Коньков Игорь Николаевич. Формирование механизма управления инвестиционной привлекательностью эмиссионных ценных бумаг : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10. - Краснодар, 2003. - 170 с. : ил. РГБ ОД,

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬЮ ЦЕННЫХ БУМАГ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННОЙ ОТРАСЛИ 8

1.1 .Инвестиционная привлекательность ценных бумаг: понятие, факторы воздействия, основные подходы к управлению 8

1.2. Зарубежный опыт управления инвестиционной привлекательностью ценных бумаг телекоммуникационных компаний 24

1.3. Особенности современного состояния российской отрасли «электросвязь» 40

ГЛАВА 2. МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К УПРАВЛЕНИЮ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬЮ ЦЕННЫХ БУМАГ. 51

2.1. Оценка механизмов воздействия эмитента на рыночные параметры собственных акций 51

2.2 Разработка подходов к формированию и использованию

информации о деятельности эмитента 77

2.3. Реструктуризация российской отрасли электросвязь как

организационная основа повышения инвестиционной

привлекательности 93

ГЛАВА 3. ФОРМИРОВАНИЕ ОПТИМАЛЬНОГО МЕХАНИЗМА УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬЮ ЦЕННЫХ БУМАГ ОАО «ЮЖНАЯ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННАЯ КОМПАНИЯ" 112

3.1. Анализ и оценка эффективности управления инвестиционной привлекательностью ценных бумаг 112

3.2. Разработка оптимальной стратегии управления на этапе реструктуризации отрасли 127

3.3. Направления совершенствования управления инвестиционной привлекательностью 138

заключение 148

список литературных источников 154

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Действовавшая в течение многих десятилетий плановая экономическая система ограничивала возможности и инициативу отечественных предприятий в сфере инвестирования. Экономическая реформа, предусматривающая изменение форм собственности, прав фирм на хозяйственную самостоятельность, сформировала объективные экономические условия притока инвестиций.

Разумеется, рыночная экономика зачастую предъявляет к акционерным обществам более высокие требования, чем плановая. Привлечение капитала ставит собственников и наемных руководителей перед необходимостью разработки и реализации эффективной экономической стратегии, ориентированной на жесткую конкурентную среду.

Руководители должны постоянно отслеживать изменения, происходящие на товарных и фондовых рынках, оценивать множество внутрихозяйственных факторов с целью принятия эффективных и своевременных управленческих решений. Отсутствие у предприятий достаточных внутренних источников, необходимых для формирования прочной ресурсной базы, создает дополнительные стимулы для привлечения инвестиций. В современных условиях экономическое мировоззрение изменилось и постепенно происходит переосмысление основ механизма привлечения инвестиций российскими предприятиями.

Особую актуальность тема диссертации приобретает в связи с исследованием механизмов привлечения инвестиций предприятиями российской телекоммуникационной отрасли и запланированным на 2003 г. фактом продажи пакета акций ОАО "Связьинвест" стратегическому инвестору. Российские телекоммуникации являются ведущей отраслью национальной экономики. Большинство предприятий электросвязи финансово устойчивы, активно реализуют инвестиционные программы. Рентабельность предприятий отрасли значительно выше средних значений по российской промышленности. Особенности реализации инвестиционной стратегии телекоммуникационными предприятиями заключаются в высокой степени зависимости от дорогих заемных ресурсов банков, которые по возможности заменяются акционерным капиталом. В свою очередь, успех привлечения акционерного капитала зависит от уровня инвестиционной привлекательности предприятия.

Менеджеры сегодня должны владеть различными методиками оценки эффективности привлечения инвестиционных ресурсов, которая прямо зависит от текущей инвестиционной привлекательности предприятия. Особое значение приобретают адаптация и практические рекомендации по применению тех или иных методов управления инвестиционной привлекательностью для оценки эффективности принятия управленческих решений при выборе источников инвестирования.

В литературе по инвестиционной тематике преобладают, как правило, публикации учебного и учебно-методического характера, рассматривающие в основном методы привлечения инвестиций и специальные вопросы управления инвестициями, такие как: инвестиционный менеджмент, ситуационные и системные подходы к управлению инвестициями, маркетинг. При этом в море публикаций по проблемам управления явно недостаточно литературы, адресованной специалистам-менеджерам высшего звена, например, по оценке эффективности управления инвестициями и управления инвестиционной привлекательностью.

Исследования в области повышения инвестиционной привлекательностью можно признать постоянно актуальными. Эта необходимость возникает всякий раз, когда меняются экономические условия или появляются новые, более эффективные методы привлечения инвестиций. В действительности развитие экономической среды и управленческих технологий происходит непрерывно и постепенно, время от времени претерпевая весьма значительные, революционные изменения.

