

УДК 330.1:001.895

МЕХАНИЗМ ПОВЫШЕНИЯ УРОВНЯ СОГЛАСОВАННОСТИ В ИННОВАЦИОННОЙ ПОЛИТИКЕ КАПИТАЛИЗАЦИИ НА СЕВЕРЕ

Селин И.В., Ульченко М.В.

ФГБУН Институт экономических проблем им. Г.П. Лузина Кольского научного центра РАН, Апатиты, Россия (184209, Мурманская область, г. Апатиты, ул. Ферсмана, 24а), e-mail: selin1@iep.kolasc.net.ru; ulchenko@iep.kolasc.net.ru

В работе проводится анализ капитализации (стоимости активов) крупных корпораций, функционирующих в районах Крайнего Севера России, которые испытывают влияние целого ряда особых факторов, повышающих издержки. Это повышение компенсируется рентными факторами, определяющими цену сырья. В этой связи капитализация северных производителей достаточно неустойчива, как и сами сырьевые рынки. В работе также приведены примеры, из которых видно, что корпорации, которые находятся в более выгодных условиях, используют все имеющиеся в их распоряжении средства, а часть корпораций, работающих в этих тяжелых условиях Севера, их игнорируют, и это негативно сказывается на их капитализации. Кроме того, особое внимание уделено механизмам финансовых рынков и существующим особенностям их применения.

Ключевые слова: экономика, Север, корпорации, ресурсы, финансы, инновации, капитализация, регион, согласованность, эффективность.

THE MECHANISM OF IMPROVING COHERENCE IN INNOVATION POLICY CAPITALIZATION IN THE NORTH

Selin I. V., Ulchenko M.V.

Lusin Institute for Economic Studies of Kola Science Centre of the Russian Academy of Sciences, Apatity, Russia (184209, Murmansk region, Apatity, Fersmana street, 24a), e-mail: selin1@iep.kolasc.net.ru; ulchenko@iep.kolasc.net.ru

In work the analysis of capitalization (cost of assets) of the large corporations functioning in the region of the Far North of Russia which come under influence of a number of the special factors raising expenses is carried out. This increase is compensated by the rent factors determining the raw materials price. In this regard capitalization of northern producers is rather unstable, as well as the raw markets. In work examples from which it is visible are also given that corporations which are in more favorable conditions, use all means which are available at their order, and the part of the corporations working in these severe conditions of the North them ignore, and it negatively affects their capitalization. Besides, the special attention is paid to mechanisms of the financial markets and the existing features of their application.

Keywords: economics, North, corporations, resources, Finance, innovation, market capitalization, region, consistency, efficiency.

Капитализация активов выступает интегрирующим и результирующим показателем деятельности любой компании. В нем отражается положение на соответствующих рынках, уровень технико-технологического состояния производства, доходность акций и их надежность. В этой связи на капитализацию влияет очень большое число факторов и, соответственно, существует много инструментов, меняющих ее динамику. В настоящей статье предпринята попытка рассмотреть только те из них, которые действуют непосредственно на финансовых рынках и обладают той или иной степенью инновационности.

Капитализация фирмы это не только ее стоимость, рейтинг, позиция на рынке, это также интерес инвесторов, потенциал для капвложений, обновления основных средств, увеличения заработной платы работников (имеется в виду продажа части активов, или дополнительная их эмиссия). Все это повышает интерес к управлению капитализацией корпораций в условиях Севера и Арктики, где стоимость труда и производственные издержки требуют дополнительных источников возмещения. При этом автоматически затрагиваются как государственные, так и региональные интересы, так как развитие компаний обеспечивает положительную динамику соответствующих территориальных систем, повышает их финансовую устойчивость. Принимая во внимание мнение зарубежных и отечественных экспертов, стоимость многих российских корпораций очень сильно занижена (более чем на 40 %), поэтому необходима модернизация корпораций в области капитализации активов.

Можно выделить три основных направления модернизации деятельности в области капитализации:

- инструменты и подходы инновационного плана в области государственной политики;
- показатели и инструменты, которые непосредственно вовлечены в сферу управления корпораций (оперативные и стратегические);
- инструменты и подходы модернизационного плана в сфере финансов и фондового рынка.

Последнее время актуальным стал вопрос волатильности стоимости корпораций относительно мировых валют, что показано ниже (табл.1) на примере крупных компаний, ресурсная база которых расположена в основном на российском Севере и в Арктике. Падение цен на нефть и девальвация национальной валюты привели к росту капитализации корпораций. По мнению авторов в данном процессе доллар является «эквивалентом ценности».

Таблица 1

Динамика некоторых показателей с 12.2014 г. по 03.2015 г.[3]

ОАО «Роснефть»	ОАО «Сургутнефтегаз»	ОАО «Лукойл»	ОАО «Газпром»	Нефть марки «Brent»	Доллар США
+23%	+46%	+90%	+12%	-90%	+98%

Рассмотрим, как ведут себя другие страны в подобных случаях. Обычно девальвация национальной валюты приводит к повышению эффективности экспорта и уменьшению доходности импортных операций. Как следствие этого, растет положительное сальдо во внешней торговле, когда увеличиваются стоимостные объемы экспорта по отношению к

объемам импорта и возникает профицит торгового баланса. В противном случае при ревальвации, т.е. усилении национальной валюты, появляется дефицит торгового баланса. Именно в такой ситуации находятся США, отрицательное сальдо внешней торговли достигло рекордного значений, превысив \$40 млрд в 2015 году [1].

