].

происходит. Напротив, капитализация такой компании может упасть, если спекулянты решат, что действующие акционеры продали акции из-за неудовлетворительного положения дел в компании [167, с. 11].

Итак, посредством механизма IPO компания может осуществить два процесса:

– включение компании в действие биржевого механизма определения величины капитализации и спекулятивного механизма изменения величины капитализации;

– влияние на величину капитализации путем наращивания капитала, либо путем воздействия на ожидания биржевых спекулянтов.

Показателен пример компании «Нутринвестхолдинг», которая 28 февраля 2007 года провела IPO, а затем решила провести добровольный делистинг, т.е. снятие акций с биржевых торгов. Руководство компании мотивировало это тем, что «цена акций российских компаний не связана с фундаментальными показателями их деятельности, что делает невозможной справедливую оценку стоимости бизнеса на основании рыночных котировок» [24]. Приведенный пример явно показывает различие в действиях двух механизмов оценки капитализации, а также то, что проведение IPO может обернуться негативными последствиями для компании.

Рассмотрим, как изменялась величина капитализации компаний, которые первыми в России провели IPO (табл. 2.21).

Таблица 2.21

Изменение величины капитализации компании после проведения IPO

Компания	Дата IPO	Капитализация					Доля акций нового выпуска, %
		до IPO, млн. долл	После IPO		на 1.12.2005		
			млн. долл.	Изм-е в %, +/-	млн. долл.	Изм-е в %, +/-	
«ВымпелКом»	15.11.1996	450	630	40,0	9298	1966,2	100
«Голден Телеком»	30.09.1999	550	411	-25,3	986,9	79,4	100
«Мобильные ТелеСистемы»	30.06.2000	2000	2100	5,0	14141	607,1	100
«Вимм-Билль-Данн»	08.02.2002	814	828,4	1,8	862,4	5,9	70,40
«РосБизнес Консалтинг»	18.04.2002	75	83	10,7	730,3	873,7	100
«Аптечная сеть 36,6»	29.01.2003	88	72	-18,2	204	131,8	0
«Иркут»	26.03.2004	500	522	4,4	566	13,2	43
«Калина»	28.04.2004	150	160	6,7	373,5	149,0	50
«Мечел»	29.10.2004	2700	2900	7,4	3999	48,1	80

Продолжение таблицы 2.21

Компания	Дата IPO	Капитализация					Доля акций нового выпуска, %
		до IPO, млн. долл	После IPO		на 1.12.2005		
			млн. долл.	Изм-е в %, +/-	млн. долл.	Изм-е в %, +/-	
«Седьмой континент»	12.11.2004	595	621	4,4	1710	187,4	100
«Открытые инвестиции»	16.11.2004	-	178,6	-	341,1	-	100
АФК «Система»	09.02.2005	9400	8200	-12,8	10591	12,7	84,60
«Лебедянский»	11.03.2005	720	760	5,6	1282	78,1	100
«Пава»	22.03.2005	80	80	0,0	70,1	-12,4	50
«Северсталь-авто»	22.04.2005	470	450	-4,3	514,6	9,5	0
«Пятерочка»	06.05.2005	1900	1991	4,8	3523	85,4	0
«Евраз Групп»	02.06.2005	4700	5100	8,5	6015	28,0	100
Rambler Media	15.06.2005	1900	153,5	-91,9	220,9	-88,4	77
«Новатэк»	21.07.2005	4700	5496	16,9	7105	51,2	0
Urals Energy	04.08.2005	256	356	39,1	225,8	-11,8	100

Источник: Составлено автором на основе [93; 94; 107; 168].

Как видно из таблицы 2.21, само по себе IPO еще не является причиной повышения капитализации компании. Более того, для компаний, размещавших лишь акции, принадлежавшие акционерам, без дополнительной эмиссии (таких, как «Аптечная сеть 36,6», Северсталь-авто), капитализация после выхода на биржу снизилась. В качестве причин подобного «поведения» стоимости в литературе отмечается, что «компании, стоимость которых не возросла, на самом деле к моменту выхода на фондовый рынок уже обрели свою действительную капитализацию, и рынок IPO просто подтвердил справедливость такой оценки» [29, с. 233].

На наш взгляд, снижение капитализации компаний, которые проводили IPO в форме SPO (размещения акций действующих акционеров) как раз и произошло из-за негативных настроений спекулянтов на бирже. Спекулянты могут просто опасаться того, что акционеры, продающие свои акции, ожидают неблагоприятного положения дел в компании.

На практике для разграничения различных механизмов, влияющих на процесс капитализации, организуется множество барьеров между ними. При проведении IPO компании накладывают ограничения на операции с акциями, чтобы оградить на начальном этапе капитализацию от воздействия биржевых спекуляций. «Фондовые биржи обязаны следить и всячески

ограничивать любые возможности манипулирования ценами… В результате таких действий (перекрестных сделок, в ходе которых «длинные» и «короткие» позиции открываются на счетах одного и того же участника торгов – Д.А.) может сформироваться ложная ликвидность» [там же, с. 218]. Приведенная цитата подчеркивает, что акции, впервые размещенные на бирже, защищаются с помощью различных средств от спекулятивного воздействия на их стоимость.

Для защиты от спекулятивного сброса акций также используется так называемое «штрафное предложение» (penalty bid) – штраф, налагаемый на брокеров андеррайтером[26], если они возвращают проданные акции.

Кроме того, андеррайтер первое время (обычно 20 дней) должен обеспечивать ликвидность акций на рынке и осуществлять ценовую стабилизацию. Это также является вмешательством в «рыночное оценивание» стоимости компании, т.е. предотвращением спекуляций с новыми акциями.

В отчете компании PBN Company на 1 декабря 2005 года, данные которого приведены в таблице 2.21, видно, что капитализация большинства компаний, проводивших IPO, значительно возросла. Причем, чем больший период прошел с момента первичного размещения, тем выше прирост величины капитализации. Это значит, что акции после снятия ограничений были вовлечены в механизм спекуляции, который и «разогнал» рост стоимости этих компаний во много раз.

Вернемся назад, где нами дано разграничение механизмов **определения величины** капитализации и механизмов **изменения этой величины**. Теперь настало время рассмотреть вторую группу механизмов, которые обеспечивают **процесс изменения** капитализации компании. Механизмы первой и второй группы находятся в тесной связи между собой.

Для тех компаний, капитализация которых может быть определена с помощью биржевого механизма, изменение стоимости может осуществляться посредством воздействия на спрос и предложение на акции этих компаний. Во-первых, можно целенаправленно создавать спрос на акции компании, повышая тем самым котировки акций и величину капитализации компании. Это механизм биржевых спекуляций, который будет рассмотрен нами в главе 3. Во-вторых, возможно влияние на рыночную капитализацию компании посредством воздействия на ожидания спекулянтов. Выше мы отмечали, что на основе индивидуальной оценки стоимости компании спекулянты могут принимать разные решения о вложениях в акции. Соответственно, если повлиять на те факторы, от которых зависит

[26] Андеррайтер (от англ. Underwriter) – юридическое лицо, руководящее процессом выпуска и распределения ценных бумаг. Обычно является первым покупателем ценных бумаг, а затем производит реализацию ценных бумаг на вторичном рынке широкому кругу инвесторов.

рассчитанная для них инвестиционная стоимость компании, то можно влиять на спрос и предложение на бирже.

Разницу между этими механизмами хорошо иллюстрирует следующее суждение: «Цена акций зависит от многих факторов, помимо усилий менеджеров. На отрезках времени от одного до трех лет…на ценовую динамику неизбежно влияет состояние рынка в целом или отраслевого сектора, где действует компания» [56, с. 73]. Приведенная цитата свидетельствует, что изменение капитализации компании может осуществляться не только за счет механизма, связывающего стоимость компании с ее денежным потоком, но и за счет спекулятивной игры на бирже.

Величина капитализации, которую мы получаем при использовании доходного подхода, зависит от двух факторов: от величины прогнозируемых денежных потоков компании и от заданной ставки дисконтирования. Разные способы воздействия на эти факторы скрывают за собой разные механизмы изменения капитализации компании.

Получившая популярность в конце XX века концепция нематериальных форм капитала привела к появлению отдельного механизма изменения капитализации компании. В настоящее время считается, что прибыль, получаемая компанией, зависит не только от набора материальных средств производства, но и от компетенции менеджмента, от уровня корпоративной культуры, от квалификации работников и т.п. К числу нематериальных активов относятся, кроме прочих, так называемые «маркетинговые активы». В соответствующей литературе к ним относят знание фирмой рынка, торговые марки, лояльность потребителей и стратегические отношения с партнерами по каналам распределения [37, с. 63].

Одним из наиболее явных маркетинговых активов компании является бренд, который относят к одному из видов торговых марок [69, с. 17; 79]. В исследовании «Global 500» компании Brand Finance приведены данные о стоимости 500 самых дорогих брендов мира. В таблице 2.22 содержится информация из этого отчета, касающаяся российских компаний, попавших в представленный рейтинг.

Таблица 2.22

Российские компании с самыми дорогими брендами

Компания	2009			2008		
	Стоимость бренда, млн.долл	Капитализация, млн.долл.	Доля бренда в капитализации, %	Стоимость бренда, млн.долл	Капитализация, млн.долл.	Доля бренда в капитализации, %
Сбербанк	4531	19616	23,1	3418	88938	3,8
Газпром	2441	123236	2,0	3101	293374	1,1
Билайн	2335	14645	15,9	н/д	н/д	н/д

Продолжение таблицы 2.22

Компания	2009			2008		
	Стоимость бренда, млн.долл	Капитализация, млн.долл.	Доля бренда в капитализации, %	Стоимость бренда, млн.долл	Капитализация, млн.долл.	Доля бренда в капитализации, %
МТС	1525	9987	15,3	2786	40645	6,9
Роснефть	1477	55992	2,6	2111	109226	1,9
ВТБ	1329	7943	16,7	н/д	н/д	н/д

Источник: составлено автором на основе [164].

Как видно, среди российских компаний бренд занимает наибольший удельный вес в стоимости банков и телекоммуникационных компаний, формируя от 23,1% (Сбербанк) до 15,3% (МТС) капитализации. А вот достаточно дорогие бренды нефтегазовых компаний имеют небольшой вклад в процесс роста капитализации. При этом если рассмотреть динамику за два года, то доля стоимости бренда в капитализации компаний возрастает, но лишь за счет сильного падения рыночной стоимости компаний. Это значит, что дорогой бренд еще не является гарантией устойчивого роста капитализации компании, акции которой обращаются на бирже.

Инвестирование компании в изучение рынка, потребностей покупателей, формирование положительной деловой репутации, узнаваемого бренда и т.п., в конечном счете, осуществляется ради одной цели: увеличения объема продаж и, как следствие, повышения прибыльности компании и роста чистого денежного потока. В соответствии с оценочным механизмом расчета капитализации, если возрастает величина денежного потока компании, это позволяет экстраполировать этот рост на прогнозные показатели, что приведет к росту величины капитализации компании, полученной в результате оценки. Как показано в таблице 2.22, механизм роста капитализации за счет маркетинговых активов слабо связан с механизмом биржевого определения капитализации.

С маркетинговым механизмом тесно связан брэндовый механизм изменения величины капитализации компании. Если в маркетинговом механизме брэнд является нематериальным активом, способствующим расширению объема продаж компании, то брэндовый механизм связан с таким понятием как «франчайзинг». В упрощенном смысле франчайзинг – это «аренда» торговой марки или брэнда. Франчайзи (компания, получающая права на использование брэнда) уплачивает франчайзеру (компании, владеющей правом на брэнд) фиксированные суммы денег, а взамен получает возможность пользоваться уже готовым, «раскрученным» и узнаваемым среди потребителей брэндом. За счет экономии денег компания-франчайзи

получает рост собственной стоимости по сравнению с аналогичными компаниями, у которых нет права использования известного брэнда.

Экологический механизм изменения капитализации больше связан с понятием «капитализация региона» [см. 9; 14; 89]. Действие этого механизма можно показать на следующем примере. С середины XX века на шельфе Мексиканского залива США было открыто и разведано большое количество месторождений нефти и природного газа. В 1981 году Конгресс США ввел запрет на добычу нефти и газа более чем на 80% побережья США (в это число не попало только побережье Аляски и части Мексиканского залива) для исключения загрязнений прибрежных территорий. Причиной послужила утечка в 1969 году более 80 тыс. баррелей нефти, которые покрыли побережье на протяжении 40 миль.

Введенный законодательный запрет привел к стремительному развитию рекреационных, туристических и развлекательных бизнесов на всех территориях, которых он коснулся. По сути, данный запрет создал условия для долговременного существования подобных бизнесов, свободной от неблагоприятных угроз [38; 120].

Схожие предложения в последнее время звучат и относительно капитализации территории, прилегающей к озеру Байкал. Возможности привлечения капитала ослабляются неблагоприятной экологической ситуацией, связанной с работой индустриальных предприятий городов Ангарск и Шелехов, а также Байкальского ЦБК. Приток стоимости в туристическую отрасль, а, следовательно, рост ее капитализации, невозможен без создания соответствующих условий в виде законодательных запретов на вредные производства на данной территории [9, с. 16].

Информационный механизм изменения величины капитализации действует на основе повышения прозрачности деятельности компании. Если инвесторы уверены в стабильном развитии компании, если они знают каких действий ожидать от менеджмента компании, то стоимость компании станет повышаться вследствие того, что инвесторы будут более охотно вкладывать капитал в компанию, и при этом задавать меньшие требования к доходности вследствие меньшего риска инвестирования.

Компания в рамках этого механизма может влиять на величину своей капитализации за счет повышения прозрачности своей деятельности, публикации достоверной и детальной бухгалтерской отчетности, разработки документов, регламентирующих стратегическое развитие компании и т.д. На основе подобной информации инвесторы получают возможность заранее прогнозировать перспективы компании и будут готовы покупать акции или доли компании по более высокой стоимости, нежели аналогичной компании с закрытой отчетностью и отсутствием четких планов развития [31; 61, с. 31-32].

Так или иначе, если компания не наладит нормального производства, наличие маркетинговых активов или повышение прозрачности деятельности не обеспечит ей роста капитализации. Поэтому компания должна стремиться, в первую очередь, к высокой эффективности производства, к созданию конкурентоспособной и качественной продукции, что, вкупе с грамотным маркетингом, является залогом будущего роста капитализации компании. Финансовый механизм изменения капитализации компании, основанный на производстве потребительских благ (товаров, работ, услуг) будем называть «финансовым механизмом фундаментальной капитализации»[27]. Авторские предложения по возможному принципиальному устройству такого механизма будут даны в 3 главе настоящей монографии.

В заключение отметим, что изменение величины капитализации может быть обеспечено не только финансовыми механизмами. Так, из выделенных в параграфе механизмов, к финансовым относятся только спекулятивный и информационный механизмы: действие первого связано с движением финансовых инструментов, а второго – с деятельностью компании по составлению и публикации финансовой отчетности.

Итак, в результате проведенного в данном параграфе анализа, можно выделить следующие механизмы, которые могут лежать в основе процесса капитализации компании:

1. Механизмы определения величины капитализации:
   – Биржевой механизм;
   – Оценочный механизм.
2. Механизм перехода между оценочным и биржевым механизмами определения величины капитализации – IPO;
3. Механизмы, обеспечивающие процесс изменения капитализации:
   – Спекулятивный механизм;
   – Маркетинговый механизм;
   – Брэндовый механизм;
   – Экологический механизм;
   – Информационный механизм;
   – Механизм фундаментальной капитализации.

На основе данного разделения механизмов можно сделать вывод, что для обеспечения процесса капитализации с заданными требованиями можно спроектировать новый финансовый механизм, что и будет сделано в следующей главе.

---

[27] Термин «фундаментальная капитализация» в настоящей работе предлагается использовать по аналогии с термином «фундаментальной (или внутренней) стоимости», который употребляется в дисциплинах «Оценка стоимости бизнеса» и «Фундаментальный анализ». Величина фундаментальной стоимости компании рассчитывается с учетом производственных показателей компании, возможностей получения денежных потоков, спроса на производимую продукцию, аналогично тому, как и фундаментальная капитализация обеспечивается производством компанией потребительских благ (товаров, работ, услуг).

3. МЕТОДИЧЕСКИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ФОРМИРОВАНИЮ ФИНАНСОВОГО МЕХАНИЗМА ФУНДАМЕНТАЛЬНОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИЙ

3.1. Выделение функциональных элементов биржевого и спекулятивного финансовых механизмов капитализации компаний

Объяснить динамику капитализации российских компаний, приведенную в главе 2 можно, лишь выявив механизм, который осуществляет этот процесс. Но прежде следует обратить внимание на механизм установления котировок акций, который действует на фондовой бирже (биржевой механизм определения величины капитализации), поскольку именно его работа заложена в основу ныне действующего механизма изменения капитализации компаний (спекулятивного механизма).

На наш взгляд, механизм установления цены акции в ходе биржевых торгов является попыткой реализации идеального представления о том, что цена любого товара должна зависеть от спроса и предложения на него.

В соответствии со статьей 12 федерального закона «О рынке ценных бумаг» торги на бирже осуществляются специализированными финансовыми институтами (профессиональными участниками рынка ценных бумаг): брокерами, дилерами, доверительными управляющими и Центральным банком Российской Федерации. Все остальные лица могут совершать сделки только при посредничестве брокеров [3]. Количество участников торгов на фондовой бирже ограничено. К ним предъявляются жесткие требования по величине капитала, квалификации сотрудников и т.п., поскольку от них зависит весь процесс торговли на бирже. Если брокер совершит ошибочную операцию, то в результате его клиент может лишиться своих денег.

Процесс торговли начинается с того, что клиенты подают поручения на покупку либо продажу акций своим брокерам. Поручение должно содержать такие реквизиты как:

– наименование эмитента;
– количество акций;
– цену исполнения;
– срок действия поручения;
– биржу, на которой следует исполнить поручение
– и другие менее значимые реквизиты [133, с. 52-54].

Все поручения можно разделить по указываемой в них цене:

1. Нелимитированные поручения – это такие поручения, которые должны быть исполнены по наилучшей из существующих цен: наименьшей для поручения на покупку, и наибольшей для поручения на продажу.

2. Лимитированные поручения содержат ограничение на цену исполнения. Такие заявки исполняются либо по указанной в них цене, либо по наиболее благоприятной. Следовательно, заявки на покупку акций будут удовлетворяться не выше указанной цены (если брокер купит акции дешевле, чем указано в поручении, то это благоприятно для клиента), а заявки на продажу – не ниже указанной цены (если брокер продаст акции дороже, чем указано в поручении, то это благоприятно для клиента).

3. Существуют еще так называемые «стоп-приказы» – поручения, в которых указывается, что акции следует купить или продать при достижении ими указанной цены.

До того, как биржевая торговля была автоматизирована, брокеры передавали поручения биржевому маклеру. На сегодняшний день схожую функцию выполняет так называемый «биржевой стакан» – электронная таблица, содержащая все неисполненные на текущий момент поручения на покупку или продажу акций.

До автоматизации торговли функция маклера заключалась в сборе всех поручений на покупку и продажу от брокеров и в дальнейшем установлении на их основе рыночной цены акций, по которой и будут исполняться поручения. Все поступившие поручения заносились маклером в единую таблицу, которая имеет следующий вид (табл. 3.1).

Таблица 3.1

Пример составления маклерской книжки

Спрос (покупка)			Предложение (продажа)		
Количество	Цена, руб.	Накопительным итогом	Количество	Цена, руб.	Накопительным итогом
36 шт.	По «низшей цене»		48 шт.	«по высшей цене»	
-	По 277	(36)	-	По 270	(48)
6 шт.	По 276	(42)	-	По 271	(48)
30 шт.	По 275	(72)	16 шт.	По 272	(64)
18 шт.	По 274	(90)	66 шт.	По 273	(130)
40 шт.	По 273	(130)	14 шт.	По 274	(144)
20 шт.	По 272	(150)	12 шт.	По 275	(156)
-	По 271	(150)	-	По 276	(156)
12 шт.	По 270	(162)	2 шт.	По 277	(158)

Источник: Составлено на основе [133, с. 56]

Заявки на покупку располагаются по убыванию указанной в них цены, а заявки на продажу – наоборот, по возрастанию. В скобках дается общий спрос или общее предложение по приведенному лимиту. Например, по 276 рублей могут купить не только 6 акций, в поручении на которые указана эта цена, но и 36 акций, для которых подано нелимитированное поручение. Аналогично и для продажи – цена в 273 рубля будет удовлетворять не только тех клиентов, которые указали ее в поручениях на покупку 66 ак-

ций, но и клиентов, пожелавших продать акции за меньшую цену (272 руб.) или по наилучшей цене (48 штук в нелимитированной заявке).

Задача маклера состоит в определении такой цены, при которой бы удовлетворялось наибольшее число поручений, как на покупку, так и на продажу. Из таблицы 3.1 видно, что по цене 273 руб. можно купить и продать одинаковое количество акций. Эта цена и объявляется курсом акции, по ней исполняются все поручения, находящиеся в таблице выше, а остальные заявки остаются неисполненными. Клиенты, чьи поручения оказались неисполненными, могут передать брокерам новые поручения по установленному курсу, либо дожидаться исполнения по ранее заданной цене.

Цена, при которой осуществляется наибольший объем сделок, называется «единым курсом акции». В приведенном примере единый курс – 273 руб.

