

АКТУАЛЬНЫЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ ФИНАНСОВЫХ РЕШЕНИЙ

Калинкина Кира Евгеньевна

*к.э.н., доцент, заведующий базовой кафедры «Экономические и правовые экспертизы»
Союза судебных экспертов «Экспертный совет» РЭУ им. Г.В. Плеханова*

Author ID: 335825

(E-mail: kalinkina@expertsovet.com)

Аннотация

В последнее время реальный сектор отечественной экономики сталкивается с актуальными проблемами, которые сдерживают его развитие. Рост стоимости заёмных средств, труднодоступность привлечения собственных средств для финансирования новых проектов, обилие рисков, источниками которых являются как масштабные санкции, так и геополитическая ситуация заставляют по-новому взглянуть на процесс оценки финансовых решений.

Ключевые слова: фондовый рынок, финансовые решения, IPO, листинг, free-float.

RELEVANT APPROACHES TO FINANCIAL DECISION EVALUATION

Kira E. Kalinkina

*Head of the Core Department 'Economic and Legal Examinations' at the Union of Forensic Experts
'Expert Council', Plekhanov Russian University of Economics; Ph.D. (Economics), Associate*

Professor

Author ID: 335825

E-mail: kalinkina@expertsovet.com

Abstract

Recently, the real sector of the domestic economy has been facing pressing issues that hinder its development. The rising cost of borrowed funds, the difficulty of attracting equity to finance new projects, and the abundance of risks—stemming from both large-scale sanctions and the geopolitical situation—necessitate a new approach on the evaluation of financial decisions.

Keywords: stock market, financial decisions, IPO, listing, free float.

Успешная реализация программы развития фондового рынка, которая предусматривает развитие первичного рынка долевого капитала путем активизации рынка IPO [3] требует теоретического переосмысления актуальных вопросов оценки финансовых решений в организации этого процесса. Рост стоимости заёмных средств, труднодоступность привлечения собственных средств для финансирования новых проектов, обилие рисков, источниками которых являются как масштабные санкции, так и геополитическая ситуация заставляют по-новому взглянуть на процесс оценки финансовых решений [2].

На наш взгляд, следует различать:

- IPO как решение, максимизирующее стоимость компании для её первоначального собственника путем максимально возможной продажи акций на первичном рынке как индивидуальным, так и институциональным инвесторам;
- IPO, как решение тестировать рынок, увеличить рыночную капитализацию компании, обеспечив в процессе размещения рост цены акций, предполагая впоследствии продать контроль над компанией.

Совершенно очевидно, что в первом случае количество акций в свободном обращении (free-float) будет значительным и такой вариант встречается на развитых фондовых рынках, во втором варианте – напротив, крайне незначителен. Второй вариант – это жесткая реальность

российского рынка настолько, что Центробанк (Банк России) изучает целесообразность установления минимального порога free-float (доля акций публичной компании, находящихся в открытом обращении) для допуска их к организованным торгам. У тех компаний, которые выходят на рынок, «free-float» небольшой, а при незначительном free float очень легко двигать рынок, управляя его капитализацией.

Исследовав динамику этого процесса в 2024 году следует отметить, что эмитенты выходили на IPO/SPO с небольшими объемами размещений. Среди --них преобладали компании малой -до 30 млрд рублей и средней - от 30 млрд до 100 млрд рублей капитализации. Предложенную нами гипотезу подтверждает и тот факт, что доля акций в свободном обращении (free-float) вышедших на IPO эмитентов составляла от 8 до 13,5% по сравнению с давно торгующимися бумагами, имеющими аналогичный показатель в среднем 28%. Низкая ликвидность и высокая волатильность акций компаний, предложенных в рамках IPO, позволяют эмитенту увеличить их стоимость, не продавая как свидетельствуют данные, даже блокирующего пакета. Решению этой задачи способствуют и биржевые механизмы: с 1 августа 2023 года Московская биржа установила для второго уровня листинга требования к минимальному порогу для акций в свободном обращении 1%, снизив с 10%.

