Слесарева, Мария Юрьевна. Перевод в публичное состояние как инструмент развития финансов корпораций : на примере ОАО "РЖД" : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Слесарева Мария Юрьевна; [Место защиты: Майкоп. гос. технол. ин-т Респ. Адыгея].- Майкоп, 2012.- 156 с.: ил. РГБ ОД, 61 12-8/2837

**Введение к работе**

доктор экономических наук, доцент Задорожная Л.И.

**Актуальность диссертационного исследования.** Форма закрытой естественной монополии может являться успешной в отдельные периоды развития страны, например в условиях плановой экономики. Однако с переходом к рыночным отношениям в рамках глобализированного финансового поля даже успешным в прошлом монопольным образованиям, таким как ОАО «РЖД», требуется системная модернизация всех уровней деятельности, в том числе финансового.

В настоящее время в отечественной экономике начинает реализовываться программная перестройка с экономики ресурсного типа в постиндустриальную или инновационную. Направления развития страны прописаны в ряде долгосрочных программных документов до 2020, а в ряде случаев до 2030 г. На таких длинные трендах развития явственно прослеживается большой фактор риска: инфраструктурные ограничения роста экономики РФ.

В настоящее время 70 % грузоперевозок осуществляется по 30 % железнодорожного полотна, а учитывая планы развития экономики количество узких мест до 2015 года увеличится в 2,5 раза. Проблема обостряется ввиду взятых правительством РФ обязательств по проведению саммита АТЭС, Олимпиады и чемпионата мира по футболу. При существующих трендах развития совокупный неосвоенный объем грузовых перевозок в России составит 230 млн. тонн грузов.

По текущим оценкам, для реализации амбициозных программ развития экономики страны потребуется не менее 400 млрд руб дополнительных инвестиций в железнодорожную инфраструктуру. Нестабильность сырьевого рынка и сокращающиеся возможности дотирования естественных монополий федеральным бюджетом могут увеличить дефицит инвестиционной до 600 млрд руб.

В сложившейся ситуации единственный выход –изменение структуры функционирования отрасли и её ключевого участника – ОАО «РЖД». Перевод одной из крупнейших естественных монополий страны в новое качество: корпорации публичного типа, сопровождающийся процессом получения акционерного капитала на открытых рынках, продиктован необходимостью срочного и комплексного решения проблем, накапливаемых экономикой множество десятилетий. Перечисленные аспекты развития ОАО «РЖД» актуализируют данное исследование.

**Степень разработанности темы диссертационного исследования.**

Теоретические аспекты инвестиционной деятельности в целом исследовались такими зарубежными учеными, как Б.Б. Биггс, Э.Дж. Долан, Дж.М. Кейнс, Д.Е. Линдей, Дж.Ф. Маршалл, Р. Самуэльсон, Дж. Шумпетер, и отечетсвенными, в том числе: И.А. Бланком, В.В. Ивановым, А.И. Куевым, В.А. Лялиным, Я.М. Миркиным, А.Б. Фельдманом, В.З Шевлоковым и другими.

Разработкой вопросов публичности финансов корпораций занимались: Ауэрбах Дж., Александер Г., Бригхем Ю., Брейли Р., Гапенски Л., Грэхем Б., Дуайт Б., Йал Р., Грашков Г., Лютер Л., Мануэл Т.Л., Хэйс С.Л., Цвейг Д., Уелш Л., Шадлер Ф.П., Эклз Р.

В России исследованиями процесса инвестирования на открытом рынке занимаются: Анесянц С.А., Бродникова Т.Б., Галанов Д.А., Дейнега В.Н., Ермоленко А.А., Капитан М.Е., Карбовский А.Г.,., Ковалев В.В., А.С. Лисица, Митин Б.М., Пенюгалова А.В., Петров В., Петрова Е.В., Радаев В. В., Шапкин Е.И.,

Принципы оценки капитала сформированы в зарубежной науке  
Бригхэмом Е.Е., Майерсом С., Ченом С.Р, Сигалом Дж, Таггардом Р. А. мл., Эргхартом М. и расширены в отечественной Даниловым Ю.А., Деружинским Г.В. Зайцевым А.С., Каплуновой И.М., Паламарчуком В. П., Петуховым Д.В.