В оценке эффективности управления инвестиционной привлекательностью ценных бумаг большое значение имеет изучение факторов, влияющих на финансовую устойчивость, информационную открытость, методы работы предприятия с собственными акциями. Одним из важнейших условий, оказывающих немаловажное влияние на инвестиционную привлекательность предприятия, признается открытость интересов собственников и правильно организованная программа повышения инвестиционной привлекательности компании. Интерес представляет выявление основных факторов, влияющих на эффективность программы управления инвестиционной привлекательностью, следствием который является рост рыночной капитализации и возможность привлечения более дешевого капитала.

Все это обуславливает актуальность выбранной темы исследования.

Цель и задачи исследования. Целью диссертационного исследования определено теоретическое обоснование и разработка оптимального механизма управления инвестиционной привлекательностью собственных акций. Для достижения данной цели в работе поставлены и решены следующие задачи:

- исследование сущности инвестиционного процесса, механизмов формирования инвестиционной привлекательности вложений в акции компании;

анализ влияния структурных преобразований в телекоммуникационной отрасли России и зарубежных стран на принятие инвестиционных решений;

- систематизация и классификация принципов формирования дивидендной политики в контексте управления инвестиционной привлекательностью акций;

- структурирование рисков, вызванных глобальными интеграционными процессами, характерными современному этапу развития российской экономики;

- выявление факторов и построение модели оценки инвестиционной привлекательности акций телекоммуникационных компаний;

- изыскание эффективных подходов к раскрытию информации о деятельности эмитента;

- сравнительный анализ методов государственного стимулирования инвестиционной активности и отечественной законодательно — нормативной базы;

- оценка механизмов воздействия эмитента на рыночные параметры собственных акций;

- анализ эффективности мероприятий по управлению инвестиционной привлекательностью акций конкретного телекоммуникационного предприятия.

Предмет и объект исследования. Предметом исследования выступают экономические отношения по вопросу формирования эффективных механизмов управления инвестиционной привлекательностью собственных акций компании. Объектом исследования определены предприятия телекоммуникационной отрасли России в целом и ОАО «Южная Телекоммуникационная Компания» в частности.

Теоретической и методологической основой диссертации послужили законодательные и нормативные документы Российской Федерации, труды отечественных и зарубежных ученых по проблемам инвестиций, рынка ценных бумаг и экономического анализа: Алексеев М.Ю., Алехин Б.И., БоссертВ.Д., Галанов В.А., Доронина Н.Г., Литун О.Н., Турбина К.Е., Р. Рэдклиффа, М. Миллера, Дж. Тобина, Дж. Хикса, Э. Харрода, Л. Харриса, М.Фабера, Дж. Френсиса У. Шарпа При постановке и решении задач, определенных в диссертационном исследовании, применялись методы системного анализа и синтеза, прогнозирование и моделирование, факторный анализ, статистические и финансовые расчеты.

В качестве эмпирической базы использованы материалы

Министерства экономики РФ, Министерства финансов РФ, Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг РФ, Государственного комитета по телекоммуникациям РФ, Российской торговой системы, Информационных агентств «АКМ», «Интерфакс», Инвестиционных компаний «Тройка Диалог», «Ренессанс Капитал», а также данные предприятий телекоммуникационной отрасли и периодической печати.

Научная новизна работы обусловлена теоретическим обоснованием предлагаемого комплекса рекомендаций, направленных на формирование оптимальной стратегии управления инвестиционной привлекательностью собственных акций.

Элементы научной новизны представлены следующими положениями диссертации:

- определены предмет, цель, задачи, инструменты и факторы формирования механизма управления инвестиционной привлекательностью собственных акций компании;

- установлена высокая степень зависимости инвестиционной привлекательности компании от структурных (реорганизационных) преобразований;

- научно обоснована необходимость законодательного регулирования минимального уровня дивидендов (в процентах от чистой прибыли);

- конкретизированы подходы к формированию дивидендной политики в рамках повышения инвестиционной привлекательности акций;

- осуществлена оценка и классификация рисков, обусловленных реорганизацией компаний путем поглощения в контексте интеграционных процессов в российской экономике;

предложена факторная модель оценки инвестиционной привлекательности акций телекоммуникационных компаний;

- разработана программа раскрытия информации о деятельности компании как элемент управления инвестиционной привлекательностью ее акций;

- обозначены и обоснованы основные приоритеты государственной политики в области стимулирования роста инвестиционной привлекательности и рыночной капитализации компаний связи;

- выработана оптимальная стратегия управления инвестиционной привлекательностью телекоммуникационной компании;

- намечены пути совершенствования управления инвестиционной привлекательностью акций на примере конкретного телекоммуникационного предприятия.