Допустим, что после сопоставления собранных поручений маклер получает еще одно поручение на покупку 54 акций по цене 274 руб. В этом случае общее количество акций, которые можно купить по цене 274 руб. возрастет с 90 до 144 шт. Эта величина соответствует количеству акций, которые могут быть проданы по цене 274 руб. Таким образом, курс меняется с 273 до 274 руб. Следовательно, если на бирже происходит увеличение объема поручений на покупку акций (по которым может фактически свершиться сделка), то курс (рыночная цена) акции начинает расти. Очевидно, что если бы было выставлено предложение о покупке любого числа акций по цене 272 руб., то такое предложение никак не отразилось бы на курсе. Значит, главным условием роста курса является выставление таких заявок на покупку акций, по которым может произойти сделка.

В случае же, если вместо поручения на покупку будет выставлено дополнительное поручение на продажу 86 акций по 272 руб., то курс выровняется на отметке 272 руб. – по этой цене смогут быть удовлетворены поручения объемом 150 акций. Значит, если на бирже происходит увеличение объема поручений на продажу акций, которые реальны к исполнению (по которым может произойти сделка), то цена на акции начинает снижаться.

Приведенный способ ценообразования на акции, является, по сути, аукционом. С автоматизацией биржевой торговли функциональное место маклерской книжки занял «биржевой стакан», на основании которого теперь и происходит установление котировок.

После удовлетворения поручений по цене 273 данные таблицы 3.1 примут следующий вид (табл. 3.2). В этом случае слева располагаются поручения на продажу, а ниже и справа – поручения на покупку. Все поручения расположены в порядке убывания цены. В настоящее время именно

так выглядит «биржевой стакан» – таблица, содержащая сведения о неисполненных заявках.

Таблица 3.2

Пример «биржевого стакана»

Продажа	Цена, руб.	Покупка
2 шт.	277	
12 шт.	275	
14 шт.	274	
	272	20 шт.
	270	12 шт.

На современных биржах заключение сделок происходит мгновенно – функциональное место маклера теперь занимают компьютеры, которым для обработки информации требуется не целый день, а доли секунды. Ценообразование на акции, таким образом, происходит непрерывно, а не раз в день. В этом случае, определяющим, как раз, и становится инструмент, метафорично называемый «биржевым стаканом». Но принцип ценообразования остается тем же. Если в ситуации, приведенной в табл. 3.2, появится торговец, желающий осуществить сделку по покупке акций, то ему придется установить в поручении цену не ниже 274 руб. Если же кто-либо решит продать акции, то он может просить цену не выше 272 руб. В противном случае их заявки также попадут в «стакан» и не будут исполнены, пока не появится кто-либо, согласный с предложенными условиями. И здесь работает тот же механизм – если выставляется поручение о покупке, которое приводит к совершению сделки, то курс акций возрастет. Если же будет выставлено поручение на продажу акций, которое сразу же будет исполнено, то курс акций снизится.

Следует отметить, что при реальной биржевой торговле разница в цене может составлять и не целую величину. Однако, в любом случае, минимальный шаг цены устанавливается нормативными документами биржи и называется «тик»[28]. Чем меньше тик, тем менее существенные воздействия могут оказать на цену акции новые поручения на покупку или продажу акций.

Обязательным в механизме определения цены акции является биржевое табло. Последнее выполняет двоякую функцию: с одной стороны, оно информирует всех участников о результатах сделок, произошедших на бирже (последняя цена сделки, лучшая цена спроса и лучшая цена предложения, цена открытия и т.п.), а с другой, является стандартным механизмом рефлексивного управления действиями всех (в т.ч. внебиржевых) торговцев [99, с. 2]. Сама по себе информация о ценах, выводящаяся на биржевое табло, не имеет большого значения. Существенно важнее их дина-

[28] Термин является заимствованным из английского языка, где минимальный шаг цены называется «tick».

мика. Она является отражением тех действий, которые происходят на бирже, а значит – регулятором активности биржевых торговцев. Снижение цены говорит им о необходимости продавать акции (либо открывать «короткие позиции»), а рост, соответственно, о необходимости покупать (либо закрывать «короткие позиции»). За счет этого механизма происходит организация всего рынка.

Рассмотренный выше механизм позволяет объяснить, как определяется рыночная цена акции, но не проясняет вопроса, в результате каких действий она изменяется.

В трудах западных экономистов существует множество теорий, объясняющих движение рыночных цен на акции. Все их объединяет одно: эти теории ищут закономерности изменения цен, не пытаясь раскрыть механизм таких изменений[29].

Дальнейшее описание финансового механизма, за счет которого происходит изменение биржевых котировок (цен) на акции, приводимое нами ниже, является авторским обобщением и схематизацией идей, сформулированных в работах К.С. Царихина, С.В. Чернышева, С.В. Попова и других авторов [97; 138; 139; 141; 142].

Рынок акций обладает одним очень важным свойством, которое отличает его от множества других финансовых рынков. Свойство это заключается в том, что количество акций, участвующих в торгах, является ограниченной величиной. Если возникает необходимость, количество акций не может быть увеличено за достаточно короткий срок, как это, например, возможно на валютном рынке. Единственный способ увеличить количество акций компании на бирже – провести их публичное размещение. То есть количество акций компаний на бирже – практически постоянная величина.

---

[29] Наиболее популярной из них является «теория эффективного рынка», предложенная Юджином Фама в 1965 году. В соответствии с теорией эффективного рынка, цены на акции формируются только после полного анализа рыночными игроками всей имеющейся на данный момент информации. При этом, рыночные цены акций абсолютно справедливы и находятся в равновесном состоянии, так что изменить их может лишь новая информация, поступающая на рынок. Теория эффективного рынка строится на следующих допущениях. Во-первых, все инвесторы обладают одинаковой информацией и принимают на ее основе рациональные решения. Во-вторых, рынок не имеет памяти, это значит, что информация прошлого не должна влиять на цену акций в будущем. В-третьих, любая поступающая на рынок информация должна сразу же быть учтена в ценах акций. И, в-четвертых, любой актив можно охарактеризовать с позиции ожидаемой доходности и риска.

Очевидно, что на практике подобная теория потребовала ряда корректировок, поскольку не учитывала, например, владения торговцами инсайдерской информацией или принятия нерациональных решений на рынке. В этой связи появились так называемые «теория катастроф», «теория шума» и «теория когерентного рынка», попытавшиеся учесть все нестыкующиеся с практикой положения теории эффективного рынка.

Совершенно особую теорию ценообразования на фондовом рынке предложил Джордж Сорос в своей работе «Алхимия финансов». Эта теория получила название «теории рефлексивности рынка». Ее основное положение исходит из того, что ожидания, присутствующие у торговцев на рынке, направляют их действия, что, в конечном счете, приводит к реализации этих ожиданий, например в виде конкретных величин котировок акций.

Для того, чтобы эти акции могли свободно торговаться, на бирже должна быть соответствующая масса денег. Она складывается из денег биржевых торговцев, которые открывают свои счета в расчетном центре биржи. Так, например, у ММВБ существует подразделение – Расчетная Палата, в которой открывают счета все зарегистрированные на бирже участники. В свою очередь, Расчетная Палата имеет корреспондентский счет в Центральном банке, на котором и хранятся деньги биржевых торговцев [101; 138, с. 229].

В процессе биржевых торгов акции и деньги обращаются, постоянно сменяя своих держателей. Особо ликвидные акции за один торговый день могут несколько раз изменить своего собственника. В случае, если ни количество акций, ни количество денег в обращении на бирже не изменяется, то наблюдается своеобразный баланс. При этом любой игрок, купивший акции, всегда может вернуть свои деньги, совершив обратную сделку по продаже ценных бумаг. Это возможно, если количество денег в обращении не уменьшается. При таких условиях происходит перераспределение прибыли от одних игроков к другим. В этой ситуации можно говорить о состоянии равновесия на рынке.

Цена на акции в состоянии равновесия колеблется в определенных пределах, которые называются «уровнем поддержки» и «уровнем сопротивления». Уровень поддержки – это минимальное значение, которое может принимать цена на акцию в состоянии равновесия рынка. Уровень сопротивления, напротив, представляет собой максимальную цену на акцию в равновесной ситуации. Изменение цен в состоянии равновесия происходит между этими двумя величинами. Существование этих уровней объясняется тем, что количество денег на рынке должно соответствовать стоимости обращающихся на нем акций. Если цена на акции падает, то на постоянное количество денег, находящихся в руках у торговцев, становится возможным приобрести больше акций. Таким образом, усиливается спрос на них, что толкает цену вверх. Уровень сопротивления образуется в результате того, что при высокой цене на акцию торговцы могут купить все меньшее их количество. Спрос уменьшается, мелкие и средние спекулянты начинают «фиксировать прибыль», т.е. продавать акции на пике цены. Это, в свою очередь, приводит к росту предложения, что вызывает снижение цены.

На фондовом рынке можно выделить три типа игроков, разделяемых по объему капитала: мелкие, средние и крупные. К первым относятся те, чьи вложения в акции не превышают 1 млн. рублей, ко вторым – от 1 млн. до 100 млн. рублей. Крупные игроки – это спекулянты[30] с объемом вложе-

[30] Понятие «спекуляция» (от позднелатинского speculation, буквально – высматривание) ни в одном европейском языке, кроме русского, не содержит негативного оттенка. В данном случае – высматривать

ний более 100 млн. рублей [138, с. 236]. Эти три группы спекулянтов отличаются не только объемами располагаемого капитала, но и поведением на фондовом рынке. Мелкие и средние игроки создают на рынке необходимую ликвидность за счет частого совершения сделок купли-продажи акций. Они осуществляют внутридневную торговлю, играют на разнице курсов в пределах одного дня. Напротив, крупные спекулянты открывают позиции на долгое время – от нескольких недель, до нескольких лет. Их задача состоит в создании ажиотажа вокруг акций той или иной компании, в поддержании повышательного тренда на приобретенные акции. Все это делается с целью получить доход от последующей продажи акций по более высокой цене. Опираясь на результаты исследования К.С. Царихина, можно сделать вывод, что изменение цен на фондовом рынке определяется не какими-то естественными, объективными экономическими законами. Это механизм, который работает за счет вполне определенных действий крупных спекулянтов. Мелкие и средние торговцы действуют на основании знаний, накопленных в дисциплинах фундаментального и технического анализа [см., напр., 49; 52; 159; 163; 165]. Эти дисциплины предписывают, как должен действовать торговец в той или иной ситуации, происходящей на рынке. Крупные торговцы, пользуясь этими знаниями, сами создают такие ситуации, чтобы остальные спекулянты действовали в нужном им направлении. Сам процесс воздействия крупного спекулянта на биржевые котировки разбивается на несколько стадий, которые мы рассмотрим ниже.

Изменение цен на акции начинается с момента, когда в игру вступает крупный спекулянт. Зачастую крупные игроки могут обладать такой информацией об эмитенте, в том числе и инсайдерской, которая недоступна мелким и средним спекулянтам. Кроме этого, информация попросту может попадать к крупным игрокам раньше, чем к остальным участникам рынка. На основе этой информации крупный спекулянт и принимает решение о приобретении акций конкретного эмитента. Нужно сказать, что наличие какой-либо информации вовсе не является обязательным элементом этого механизма. Крупный игрок может спровоцировать рост котировок лишь своими действиями.

Такая стадия называется «интервенцией крупного капитала». Крупный игрок постепенно начинает скупать акции компании, оставляя их на своем счете «депо» и выводя их из оборота. Важным условием здесь является скупка акций небольшими пакетами, поскольку единовременная покупка крупного пакета обернется против спекулянта – цены резко возрастут, и он должен будет потратить большую сумму для покупки дополни-

---

выгоду. У философов спекуляция является методом, суть которого заключается в умозрительных построениях. На бирже основная функция спекулянтов – обеспечение ликвидности предметов торга. Возможно, негативный смысл был приобретен этим понятием с советских времен, когда спекуляция являлась уголовно наказуемым действием.

тельных акций. Если же спекулянт станет приобретать акции в течение длительного периода, то рост цен на акции будет постепенным.

Крупный спекулянт приобретает акции у мелких и средних игроков, не торопясь продавать их при первом удобном случае. Такие спекулянты покупают акции на длительный промежуток времени. В руках у мелких и средних игроков оказывается дополнительная сумма денег, которая была принесена на рынок крупным спекулянтом в обмен на приобретенные акции.

Следует отметить, что в руках одного торговца может и не быть суммы денег, достаточной для создания искусственного дефицита акций и провоцирования роста цен на них. В таком случае крупные торговцы могут объединяться, создавать так называемый «корнер» и действовать как один «большой игрок». Особенно актуально это на развитых рынках, на которых объем торгов достаточно велик. Как отмечает Я.М. Миркин, российский рынок носит олигополистический характер, т.е. на небольшое число крупных игроков приходится значительный объем сделок [77, с. 103-104].

Рынок США, помимо спекулятивного фактора роста капитализации, также растет за счет прихода «долгих денег», т.е. денег таких инвестиционных институтов, которые вкладывают деньги в акции в надежде на долгосрочный рост их стоимости, а не со спекулятивными целями. Примером таких институтов могут служить пенсионные фонды или страховые компании, для которых срок вложений может измеряться десятками лет [138, с. 292]. Но действие таких институтов так же напоминает действие крупных спекулянтов: покупка пенсионным фондом акций на длительный срок создает их дефицит на рынке, а значит, приводит к росту котировок. Механизм изменения котировок акций компаний «второго эшелона» в США такой же, как и в России, что подтверждается, например, словами Николь Эллиотт, утверждающей, что на фондовом рынке США при небольшой доле акций компании, находящихся в обращении, влияние каждой сделки сильнее отражается на цене, нежели для «голубых фишек» [165, с. 37].

На стадии «интервенции крупного капитала» на рынке начинает происходить дисбаланс между количеством акций в обращении и денежной массой. Крупный спекулянт скупает акции, не торопясь их продавать. В то же время, деньги, на которые приобретаются эти акции, пополняют денежную массу на рынке акций. В результате на рынке создается искусственный дефицит акций. Для того, чтобы установить баланс между стоимостным выражением акций в обращении и денежной массой, должны возрасти цены на оставшиеся в обращении акции. Это происходит, в том числе, благодаря тому, что полученные от крупного спекулянта деньги, мелкие и

средние игроки пускают в оборот, покупая на них оставшиеся в обращении акции.

На стадии интервенции задача крупного спекулянта состоит в том, чтобы запустить процесс роста цен на акции, а также увеличить приток новых денег на рынок за счет привлечения новых мелких и средних спекулянтов. Всего этого он достигает за счет создания устойчивого превышения спроса над предложением, активно покупая акции данного эмитента. Стадия, на которой происходит приток на рынок новых мелких и средних спекулянтов, называется стадией «индуцированной интервенции мелкого и среднего спекулятивного капитала». Она порождается активными действиями крупного спекулянта по повышению цен на акции за счет искусственно создаваемого дефицита.

В результате роста цен на акции на рынок начинают приходить новые мелкие и средние торговцы, пополняя денежную массу своими деньгами, создавая еще больший ее дисбаланс относительно стоимости обращающихся акций. Новые игроки увеличивают количество поручений на покупку акций, создавая повышенный спрос и толкая цену вверх. Рынок переходит в стадию ажиотажа. В этой стадии наблюдается ситуация, когда цены растут потому, что игроки покупают акции, а игроки покупают акции потому, что растут цены. Количество денег все больше возрастает, но количество акций остается неизменным – растет лишь их суммарная стоимость за счет роста цен. В этой стадии все мелкие и средние игроки уже могут получить ту информацию, на основании которой крупный спекулянт принял решения о приобретении акций. Данная информация теперь регулирует действия всех спекулянтов, заставляя их покупать акции в надежде на дальнейший рост их цены.

Поскольку мелкими и средними спекулянтами движет ожидание роста цены, то поручения на покупку они будут готовы выставлять по более высоким ценам. Исходя из описанного в начале параграфа механизма установления котировок на акции, такое поведение покупателей приведет к повышению цен на акции. Заметим, что чем ниже величина минимального шага цены (тик) в заявках на покупку или продажу, тем более плавно будет происходить рост цены.

Рост цен на акции является управляемым процессом. Если мелкие или средние спекулянты вдруг решат сыграть на понижение и массово продать имеющиеся у них акции, то крупный спекулянт тут же войдет в игру и дополнительными покупками поддержит рост цен. Эта стадия называется «корректирующей интервенцией крупного капитала». За счет дополнительной интервенции крупный спекулянт еще больше уменьшает количество акций на рынке, заставляя цены на акции расти из-за их дефицита.

Через определенное время наступает стадия равновесия на новом ценовом уровне, когда стоимость акций, оставшихся в обращении, станет примерно сопоставима с величиной денежной массы. Такая стадия наступает после того, как остановится приток новых игроков на рынок, т.е. денежная масса перестанет возрастать. В новой стадии равновесия цена акций, находящихся в руках у крупного спекулянта, естественно, будет выше, чем та, по которой они были куплены. Таким образом, потенциально он может зафиксировать прибыль, продав эти акции по текущей стоимости. Обычно, поводом для начала продаж является отрицательная информация об эмитенте акций, находящихся в руках у крупного спекулянта. Как и в стадии интервенции, эта информация попадает к крупному спекулянту раньше остальных игроков, что позволяет ему продать акции без излишней паники на бирже. Однако это вовсе не обязательное условие. Крупный спекулянт может зафиксировать прибыль и в отсутствии отрицательных новостей от компании.

На стадии «эвакуации крупного капитала» спекулянт пользуется тем же правилом, что и при входе на рынок – нельзя продавать акции слишком быстрыми темпами, иначе падение цен будет неконтролируемым. Потому фиксация прибыли занимает продолжительное время, как и приобретение нужного числа акций на стадии интервенции крупного капитала. Резкое падение цен не происходит еще и потому, что мелкие и средние спекулянты по инерции двигают цену вверх, поскольку надеются на дальнейший рост.

Продажи акций, находившихся в собственности у крупного торговца, вновь приводят к нарушению баланса на рынке: появляется дополнительное число акций в обращении, а вот денежная масса сжимается. На стадии интервенции крупный торговец вкладывал меньшую сумму денег, чем он получает на стадии эвакуации. Разницу ему достается за счет мелких и средних спекулянтов, наводнивших рынок в период ажиотажа. Выше отмечалось, что на стадии равновесия деньги, которые мелкий или средний спекулянт вкладывает в акции, остаются на бирже, и могут быть возвращены им при продаже акций. Но на стадии эвакуации крупного капитала деньги с рынка выводятся. Таким образом, мелкие и средние спекулянты лишаются своих денег в пользу крупного игрока и продают акции по любой цене, лишь бы минимизировать свои убытки. Так было, в частности, при массовых продажах акций, заложенных по сделкам РЕПО в конце 2008 года (см. параграф 2.2).

В отличие от роста цен, процесс их падения – неконтролируем, т.к. крупный спекулянт после продажи акций просто выводит полученные деньги с рынка. Движение цены на акции его больше не интересует, по-

этому на рынке происходит резкий обвал за счет массовых продаж акций мелкими и средними игроками, желающих сохранить вложенные деньги.

В параграфе 2.2 отмечалось, что во второй половине 2008 года произошли три резких обвала рынка акций за счет выведения капиталов компаний, зарегистрированных в оффшорных зонах. Эти действия в дальнейшем спровоцировали постепенное снижение капитализации рынка в течение нескольких месяцев.

На стадии падения рынка дополнительным негативным фактором является открытие «коротких позиций», при которых спекулянты получают прибыль за счет падения цены на акции. Таким спекулянтам выгодно падение котировок, а потому массовое открытие коротких позиций приводит к еще более быстрому обвалу котировок акций после эвакуации крупного капитала.

Но цены на акции не могут упасть до нуля, поскольку для этого с рынка должны быть выведены все деньги, чего не случается никогда. Это значит, что в определенный момент на рынке снова установится стадия равновесия. Основная масса мелких и средних игроков, потерпевших убытки за счет того, что их деньги были выведены крупным спекулянтом после продажи акций, выходят с рынка. Остаются лишь те, кто вовремя успел спасти свой капитал от обесценения.

Следует отметить, что данный механизм рассмотрен применительно к рынку акций одного эмитента. На практике, естественно, на бирже обращаются акции множества эмитентов, что требует некоторых уточнений. Капитал спекулянтов может свободно перетекать между акциями разных эмитентов. Поэтому, деньги, которые крупный спекулянт приносит на рынок на стадии интервенции, могут способствовать росту котировок и других акций, поскольку мелкие и средние спекулянты перенесут туда часть новых денег. При падении котировок на стадии эвакуации, мелкие и средние спекулянты стремятся поддержать курс падающей акции, за счет дополнительных покупок. Деньги на покупки при этом выводятся из акций других эмитентов, что приводит к снижению котировок последних. Таким образом, крупный спекулянт может своими действиями изменять цену не только тех акций, в которые он вкладывает деньги, но и других – в том объеме, насколько позволяет величина его капитала.

Помимо взаимосвязи рынков акций различных эмитентов, существует взаимосвязь рынка акций в целом с рынком облигаций, валютным, сырьевым рынками. Взаимосвязь заключается в том, что спекулятивный капитал двигается туда, где наблюдается наибольшая доходность на вложенный капитал. Крупный спекулянт может использовать эту особенность в своих целях. Так, скажем, способствуя росту цен на рынке акций, крупный игрок побуждает мелких и средних торговцев уйти с рынка облигаций, чтобы

вложить свои деньги в акции. Продажа облигаций вызовет снижение их курса, а вложение денег в акции – одновременный рост курса акций. Крупный спекулянт теперь имеет возможность купить облигации по низкому курсу, одновременно продавая акции по высокой цене.