Таким образом, оптимальным финансовым решением для первоначальных собственников может быть второй вариант - изменить соотношение прав на денежные потоки от компании, но при этом сохранить права контроля над ней, которые пригодятся при торговле с потенциальным покупателем этих прав. Эмитент, не имея в структуре своих акционеров достаточно репрезентативную долю миноритарен, тем не менее может управлять своей капитализацией, готовясь к продаже контрольного пакета акций. Поскольку рынок корпоративного контроля в России не является ни совершенным, ни конкурентным, предполагаемая манипуляция роста цены акции на публичном рынке в процессе IPO будет оказывать влияние на общую премию, которую первоначальные собственники могут получить от потенциального покупателя компании. Таким образом, первоначальные собственники используют IPO для оптимизации структуры своей собственности в компании и для увеличения личных выгод от последующей продажи.

С точки зрения покупателя, участвующего в IPO, существует диверсифицированная мотивация оценки стоимости акций компании. Если реализация акций осуществляется на инвестиционном рынке, то акции приобретаются либо как дивидендные с целью максимизации получаемых инвестором дивидендов, либо как «акции стоимости» или «акции роста» для увеличения денежных потоков от прироста курсовой стоимости. Анализ показал доминирование спекулятивного мотива на российском рынке акций. Инвесторы, участвующие в IPO, не стремились сохранить долю участия в капитале эмитентов после его проведения. Наблюдалось снижение количества ценных бумаг во владении в течение первых 30 торговых дней после публичного размещения, что отчасти говорит о преобладании краткосрочной инвестиционной стратегии инвесторов с возможностью заработать в первые несколько дней после IPO за счет положительного финансового результата изменения цены на вторичном рынке. Если операция осуществляется на рынке корпоративного контроля, то цель-увеличение частных выгод от контроля над финансовыми потоками компании, которые могут и не отражаться ни в дивидендных выплатах, ни в приросте курсовой стоимости эмитента. [private benefits of control]. Таким образом компоненты формирования стоимости акций компании на инвестиционном рынке и рынке корпоративного контроля различны по своей природе.

Правами на денежные потоки в размере выплачиваемых дивидендов пользуются все акционеры пропорционально величине своей доли собственности, т.е. пакета акций, которым

владеет каждый из них. Эти финансовые потоки прозрачны, обеспечены инфраструктурой фондового рынка. Выгодами, извлекаемыми из финансовых потоков, не выходящих на фондовый рынок [private benefits of control] пользуется только контролирующий акционер. Эти выгоды представляют собой экономическую основу такого понятия «как премия за контроль». Таким образом, инвестиционный рынок и рынок корпоративного контроля с точки зрения процесса формирования стоимости компании различаются, что необходимо учитывать при оценке финансовых решений. Выходить на рынок корпоративного контроля с предложением продажи контрольного или блокирующего пакета акций, не «разогрев» предварительно цену акций на инвестиционном рынке представляется для собственников компании нецелесообразным.

Теоретический подход к анализу финансовых решений затрагивает и тот аспект, что рынки для этих двух типов участников – инвестора и контролирующего акционера также сильно отличаются. Инвестиционный рынок, на котором реализуются права акционера на денежные потоки в форме дивиденда или курсовой разницы как получаемого дохода как правило, является конкурентным, на котором действует большое количество мелких инвесторов.

Это подтверждается анализом динамики российского фондового рынка: высокий спрос со стороны розничных инвесторов способствовал увеличению числа публичных размещений в первой половине 2024 года. Несмотря на то, что к концу года приход новых эмитентов на рынок был ограничен из-за роста ключевой ставки и снижения фондового индекса по количеству IPO 2024 г. объём рынка был рекордным за последние 10 лет. На рынок акционерного капитала вышли 19 эмитентов, 15 из них сделали это впервые и компании смогли привлечь свыше ₽102 млрд. На рынок IPO вышли компании из различных отраслей, включая ИТ-сферу, цифровые технологии и фармацевтическую промышленность. Особое внимание инвесторов привлекли IPO ИТ-компаний, что привело к увеличению переподписки на акции, что в условиях текущей конъюнктуры несомненно свидетельствует о его конкурентности.