**Цели и задачи исследования.** Цель данного исследования заключается в разработке стратегии перевода ОАО «РЖД» в публичное состояние таким образом, что бы разрешить проблему финансирования среднесрочной инвестиционной программы и повысить эффективность компании

Поставленной целью продиктованы задачи диссертационной работы:

определить специфику, преимущества и недостатки перехода корпорации в состояние публичности;

выделить проблемы и инструментарий перехода в публичное состояние ;

проанализировать стратегию развития ОАО «РЖД» в контексте трендов развития транспорта в мире и программы развития экономики РФ;

разработать стратегию перехода естественной монополии ОАО «РЖД» в публичное состояние в рамках текущей инвестиционной программы.

О**бъект и предмет исследования.** Объектом диссертационного исследования выступает развитие холдинга ОАО «РЖД» как интегратора российской экономики, предметом исследования – инструменты развития финансов корпораций.

**Теоретико-методологической базой исследования** послужили фундаментальные исследования зарубежных и отечественных специалистов в области принятия инвестиционных решений в корпоративном сегменте, связанные с обеспечением публичного статуса корпораций, эмиссии и предложения акций, оценки активов и долгового рынка.

Диссертационная работа выполнена в рамках паспорта специальности ВАК 08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит разд. 3 – Финансы хозяйствующих субъектов, п. 3.20. Источники финансирования хозяйствующих субъектов, проблемы оптимизации структуры капитала, 3.27 Финансовая стратегия корпораций; разд. 6 – Рынок ценных бумаг и валютный рынок, п. 6.3 Разработка методологических основ и принципов управления эмиссией и перераспределения ценных бумаг в масштабах страны и регионов.

**Инструментально-методический аппарат.** В работе активно применялись методы научного познания. Сравнительный и системный анализ, методы индукции и дедукции, графической интерпретации. Были использованы элементы финансового прогнозирования, методы оценки активов и фундаментального анализа, в числе которых доходный подход, модель свободного денежного потока и средневзвешенной стоимости капитала и сравнительный подход в рамках методов эталонной оценки.

**Информационно-эмпирическую базу исследования** составили федеральные законы и подзаконные акты, регулирующие фондовый рынок. Проекты развития РФ, транспортной отрасли и ОАО «РЖД», данные о значениях фондовых индексов, распространяемые российскими и зарубежными фондовыми биржами (РТС-ММВБ, LSE, HKSE), официальные статистические данные Федеральной службы государственной статистики, нормы и положения ФСФР. Использованы материалы диссертационных исследований и монографий, международных конференций, круглых столов, специальной литературы.

**Рабочая гипотеза исследования** заключается в том, что прогнозируемый дефицит инвестиционной программы ОАО «РЖД» на 2013-15 гг. не покрывается существующими источниками его финансирования, что требует перевода холдинга в статус публичной корпорации, предполагающего публичное предложение акций на публичном рынке, основным элементом которого является оценка капитализации компании в добиржевой период.

**Положения, выносимые на защиту**

1. Уровень интеграции мировой экономики и сложность инвестиционных процессов развития финансов корпораций приводят к недостаточности изучения первичного предложения акций как самостоятельного элемента и требуют рассматривать его в качестве субординированного элемента в рамках процесса обеспечения перевода корпорации в публичное состояние включающее в себя такие элементы как первичную публичную эмиссию акций, инвестиционную банковскую деятельность, финансовую реструктуризацию компании, отношения с текущими и будущими инвесторами, формирование ликвидности активов в послеэмиссионный период.
2. Ключевым элементом проведения первичного предложения акций является формирование справедливого диапазона цен, который может быть получен за счет оценки перспективной капитализации непубличной компании. Несмотря на сложность такой оценки с помощью доходного подхода, он признается нами единственным валидным методом оценки капитализации для инвестиционных целей, поскольку оценка на его основе отражает главный интерес инвестора, заключающийся в прогнозировании денежного потока генерируемого компанией в будущем периоде развития.
3. ОАО «РЖД» может быть рассмотрено как базовый интегратор отечественной экономики, совмещающий в себе ключевые характеристики и функционалы крупного промышленного заказчика, владельца и оператора инфраструктуры и подвижного состава, инструмента направленного развития отраслей и регионов, интегратора в глобализированную экономику, работодателя. По этой причине процесс перевода корпорации ОАО «РЖД» в статус публичной должен базироваться не только на общеэкономическиских факторах, но и на принципах инфраструктурной, интеграционной и социальной эффективности.
4. Процесс перевода ОАО «РЖД» в статус публичной корпорации может оказать сильное модернизационное влияние на всю отечественную финансовую систему, если будет реализовываться с учетом потенциальных синергетических и мультипликационных эффектов, которые формируются при максимизации объема размещения на внутренней площадке ММВБ-РТС, обслуживании размещений отечественными андеррайтерами «ВТБ-Капитал» и «Ренессанс – Капитал», а также в рамках народного IPO. Проведение линии на использование и модернизацию отечественной финансовой архитектуры при переводе ОАО «РЖД» с состояние публичной корпорации должно стать частью процесса построения международного финансового центра в Москве.