Научная и практическая значимость выполненного исследования заключается в выработке и обосновании методики управления инвестиционной привлекательностью собственных акций, положения которой могут быть использованы широким кругом отечественных предприятий телекоммуникационной отрасли (а также, с некоторыми ограничениями, предприятиями других отраслей). Кроме того, в диссертации обозначены приоритеты государственной политики в сфере регулирования рынка ценных бумаг, которые могут найти отражение в Федеральных Законах «Об акционерных обществах», «О рынке ценных бумаг», «О связи» и др. законодательных и нормативных актах.

Апробация работы. Материалы диссертации неоднократно рассматривались на научных конференциях, использовались при проведении лекционных и практических занятий в Кубанском госуниверситете, а также успешно применяются в ОАО «ЮТК».

Основные положения работы нашли отражение в 12 опубликованных работах.

## .Инвестиционная привлекательность ценных бумаг: понятие, факторы воздействия, основные подходы к управлению

На современном этапе развития экономики сложились основные предпосылки для прямого выхода предприятий на рынок капиталов в целях привлечения инвестиционных ресурсов посредством выпуска ценных бумаг. Инвестиции - широкое и емкое понятие, охватывающее процесс движения и соединения материальных и финансовых ресурсов с целью развития производства и сбыта товаров и услуг J Свободные капиталы устремляются в первую очередь в те отрасли, где их соединение принесет максимальную отдачу. Таким образом, можно сказать, что инвестиции - это форма движения финансового капитала.

Под инвестициями и на макроэкономическом уровне, и на уровне отдельного хозяйствующего субъекта (в качестве хозяйствующего субъекта здесь выступают как предприятие или организация, так и любой индивид, принимающий хозяйственные решения) мы понимаем свободные средства субъекта, оставшиеся после удовлетворения необходимых потребностей, которые можно использовать с целью получения дохода. На разных уровнях необходимые потребности различны: на уровне экономики страны в целом -это поддержание границ и оборона государства, здравоохранение, образование, культура и т. п.; на уровне предприятия - это материально-техническое, сырьевое и энергетическое обеспечение и выплата заработной платы работникам; на уровне индивида - питание, покупка жилья, одежды. Во всех случаях удовлетворение потребностей осуществляется из дохода. Оставшуюся часть можно назвать инвестициями. Дж. Кейнс определяет инвестиции как сбережения [82]. Мы же считаем, что инвестиции - это та часть дохода, которая не направлена на потребление, а используется для преумножения капитала. Отсюда, величина инвестиций определяется в зависимости от предпочтений хозяйствующих субъектов. Люди или организации отказываются от потребления сегодня, чтобы направить эти средства на обеспечение потребления в будущем.

А. Маршалл в "Принципах политической экономии" поясняет способность и склонность к сбережениям: "Способность к сбережению

зависит от превышения дохода над необходимыми издержками" Следовательно, сбережения, а равно и инвестиции, возможны при достижении производством такого уровня эффективности, когда доход превышает

потребление. "В далеком прошлом, - пишет А. Маршалл, - расточительность в большой мере обусловливалась отсутствием безопасности, неуверенностью тех, кто способен откладывать на будущее, что они смогут воспользоваться своими запасами; лишь те, кто уже был богат, обладали достаточной силой, чтобы отстоять свои сбережения." .

Как известно, показатель уровня сбережений, характеризующий долю сбережений населения в его совокупных доходах, отражает инвестиционную активность населения, которая, в свою очередь, характеризует инвестиционный процесс в экономике в целом, поскольку из вкладов населения образуются основные инвестиционные ресурсы для эмитентов [64].

Под инвестициями мы также подразумевается деятельность конкретных финансовых институтов, направленная на осуществление мероприятий, обеспечивающих движение и соединение материальных и финансовых ресурсов.

## Оценка механизмов воздействия эмитента на рыночные параметры собственных акций

Рост курса акций говорит о компетентности менеджмента, действия которого в основном и направлены на повышение рыночной стоимости компании. На отечественном фондовом рынке недостаточно сформировавшиеся рыночные механизмы, отсутствие правовой и корпоративной культуры привели к тому, что изменение курса акций вызывает экономический интерес лишь у владельцев ценных бумаг. У менеджеров предприятий еще не возникло понимания того, что основной функцией рынка ценных бумаг является предоставление механизма, позволяющего эмитенту привлекать капитал, а инвестору вкладывать его в доходные сферы бизнеса, обеспечивая перетекание капитала из одной отрасли в другую в зависимости от прибыли, обеспечиваемой на вложенный капитал.