В параграфе 2.2 приводились данные о падении капитализации фондового рынка России во второй половине 2008 года, сопровождавшемся падением мировых цен на нефть. Одновременно с этим происходил рост курса доллара и евро за счет притока капитала, выведенного с фондового и сырьевого рынков на валютный рынок.

Подобный механизм роста котировок акций полностью оторван от производственной деятельности компании. Пока акциями компании не заинтересуется крупный спекулянт и не начнет их скупать, никакие хорошие перспективы роста прибыли или дивидендов у компании сами по себе не приведут к росту котировок ее акций. Зачастую, именно по этой причине наблюдается недооцененность компаний на фондовом рынке, когда ее рыночная стоимость ниже стоимости, рассчитываемой, например, методом дисконтированных денежных потоков. В таких же ситуациях, как мировой финансовый кризис, стоимость компании на бирже вообще перестает отражать ее настоящую стоимость, поскольку все спекулянты стремятся освободиться от акций и направить свои деньги в другие вложения (например, в валюту). Естественно, даже если у компании не ухудшились производственные показатели, массовый сброс акций, вызванный спекулятивными факторами, вызовет снижение ее рыночной капитализации. Кроме того, Я.М. Миркин отмечает, что динамика цен на российском фондовом рынке на 80-90% определяется внешними факторами [77, с. 76]. Это значит, что крупные спекулянты, принимая решение об интервенции или эвакуации капитала, используют в первую очередь информацию с рынков развитых стран (в основном, США), а вовсе не информацию, поступающую от самой компании.

В этом свете рыночная капитализация компании, рассчитываемая как произведение количества акций на их биржевую котировку, представляется не соответствующей реальному положению дел в компании. В пользу этого утверждения гласит тот факт, что на бирже обращается не все количество акций компании, а лишь незначительная часть (так называемый free-float). А это значит, что капитализация компании с небольшим количеством акций в обращении более подвержена как росту, так и падению, за счет того, что крупному спекулянту требуется скупать меньшее количество акций для подобного манипулирования.

Кроме того, при существующем механизме изменения биржевых котировок нельзя говорить о том, что рыночная капитализация – это та сумма денег, которую смогли бы получить акционеры в случае продажи всех ак-

ций. Продажа даже 5%-го пакета акций компании при небольшом объеме free-float может привести к тому, что котировки акций просто обрушатся за счет увеличившегося предложения.

Таким образом, динамика капитализации компаний, чьи акции обращаются на фондовой бирже, подвержена воздействию крупных спекулятивных игроков. Сама компания не может никак влиять на эту динамику, поскольку в биржевых котировках акций учитываются только действия спекулянтов. Для того, чтобы определить принципы построения финансового механизма обеспечения капитализации компаний, который бы предусматривал зависимость капитализации от производственных показателей самой компании, следует на основании приведенного выше анализа действия спекулятивного финансового механизма выделить его функциональную структуру – те активные субъекты и функциональные места, за счет которых происходит изменение капитализации.

3.2. Схематизация финансового механизма фундаментальной капитализации компаний

В предыдущем параграфе было дано обобщенное описание действия финансового механизма спекулятивного роста котировок акций, который отражается на капитализации компании. В соответствии с системным подходом II, суть которого была изложена в параграфе 1.3, наша задача состоит в выделении функциональной структуры такого механизма. Для этого механизм должен быть представлен как последовательность (система) действий, которые обеспечивают протекание процесса изменения капитализации компании.

Как отмечалось выше, исходной ситуацией на рынке акций является «стадия равновесия». На рисунке 3.1 в левой нижней части представлены основные функциональные места этой ситуации. Фигурки «человечков» обозначают группы мелких и средних спекулянтов, которые в течение торгового дня обеспечивают обращение акций на бирже (слева – продавцы, справа – покупатели). Масса денег и количество акций, находящихся на рынке, циркулируют между этими торговцами.

Справа от схемы действий спекулянтов находится условное изображение «биржевого стакана». В данной иллюстрации приняты следующие обозначения:

P_i – величина цены на акцию, при этом $P_n > P_{n+1}$;

S_i – количество заявок на продажу акций по цене P_i;

D_i – количество заявок на покупку акций по цене P_i.

Поскольку предполагается, что в стадии равновесия количество денег и акций на рынке неизменно, то котировки акций колеблются между двумя величинами: «уровнем поддержки» и «уровнем сопротивления» (обозна-

чено пунктирными линиями). На рисунке 3.1 цена P_8 соответствует уровню сопротивления, а цена P_{13} – уровню поддержки.

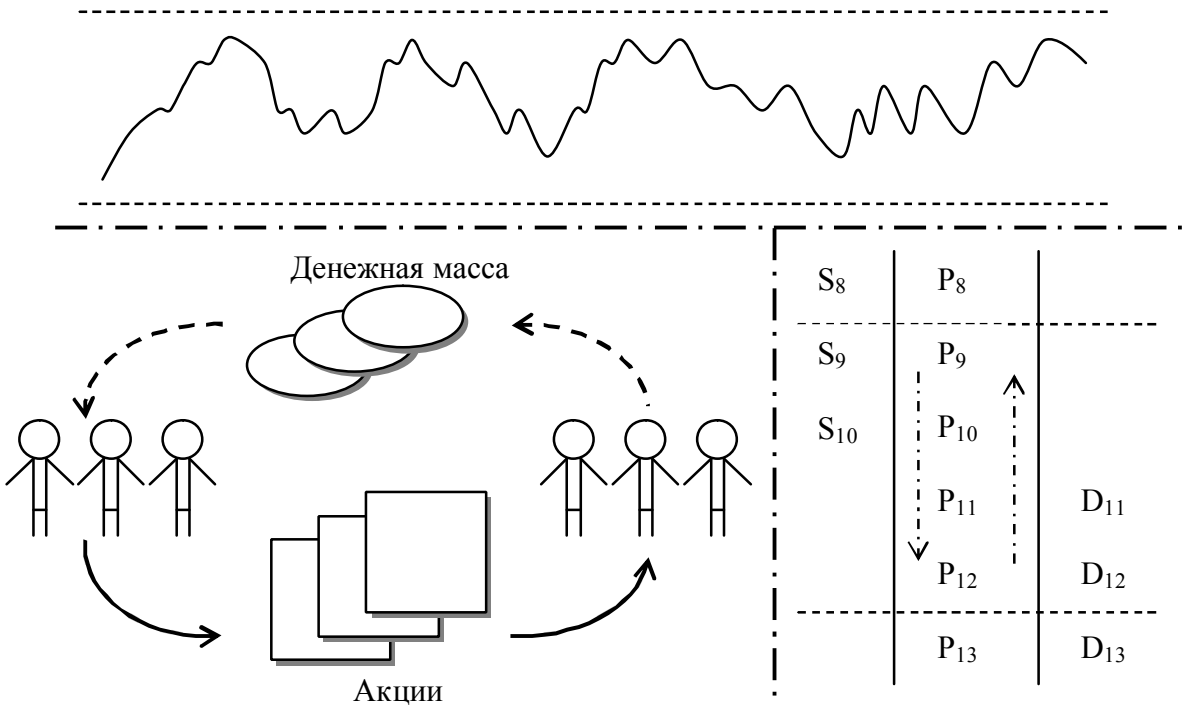

Рис. 3.1. Стадия равновесия на фондовой бирже

Вверху рисунка 3.1 приведено типичное колебание графика цен на акции, а как следствие, и капитализации компании, в стадии равновесия на бирже. Этот график является визуальным представлением процесса капитализации компании, который обеспечивается финансовым механизмом, расположенным на рисунке ниже штрих-пунктирной черты.

Стадия равновесия нарушается в результате вхождения на рынок крупного спекулянта. Начало его действий может быть обусловлено владением положительной информацией об эмитенте, которую не знают остальные участники рынка, либо инсайдерской информацией, а также какими-то другими мотивами. Эта стадия называется «стадией интервенции крупного капитала» (рис. 3.2). В это время крупный спекулянт, обозначенный на рисунке 3.2 фигуркой «человечка», скупает часть акций, находящихся в обращении (обозначено стрелкой со знаком «минус») и взамен приносит на рынок дополнительное количество денег (обозначено стрелкой со знаком «плюс»).

Как уже отмечалось в предыдущем параграфе, крупный спекулянт не торопится сразу же продавать купленные акции – он выводит их из обращения, создавая искусственный дефицит. Как его действия отражаются на биржевых котировках акций? На рисунке 3.2 справа внизу приведено изображение «биржевого стакана». Нижняя пунктирная линия обозначает

уровень цены, установившийся во время стадии равновесия. В нашем случае цена будет находиться между величинами P_9 и P_{10}.

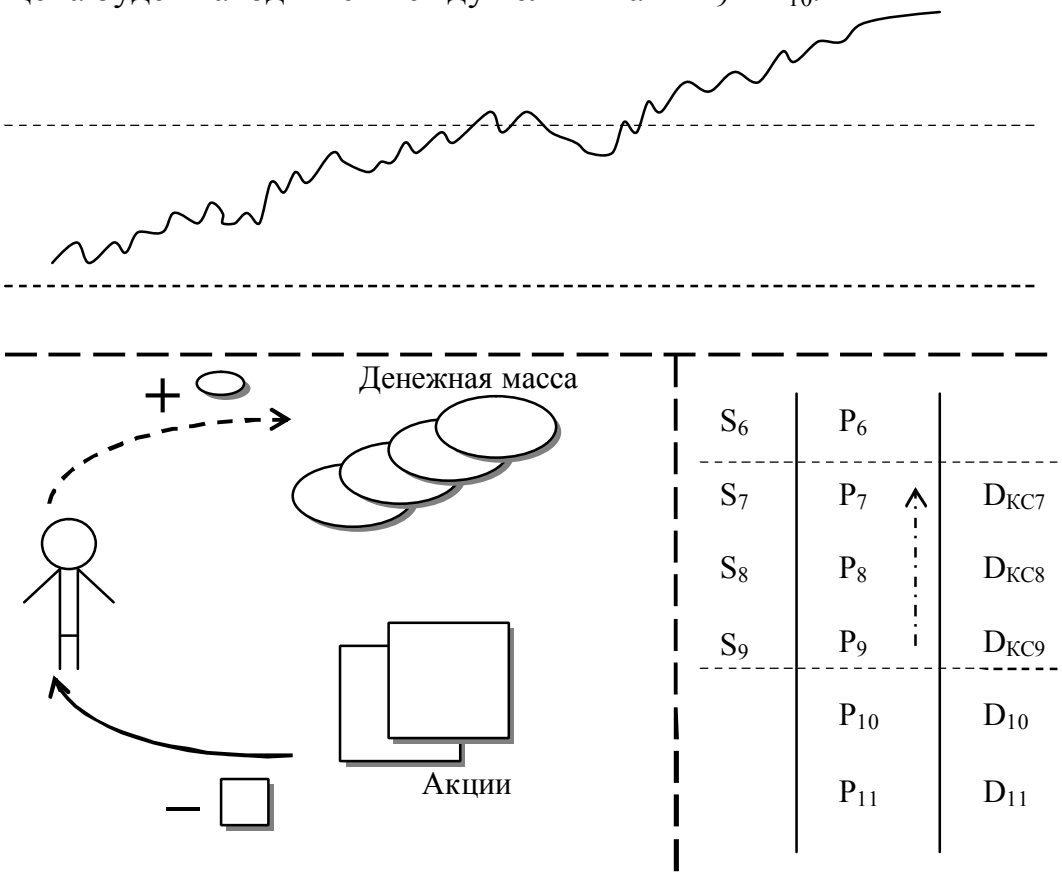

Рис. 3.2. Стадия интервенции крупного капитала

Крупный спекулянт последовательно размещает заявки на покупку акций по ценам P_9, P_8 и P_7 в объеме D_{KC9}, D_{KC8} и D_{KC7}, соответственно. Важным условием для роста котировок является то, что объем спроса, создаваемого крупным спекулянтом, должен быть равен объему предложения акций по этим ценам. Другими словами, чтобы цена акции возросла, должны выполняться условия $D_{KC9}=S_9$, $D_{KC8}=S_8$ и $D_{KC7}=S_7$. Если эти условия выполняются, то в результате действий крупного спекулянта, цена возрастет до уровня P_7 (по последней свершившейся сделке), преодолев, таким образом, уровень сопротивления P_8. Превышение новой ценой уровня сопротивления объясняется тем, что на рынке увеличилась денежная масса при одновременном уменьшении количества акций в обращении. Крупный спекулянт удовлетворил предложения акций по более высокой цене, тем самым, увеличив котировки. Если крупный спекулянт и дальше продолжит покупать акции, то котировки могут вырасти до P_6 и еще выше. Все ограничивается количеством денег, которые спекулянт может потратить на приобретение акций.

Действия крупного спекулянта отразятся на графике изменения капитализации таким образом, что он примет вид восходящей кривой. Колеба-

ния в данном случае объясняются действиями мелких и средних спекулянтов, которые так же, как и в стадии равновесия, обеспечивают обращение акций на бирже.

Поскольку биржа является механизмом рефлексивного управления действиями биржевых торговцев, то при росте котировок акций, спровоцированном действиями крупного спекулянта, логично предположить, что акции данной компании начнут пользоваться повышенным спросом среди мелких и крупных спекулянтов. Раз цена растет, значит, за счет торговли этими акциями можно получить больший доход, нежели при равновесном колебании котировок. Все это приводит к тому, что на рынок начинают приходить новые мелкие и средние спекулянты, переводя свои деньги с менее доходных рынков (например, с долгового либо валютного рынков). Новые торговцы пополняют денежную массу на рынке, при этом количество акций остается неизменным.

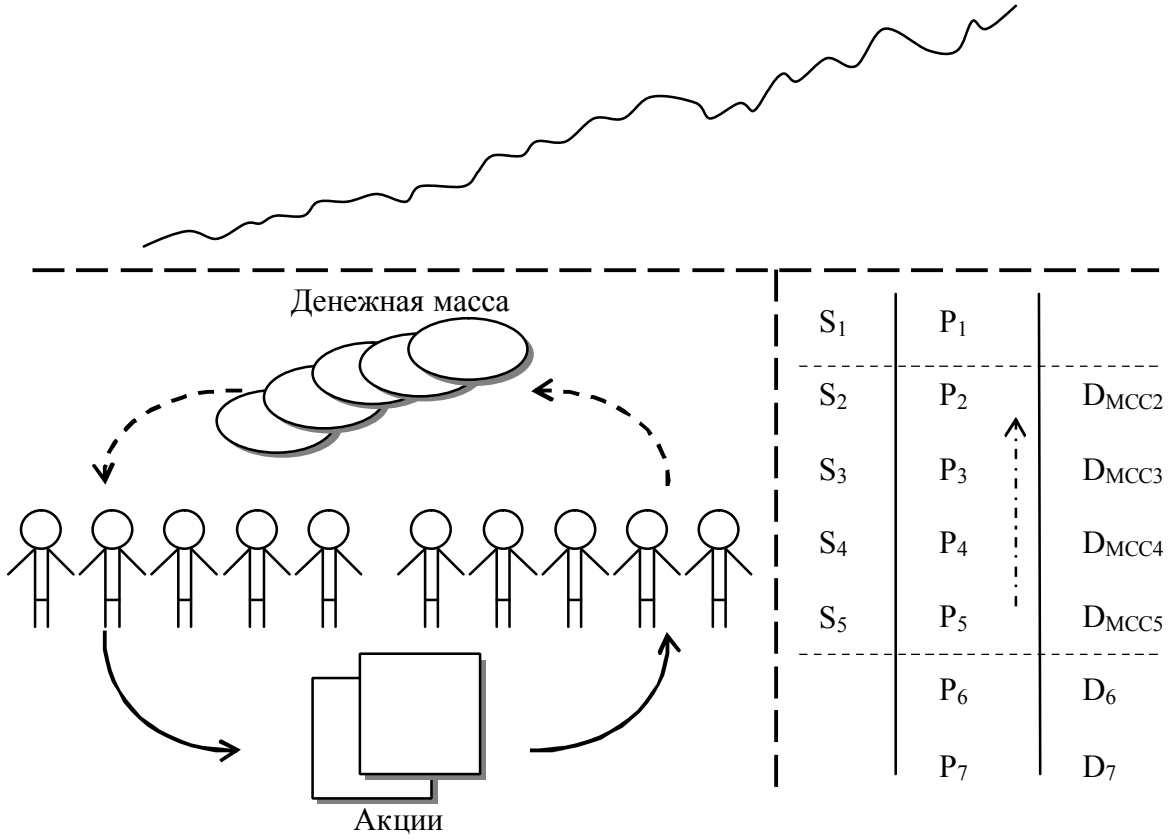

Рис. 3.3. Стадия ажиотажа

На рисунке 3.3 показано как увеличившееся, по сравнению со «стадией равновесия» (рис. 3.1), количество мелких и средних спекулянтов организуют обращение оставшихся после интервенции крупного капитала акций, но опосредованное б*о*льшим количеством денег. Приходя на рынок, новые спекулянты создают ажиотажный спрос, будучи готовы покупать акции по высоким ценам.

Справа на рисунке 3.3 изображено, что приход новых торговцев создает на рынке спрос в объеме $D_{МСС5}$, $D_{МСС4}$, $D_{МСС3}$, $D_{МСС2}$, который покрывает заявки на предложение в объеме S_5, S_4, S_3 и S_2 по ценам P_5, P_4, P_3 и P_2 соответственно. Таким образом, рост котировок акций, порожденный действиями крупного спекулянта, вызвал ажиотаж на рынке, который привел к еще большему росту этих котировок. И если в нашем примере, на рисунке 3.2 в результате интервенции крупного капитала цена возрастает до уровня P_6, то в «стадии ажиотажа» эта цена повышается до уровня P_2.

Кривая изменения стоимости компании направляется еще сильнее вверх, отражая быстрый рост цен на акции на бирже за счет прихода новых игроков.

В определенный момент, который, как отмечалось в параграфе 3.1, может быть связан с ожиданием негативного события, связанного с эмитентом акций, либо просто по своему усмотрению, крупный спекулянт начинает продавать те акции, которые он купил и вывел из обращения в стадии интервенции крупного капитала. Наступает «стадия эвакуации крупного капитала» (рис. 3.4).

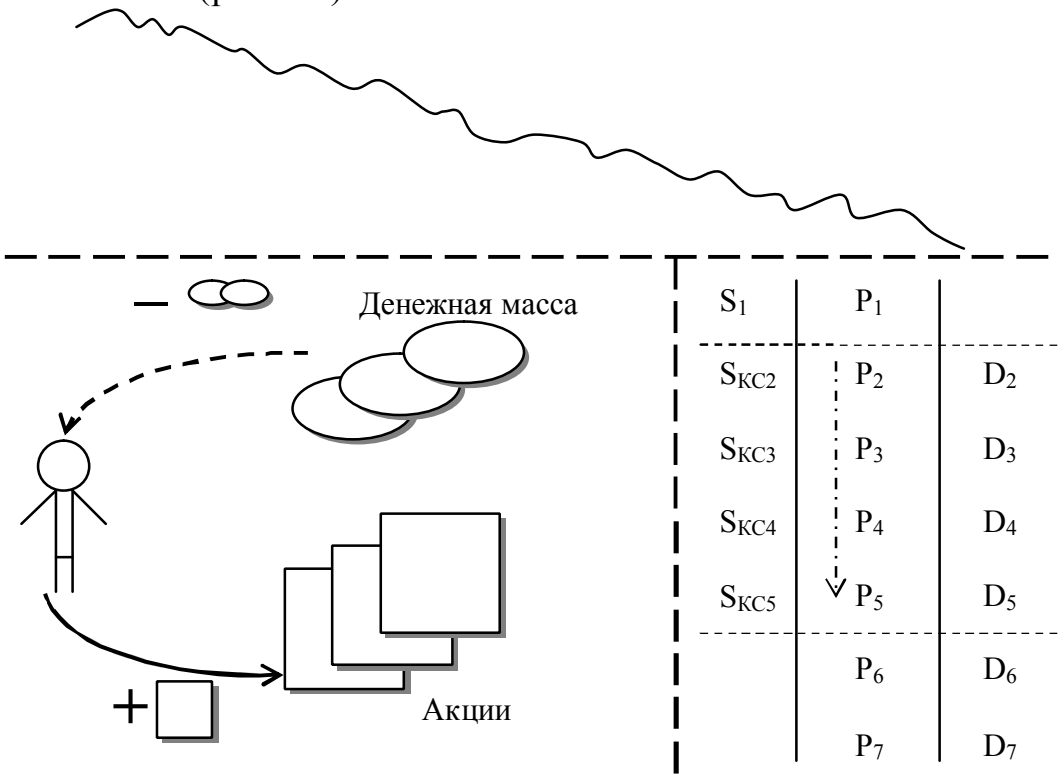

Рис. 3.4. Стадия эвакуации крупного капитала

Поскольку во время «стадии ажиотажа» спрос на акции очень высок, крупному спекулянту не составляет труда найти покупателей для имеющихся у него акций. На рисунке 3.4 показано, что крупный спекулянт возвращает в оборот акции, получая за них деньги из денежной массы, обращающейся на рынке. За то время, пока акции находились у спекулянта, це-

ны на них выросли с уровня P_6 до уровня P_2, а это значит, что он получит намного больше денег, чем потратил для покупки акций. Сравнив рисунки 3.2 и 3.4, можно отметить, что спекулянт приносит на рынок меньше денег (обозначено одним кружком), чем впоследствии забирает (обозначено двумя кружками). Те деньги, которые соответствуют доходу крупного спекулянта, были принесены на рынок во время стадии ажиотажа мелкими и средними спекулянтами. Следовательно, какая-то часть этих торговцев понесет убыток из-за того, что на рынке просто не хватит денег, чтобы все торговцы могли вернуть вложенное.