**Научная новизна диссертационного исследования** заключается в обосновании и разработке перевода ОАО «РЖД» в статус публичной корпорации и выработанной в связи с этим стратегии перехода в публичное состояние с учетом обязательств холдинга и инвестиционной программой на 2013-15гг.. Наиболее существенные элементы новизны представлены ниже.

1. Разработана матрица чувствительности капитализации корпорации в рамках трех стратегий развития экономики (оптимистичный, консервативный, пессимистичный сценарии) и 5-ступенчатой капитализации фондового рынка России (с коэффициентами: -0,5; -0,25; 0; +0,25;+0,5 от текущих значений) с помощью которой в рамках доходного подхода определена капитализация ОАО «РЖД» (текущая капитализация составила 3,016 трлн руб).
2. Показано, что в условиях текущего тренда развития и сформированных источников финансирования, развитие железнодорожной отрасли в соответствии с программами развития «Россия 2020» и «Железные дороги 2020», неосуществимо. Только привлечение акционерного капитала в размере от 15 до 24,8 % капитализации ОАО «РЖД» способно решить проблему модернизации железнодорожное инфраструктуры и перевода холдинга на самоокупаемость.
3. Разработана стратегия перехода ОАО «РЖД» в состояние публичной корпорации, основанная на программах развития экономики, железнодорожной отрасли, включая субсидирование и формирование корпоративного долга, оценках ликвидности отечественных и зарубежных биржевых площадок и состоящей из таких элементов как выпуск конвертируемых облигаций, государственные субсидии, IPO на ММВБ-РТС, IPO на HKSE и LSE, расширение корпоративного долга инфраструктурными облигациями, сделки слияния и поглощения, финансирование внутренними источниками и собственными средствами. Применение такой стратегии полностью покрывает финансирование инвестиционной программы ОАО «РЖД»на 2013-15гг.
4. Предложена матрица инвестиционных стратегий участников IPO для отечественного рынка ценных бумаг, которая может быть использована в рамках стратегических, открытых или народных первичных предложений акций; на основании матрицы сформированы рекомендации по инвестиционному поведению инвесторов при проведении IPO ОАО «РЖД» при любом сценарии развития отечественной экономики.

**Теоретическая значимость исследования** заключается в определении проблем функционирования корпоративных финансов и инвестиционных рынков с помощью анализа специфики применения различных инструментов оценки капитализации компании, разработки подходов к анализу фундаментальной стоимости и её динамики, предложении теоретических подходов к развитию железнодорожной отрасли в рамках новой парадигмы – открытой рыночной системы.

**Практическая значимость исследования** состоит в определении проблем развития железнодорожной отрасли и ОАО «РЖД», оценке капитализации компании холдинга ОАО «РЖД», разработанных на её основе инвестиционных стратегиях на IPO для широкого спектра участников, оценке чувствительности капитализации ОАО «РЖД» в рамках программ развития РФ и различных состояний инвестиционного рынка, разработке стратегии финансирования дефицита инвестиционной программы ОАО «РЖД» на основе перевода естественной монополии в состояние публичной корпорации.

**Апробация работы.**

Отдельные положения диссертационного исследования были представлены на международных и региональных научно-практических конференциях. Практические наработки автора были внедрены в деятельность ОАО «РЖД».

Отдельные положения диссертационного исследования использовались в учебном процессе НОУ ВПО «Институт управления, бизнеса и права», при преподавании дисциплины «Рынок ценных бумаг и биржевое дело», «Финансовый менеджмент».

По результатам исследования опубликовано 7 работ общим объемом 2,6 п.л., в том числе 3 в журналах, рекомендуемых ВАК.

**Логическая структура и объем диссертационного исследования.** Работа содержит введение, три главы, 8 параграфов, заключение, библиографический список из 126 источников, приложения.

Введение

1. Теоретические аспекты развития финансов корпораций посредством первичного размещения ценных бумаг

Библиографический список

Приложения