«Разогреть» цену акций на рынке IPO в условиях, когда максимальная волатильность наблюдалась на горизонте 3 месяцев по акциям, размещенным в рамках IPO с более высокой долей участия граждан не представляется сложной задачей, так как именно такие инвесторы в большей степени подвержены поведенческим эффектам. Розничные инвесторы фактически определяли динамику публичных размещений, оплатив 40% размещаемых акций или 40,5 млрд рублей. В их составе основной прирост инвестиций произошел за счет квалифицированных инвесторов — 27,3 млрд рублей (27% от общего объема). При этом наблюдается асимметрия - доходность вкладов превышает дивидендную доходность акций российских компаний.

Таблица 1

Дивидендная доходность акций по итогам 2024 года

№	Компания	Дивидендная доходность (%)
1	HeadHunter (Хэдхантер)	29.7
2	X5 Корпоративный центр ИКС 5	20.1
3	Займер	19.1
4	Мать и Дитя (MD)	18.8
5	Уралсиб	16.9
6	SFI ЭсЭфАй	16.8

7	Лукойл	16.5
8	Банк Санкт-Петербург	15.0
9	ДЗРД - Донской завод радиодеталей	11.2
10	Северсталь	11.1

Только дивидендная доходность компании HeadHunter (Хэдхантер) превышает процентную ставку вкладов в надежный банк. У частных инвесторов пока не сформировалась привычка участвовать в публичных размещениях. Около 39% из них инвестировали в рамках только одного IPO/SPO на общую сумму 7,3 млрд рублей. Поэтому первоначальный собственник, выходя на рынок IPO/SPO и продавая права на денежные потоки сразу многим акционерам, должен грамотно построить IR, чтобы заставить покупателей заплатить максимальную цену. Напротив, рынок корпоративного контроля, ограничивающийся небольшим количеством крупных инвесторов, не является высоко конкурентным. Вследствие этого, первоначальный собственник закрытой компании в большинстве случаев не сможет извлечь максимальную выгоду при прямой продаже. Для того, чтобы получить преимущество при торговле с потенциальным покупателем на рынке корпоративного контроля, первоначальному собственнику следует добиться сначала рыночной оценки с помощью мелких инвесторов, из правильного обращения с которыми продавец должен попытаться извлечь максимальную выгоду, грамотно построив IR.

Оценку финансовых решений в парадигме современного рынка акционерного капитала нужно проводить на основе анализа двух отдельных механизмов: роста стоимости компаний на инвестиционном рынке и роста стоимости компаний на рынке корпоративного контроля [1]. Увеличив стоимость компании с помощью IPO/SPO, т.е. открытого аукциона мелким акционерам, можно увеличить и выгоды от продажи контрольного пакета акций – путем переговоров при прямой продаже. Оптимизация финансовых решений в каждом конкретном случае достигается на основе сочетания использования двух независимых составляющих роста стоимости компании.

Список литературы

1. Тернавченко К. О., Лехман Е.В., Подиева Е. А. Перспективы развития фондового рынка РФ в условиях геополитической нестабильности // Научный результат. Экономические исследования. 2024. Т. 10. №1. С. 128-138. DOI: 10.18413/2409-1634-2024-10-1-1-1
2. Хоминич И. П. Экономические санкции: теория, международная практика, оценка эффективности в контексте событий 2022 года (контент-анализ научных публикаций) /Хоминич И. П., Саввина О. В. // Банковские услуги. – 2022. – № 5.
3. Семенкова Е.В., Южакова О.А. Специфика фундаментального анализа в процессе IPO // В сборнике: Развитие экономики суверенного государства: правовые и экономические аспекты. материалы Всероссийской научно-практической конференции. Москва, 2024. С. 245-252.