Спекулянт своим предложением S_{KC2}, S_{KC3}, S_{KC4}, S_{KC5} по ценам P_2, P_3, P_4, P_5 удовлетворяет спрос в объеме D_2, D_3, D_4, D_5, соответственно. За счет этих действий цена на акции снижается с P_2 до P_5.

График изменения стоимости компании делает разворот и начинает двигаться в сторону снижения.

Из-за падения котировок мелкие и средние спекулянты, особенно те, которые купили акции по максимальным ценам, начинают продавать акции, чтобы минимизировать свои убытки. Это формирует массовую волну предложения, вследствие которой капитализация компании обрушивается. Наступает «стадия дисажиотажа».

На рисунке 3.5 показано, что большая часть мелких и средних спекулянтов ушла с рынка, забрав те деньги, которые удалось получить за подешевевшие акции. Этот уход сопровождался массовой распродажей акций, все более снижая котировки.

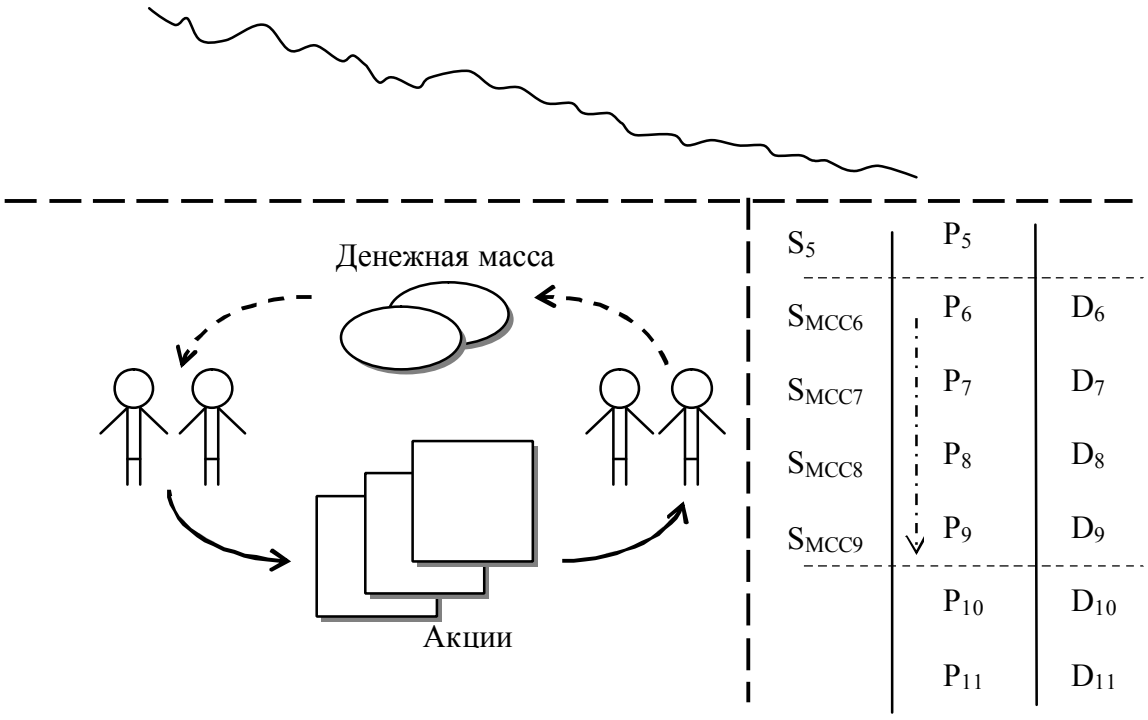

Рис. 3.5. Стадия дисажиотажа

Предложение, созданное мелкими и средними спекулянтами в объеме S_{MCC6}, S_{MCC7}, S_{MCC8}, S_{MCC9} удовлетворяется спросом в соответствующем объеме D_6, D_7, D_8 и D_9 по ценам P_6, P_7, P_8, P_9. Возникает вопрос: откуда берется спрос на акции, если все торговцы спешат их распродать? Во-первых, продажи могут осуществляться при открытии коротких позиций, и тогда спрос на акции создают те торговцы, которым нужно исполнять обязательство перед брокерами по взятым в заем акциям. Другой причиной существования спроса на акции в условиях дисажиотажа может быть ожидание мелкими и средними спекулянтами роста котировок в перспективе. Эти торговцы будут ориентироваться не на краткосрочную продажу, а на скупку подешевевших активов со стратегическими целями получения дохода в будущем. Кроме того, подешевевшие акции может скупать другой крупный спекулянт с целью получения контроля над компанией.

Вверху на рисунке 3.5 изображен график изменения стоимости компании в стадии дисажиотажа. Как видно, его движение направлено вниз, т.е. стоимость (капитализация) компании уменьшается.

Выделенный финансовый механизм, обеспечивающий изменение капитализации компаний за счет спекуляций с акциями, обладает следующими характерными чертами:

– в основе расчета стоимости компании лежат котировки акций, которые определяются совершенно независимо от деятельности самой компании. Компания может обладать хорошими производственными перспективами, но если крупные спекулянты не будут покупать ее акции, то капитализация останется неизменной. С этим, на наш взгляд, связано явление «недооценки» акций некоторых компаний, выявляемое средствами фундаментального анализа;

– компании не получают никаких выгод (только если не планируют дополнительную эмиссию акций или не привлекают заимствования под залог собственных акций) от роста стоимости их акций на бирже. Капитал вкладывается в финансовые активы, вместо того, чтобы быть направленным в реальное производство для обеспечения прироста потребительских благ (товаров, работ, услуг) в экономике. Фондовый рынок из инструмента привлечения инвестиций становится инструментом перераспределения капитала от мелких и средних спекулянтов к крупным;

– вместо того, чтобы выполнять свою первичную функцию по привлечению капитала в компании через широкий круг инвесторов, фондовый рынок превратился в самостоятельный институт, который отвлекает на себя изрядную массу денег (как было отмечено в параграфе 2.2, более 75% инвестиций в 2008 году имели форму финансовых вложений), что ведет к нехватке денег для реализации инвестиционных проектов, способных обеспечить прирост потребительских благ (товаров, работ, услуг) в стране.

Все это позволяет сделать вывод, что капитализация компании целиком привязана к стоимости ее идеального заменителя на бирже – акции. А поскольку при оценке акций их связь с компанией теряется, то капитализация, создаваемая на бирже, имеет мало общего с самой компанией. Она отражает стоимость **акций**, но не стоимость **компании**, выпустившей их.

За стоимостью акций должно находиться материальное обеспечение, которое и будет создавать стоимость самой компании. «Материальное обеспечение» при этом следует понимать как производство востребованных обществом благ, таких, на которые существует спрос. Само по себе производство еще не гарантирует того, что выпускаемые блага будет иметь какую-либо стоимость. Еще Маркс отмечал, что «лишь в рамках своего обмена продукты труда получают общественно одинаковую стоимостную предметность» [70, с. 72]. Будем называть ту стоимость, которую компания производит, «добавленной стоимостью».

Добавленная стоимость – это та стоимость, которую производит компания сверх стоимости использованных для этого ресурсов. Компания, потребляющая больше ресурсов, чем создающая потребительских благ, должна иметь нулевую или отрицательную стоимость.

Важно учитывать также, что понятие «стоимость» накладывает ограничение: компания должна не просто производить некую продукцию, а такую продукцию, которая будет пользоваться спросом на рынке, иначе говоря, общественно необходимую продукцию. Только в этом случае те потребительские блага, которые производит компания, могут иметь добавленную стоимость.

Компания, обеспечивающая рост стоимости за счет производства, является привлекательным направлением инвестирования наряду с финансовым рынком. Но в отличие от финансовых вложений, стоимость компании, привязанная к производству добавленной стоимости, не должна быть подвержена резким колебаниям в пределах коротких промежутков времени, что снижает риск инвестирования в такую компанию.

Попытаемся выделить принципиальное устройство функциональной структуры такого финансового механизма, который бы обеспечивал рост капитализации компаний за счет производства потребительских благ (товаров, работ, услуг).

Основным лицом, заинтересованным в росте стоимости компании, в предлагаемом финансовом механизме является предприниматель. Им может быть отдельный человек, группа людей или сама компания. Для производства потребительских благ, которые являются востребованными обществом, предпринимателю требуются «производственные ресурсы» (на рис. 3.6 обозначено символом Re). Это могут быть как средства производства (здания, оборудование, земля), так и рабочая сила, либо ресурсы не-

материального характера (к примеру, научные разработки, которые могут быть использованы при производстве для улучшения характеристик продукта и повышения спроса на него). «Ресурсами» могут выступать различные предприятия, которые при объединении в цепочку дадут результат больший, чем каждое из них поодиночке. Все эти ресурсы имеют своего собственника, поэтому задачей предпринимателя является получение их в свое распоряжение. «Главное в предпринимательском проекте – договориться с собственниками ресурсов и мотивировать их, чтобы они предоставили вам доступ к их собственности, а вы смогли ею воспользоваться для достижения цели, поставленной в проекте» [142, с. 106].

Совсем не обязательно, чтобы предприниматель за деньги покупал эти ресурсы – в современном мире выработано достаточно большое количество инструментов, в том числе финансовых, с помощью которых предприниматель может получать в распоряжение требуемые ресурсы, принадлежащие другим лицам. Самый простой пример – это специальные акции (земельные, имущественные и др.) [97, 141], посредством которых компания предпринимателя замещает получаемую собственность на финансовый инструмент, равный по стоимости (см. рис. 3.6).

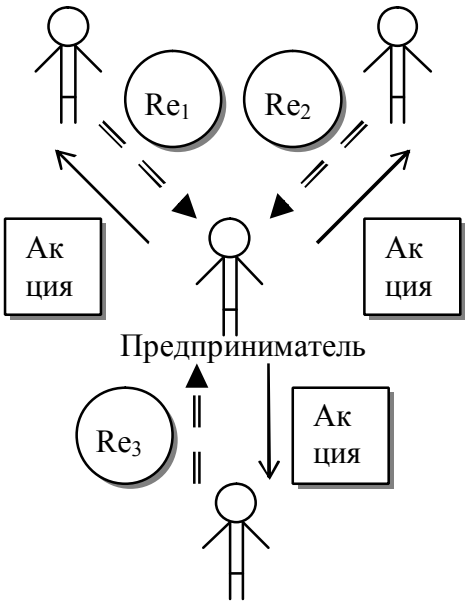

Рис. 3.6. Привлечение ресурсов для производства потребительских благ

Следует помнить, что вместо акций здесь могут быть и любые другие инструменты, позволяющие получать в распоряжение ресурсы, необходимые для начала производства потребительских благ. Как отмечает С.Б. Чернышев: «Инвестиционный инструмент обеспечивает стандартный акт обмена, при котором одна сторона предоставляет долю в своем капитале, а другая – долю в товарах и услугах, которые она обязуется произвести в будущем» [141, с. 53].

Может возникнуть вопрос: как предпринимателю заранее узнать, будет ли производимая продукция пользоваться спросом и, как следствие, иметь добавленную стоимость, или нет? На Западе практика уже давно нашла решение этого вопроса. После Второй Мировой войны крупные корпорации вместо того, чтобы искать покупателей для уже произведенной продукции, стали с помощью различных инструментов сами создавать потребности у покупателей, а затем под них производить соответствующие товары. «Во главе производства встал маркетинг как деятельность по определению и проектированию новых сегментов потребительского рынка, которые можно завоевать за счет выпуска новых изделий и формирования соответствующих потребностей у покупателя» [116].

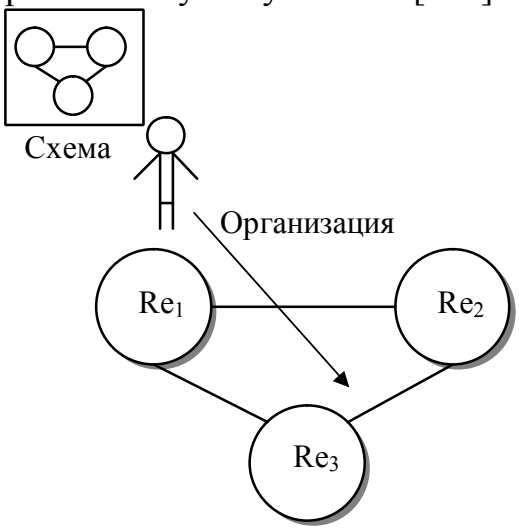

Рис. 3.7. Принцип схемной организации предпринимательского проекта

Следующим шагом после получения требуемых ресурсов, предприниматель должен организовать их таким образом, чтобы запустить процесс производства добавленной стоимости. Еще в трудах Й. Шумпетера [147] было отмечено, что новая стоимость в экономике появляется только благодаря новым комбинациям ресурсов, вследствие которых производится стоимость больше, нежели при их обычном использовании. Для того чтобы организовать такую комбинацию ресурсов, предприниматель сначала должен построить схему[31] (см. рис. 3.7), в соответствии с которой и будет

[31] Используемое в данном контексте понятие «схема» используется в смысле, отличном от традиционного. В основе его лежит понятие «схематизма сознания», введенного И. Кантом как «условие чувственности чистых понятий» [50]. Кант утверждал, что при помощи схематизма сознания происходит соотнесение идеальных понятий с чувственными вещами реального мира. В современной методологии под «схемой» понимается особый инструмент мышления, который используется для организации разнородного материала: мыслительных конструкций, предметов чувственного мира и действий [21, с. 156; 22]. Создатель схемы первоначально в мышлении организует связь этих разнородных элементов, а затем, руководствуясь созданной схемой, осуществляет действия по ее реализации. Таким образом, схема позволяет объединять мышление и действие, совместить идеальные конструкции с реальным миром. Обязательным условием схемы является встроенный в нее способ употребления. Это значит, что наряду с разнородными элементами схема должна указывать на место в ней ее создателя, содержать место входа или, так на-

происходить организация ресурсов в работающий механизм производства добавленной стоимости.

Рост стоимости возможен при глубокой переработке предметов труда, при наличии множества элементов в цепочке между сырьем и готовым продуктом. Если предпринимателю удастся выстроить цепочку из нескольких производств, в которой продукт предыдущего производства будет являться ресурсом для следующего, тем самым может быть обеспечен рост стоимости всех компаний, входящих в эту цепочку (см. рис.3.8)

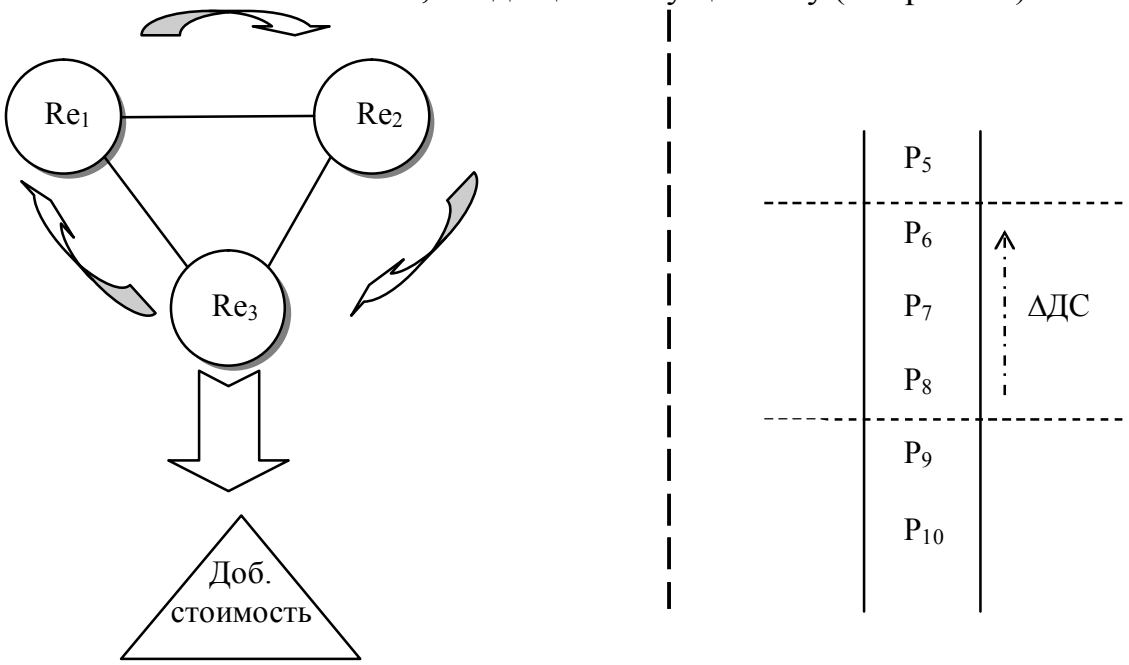

Рис. 3.8. Рост капитализации за счет производства добавленной стоимости

Если предприниматель успешно организует полученные в распоряжение ресурсы в работающее предприятие по производству потребительских благ (товаров, работ, услуг), пользующихся спросом, то стоимость такого предприятия должна возрастать. Это можно утверждать на основании принципа, сформулированного И. Фишером еще в 1898 г.: «Стоимость капитального актива равняется суммарной приведенной стоимости денежных потоков, порожденных таким активом» [73, с. 64]. Такое предприятие будет приносить больше потребительских благ, чем было потрачено для их производства. И этими потребительскими благами будет обеспечена растущая капитализация компании.

зываемую «позицию». Именно благодаря наличию в схеме позиции, которую должен занять человек, схема отличается от просто внешнего знания об организации входящих в нее элементов. Наличие в ней человека дает возможность выстроить свои действия в соответствии со схемой.

Применительно к предпринимателю, он должен сначала осуществить мыслительную работу по построению новой комбинации ресурсов, которая бы могла приносить добавленную стоимость. Кроме того, в предпринимательской схеме должна быть заложена последовательность действий, которую должен выполнить предприниматель при организации своего проекта в реальности. После того, как схема готова, предприниматель, руководствуясь ей, приступает к деятельностной реализации задуманной комбинации.

Условием для формального расчета капитализации компании должно стать создание механизма четкой количественной оценки производимой стоимости, а также затрат ресурсов при реализации предпринимательского проекта. Такой механизм позволит заранее прогнозировать выгоды от участия в проекте, и возможную величину роста капитализации компании.

При таком механизме обеспечения капитализации, компания будет иметь возможность самостоятельного воздействия на свою рыночную стоимость. Кроме того, подобный механизм более прозрачен и понятен для инвесторов: если компания способна приносить добавленную стоимость, значит, ее капитализация будет расти. На бирже, напротив, спекулянтам трудно предугадать, когда наступит рост, а когда падение котировок. В свою очередь, прозрачность такого механизма позволит привлечь большое число инвесторов в подобные компании, поскольку те будут нести меньший риск потерь инвестированных денег.

В соответствии с системным подходом II, принцип осуществления процесса фундаментальной капитализации, предложенный во второй части данного параграфа, должен быть конкретизирован за счет построения функциональной структуры финансового механизма фундаментальной капитализации, чему будет посвящен следующий параграф.

3.3. Прикладные аспекты организации финансового механизма фундаментальной капитализации компаний

Теперь перед нами стоит задача построения функциональной структуры финансового механизма обеспечения фундаментальной капитализации, принцип работы которого был предложен ранее. Вместе с тем, такая функциональная структура должна быть дополнена необходимыми организационными моментами, без которых работа финансового механизма будет невозможна.

Чтобы можно было конструктивно выделить необходимые функциональные места в таком механизме, нужно задать целевые требования к нему. Исходя из анализа действующего спекулятивного механизма изменения капитализации компаний и выделения его негативных особенностей, которых должен быть лишен механизм фундаментальной капитализации, сформулируем минимально необходимый набор требований к последнему:

– он должен «захватывать» материальные ресурсы, их сорганизовывать и обеспечивать рост добавленной стоимости в процессе деятельности предпринимательской структуры (реализации предпринимательского проекта);

– инвестиционные деньги должны использоваться строго по назначению, механизм должен блокировать их нецелевое использование и преждевременный вывод из реализуемого проекта;

– механизм должен предусматривать увязку курса акций предпринимательской структуры (компании предпринимателя) с эффективностью используемых в проекте ресурсов и одновременно блокировать спекулятивное надувание финансовых «пузырей»;

– механизм должен иметь блокировку от инфляционного обесценения используемых в проекте инвестиционных ресурсов.

Чтобы финансовый механизм капитализации предпринимательской структуры мог отвечать сформулированным выше требованиям, в нем должны быть задействованы нестандартные (специально создаваемые) финансовые учреждения, оперирующие так же нестандартными финансовыми инструментами.

Во-первых, в работе финансового механизма указанного типа должен присутствовать особый банк. Условно назовем его «Проектный банк»[32]. Это учреждение является специально создаваемым банком, выполняющим специфические функции в ходе реализации предпринимательских проектов. Главной функцией Проектного банка является депонирование (резервирование) денег инвесторов и предпринимателя и выпуск под их обеспечение специальных целевых финансовых инструментов – назовем их «обязательствами Проектного банка». Данные обязательства Проектного банка должны заместить рубли в обращении между участниками предлагаемого финансового механизма. Это замещение нужно, чтобы блокировать нецелевое использование инвестиционных денег, поступающих в проект.

Во-вторых, в работе финансового механизма должна участвовать предпринимательская структура (компания предпринимателя), берущая на себя обязательства правильного использования предоставляемых инвесторами ресурсов с целью наращивания добавленной стоимости и роста собственной капитализации. Инструментами реализации данной цели должны быть специальные «ресурсные акции», выпускаемые предпринимательской структурой. Прямое назначение ресурсных акций: во-первых, для обмена на ресурсы инвестора; во-вторых, для обмена на обязательства Проектного банка.