Благодаря специфике распределения собственности во время приватизации цены акций оказались достаточно низкими, привлекательными для скупки финансовыми спекулянтами и последующей перепродажи стратегическим инвесторам. Значительная часть акций так и осталась объектом исключительно спекулятивных вложений, делая рынок ценных бумаг практически независимым от состояния реального сектора экономики. Кризис фондового рынка в России в 1998 году оказался достаточно болезненным и затяжным, но уже появились тенденции, позволяющие говорить о развитии новых направлений работы фондового рынка. Участники рынка постепенно отходят от исключительно спекулятивного подхода к приобретению ценных бумаг к экономически более обоснованному выбору, медленно, но неуклонно растет интерес к акциям эмитентов, которые считаются "недооцененными", вложения делаются на более длительный срок. Это позволяет говорить, что у инвесторов есть спрос на определенные ценные бумаги, и программы управления инвестиционной привлекательностью акций предприятия могут быть успешно реализованы. Комплексная оценка поведения эмитента на фондовом рынке профессиональными участниками рынка ценных бумаг при четком управлении инвестиционной привлекательностью даст возможность переориентации с портфельных (спекулятивных) инвестиций на прямые (реальные) инвестиции институциональными инвесторами[68]. Эмитенту необходимо организовать комплексную систему мер, охватывающую все возможные направления регулирования инвестиционной привлекательности ценных бумаг. Одним из важнейших показателей работы эмитента в рыночной среде является дивидендная политика компании[92]. Этот рыночный показатель генерирует многие факторы работы и развития компании на открытом конкурентном рынке. Эмитент, управляя инвестиционной привлекательностью своих акций, этому процессу должен уделить должное внимание. Оценка управления дивидендной политикой акционерного общества представлена на рисунке 2.1.

## Анализ и оценка эффективности управления инвестиционной привлекательностью ценных бумаг

По нашему мнению, в настоящее время на телекоммуникационном рынке России наблюдаются серьезные диспропорции: предприятия, владеющие 87 процентами традиционной инфраструктуры связи, дают меньше доходов, чем предприятии владеющие 13 процентами новой инфраструктуры. Инвестиционная привлекательность системообразующих предприятий отрасли очень мала, о чем говорит рыночная капитализация системообразующих предприятий отрасли в 2 млрд. долларов США, что ниже, чем капитализация трех крупных новых операторов - ОАО "МТС", ОАО "Вымпелком" и ОАО "Голден Телеком" составляющих 2,9 млрд. долларов США.

На фондовом рынке повышение инвестиционной привлекательности акций ведет к повышению рыночной стоимости компании, следовательно, к увеличению инвестиционного интереса к ней со стороны институциональных инвесторов. Для развивающихся фондовых рынков характерно, что разница в стоимости двух компаний одной сферы деятельности со сходной структурой управления и сопоставимым оборотом в отраслях, может составлять до 300% в зависимости от их инвестиционной привлекательности, что на конкурентном рынке инвестиционных ресурсов придает особую важность управлению инвестиционной привлекательностью акций.

В настоящее время на фондовом рынке представлено более 80 компаний связи, общая капитализация которых составляет 11,5 % (8 345 млн.долл.) от общей капитализации Российской торговой системы. В связи с коренными сдвигами в тарифной политике и понимания в Министерстве связи значимости повышения инвестиционной привлекательности, рыночные котировки большинства российских региональных телекоммуникационных компаний продемонстрировали в последние годы небывало высокие темпы роста. Российский сводный "телекоммуникационный" индекс (Рис. 3.1), построенный на основе суммы рыночной капитализации компаний связи вырос с мая 2001 года по июнь 2002 года на 85%, тогда как рост индекса РТС-Интерфакс за тот же период составил 35%.

Такая динамика котировок стала реакцией фондового рынка на:

- общее улучшение макроэкономических показателей России;

- повышение международного рейтинга России;

- повышение инвестиционного интереса к компаниям связи в преддверии предстоящей приватизации ОАО «Связьинвест»;

- принятия предприятиями связи программ повышения ликвидности и рыночной стоимости акций;

- улучшение фундаментальных показателей деятельности компаний связи;

- прогресс в области реструктуризации отрасли связь;

- начавшийся процесс балансировки тарифов;

Мы провели сравнительную оценку инвестиционной привлекательности с учетом потенциала роста компаний и на основе данных, представленных в приведенной табл. 3.1., на основе которой можно сделать вывод: исходя из соотношения коэффициента EV/EBITDA и темпов роста, российские компании имеют низкую инвестиционную привлекательность, и их рыночная капитализация значительна ниже зарубежных аналогов.

По нашему мнению, главной задачей институциональных инвесторов становится правильная оценка инвестиционной привлекательности с учетом отраслевого и корпоративного риска.