В-третьих, в работе финансового механизма должна быть задействована еще одна специально учреждаемая структура – условно назовем ее «Оценочная компания». В ее функции должны входить:

– установление курса ресурсных акций;

– осуществление процедур обмена ресурсных акций на обязательства Проектного банка, с одной стороны, и – на ресурсы, предоставляемые предпринимателю инвесторами, с другой.

---

[32] Предлагаемые здесь названия финансовых учреждений и инструментов носят рабочий характер и в дальнейшем могут уточняться.

За счет этого будет блокироваться возможность произвольного и нецелевого использования денег как инвесторами, так и предпринимателем.

В функции Проектного банка, кроме того, должно входить ведение расчетных счетов всех зарегистрированных инвесторов и предпринимателей, проведение расчетов между ними. Внутри Проектного банка в обязательном порядке должен быть создан отдел по учету прав владельцев ресурсных акций – депозитарий.

Проектный банк является своеобразным учреждением, не похожим на обычный коммерческий банк. Учредителями Проектного банка могут выступать Центральный банк РФ, Правительство РФ, а также ряд коммерческих банков с государственным участием в капитале.

Проектный банк должен депонировать на своих счетах рубли, которые будут вкладываться инвесторами в проект, а также рубли, которые получит компания предпринимателя от реализации произведенной продукции. В соответствии с суммами депонированных рублей, полученных от инвесторов, Проектным банком будут выпускаться обязательства Проектного банка, зачисляемые на расчетные счета участников проекта.

Обязательства Проектного банка представляют собой финансовые инструменты, создаваемые специально для проведения расчетов между заинтересованными сторонами инвестиционного проекта:

– при покупке инвесторами ресурсных акций компании предпринимателя;

– при расчетах между разными компаниями, обслуживающимися в Проектном банке;

– при начислении доходов инвесторам.

Оценочная компания, как уже было отмечено выше, должна выполнять важную функцию по установлению курса обмена ресурсных акций на обязательства Проектного банка. Ее необходимость обусловлена спецификой ресурсных акций, которые получают инвесторы – они должны иметь двойную номинацию: в количестве обязательств Проектного банка и в натуральных единицах тех ресурсов, которые они собой замещают. Этим будет осуществляться привязка стоимости акции к ее материальному обеспечению с целью ограничения возможностей спекулирования и раздувания «пузыря» необеспеченной стоимости.

Оценочная компания, работающая в данном финансовом механизме, может специально создаваться, либо привлекаться из числа уже существующих с соответствующей коррекцией функций. Ее задачей в ходе реализации инвестиционного проекта является оценка стоимости компании предпринимателя, т.е. расчет величины капитализации компании. Решение этой задачи достигается за счет следующих действий:

– во-первых, Оценочная компания должна рассчитывать стоимостную величину тех ресурсов, которые были привлечены компанией предпринимателя в обмен на ресурсные акции. Эта величина будет называться «начальной капитализацией компании»;

– во-вторых, в ходе реализации инвестиционного проекта с определенной периодичностью (например, один раз в месяц[33]) она должна оценивать результаты сделок. Если стоимость проданных потребительских благ (товаров, работ, услуг) оказалась выше, чем стоимость затраченных для ее производства ресурсов, значит, компания предпринимателя сумела произвести добавленную стоимость. Оценочная компания производит расчет капитализации компании предпринимателя, добавляя к первоначальной стоимости ресурсов добавленную стоимость.

Добавленная стоимость производится лишь тогда, когда компания за счет продажи продукции способна полностью покрыть затраты оборотного капитала, восстановить часть стоимости основного капитала, обеспечить оплату труда работников, т.е. возместить стоимость затраченных для производства ресурсов.

В соответствии с новой величиной капитализации компании предпринимателя Оценочной компании следует рассчитать курс ресурсных акций. Для этого капитализация компании делится на общее количество ресурсных акций в обращении. Курс акций должен быть опубликован Оценочной компанией в официальных источниках (например, в периодическом издании или на интернет-сайте компании), чтобы любой инвестор мог узнать прирост стоимости его акций. Постоянная публикация стоимости ресурсных акций, кроме того, нужна для того, чтобы инвестор в случае необходимости мог продать имеющиеся у него на руках акции.

По своей функции ресурсные акции схожи с паями закрытых паевых инвестиционных фондов – их погашение происходит только по окончании инвестиционного проекта, ресурсы для которого и привлекались в обмен на акции. Именно поэтому единственным способом высвобождения вложенного в ресурсные акции капитала для инвестора является их продажа другому заинтересованному лицу.

Капитализация компании, созданной предпринимателем, в таком финансовом механизме поставлена в зависимость от производства потребительских благ (товаров, работ, услуг), удовлетворяющих общественный спрос: чем оно выше, тем выше капитализация компании.

На рисунке 3.9 изображены три уровня финансового механизма фундаментальной капитализации. На самом нижнем уровне находится компа-

---

[33] Периодичность оценки должна зависеть от возможностей оперативной обработки данных бухгалтерского учета компании предпринимателя. Разумеется, оценка не может быть ежедневной, поскольку учет хозяйственных операций компании предпринимателя требует времени на его осуществление.

ния предпринимателя, производящая добавленную стоимость с помощью ресурсов, полученных предпринимателем (на рисунке 3.9 обозначено фигуркой «человечка») в распоряжение.

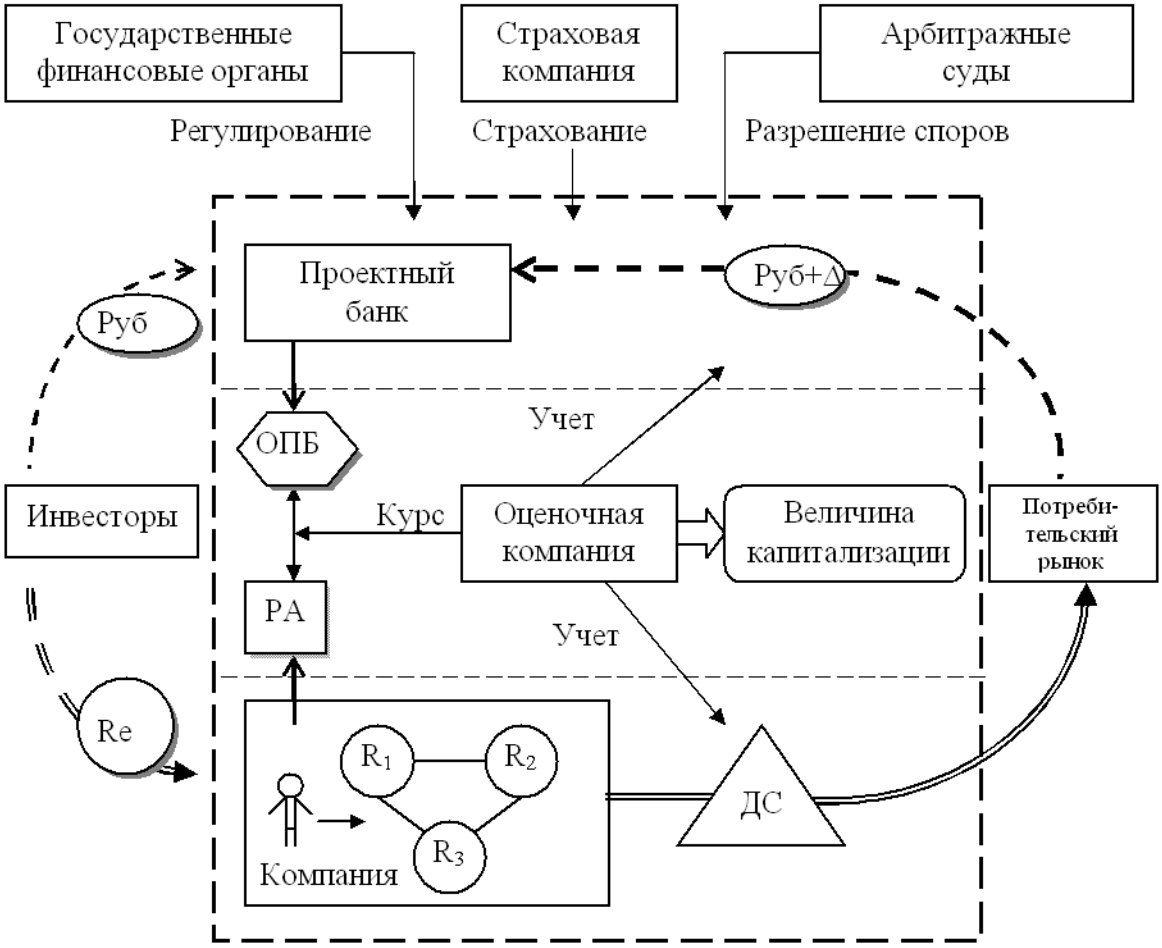

Рис. 3.9. Функциональная структура финансового механизма фундаментальной капитализации

Необходимые ресурсы предприниматель может получить двумя способами. Первый заключается в том, что инвесторы в обмен на «ресурсные акции» (обозначено на рисунке РА) предоставляют эти ресурсы в натуральном виде. Такой способ более приемлем для тех инвесторов, которые владеют какой-либо собственностью, однако самой по себе ее недостаточно для самостоятельного производства ими добавленной стоимости.

Вторым способом получения ресурсов в распоряжение предпринимателя является их покупка. Для этого инвесторы должны депонировать свои деньги в Проектном банке, чтобы взамен на ту же сумму получить «обязательства» Проектного банка (на рисунке обозначено ОПБ).

Данные обязательства инвесторы могут обменять на ресурсные акции, выпущенные предпринимателем. Фактически, благодаря этой цепочке, депонированные деньги инвесторов переходят в распоряжение предприни-

мателя, и на них под контролем Проектного банка он может купить те ресурсы, которые не были получены в натуральном виде и предусмотрены проектной документацией. Второй способ приемлем для инвесторов – финансовых институтов (типа Пенсионных фондов), которые не могут вкладывать свой капитал напрямую в реальное производство.

Количество и набор ресурсов, которые следует привлечь предпринимателю для реализации инвестиционного проекта должны быть заранее четко установлены и документально зафиксированы. Инвесторы, располагающие подобными ресурсами, и которые согласны их передать предпринимателю для реализации проекта, заявляют о своем желании. Формируется предварительная «книга заявок», на основании которой предприниматель может оценить, какие ресурсы он сможет получить в натуральном выражении, а какие ему придется покупать. Вслед за этим Оценочная компания должна рассчитать стоимость недостающих ресурсов и, исходя из полученной величины, в проект будут допущены инвесторы, готовые вложить свои деньги. Такой порядок позволяет выпустить ресурсные акции именно на то количество ресурсов, которое необходимо для инвестиционного проекта, а также определить Оценочной компании первоначальную стоимость каждой ресурсной акции. По каждой ресурсной акции предприниматель несет обязательства целевого использования полученных ресурсов, в случае неисполнения которых он может понести санкции с компенсацией убытков инвесторов.

Получив ресурсы, необходимые для реализации инвестиционного проекта, предприниматель должен организовать их в работающий механизм, конечным результатом действия которого будет производство потребительских благ (товаров, работ, услуг), имеющих спрос на рынке.

Чтобы можно было оценить результат деятельности предпринимателя в стоимостном выражении, произведенная продукция должна быть продана на рынке. Если стоимость проданной продукции будет способна покрыть затраты на капитал и принести добавленную стоимость, значит, предприниматель сработал успешно. Полученные от продажи деньги будут также депонироваться на счетах предпринимателя в Проектном банке.

Депонированные деньги могут быть использованы предпринимателем, во-первых, на покрытие затрат, понесенных в ходе производства продукции, во-вторых, для накопления амортизации по полученным ресурсам, в-третьих, для уплаты обязательных платежей (налогов и сборов), в-четвертых, для выплаты дивидендов по ресурсным акциям, в-пятых, для собственного вознаграждения.

На верхнем уровне изображенного на рисунке 3.9 финансового механизма находится Проектный банк, который будет проводить расчеты предпринимателя с внешними контрагентами, перечисляя депонированные

на счету компании деньги в их пользу. Внешними контрагентами могут являться, например, работники предприятия, поставщики ресурсов, покупатели произведенной продукции, государство и т.п. Поскольку деньги, которые будет получать компания предпринимателя взамен реализованной продукции, должны иметь целевое назначение, на Проектный банк возлагаются функции контроля за платежами, осуществляемыми компанией. Такой контроль нужен, в частности, для предотвращения вывода предпринимателем денег из инвестиционного проекта и тем самым – обмана инвесторов.

Связующим звеном между финансовыми инструментами, выпускаемыми проектным банком и предпринимателем, является Оценочная компания, находящаяся на среднем уровне изображенного на рисунке 3.9 финансового механизма. Оценочная компания в своей работе должна устанавливать курс обмена ресурсных акций на обязательства Проектного банка.

Весь выпуск ресурсных акций по своей начальной стоимости должен соответствовать стоимости привлеченных предпринимателем ресурсов. Стоимость каждой отдельной акции рассчитывается исходя из стоимости того ресурса, взамен которого она была получена (или стоимости того ресурса, который был приобретен за счет обязательств, полученных предпринимателем в обмен на акцию). Поскольку каждый ресурс имеет разную начальную стоимость, то каждая акция имеет разную стоимость – в зависимости от начальной стоимости замещаемого ей ресурса.

Как уже было сказано, в ходе инвестиционного проекта Оценочная компания должна производить оценку капитализации предприятия после каждой реализации продукции, сопоставляя стоимость затраченных для производства ресурсов с полученными выгодами от реализации. Если предприниматель действовал правильно, выгоды должны превысить затраты. Это значит, что была произведена добавленная стоимость, и капитализация компании предпринимателя повысилась. Величина прироста фиксируется Оценочной компанией и отражается в специально создаваемом для этого источнике (например, в периодическом издании, либо сети Интернет), и в дальнейшем влияет на размеры дивидендов по ресурсным акциям. Прироста стоимости предприятия, выраженного в обязательствах Проектного банка, должно быть достаточно для уплаты вознаграждения инвесторам за вложенный капитал. Так же часть достанется самому предпринимателю в качестве оплаты за его усилия по реализации инвестиционного проекта.

На случай, если в результате непредвиденных обстоятельств, или по каким-либо иным причинам, прироста добавленной стоимости не хватит для уплаты вознаграждения инвесторам, предприниматель должен исполь-

зовать страхование от подобных рисков. В случае недополучения добавленной стоимости, страховая компания сможет обеспечить получение дохода компанией предпринимателя, часть которого пойдет на выплату дивидендов держателям ресурсных акций.

Соответственно росту капитализации компании, Оценочная компания пересчитывает стоимость ресурсных акций с учетом произведенной предпринимателем добавленной стоимости. Номинация ресурсных акций в натуральном выражении остается прежней, но ресурсы в форме основных средств с течением времени теряют свои потребительские свойства, а значит, и стоимость. Следовательно, предприниматель должен обеспечить полное восстановление стоимости привлеченных ресурсов (посредством амортизации) и в дополнение к этому осуществить прирост их стоимости за счет производства продукции, пользующейся спросом на рынке.

За счет оценки стоимости акций, Оценочная компания устанавливает новый курс обмена обязательств Проектного банка на ресурсные акции, при этом, если инвестиционный проект организован правильно, то такой курс должен быть постоянно растущим (за счет роста капитализации компании) до того момента, пока проект не исчерпает себя. Это значит, что в обеспечении каждого обязательства Проектного банка (а значит, и вложенного в проект рубля) будет находиться все б*о*льшая стоимость потребительских благ (товаров, работ, услуг). Курс акций будет расти не за счет спекулятивных действий на бирже, а за счет реального прироста потребительских благ.

Как уже было упомянуто выше, инвесторы разделяются на два вида: те, которые участвуют посредством предоставления предпринимателю необходимых ресурсов, и те, которые осуществляют денежные вложения. И те, и другие будут получать от предпринимателя ресурсные акции, номинированные в натуральном и стоимостном выражении. Гарантией сохранения вложений инвесторов от обесценения является натуральная номинация ресурсных акций. Даже если предприниматель не сможет получить добавленной стоимости, он обязан вернуть инвестору полученный в распоряжение ресурс с учетом его физического и морального износа. Те инвесторы, которые осуществляют вложения в проект в денежной форме, могут получить свою долю обратно после продажи ресурсов приобретенных на их деньги. Значит, основной задачей предпринимателя является сохранение стоимости полученных ресурсов. Восстановление стоимости ресурсов, вовлеченных в производство, будет осуществляться с помощью амортизации, при этом предпринимателю для обеспечения будущей ликвидности ресурсных акций не следует реинвестировать амортизацию сразу же после получения, а нужно хранить ее на специальном счете в Проектном банке (который, в свою очередь, должен следить за ее целевым использованием).

Поскольку инвестиционный проект имеет довольно продолжительный срок действия, ресурсы, которые предоставят инвесторы, нельзя так просто извлечь из работы и погасить ресурсные акции. Для этого следует дождаться окончания инвестиционного проекта, когда произойдет полный возврат вложенной стоимости посредством амортизации. Исходя из этого, среди финансовых институтов, которым может быть интересно инвестирование в подобные ресурсные акции, особо выделяются те, для которых необходимо обеспечить длительные и надежные вложения – пенсионные фонды, страховые компании (особенно занимающиеся страхованием жизни), инвестиционные банки, венчурные фонды и т.д.

Продажа ресурсных акций возможна либо кому-то из числа уже имеющихся инвесторов, либо стороннему желающему лицу. При этом обязательным условием является расчет данной сделки не в рублях, а в обязательствах Проектного банка. Инвестор, желающий купить ресурсные акции, должен депонировать деньги в Проектном банке, взамен получить его обязательства, использовать их в качестве средства платежа при покупке ресурсных акций. Продавец ресурсных акций, получив на счет в Проектном банке определенную сумму обязательств, может обменять их на депонированные рубли и покинуть инвестиционный проект. Стоимость ресурсных акций при продаже должна четко контролироваться Проектным банком и соответствовать стоимости последней оценки, проведенной Оценочной компанией. Фактически, такой расчет стоимости акций посредством постоянной оценки капитализации компании, организованной предпринимателем, делает бессмысленным обращение ресурсных акций на бирже.

В процессе работы финансового механизма фундаментальной капитализации, в него могут включаться множество предпринимателей, создавая компании подобным образом. Такие компании могут выстраиваться в технологическую цепочку по принципу «продукция одного является ресурсом для другого». Встроенные в подобную цепочку, компании будут уверены в востребованности производимой продукции, а добавленная стоимость всех компаний в совокупности будет гораздо выше, чем у одной. Цепочки производства добавленной стоимости могут наращивать свою капитализацию гораздо быстрее и эффективнее, чем компании в одиночку.

Обязательства Проектного банка, по мере включения в финансовый механизм все новых и новых компаний, могут стать внутренним средством обращения (своеобразными «инвестиционными деньгами», на базе которых в дальнейшем – при длительной работе данного механизма – могут вводиться в обращение полноценные российские деньги, не зависящие от иностранных валют и мировых цен на энергоносители), опосредуя обмен продукцией между разными участниками производственных цепочек.

Непременным условием работы финансового механизма фундаментальной капитализации является его регулирование Государственными финансовыми органами и наличие Арбитражных судов. В функции первых должно входить нормативное обеспечение работы финансового механизма, издание внутренних документов и регулирование происходящих в механизме процессов. Арбитражные суды должны рассматривать споры между участниками финансового механизма в соответствии с теми нормами, которые введены в действие финансовыми органами государства.

Теперь остановимся на организационных моментах, связанных с реализацией предложенного финансового механизма фундаментальной капитализации. Та функциональная структура, которая была описана выше, задает определенные требования к организации такого механизма. В свою очередь, условием реализации функциональной структуры является наполнение ее «материалом»[34], за счет которого и будет происходить функционирование (действие) финансового механизма фундаментальной капитализации.

Действие механизма должно начинаться с учреждения предпринимателем компании, которая должна реализовать инвестиционный проект, обеспечивающий рост ее капитализации за счет прироста потребительских благ. Такая компания регистрируется как обычное юридическое лицо, в форме акционерного общества, в соответствии с законодательством РФ.

После того, как процедура регистрации акционерного общества пройдена, должна быть осуществлена процедура регистрации предпринимателем инвестиционного проекта (проектной документации) и проспекта эмиссии ресурсных акций в Федеральной службе по финансовым рынкам (далее – ФСФР). Для этого в ФСФР предварительно необходимо учредить специальный отдел, в обязанности которого входила бы оценка и экспертиза предлагаемых предпринимателями инвестиционных проектов.

Форма инвестиционного проекта (проектной документации) должна обязательно предусматривать следующие разделы:

– маркетинговое исследование рынка с обоснованием перспектив сбыта продукции, которую предприниматель собирается производить, а также с оценкой прогнозной емкости рынка;

– технико-экономическое обоснование, в котором должна быть полностью описана технология производства продукции и четко выделены все необходимые для этого ресурсы;

[34] В данном контексте «материал» употребляется не для обозначения чего-то вещного, чувственно осязаемого. «Материалом» в системном подходе II является то, что организуется соответствующим процессом – это могут быть как вещи, так и люди, знания, законы, учреждения и т.п. [40; 149].

– финансовый план, содержащий стоимостную оценку необходимых инвестиций в проект, а также прогнозные денежные потоки от реализации продукции, которые строятся на основании маркетинговых прогнозов.

Данный набор не является исчерпывающим, однако именно такие разделы проектной документации является минимально необходимым условием для работы финансового механизма фундаментальной капитализации.

Опираясь на тот набор ресурсов, который требуется для реализации проекта, а также на их оценочную стоимость, предприниматель осуществляет выпуск ресурсных акций под каждый из требующихся ресурсов. Этот выпуск регистрируется в ФСФР, а учет прав на ресурсные акции ведет депозитарий Проектного банка. Как уже отмечалось, каждая акция имеет двойную номинацию: в количестве ресурса, обеспечивающего эту акцию, и в стоимостном выражении этого ресурса.

На сегодня в российском законодательстве нет понятия «ресурсной акции»[35]. Поэтому, чтобы выпуски таких акций были легитимными, в законодательство РФ, касающееся рынка ценных бумаг и разрешенных для обращения финансовых инструментов, должны быть внесены соответствующие поправки. Так, в частности, поправки следует внести в Гражданский кодекс и Федеральный закон «Об акционерных обществах». Нужно отметить, что создание в стране новых видов финансовых инструментов соответствует одной из задач «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года» [7].

После регистрации выпуска ресурсных акций учрежденной предпринимателем компании Проектный банк должен принимать заявки от инвесторов, которые желают вложить деньги или ресурсы в проект. Для привлечения инвесторов предприниматель может действовать по двум вариантам, приведенным на рисунке 3.10.

Во-первых, если предприниматель владеет информацией о собственниках тех ресурсов, которые нужны ему для реализации проекта, то он может направить им коммерческие предложения об инвестировании ресурсов в проект. Важным условием здесь является полная прозрачность документации инвестиционного проекта: если собственник заинтересуется вложениями в проект, то он заранее должен знать, каким образом будут использоваться предоставленные им ресурсы и какие выгоды от этого ему следует ожидать. Во-вторых, среди финансовых институтов полезным будет проведение рекламных кампаний, «road-show»[36] и т.д. В отличие от

---

[35] Однако в истории существовали прецеденты финансовых инструментов с двойной номинацией – например, товарные облигации Российской Федерации середины 90-х годов, когда сумма основного долга по облигации могла быть погашена товарами народного потребления.

[36] Road-show представляет собой презентацию компании и ее проекта либо в частной встрече с конкретными инвесторами, либо посредством СМИ. В ходе таких презентаций менеджмент компании отвечает

IPO, когда подобные процедуры имеют целью создание ажиотажного спроса на акции в первое время их обращения на бирже, при реализации инвестиционного проекта предпринимателя, в первую очередь, интересует привлечение необходимого и достаточно количества ресурсов для производства продукции. Поэтому, возможно и просто договориться с инвесторами напрямую, без использования маркетинговых услуг.

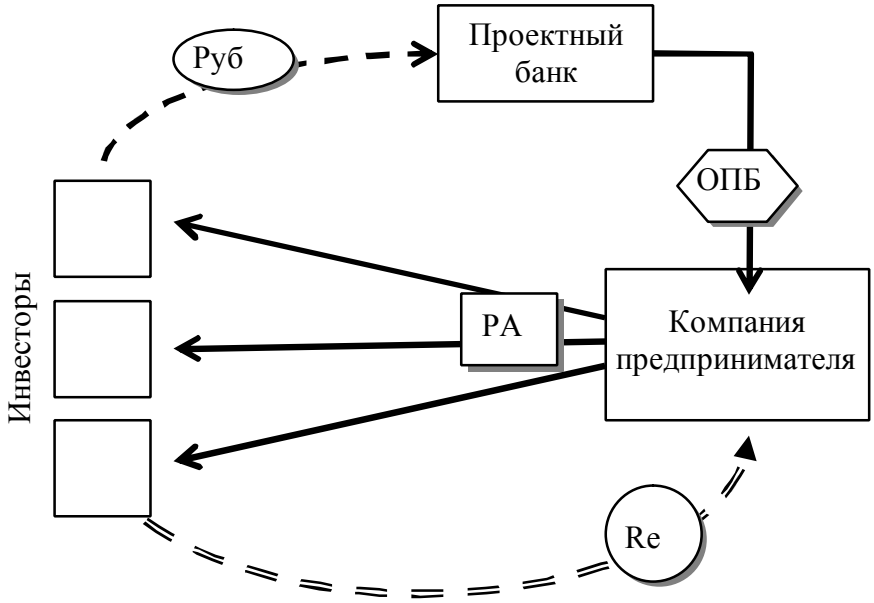

Рис. 3.10. Способы инвестирования в ресурсные акции

Все заявки инвесторов на участие в инвестиционном проекте регистрируются Проектным банком. В первую очередь удовлетворяются заявки тех инвесторов, которые желают вложить ресурсы в проект (обозначено «Re» на рисунке 3.10). В обмен на каждый ресурс инвестор получает ресурсную акцию (обозначено «РА» на рисунке 3.10), начальная стоимость которой определяется Оценочной компанией в соответствии со стоимостью данного ресурса на рынке и по согласованию с инвестором.

После того, как все заявки инвесторов, вкладывающих в проект ресурсы, будут удовлетворены, на основании проектной документации должны быть выявлены недостающие ресурсы, которые следует купить у сторонних поставщиков. Оценочная компания будет определять стоимость, по которой эти ресурсы могут быть приобретены, а затем на общую величину недостающих ресурсов будут удовлетворяться заявки тех инвесторов, которые желают вложить в проект деньги. Можно сказать, что за каждым инвестором должен закрепляться определенный ресурс, включение которого в проект он и финансирует. Такой шаг очень важен, поскольку целевые инвестиции всегда менее рискованы для инвесторов.

на все интересующие вопросы потенциальных инвесторов, что должно положительно сказаться на инвестиционной привлекательности компании и ее ресурсных акций.

Каждый инвестор, осуществляющий в проект денежные вложения, должен внести в Проектный банк ту сумму денег, которая нужна для покупки недостающих ресурсов (обозначена «Руб» на рисунке 3.10). Проектный банк откроет инвестору расчетный счет, на который зачислит обязательства Проектного банка в сумме, соответствующей внесенным деньгам. Ресурсные акции могут быть получены только в обмен на обязательства Проектного банка (обозначены «ОПБ» на рисунке 3.10). В итоге, фактическим владельцем зарезервированной в Проектном банке суммы денег станет предприниматель.

Процедура использования обязательств Проектного банка, полученных компанией предпринимателя в обмен на ресурсные акции представлена на рисунке 3.11. Компания предпринимателя должна передать поручение Проектному банку перечислить депонированные деньги в счет оплаты оставшихся ресурсов, которые необходимы для реализации инвестиционного проекта (на рисунке 3.11 обозначено стрелкой и аббревиатурой ОПБ).

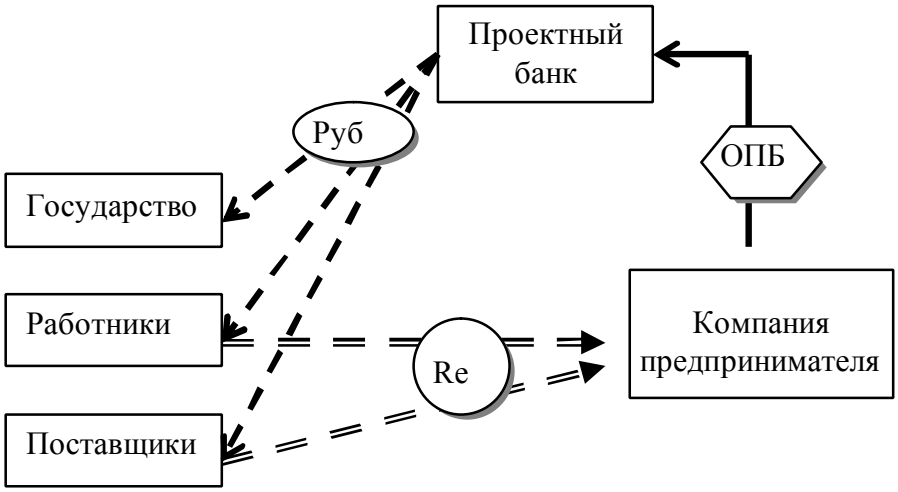

Рис.3.11. Процедура использования обязательств Проектного банка

Проектному банку необходимо контролировать целевое использование полученных обязательств на основании проектной документации. Если поручение на покупку ресурсов соответствует потребностям проекта, а их стоимость не превышает величины, названной Оценочной компанией (и отраженной в стоимости ресурсных акций), то Проектный банк будет списывать со счета компании предпринимателя обязательства, а платеж поставщику будет осуществлять депонированными рублями (на рисунке – штриховые стрелки с надписью «Руб»). В случае несоответствия назначения платежа проектной документации Проектный банк производит отказ в операции.

Такая процедура позволит установить контроль за целевым использованием полученных от инвесторов денег, поскольку все операции пред-

приниматель будет осуществлять посредством обязательств Проектного банка. Распоряжаться деньгами напрямую компания предпринимателя не имеет права. Это повысит гарантии сохранения вложенной инвесторами стоимости.

Деньги могут понадобиться компании, кроме того, для выплаты заработной платы работникам и для уплаты налогов государству. Все эти платежи следует осуществлять по той же схеме, которая приведена на рисунке 3.11. Расходы на заработную плату работникам следует предусмотреть в инвестиционном проекте, чтобы они могли быть проконтролированы Проектным банком. А посредством зачисления заработной платы на пластиковые карты контроль за целевым назначением платежей лишь усиливается.

Подобный механизм расчетов не является чем-то экзотическим. Примером может служить оплата коммунальных услуг, когда плательщик передает банку наличные деньги, а банк осуществляет платеж в безналичной форме, т.е. банк «трансформирует» деньги, переводит их из одной формы в другую. То же самое – с трансформацией обязательств Проектного банка в деньги.

Поскольку депонированные суммы денег, благодаря их замещению обязательствами, будут приобретать строго целевое назначение (на покупку производственных ресурсов, на выплату заработной платы и т.п.), а в проектной документации заранее будут установлены все направления расходования, то Проектный банк может управлять депонированными суммами денег в пределах сроков, пока они не востребованы. Такие операции будут приносить доход Проектному банку, за счет которого он и будет частично финансировать свою работу.

Кроме того, в ходе реализации инвестиционного проекта, компания предпринимателя будет резервировать амортизированную стоимость ресурсов на специальном счете в Проектном банке. Эти деньги будут использованы на выкуп у инвесторов и аннулирование ресурсных акций после успешного окончания проекта. Однако до момента выкупа ресурсных акций Проектный банк, с согласия компании предпринимателя, может инвестировать эти деньги с целью сохранения их стоимости от обесценения. За пользование чужими деньгами Проектный банк должен обеспечивать доход по величине достаточный для сохранения амортизационного фонда от обесценения.

Направления вложений накопленных сумм амортизации и добавленной стоимости, причитающейся инвесторам, следует строго регламентировать нормативными актами. В их перечень могут входить самые надежные финансовые активы, имеющие минимальный риск инвестирования, поскольку эта стоимость принадлежит инвесторам-владельцам ресурсных

акций и должна быть возвращена им по окончании инвестиционного проекта. Проектный банк попросту не имеет права рисковать чужими деньгами. К таким инвестициям могут относиться государственные и муниципальные облигации, корпоративные облигации эмитентов, имеющих наивысший рейтинг, депозиты коммерческих банков с государственным участием (ВЭБ, Сбербанк, ВТБ).

Исходя из требований, которые предъявляются к обязательствам Проектного банка, это могут быть просто учетные единицы, которые бы фиксировали причитающуюся каждому из клиентов Проектного банка сумму денег. Обязательства Проектного банка номинируются в рублях по курсу 1 к 1. Преимуществом обязательств является то, что они, в отличие от денег, имеют строго целевой характер и не могут быть пущены в денежный оборот вне финансового механизма фундаментальной капитализации. Этим достигается возможность контроля за использованием денег компаниями, реализующими инвестиционный проект. По сути своей обязательства Проектного банка – это «маркированные рубли». Примером успешно действовавшего механизма подобной «маркировки» является упраздненный в настоящее время Единый социальный налог. Платежи по ЕСН – это деньги, которые имели строго целевую направленность и должны были быть зачислены не куда угодно, а в строго определенные государственные внебюджетные фонды и использованы по тому назначению, которое было зафиксировано бюджетом соответствующего фонда.

Регламент оборота обязательств Проектного банка, их выпуска и обмена на рубли и ресурсные акции должен быть принят Постановлением Правительства РФ.

Проектный банк должен обеспечивать кассовое обслуживание сделок по продаже произведенной компанией предпринимателя продукции. Это обеспечение заключается в том, что банку нужно депонировать деньги, полученные от покупателей, на счете компании предпринимателя. После реализации потребительских благ предприниматель производит распределение полученной выручки в амортизационный фонд, на покрытие текущих расходов, на уплату налогов, на выплату дохода инвесторам. Соответственно этому, Проектный банк будет осуществлять перевод денег со счета компании предпринимателя на счета амортизационного фонда, инвесторов, а также осуществлять расчеты с поставщиками, работниками, государством по поручению компании. Та часть, которая останется у компании предпринимателя после распределения выручки, станет предпринимательским доходом и останется на ее счету до окончания инвестиционного проекта или будет инвестирована в проект уже от имени предпринимателя.

Как уже было сказано, ресурсные акции не могут быть выкуплены компанией предпринимателя до момента окончания инвестиционного про-

екта. Для инвестора единственным способом высвобождения вложенных в них денег является продажа акций заинтересованным лицам. Продажа ресурсных акций должна осуществляться при посредстве Проектного банка. Покупатель должен внести в банк сумму денег, соответствующую стоимости акций, рассчитанной Оценочной компанией на последнюю дату. Банк депонирует внесенные деньги и откроет покупателю счет на аналогичную сумму обязательств Проектного банка. При осуществлении сделки купли-продажи ресурсных акций со счета покупателя на счет продавца будет списана соответствующая сумма обязательств, а в депозитарии со счета продавца на счет покупателя будет списано соответствующее количество ресурсных акций. Теперь продавец акций сможет конвертировать имеющиеся у него на счету в Проектном банке обязательства в рубли и выйти из проекта. Такая длительная процедура нужна для того, чтобы инвесторы не могли спекулировать со стоимостью ресурсных акций. За деньги инвестор может продать ресурсные акции в обход Проектного банка, дав лишь поручение депозитарию перевести его акции на счет покупателя. Но вот сумма такой сделки не поддается контролю и может быть установлена вне зависимости от фундаментальной капитализации компании и величины оценки стоимости акции.

После окончания инвестиционного проекта на счетах Проектного банка должна скопиться сумма денег, соответствующая полной стоимости вложенных в проект ресурсов (амортизационный фонд), а также произведенная в течение предпринимательского цикла добавленная стоимость. Часть этой добавленной стоимости причитается инвесторам в качестве дивидендов по ресурсным акциям, а другая часть – предпринимателю в качестве вознаграждения за его работу по организации разнородных ресурсов в работающую компанию, производящую добавленную стоимость в экономике.

К моменту окончания инвестиционного проекта Проектный банк должен обеспечить погашение всех финансовых активов, в которые были вложены накопленные деньги, чтобы быть в состоянии исполнить обязательства перед инвесторами. С этого момента предприниматель может начинать запуск нового инвестиционного проекта и привлечение новых ресурсов для него.

Следует отметить, что структуры Проектного банка и Оценочной компании могут (и должны) обеспечивать работу не одного инвестиционного проекта. С развитием подобного финансового механизма в него могут включаться все больше и больше предпринимательских структур, которые бы хотели наращивать свою капитализацию за счет производства потребительских благ (товаров, работ, услуг), а не за счет биржевых спекуляций. Между этими компаниями могут складываться партнерские отношения, и

продукция одних может стать ресурсом работы других. В этом случае, к функциям Проектного банка добавится осуществление расчетов между участниками финансового механизма в обязательствах Проектного банка. Таким образом, компании, включившиеся в предлагаемый финансовый механизм, могут обходиться в своей операционной деятельности вовсе без денег, используя клиринговые расчеты, выраженные в обязательствах Проектного банка.

К преимуществам предложенного финансового механизма можно отнести:

– обеспечение роста капитализации компании приростом потребительских благ (товаров, работ, услуг) в экономике, что предотвращает внезапное падение капитализации из-за неблагоприятных экономических явлений.

– в силу продолжительности инвестиционного проекта и высокой надежности вложений в ресурсные акции, этот финансовый механизм может стать привлекательным для инвестирования капитала финансовых институтов, располагающих «длинными деньгами» и нуждающихся в долгосрочных вложениях, в первую очередь, пенсионных фондов.

– подобный финансовый механизм позволит вовлечь в экономический оборот неиспользуемые ресурсы, а также объединить между собой различные ресурсы для достижения большего эффекта в виде прироста добавленной стоимости в экономике, а, следовательно, прироста капитализации участвующих в нем компаний;

– предлагаемый финансовый механизм способен работать параллельно с уже действующими механизмами капитализации компаний.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В последние годы все больше российских компаний начинает в своей деятельности ориентироваться на цель максимизации стоимости компании для акционеров. В частности, для этого они используют размещение акций на фондовой бирже, поскольку считается, что биржевой механизм позволяет выявить наиболее объективную величину капитализации компании.

В то же время финансовый кризис показал, что ценообразование на рынке акций слабо связано с результатами производственной деятельности компании. Капитализация компаний на бирже зависит от действий спекулянтов, управлять которыми компания не в силах. В результате, очень малое число компаний готово использовать подобный механизм для воздействия на величину своей стоимости. Решить подобную трудность можно лишь при условии совершенствования существующего финансового механизма, обеспечивающего капитализацию российских компаний.

В целом исследование показало, что управление процессом капитализации компании возможно при использовании системного подхода к исследованию и проектированию обеспечивающего этот процесс финансового механизма. Придавая стоимости характер объективной величины и называя финансовый рынок единственным механизмом выявления объективной стоимости компании, невозможно добиться устойчивого и управляемого роста величины капитализации российских компаний. Чтобы получить рост стоимости российских компаний следует понять, что предметы сами по себе, от «Бога», не обладают способностью порождать процессы капитализации. Все наоборот – вовлечение компаний в специально устроенный процесс капитализации позволит повысить их стоимость и быть сравнимыми с зарубежными аналогами.

Дальнейшие исследования и разработки в данной области могут касаться:

– методик оценки добавленной стоимости компании, использующей для роста величины капитализации предложенный финансовый механизм;

– правового обеспечения работы финансового механизма фундаментальной капитализации;

– исследования взаимодействия различных финансовых механизмов при их одновременном использовании для обеспечения процесса капитализации компании.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. О внесении изменений в постановление Правительства Российской федерации от 19 января 2008 г. № 18 : постановление Правительства РФ от 15 октября 2008 г. № 766

2. О предприятиях и предпринимательской деятельности : закон РСФСР от 25 декабря 1990 года №445-I

3. О рынке ценных бумаг : федеральный закон РФ от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ

4. Об акционерных обществах : федеральный закон РФ от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ

5. Об оценочной деятельности в Российской Федерации : федеральный закон РФ от 29 июля 1998 г. №135-ФЗ

6. Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг : приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 9 октября 2007 № 07-102/пз-н

7. Об утверждении Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2020 года : распоряжение Правительства РФ от 29 декабря 2008 г. № 2043-р

8. Абрамов А.Е. Рыночная капитализация – понятие, показатели и сферы их применения / А.Е. Абрамов // Акционерное общество. – 2003. – №3(4) май. – С. 51-55

9. Алексеев Д.А. Стратегия развития Иркутской области как механизм роста капитализации региона // Финансово-экономический потенциал в регионе: современное состояние и перспективы развития: сб.науч.тр.– Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2008. – С. 13-16

10. Алексеева И.А. Понятие и виды IPO / И.А. Алексеева, А.А. Турченко // Финансовый менеджмент. – 2009. – №4. – С. 34-41

11. Анализ процессов приватизации государственной собственности в РОссийской Федерации за период 1993-2003 годы (экспертно-аналитическое мероприятие) / Руководитель рабочей группы – Председатель Счетной палаты Российской Федерации С.В. Степашин. – М.: Издательство «Олита», 2004. – 185 с.

12. Андрефф В. Российская приватизация: подходы и последствия / В. Андрефф // Вопросы экономики. – 2004. – №6. – С. 57-78

13. Антонов М.В. Использование механизма рынка ценных бумаг для повышения рыночной стоимости российских компаний / М.В. Антонов // Финансы и кредит. – 2008. – №25. – С. 39-45

14. Арабкин В.В. Капитализация территорий [Электронный ресурс] / В.В. Арабкин. – Режим доступа:

http://www.shkp.ru/lib/archive/methodologies/kapital/2003/2003,_Palanga,_rasshifrovki.zip

15. Асосков В.В. Акционерные общества в РФ [Электронный ресурс] / В.В. Асосков – Режим доступа: http://www.ropnet.ru/pages/lawyer/ao.htm

16. Аукционек С. Доминирующие категории собственников и их влияние на хозяйственное поведение предприятий [Электронный ресурс] / С. Аукционек, В. Жуков, Р.И. Капелюшников. – Режим доступа http://www.libertarium.ru/10620

17. Беккер Г.С. Воздействие инвестиций в человеческий капитал на заработки / Г.С. Беккер // Человеческое поведение: экономический подход. Избранные труды по экономической теории. – М.: ГУ ВШЭ, 2003. – С. 50-89

18. Бельчук А.И. Мировой финансовый кризис – главные черты, причины и последствия / А.И. Бельчук // Российский внешнеэкономический вестник. – 2008. – №11. – С. 5-10

19. Березкин Ю.М. О двух подходах к пониманию финансового механизма // Проблемы финансово-кредитного механизма в регионе: сб. науч. тр. – Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2000. – С. 54-58

20. Березкин Ю.М. Причины финансового «кризиса» // Материалы 68-й ежегодной научной конференции профессорско-преподавательского состава и докторантов, 20-й научной конференции аспирантов и 70-й научной конференции студентов и магистрантов: ч.1. – Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2009. – С. 57-71

21. Березкин Ю.М. Проблемы и способы организации финансов/ Ю.М. Березкин – Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2006. – 248 с.

22. Березкин Ю.М. Семь прикосновений к методологии/ Ю.М. Березкин – Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2010. – 257 с.

23. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. – 2-е изд.– М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008.– 1008 с.

24. Виньков А. Рулетка русских IPO / А. Виньков, А. Горбунов, В. Лебедев// Эксперт. – 2008. – №42. – С. 36-37

25. Виньков А. Здесь меряются скоростью зарабатывания денег/ А. Виньков, Д. Сиваков, А. Хазбиев // Эксперт. – 2009. – №38. – С. 22-27

26. Волошин Д.А. Нематериальные активы в формировании капитализации компании / Д.А. Волошин // Экономический анализ. – 2008. – №3. – С. 38-44

27. ВЭБ инвестировал в фондовый рынок РФ 25 млрд.рублей, 20 млрд. – в акции, 5 млрд. – в облигации [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.veb.ru/ru/about/press/publications/index.php?from32=3&id32=4772

28. Галкин В.В. История биржи в России / В.В. Галкин. – Воронеж: Центр.-Чернозем. кн. изд-во, 2000. – 225 с.

29. Гвардин С.В. IPO: Стратегия, перспективы и опыт российских компаний/ С.В. Гвардин. – М.: Вершина, 2007.– 264 с.

30. Гильфердинг Р. Финансовый капитал / Р. Гильфердинг – М.: Государственное издательство, 1924. – 460 с.

31. Годерич А. Чего стоит прозрачность [Электронный ресурс] / А. Годерич, Е. Кудымова – Режим доступа: http://www.cfe.ru/pic/files/MEG %20Transparency%20Article%20-%20May%2005%20-%20Rus.pdf

32. Гринберг Р. Кризис – не столько зло, сколько очищение [Электронный ресурс] / Р.Гринберг. – Режим доступа: http://www.kp.ru/daily/ 24186/394699/

33. Громыко Ю.В. Мыследеятельность: курс лекций. – В 3-х кн.: Кн. 1. Введение в теорию мышления и деятельности / Ю.В. Громыко – М.: Пушкинский институт, 2005. – 384 с.

34. Губейдуллина Г. Биржа дальше не идет/ Г. Губейдуллина, Д. Желобанов, А. Панов // Ведомости. – 2008. – №176. – С. 2

35. Данилов Ю. Матрешки-убийцы/ Ю.Данилов // Эксперт. – 2008. – №38. – С. 24-26

36. Дидович А.П. Изучение проблем налогообложения: опыт использования принципов системного анализа / А.П. Дидович. – Иркутск.: Изд-во БГУЭП, 2003. – 112 с.

37. Дойль П. Маркетинг, ориентированный на стоимость / П.Дойль. – СПб.: Питер, 2001. – 479 с.

38. Дребенцов В. Не проспать конец века/ В. Дребенцов // Эксперт. – 2008. – №37. – С. 42-47

39. Дубенецкий Я.Н. Финансовый кризис – некоторые истоки и уроки / Я.Н. Дубенеций // Экономическое возрождение России. – 2009. – №2. – С. 42-49

40. Дубровский В.Я. Введение в общую теорию деятельности: курс лекций [Электронный ресурс] / В.Я. Дубровский. – Режим доступа: http://www.fondgp.ru/lib/mmk/67/081024__Dubrovskij_vvedenie_v_metodologiu_-_III.DOC

41. Ежемесячный бюллетень «Клиенты участников торгов Фондовой биржи ММВБ» [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.micex.ru/file /bidders_clients/bidders_clients_01032010.xls

42. Ершов М. 1998-2008: Десятилетие дефолта и мировой финансовый кризис / М.Ершов // Аналитический банковский журнал. – 2008. – №10. – С. 40-44

43. Жуков Е.Ф. Ипотечный кризис в США и его социально-экономические последствия/ Е.Ф. Жуков // Финансы. – 2009. – №4. – С. 60-62

44. Иваницкий В.П. Формирование и развитие финансового механизма на основе распределения денежных накоплений промышленности (теория и методология) / В.П. Иваницкий. – Иркутск: Изд-во Иркут.ун-та, 1984. – 196 с.

45. Иванов И. Отборный бизнес [Электронный ресурс] / И. Иванов, К. Гаазе, М. Фишман. – Режим доступа: http://runewsweek.ru/economics/25528/

46. Игонина Л.Л. Финансовый кризис и стратегия развития финансового рынка России / Л.Л. Игонина // Экономическая наука современной России. – 2009. – №1. – С. 53-61

47. История биржи в России [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.bull-n-bear.ru/history/history.php?history=exchange_h_ru_9

48. История IPO российских компаний на зарубежных фондовых рынках// Внешнеэкономические связи. – 2006. – №3. – С. 15-19

49. Кан М. Технический анализ. Просто и ясно / М. Кан, Н.Майкл. – СПб.: Питер, 2009. – 314 с.

50. Кант И. Критика чистого разума / И.Кант. – М.: Мысль, 1994. – 268 с.

51. Книгин А.Н. Учение о категориях: учебное пособие для студентов философских факультетов / А.Н. Книгин. – Томск: Изд-во ТГУ, 2002. – 193 с.

52. Колмыкова Л.И. Фундаментальный анализ финансовых рынков / Л.И. Колмыкова. – СПб.: Питер, 2007. – 288 с.

53. Кон А. Финансовый капитал / А. Кон. – М.: Изд-во Коммунистического ун-та им. Я.М.Свердлова, 1927. – 143 с.

54. Костин А. Наш приоритет – капитализация / А. Костин // Национальный банковский журнал. – 2007. – №7. – С. 24-25

55. Коулман Дж. Капитал социальный и человеческий / Дж.Коулман // Общественные науки и современность. – 2001. – №3. – С. 122-139

56. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурин. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005.–576 с.

57. Крылов Т.А. Привлечение финансовых ресурсов в ходе IPO (часть 1) / Т.А. Крылов // Управление корпоративными финансами. – 2008. – №5. – С. 270-278

58. Кузнецова Н. Жажда роста / Н. Кузнецова // Слияния и поглощения, 2009. – №3. – С. 18-24

59. Лансков П. Неидеальные черты фондового рынка России / П. Лансков, О. Гусов, Д. Лансков // Рынок ценных бумаг. – 2007. – №17. – С. 29-32

60. Лауфер М. Особенности развития современных фондовых бирж / М.Лауфер // Вопросы экономики. – 1999. – №5. – С. 127-138

61. Лизунов В. Цена и стоимость актива: различия и способы увеличения / В. Лизунов // Слияния и поглощения. – 2008. – №6. – С.30-34

62. Логвинов М. Последний звонок [Электронный ресурс] / М. Логинов – Режим доступа: http://www.ko.ru/document.php?id=19998

63. Локоткова С. Sell in may and go away [Электронный ресурс] / С. Локоткова – Режим доступа: http://www.expert.ru/articles/2008/12/30/ stock-record

64. Локоткова С. Нерезиденты капитулируют [Электронный ресурс] / С. Локоткова – Режим доступа: http://www.expert.ru/articles/2008/08/11/ birga/

65. Лысенко А. После IPO / А. Лысенко // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №23. – С. 28-30

66. Малиновский П.В. Капитализация и виды капиталов [Электронный ресурс] / П.В. Малиновский – Режим доступа: http://www.shkp.ru/lib/archive/metodologies/kapital/2003/2003,_Palanga,_rasshifrovki.zip

67. Малова Т.А. Капитализация в условиях структурных особенностей российской экономики (концептуальный подход) / Т.А. Малова // Аудит и финансовый анализ. – 2007. – №5. – С. 287-291

68. Малова Т.А. Капитализация: предпосылки национального прорыва Т.А. Малова // Финансовый бизнес. – 2008. – январь-февраль. – С. 39-46

69. Маркетинговые стратегии роста прибыльности и стоимости бизнеса. Практика крупных российских компаний/ под ред.А.А.Бравермана. – М.:ЗАО «Издательство «Экономика», 2006. – 319 с.

70. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии, т.1 Книга I: Процесс производства капитала / К.Маркс. – М.:Политиздат, 1983. – 905 с.

71. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии, т.2 Книга II: Процесс обращения капитала / К.Маркс. – М.:Политиздат, 1974. – 648 с.

72. Маршалл А.Основы экономической науки / А. Маршалл. – М.: Эксмо, 2007. – 832 с.

73. Маршал Дж. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям / Дж.Маршал, В. Бансал. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 784 с.

74. Михайлова Е. «Бумажный» кредит [Электронный ресурс] / Е. Михайлова – Режим доступа: http://expert.ru/printissues/d/2008/17/ kredit_pod_zalog_akciy

75. Миргородская Е.О. Современный финансовый капитал: новая природа и новые роли в условиях глобализации / Е.О. Миргородская // Финансовый бизнес. – 2008. – январь-февраль. – С. 47-57

76. Миркин Я.М. Выращивание капитализации / Я.М. Миркин // Вестник НАУФОР. – 2006. – №7 (июль). – С. 38-39

77. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я.М. Миркин. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 624 с.

78. Миф машины [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.circle.ru/biblio/lib/mamford/text

79. Недельский В. Капитализация – интегральный показатель / В. Недельский // Инвестиции и управление. – 2006. – №1. – С. 31-32

80. Неклесса А.И. Феномен капитализации. Новое прочтение [Электронный ресурс] / А.И.Неклесса – Режим доступа: http://www.shkp.ru/lib/archive/methodologies/kapital/2003/2003,_Palanga,_rasshifrovki.zip

81. Николаев И.А. Фондовый рынок: пределы роста и глубина падения: Аналитический доклад компании «ФБК» [Электронный ресурс] / И.А. Николаев, Т.Е. Марченко – Режим доступа: http://www.fbk.ru/upload/contents/561/ stock_market_crisis_2008.pdf

82. Новейший философский словарь: 3-е изд.,исправл. – Мн.: Книжный Дом, 2003. – 1280 с.

83. Новости эмитентов и участников IPO [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.ipocongress.ru/rus/news/issuers/id/8061/

84. О запрете коротких необеспеченных продаж [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.fcsm.ru/document.asp?ob_no=144310

85. О приостановке торгов ценными бумагами на российских фондовых биржах и организаторах торговли [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.fcsm.ru/document.asp?ob_no=144259

86. Об отмене предписания ФСФР России от 17 сентября 2008 года и новом предписании ФСФР России о приостановлении профессиональным участникам рынка ценных бумаг части операций [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.fcsm.ru/document.asp?ob_no=144286

87. Об отмене предписания ФСФР России от 22 сентября 2008 года и новом предписании ФСФР России об установлении предельно допустимого уровня маржи [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.fcsm.ru/document.asp?ob_no=144296

88. Оценка бизнеса / Академия бизнеса Эрнст энд Янг. – 255с.

89. Переслегин С. Капитализация будущего / С. Переслегин. // Российское экспертное обозрение. – 2005. – №2. – С.38-41

90. Пессель М.А. Финансово-кредитный механизм интенсификации общественного производства / М.А. Пессель. – М.: Финансы, 1977. – 224 с.

91. Петров В. Преимущества IPO перед прочими источниками инвестиций / В. Петров // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №15. – С.52-53

92. Петрова С. Получили по РЕПО [Электронный ресурс] / С. Петрова. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/smartmoney/article/2008/10/06/6320

93. Пионеры IPO. Выпуск 3: Аналитический обзор 33 публичных предложений, состоявшихся в 2007 году [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.pbnco.com/ru/files/IPO_Pioneers_3_Rus.pdf

94. Пионеры IPO 4: Обзор и анализ всех IPO из России и стран СНГ в 2008 году [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.pbnco.com/ru/files/ IPO_Pioneers_4_Rus.pdf

95. Полежарова Л.В. Правила тонкой капитализации / Л.В. Полежарова // Российский налоговый курьер. – 2008. – №5. – С. 47-49

96. Попов С. Капитал растет, но капитализация недостаточна / С.Попов // Национальный банковский журнал. – 2005. – №.8. – С. 62-64

97. Попов С.В. Домодедово: территория, благоприятная для предпринимательства (Концепция и обоснование проекта свободной экономической зоны) / С.В. Попов. – М.: Архив ММАСС, 1993. – 70 с.

98. Попов С.В. О построении понятий. – М.: Архив ММАСС, 1989. – 7 с.

99. Попов С.В. Схемы организации биржи и банка / С.В. Попов. – М.: Архив ММАСС, 2005. – 14 с.

100. Портной М.А. Финансовый кризис в США: Причины, масштабы, последствия / М.А. Портной // США–Канада. Экономика. Политика. Культура. – 2008. – №12. – С. 4-18

101. Портрет РП ММВБ [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://micex.ru/group/settlementhouse/portrait

102. Путин В.В. Выступление на расширенном заседании Государственного совета «О стратегии развития России до 2020 года» [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.kremlin.ru/text/appears/2008/02/159528.shtml

103. Радаев В.В. Понятие капитала, формы капиталов и их конвертация / В.В. Радаев // Общественные науки и современность. – 2003. – №2. – С. 5-16

104. Ревуцкий Д.Л. Рыночная стоимость и рыночная цена предприятия и других бизнес-объектов / Д.Л. Ревуцкий // Вопросы оценки. – 2004. – №1. – С. 38-43

105. Ревуцкий Д.Л. Стоимость, оценка, капитализация и вероятная цена предприятия / Д.Л. Ревуцкий // Вопросы оценки. – 2004. – №3. – С. 26-32

106. Рейтинг «Эксперт-400»: Ежегодный рейтинг крупнейших компаний [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.raexpert.ru/ratings/expert400/

107. Российские пионеры IPO: Исследование 23 IPO российских компаний [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.pbnco.com/eng/ news/presentations/pdf/ipo_pioneers/Russian_IPO_Pioneers_Rus.pdf

108. Российские ценные бумаги: Инфраструктурные и стратегические задачи в развивающемся финансовом мире // Депозитариум. – 2009. – №7. – С. 4-6

109. Российский фондовый рынок 2008: события и факты [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.naufor.ru/getfile.asp?id=6341

110. Россия в цифрах: Краткий статистический сборник / Госкомстат России.– М., 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009

111. Россия не потеряет заложенные за границей акции – эксперты. РИА-Новости, 21 октября 2008 г. [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.rian.ru/crisis/20081021/153579443.html

112. Рубль и смягчение денежно-кредитной политики: масштабы и последствия – отчет ООО «Ренессанс Капитал» [Электронный ресурс] – Режим доступа:
http://st.finam.ru/ipo/comments/_Rouble_and_monetary_easing_Sep09.pdf

113. Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса. Учебное пособие / В.М. Рутгайзер. – М.: Маросейка, 2007. – 448 с.

114. Рыжиков А.М. Как устроена фондовая биржа? / А.М. Рыжиков // Акционерное общество. – 2004. – №4. – С. 4-15

115. Савицкий В.В. О первичном размещении акций российских эмитентов на внутреннем биржевом рынке / В.В. Савицкий // Ценные бумаги. – 2006. – №3. – С. 3-12

116. Сазонов Б.В. Куда покатилась отечественная инновационная экономика [Электронный ресурс] – Режим доступа:
http://www.metaconsultant.ru/node/66

117. Самаруха В.И. Развитие финансового механизма корпораций: Учебное пособие / В.И. Самаруха, Н.С. Пермякова. – Иркутск: Изд-во ИГЭА, 2001. – 112 с.

118. Семенкова Е.В., Савицкий В.В. Проблемы первичного размещения акций для российских компаний / Е.В. Семенкова, В.В. Савицкий // Финансовый менеджмент. – 2004. – №6. – С. 63-74

119. Сенчагов В.К. Финансовый механизм и его роль в повышении эффективности производства / В.К. Сенчагов. – М.: Финансы, 1979. – 61 с.

120. Сергеев М. США толкают нефтяные цены вниз [Электронный ресурс] / М. Сергеев – Режим доступа: http://www.ng.ru/economics/2008-09-18/6_neft.html

121. Сидорович В. Спекулятивный капитал как фактор кризиса / В. Сидорович // Экономист. – 2009. – №2. – С. 43-51

122. Слепенкова Е.М. Становление акционерной собственности в современной российской экономике / Е.М. Слепенкова // Вестник московского университета. Сер.6. Экономика. – 2000. – №4. – С. 13-29

123. Соколинский В.М. Мировой финансовый кризис – феномен глобализации / В.М. Соколинский, Т.С. Бузулук // Финансовый бизнес. – 2009. – №1. – С. 2-8

124. Статистические сведения о юридических лицах, внесенных в Единый государственный реестр юридических лиц [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.nalog.ru/index.php?topic=reg_ur_lic

125. Сухарев О. Дисфункция акционерной собственности в России / О. Сухарев // Инвестиции в России. – 2008. – №2. – С. 21-30

126. Транскапиталбанк: обзор рынка акций от 19 сентября 2008 г. [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.transcapital.com/_upload/reports/ shares_filename_135.pdf

127. Трушин А. Новые русские чеболи / А. Трушин // Прямые инвестиции. – 2008. – №11. – С.12-16

128. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента: Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании / К.Уолш.– М.: Дело, 2001. – 360 с.

129. Финам.ru: Все размещения: Участие в IPO [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.finam.ru/investments/ipo0000A/default.asp

130. Финансы: учебное пособие / под.ред Ковалевой А.М. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 334 с.

131. Финансы и кредит: Учебник/ под ред. А.Ю.Казака. – Екатеринбург: МП «ПИПП», 1994. – 630 с.

132. Фиценс Ж. Человеческий капитал: как изменить и увеличить его стоимость. [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.iteam.ru/ publications/human/ section_44/article_3000

133. Фондовая биржа: как котируются ценные бумаги. – М.: Всероссийский Биржевой Банк, 1992. – 104 с.

134. Хейфец Б. Апология беглого капитала / Б. Хейфец, В. Байков // Эксперт. – 2009. – №3. – С. 26-28

135. Хикс Дж.Р. Стоимость и капитал / Дж.Р. Хикс. – М.: Прогресс: Универс, 1993. – 488 с.

136. Хотинская Г.И. Капитализация как фактор укрепления финансовой устойчивости компании / Г.И. Хотинская // Финансовый менеджмент. – 2006. – №4. – С. 26-30

137. Хотинская Г.И. Теория и практика капитализации в условиях рынка / Г.И. Хотинская, Е.В. Гальцева // Собственность и рынок. – 2005. – №9. – С.2-5

138. Царихин К.С. Фондовый рынок и мир / К.С. Царихин. – М.:ЭКСМО, 2008. – 898 с.

139. Царихин К.С. Новая концепция анализа вторичного рынка акций: дис.на соискание ученой степени канд.экон.наук: 08.00.10 / К.С. Царихин, 2004. – 180 с.

140. Чернецкий О. Куда уходят деньги [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://slon.ru/blogs/chernicki/post/193404

141. Чернышев С. Кризис? Экспансия! Как создать мировой финансовый центр в России / С. Чернышев. – М.: Издательство «Европа», 2009. – 136 с.

142. Чернышев С. Россия суверенная: как заработать вместе со страной / С. Чернышев. – М.: Издательство «Европа», 2007. – 304 с.

143. Черная пятница российских инвесторов [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.expert.ru/printissues/ukraine/2008/30/news_ruhnul_rts

144. Чеховский В. О переводе марксова «Wert» на русский язык / В.Чеховский // Вопросы экономики. – 2008. – №1. – С.154-157

145. Шеремет А.Д. Финансы предприятий: учебное пособие / А.Д. Шеремет, Р.С. Сайфулин. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 343 с.

146. Шихирев П.Н. Природа социального капитала: социально-психологический подход / П.Н. Шихирев // Общественные науки и современность. – 2003. – №2. – С. 17-32

147. Шумпетер Й.А. Теория экономического развития. Капитализм, социализм и демократия / Й.А. Шумпетер. – М.: Эксмо, 2008. – 864 с.

148. Щедровицкий Г.П. Два понятия системы / Г.П. Щедровицкий. Избранные труды. – М.:Шк.Культ.Полит., 1995. – С. 228-232

149. Щедровицкий Г.П. Знак и деятельность. Кн.I: Структура знака: смыслы, значения, знания / Г.П. Щедровицкий. – М.: Вост.лит., 2005. – 463 с.

150. Щедровицкий Г.П. Знак и деятельность. Кн.III: Методологический подход в языковедении / Г.П. Щедровицкий. – М.: ННФ им. Г.П. Щедровицкого, 2007. – 448 с.

151. Щедровицкий Г.П. Исходные представления и категориальные средства теории деятельности / Г.П. Щедровицкий. Избранные труды. – М.:Шк.Культ.Полит., 1995.– С.233-280

152. Щедровицкий Г.П. Категории «процесс-механизм» в контексте исследования развития [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.fondgp.ru/gp/biblio/rus/40

153. Щедровицкий Г.П. Методологический смысл оппозиции натуралистического и системодеятельностного подходов / Г.П. Щедровицкий. Избранные труды. – М.:Шк.Культ.Полит., 1995.– С. 143-154

154. Щедровицкий Г.П. Процессы и структуры в мышлении / Г.П. Щедровицкий. – М.: «Путь», 2003. –155 с.

155. Щедровицкий П.Г. Лекция о пространстве проектирования// [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.shkp.ru/lib/archive/second/2001-1/7

156. Щербаков В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). / В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова – М.: Омега-Л, 2006. – 288 с.

157. Шохина Е. Зюзин под прицелом [Электронный ресурс] / Е. Шохина, О. Шевцова – Режим доступа:
http://www.expert.ru/articles/2008/07/25/pricel

158. Экономические реформы в России: возрождение бирж [Электронный ресурс] – Режим доступа:
http://museum.micex.ru/museum/annals/09/?start=1

159. Эрлих А.А. Технический анализ товарных и финансовых рынков: Прикладное пособие / А.А. Элрих. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 176 с.

160. Этапы развития российского фондового рынка с 1991 по 2001 год [Электронный ресурс] – Режим доступа:
http://www.stockportal.ru/main/437/154

161. Юдкина Л.В. Динамика капитализации российского рынка акций в сравнении с развивающимися и развитыми рынками / Л.В. Юдкина // Финансы и кредит. – 2007. – №41. – С. 23-26

162. Ядгаров Я.С. Эволюция теории стоимости/ Стерликов Ф.Ф., Хвинтелиани В.Г., Ядгаров Я.С. – М.: Современная экономика и право, 2007.– 141 с.

163. Ямикин В. Фундаментальный анализ / В. Ямикин. – М.: ОМЕГА-Л, 2006. – 640 с.

164. Brand Finance Global 500: The annual report on the world's most valuable brands, April 2009 [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.brandfinance.com/Uploads/pdfs/GB500_REPORT_09_WEB.pdf

165. Breakthroughs in Technical Analysis: New Thinking From the World's Top Minds / edited by D.Keller. – New York, U.S.A.: Bloomberg L.P., 2007. – 236 p.

166. Country P/E Ratios: Nasdaq Highest, Netherlands Lowest [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://seekingalpha.com/article/40402-country-p-e-ratios-nasdaq-highest-netherlands-lowest

167. Geddes Ross. IPO and equity offerings. Oxford, UK.: Butterworth-Heinemann, 2003. – 257 p.

168. IPO Pioneers 2: A Review of 29 Initial Public Offerings [Электронный ресурс] – Режим доступа:
http://pbnco.com/eng/files/ipo_pioneers_2007_1.pdf

169. World Federation of Exchanges Annual Statistics [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.world-exchanges.org/statistics/annual

Приложения

Приложение 1

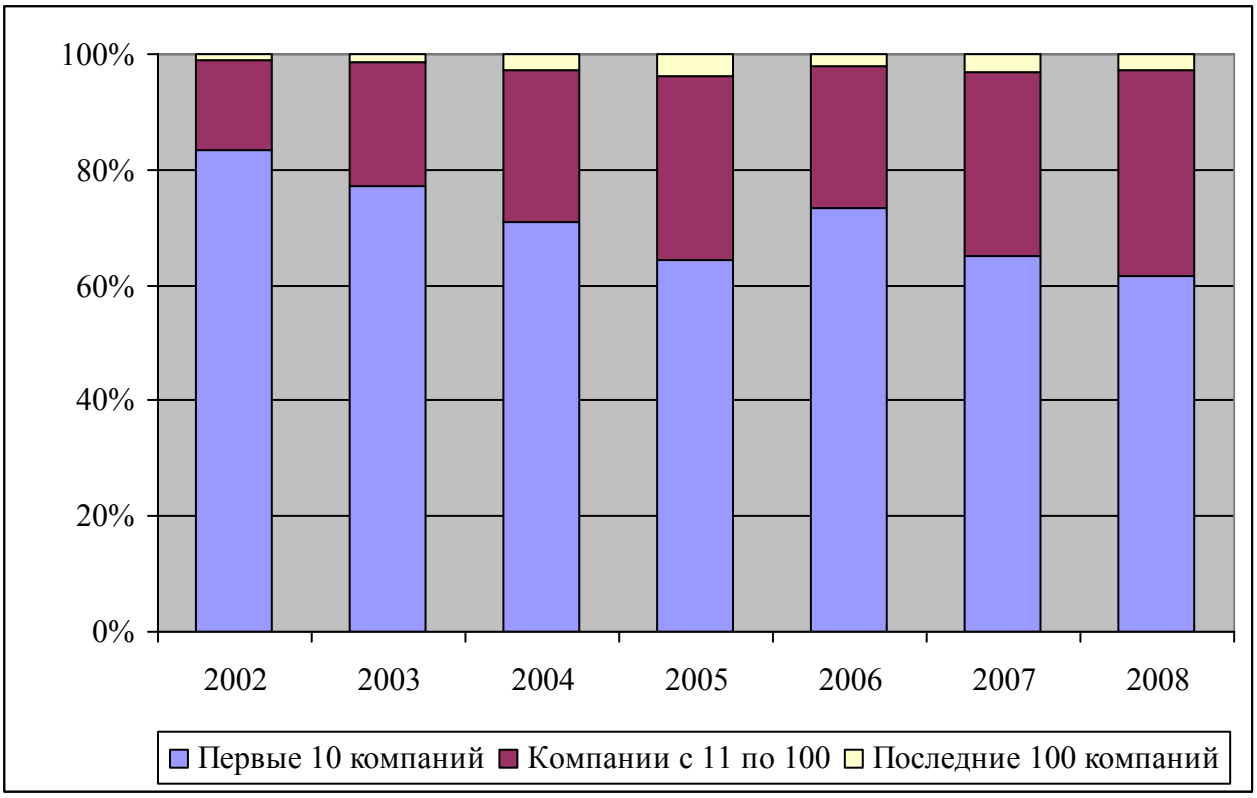

Рис. П.1. Распределение капитализации среди 200 крупнейших российских компаний

Источник: Построено автором на основе [106]

Приложение 2
Таблица П.1

Распределение капитализации крупнейших российских компаний по отраслям экономики

Отрасль	2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	Млн.руб.	%	Млн.руб.	%	Млн.руб.	%	Млн.руб.	%	Млн.руб.	%	Млн.руб.	%	Млн.руб.	%
агропромышленный комплекс													30 412,0	0,13
банки	94 411,5	2,83	157 800,5	2,74	231 206,5	3,33	611 228,2	5,18	1 393 777	6,26	3 413 846	12,64	2 121 707,0	8,85
инвестиционные компании											4 123,8	0,02	8 184,0	0,03
информационные технологии	1 798,0	0,05	4 947,0	0,09	5 362,0	0,08	17 061,5	0,14			34 247,7	0,13	27 748,0	0,12
легкая промышленность													5 365,0	0,02
лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная промышленность			4 215,7	0,07	11 364,5	0,16	18 191,6	0,15						
лизинг							3 074,0	0,03	11 209,4	0,05	11 457,8	0,04	16 730,0	0,07
машиностроение	51 148,2	1,53	109 815,9	1,91	101 960,6	1,47	165 746,9	1,41	228 298,2	1,03	440 241,4	1,63	327 608,0	1,37
недвижимость							12 598,4	0,11	27 622,7	0,12	179 950,9	0,67	163 429,0	0,68
нефтяная и нефтегазовая промышленность	2 440 982,9	73,2	3 837 438,2	66,57	4 171 484	60,15	6 910 796	58,61	14 354 169	64,48	12 810 122	47,43	11 855 693,0	49,47
общественное питание											10 772,7	0,04	11 698,0	0,05
оптовая торговля	5 297,9	0,16	6 663,5	0,12	4 756,4	0,07	11 343,2	0,10	10 157,2	0,05	11 861,3	0,04	2 000,0	0,01
парфюмерно-косметическая промышленность			4 018,8		5 207,5	0,08	9 274,7	0,08	10 913,7	0,05	9 287,3	0,03	5 654,0	0,02
пищевая промышленность	81 954,7	2,46	85 048,3	1,48	63 238,3	0,91	169 840,3	1,44	261 885,3	1,18	357 896,2	1,33	282 415,0	1,18
промышленность драгоценных металлов и алмазов	1 827,3	0,05	2 880,4	0,05	3 047,2	0,04	2 517,4	0,02	223 787,5	1,01	239 175,1	0,89	202 653,0	0,85
промышленность строительных материалов							6 576,3	0,06			23 923,1	0,09	130 195,0	0,54
розничная торговля					3 582,3	0,05	42 228,1	0,36	133 497,0	0,60	159 924,3	0,59	175 571,0	0,73
сельское хозяйство							2 547,3	0,02	17 103,4	0,08	11 122,8	0,04		

Окончание таблицы П.1

Отрасль	2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	Млн.руб.	%	Млн.руб.	%	Млн.руб.	%	Млн.руб.	%	Млн.руб.	%	Млн.руб.	%	Млн.руб.	%
СМИ									26 957,2	0,12	23 001,7	0,09	23 387,0	0,10
стекольная промышленность							6 297,6	0,05						
страхование							3 370,1	0,03						
строительство	798,5	0,02					10 099,2	0,09	1 818,9	0,01	344 379,6	1,28	229 356,0	0,96
телекоммуникации и связь	211 448,4	6,34	467 059,1	8,10	720 406,6	10,39	1 161 734	9,85	1 293 832	5,81	1 445 115,9	5,35	1 832 317,0	7,65
транспорт	14 359,4	0,43	23 127,9	0,40	53 707,4	0,77	96 717,4	0,82	88 776,4	0,40	162 178,2	0,60	255 616,0	1,07
угольная промышленность	547,1	0,02					5 918,5	0,05			99 659,9	0,37	228 136,0	0,95
фармацевтическая промышленность					3 241,9	0,05			6 705,3	0,03	65 219,2	0,24	73 532,0	0,31
химическая и нефтехимическая промышленность	14 202,8	0,43	54 384,5	0,94	90 218,5	1,30	297 502,5	2,52	269 784,8	1,21	370 027,4	1,37	882 020,0	3,68
цветная металлургия	150 852,7	4,52	293 030,6	5,08	434 160,2	6,26	568 379,6	4,82	744 208,6	3,34	1 181 280,7	4,37	975 930,0	4,07
черная металлургия	63 888,7	1,92	107 454,7	1,86	382 087,4	5,51	929 643,9	7,88	1 202 457	5,40	1 832 760,1	6,79	1 890 571,0	7,89
электроэнергетика	201 246,0	6,03	606 678,5	10,52	649 764,1	9,37	727 525,4	6,17	1 953 793	8,78	3 764 709,3	13,94	2 207 490,0	9,21
Итого	3 334 764	100,0	5 764 564	100,0	6 934 796	100,0	11 790 212	100,0	22 260 754	100,0	27 006 285	100,0	23 965 417	100,0

Источник: Рассчитано автором на основе [106]

Приложение 3

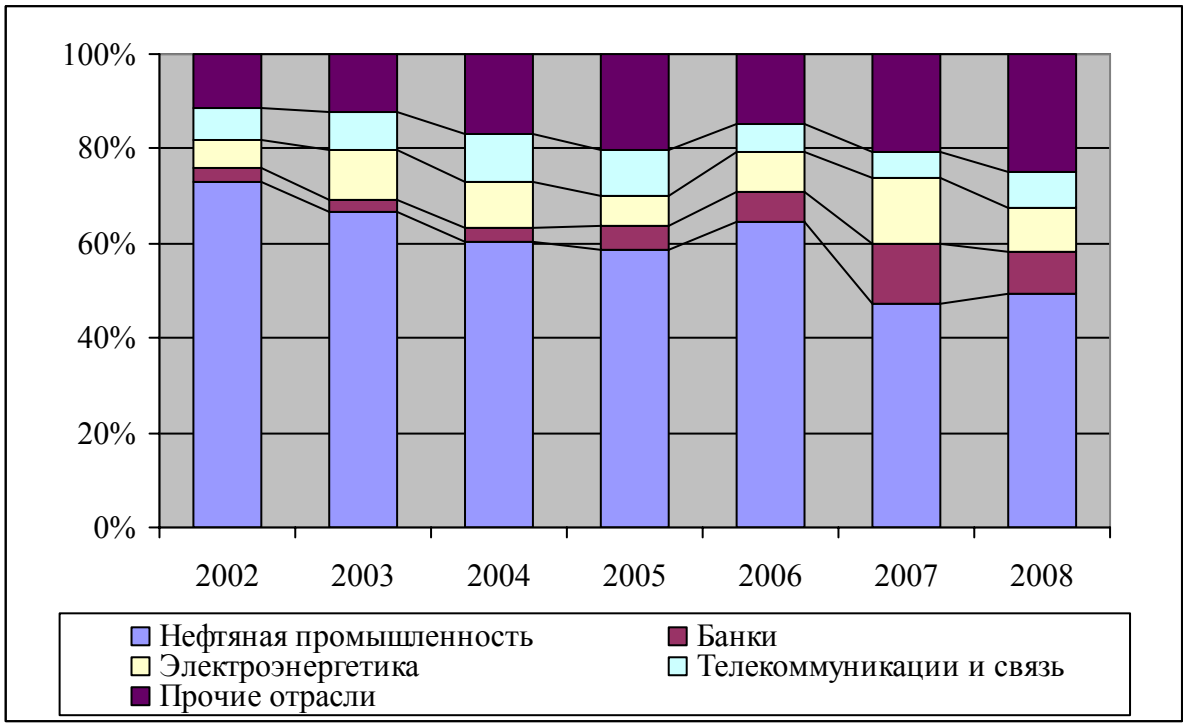

Рис.П.2. Соотношение совокупных величин капитализации компаний, принадлежащих к различным отраслям экономики

Источник: Построено автором на основе данных 2

Приложение 4
Таблица П.2

Динамика величины суммарной капитализации российских и зарубежных фондовых бирж

Наименование биржи	2002	2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	Млрд. долл.	Млрд. долл.	Изм-е, %	Млрд. долл.	Изм-е, %	Млрд. долл.	Изм-е, %	Млрд. долл.	Изм-е, %	Млрд. долл.	Изм-е, %	Млрд. долл.	Изм-е, %
NYSE Euronext (US) (США)	9 015,3	11 329,0	+25,66	12 707,6	+12,17	13 632,3	+7,28	15 421,2	+13,12	15 650,8	+1,49	9 208,9	-41,16
Tokyo SE Group (Япония)	2 069,3	2 953,1	+42,71	3 557,7	+20,47	4 572,9	+28,54	4 614,1	+0,90	4 330,9	-6,14	3 115,8	-28,06
NASDAQ OMX (США)	1 994,5	2 844,2	+42,60	3 532,9	+24,21	3 604,0	+2,01	3 865,0	+7,24	4 013,7	+3,85	2 396,3	-40,30
London SE (Великобритания)	1 856,2	2 460,1	+32,53	2 865,2	+16,47	3 058,2	+6,73	3 794,3	+24,07	3 851,7	+1,51	1 868,2	-51,50
Hong Kong Exchanges (Китай)	463,1	714,6	+54,32	861,5	+20,55	1 055,0	+22,47	1 715,0	+62,55	2 654,4	+54,78	1 328,8	-49,94
TSX Group (Канада)	570,2	888,7	+55,85	1 177,5	+32,50	1 482,2	+25,87	1 700,7	+14,74	2 186,6	+28,57	1 033,4	-52,74
Deutsche Börse (Германия)	686,0	1 079,0	+57,29	1 194,5	+10,70	1 221,1	+2,23	1 637,6	+34,11	2 105,2	+28,55	1 110,6	-47,25
National Stock Exchange India (Индия)	112,5	252,9	+124,89	363,3	+43,65	516,0	+42,03	774,1	+50,03	1 660,1	+114,45	600,3	-63,84
BM&FBOVESPA (Бразилия)	121,6	226,4	+86,09	330,3	+45,94	474,6	+43,68	710,2	+49,64	1 369,7	+92,85	592,0	-56,78
РТС	74,8	144,1	+92,77	168,5	+16,88	330,1	+95,95	968,0	+193,23	1 334,2	+37,84	374,7	-71,92
ММВБ	58,9	137,6	+133,68	153,3	+11,42	266,4	+73,77	886,5	+232,75	1 221,5	+37,79	337,1	-72,40
Borsa Italiana (Италия)	477,1	614,8	+28,88	789,6	+28,42	798,1	+1,08	1 026,5	+28,62	1 072,5	+4,48	522,1	-51,32

Источник: Рассчитано автором на основе [169]

Таблица П.3

Годовой объем торгов акциями на российских и зарубежных фондовых биржах

Наименование биржи	2002	2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	Млрд. долл.	Млрд. долл.	Изм-е, %	Млрд. долл.	Изм-е, %	Млрд. долл.	Изм-е, %	Млрд. долл.	Изм-е, %	Млрд. долл.	Изм-е, %	Млрд. долл.	Изм-е, %
NYSE Euronext (US) (США)	10 310,1	9 691,3	-6,00	11 618,2	+19,88	14 125,3	+21,58	21 789,5	+54,26	29 113,8	+33,61	33 638,9	+15,54
NASDAQ OMX (США)	7 254,6	7 068,2	-2,57	8 767,1	+24,04	10 086,7	+15,05	11 807,5	+17,06	28 116,4	+138,12	36 446,5	+29,63
London SE (Великобритания)	4 001,3	3 609,7	-9,79	5 169,0	+43,20	5 677,7	+9,84	7 571,7	+33,36	10 333,7	+36,48	6 271,5	-39,31
Tokyo SE Group (Япония)	1 564,2	2 108,7	+34,81	3 218,1	+52,61	4 481,7	+39,27	5 822,8	+29,92	6 412,7	+10,13	5 607,3	-12,56
Deutsche Börse (Германия)	1 212,3	1 299,3	+7,18	1 541,1	+18,61	1 915,3	+24,28	2 737,2	+42,91	4 324,9	+58,01	4 678,8	+8,18
Borsa Italiana (Италия)	634,5	820,6	+29,34	969,2	+18,11	1 293,7	+33,47	1 591,2	+23,00	2 311,2	+45,25	1 499,5	-35,12
Hong Kong Exchanges (Китай)	194,0	296,2	+52,65	439,5	+48,39	464,3	+5,65	832,4	+79,29	2 133,6	+156,32	1 629,8	-23,62
TSX Group (Канада)	408,2	471,5	+15,53	651,1	+38,07	900,5	+38,31	1 281,8	+42,34	1 634,9	+27,54	1 716,2	+4,98
ММВБ	38,2	73,3	+92,17	112,7	+53,72	140,1	+24,26	564,6	+303,04	1 261,2	+123,35	1 147,0	-9,05
National Stock Exchange India (Индия)	128,5	202,9	+57,83	260,4	+28,37	314,7	+20,84	423,6	+34,60	751,3	+77,38	725,4	-3,45
BM&FBOVESPA (Бразилия)	46,3	66,4	+43,47	104,0	+56,55	165,3	+58,93	276,1	+67,08	598,0	+116,55	724,2	+21,10
РТС	9,5	6,4	-32,87	5,9	-6,72	7,8	+31,82	18,2	+131,96	15,9	-12,66	8,7	-44,93

Источник: Рассчитано автором на основе [169]

Таблица П.4

Количество компаний, прошедших листинг на российских и зарубежных фондовых биржах

Наименование биржи	2002	2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	шт.	шт.	Изм-е, %	шт.	Изм-е, %	шт.	Изм-е, %	шт.	Изм-е, %	шт.	Изм-е, %	шт.	Изм-е, %
TSX Group (Канада)	3 791	3 599	-5,06	3 604	+0,14	3 758	+4,27	3 842	+2,24	3 951	+2,84	3 011	-23,79
London SE (Великобритания)	2 824	2 692	-4,67	2 837	+5,39	3 091	+8,95	3 256	+5,34	3 307	+1,57	2 390	-27,73
NASDAQ OMX (США)	3 649	3 294	-9,73	3 229	-1,97	3 164	-2,01	3 133	-0,98	3 069	-2,04	2 952	-3,81
Tokyo SE Group (Япония)	2 153	2 206	+2,46	2 306	+4,53	2 351	+1,95	2 416	+2,76	2 414	-0,08	3 096	+28,25
NYSE Euronext (US) (США)	2 366	2 308	-2,45	2 293	-0,65	2 270	-1,00	2 280	+0,44	2 297	+0,75	1 261	-45,10
National Stock Exchange India (Индия)	916	911	-0,55	957	+5,05	1 034	+8,05	1 156	+11,80	1 330	+15,05	3 841	+188,80
Hong Kong Exchanges (Китай)	978	1 037	+6,03	1 096	+5,69	1 135	+3,56	1 173	+3,35	1 241	+5,80	832	-32,96
Deutsche Börse (Германия)	934	866	-7,28	819	-5,43	764	-6,72	760	-0,52	866	+13,95	1 406	+62,36
BM&FBOVESPA (Бразилия)	412	391	-5,10	388	-0,77	381	-1,80	350	-8,14	404	+15,43	392	-2,97
РТС	31	175	+464,52	183	+4,57	253	+38,25	346	+36,76	385	+11,27	329	-14,55
Borsa Italiana (Италия)	295	279	-5,42	278	-0,36	282	+1,44	311	+10,28	307	-1,29	232	-24,43
ММВБ	24	91	+279,17	229	+151,65	161	-29,69	193	+19,88	207	+7,25	300	+44,93

Источник: Рассчитано автором на основе [169]

Научное издание

Алексеев Денис Анатольевич

Механизмы капитализации компаний

Научный редактор Ю.М. Березкин

ИД № 06318 от 26.11.01.
Подписано в печать 29.03.11. Формат 60х90 1/16. Бумага офсетная. Печать трафаретная. Усл.печ.л. 9,0. Тираж 100 экз. Заказ .

Издательство Байкальского государственного университета экономики и права.
664003, Иркутск, ул. Ленина, 11.
Отпечатано в ИПО БГУЭП.