Некоторые аналитики используют сравнения не абсолютных величин дефицитов или профицитов торгового баланса, а их отношения к ВВП. Так, одновременно может происходить пропорциональное ухудшение торгового баланса и рост ВВП. Это говорит о том, что экономика «впитывает» импорт относительно безболезненно для внутренней промышленности. В США, однако, в начале XXI в., несмотря на рост ВВП, дефицит торгового баланса увеличивался гораздо большими темпами. Это приводило к постепенному вытеснению внутренних товаров импортными и сигнализировало об ослаблении экспортного потенциала страны. Стремительно растет импорт в США, несмотря на девальвацию доллара. Экспорт же, хотя и растет, однако все еще не достиг исторических максимумов (август 2000 г. — 91,65 млрд). Это объясняется тем, что в структуре импорта преобладают азиатские товары из Китая и Японии. Хорошим примером является то, что торговый дефицит в торговле с первой страной в 2013 г. составлял в среднем \$11 млрд в месяц, а со второй — \$5,5 млрд. И если укрепление японской иены относительно американского доллара сдерживается Банком Японии, но все-таки происходит, то курс китайского юаня по отношению к доллару жестко регулируется Народным банком Китая, поэтому более конкурентоспособные товары из этой страны (в первую очередь вследствие дешевой рабочей силы и государственной поддержки экспорта) все в больших объемах потребляются американцами. Впрочем, это их устраивает, поскольку снижает давление на инфляцию в США. Кроме того, китайцы инвестируют огромные суммы в быстрорастущие американские долги. А если бы у Китая не было профицита баланса, то не было бы и денег для таких инвестиций. Это влияния государства на собственную валюту, а соответственно и на капитализацию корпораций [1].

Наиболее часто при оперативном и стратегическом управлении капитализацией используются следующие показатели [1,2,7,8]:

- коэффициент капитализации или капитализированная стоимость акций;
- доход на одну акцию;
- отношение капитализации к объему реализации;
- отношение капитализации к чистой прибыли.

Анализ процессов капитализации проводится на примере крупных корпораций, функционирующих в районах Крайнего Севера России. Одной из важнейших особенностей, влияющих на их деятельность, являются экстремальные природно-климатические условия,

вызывающие удорожания как трудовых, так и материальных затрат. В силу этого производителям необходим источник возмещения такого удорожания, в качестве которого выступает природная рента. Поэтому второй особенностью корпораций, во всяком случае, их звеньев, функционирующих на Севере, является ресурсно-сырьевая ориентация. В настоящее время заметно выражена тенденция стремления корпораций к переходу к работе вахтовым методом. Это дает рост капитализации, но при этом ухудшается психологический климат в моногородах, что соответственно, влияет на региональные интересы.

Важным инструментом для увеличения капитализации является слияние и поглощение корпораций. В 2012 г. должен был произойти обмен акций компании БиПи и ОАО «Роснефть», что положительно сказалось на росте капитализации обеих. Необходимо отметить, что капитализация активов растет не по факту совершения сделки, а на предпосылках к этому факту. При этом имел бы место обмен технологиями, так необходимых ОАО «Роснефть», в том числе для разработки шельфов в северных морях. Отрицательным фактором можно назвать покупку и продажу пакета акций ОАО «Лукойл» компанией ConocoPhillips, что негативно сказалось на стоимости акций ОАО «Лукойл». Также отрицательным фактом является прямое противостояние корпораций. Примером может быть конфликт ОАО «Норникель» с компанией US Rusal, ОАО «ФосАгро» с ОАО «Акрон». Все изложенные подходы можно отнести к управленческим инструментам, влияющим на капитализацию. Однако достаточно трудно определить, как один и тот же инструмент в разные периоды времени повлиял на рост актива. Это связано с влиянием на капитализацию фондового рынка, достаточно сложного и в определенной мере спекулятивного регулятора.

Компании принимают меры для снижения отрицательного влияния волатильности на стоимость активов. Модернизационными, научными подходами в этой области являются распространение корпорациями депозитарных расписок (АДР) и размещение активов на других рынках. Характерной финансовой политикой российских корпораций выступает торговля на зарубежных торговых площадках. Например, компания US Rusal имитировала основное количество бумаг на бирже Гонконга, а на ММВБ торгуются ее обязательства (АДР). Такая же попытка была предпринята ОАО «Лукойл» в 2012 г. При этом как никогда необходим хороший рейтинг зарубежных агентств, которые в 2015 г. только занижали рейтинги российских корпораций [6]. Standard & Poor's (S&P500 полное наименование – Standard&Poor's Financial Services LLC) – дочерняя компания американской корпорации McGraw-Hill, занимающаяся аналитическими исследованиями финансовых рынков. Компания принадлежит к тройке самых влиятельных международных рейтинговых агентств и известна, главным образом, как создатель и

редактор американского фондового индекса S&P 500. Standard & Poog's наряду с Moody's и Fitch Ratings входит в «большую тройку» международных рейтинговых агентств. В январе 2015 года китайское агентство Dagong оценило кредитоспособность России выше, чем США, а также повысила рейтинг российских корпораций и была права, так как за данный период они показали рост капитализации. Все это говорит о необходимости создания своих независимых рейтинговых агентств, и это будет являться очень хорошей инновацией [6].

Также сильно сказывается как на рейтинге корпораций, так и на их капитализации индекс прямых иностранных инвестиций (сокр. ПИИ). Это форма участия иностранного капитала в реализации инвестиционных проектов на территории страны-реципиента инвестиций, которая характеризуется активным участием инвестора (или его представителей) в деятельности организации. ПИИ – наиболее востребованная форма капиталовложений для развивающихся экономик, так как позволяет реализовывать крупные и важные проекты, а, кроме того, в страну поступают новейшие технологии (например, при создании производств), новые практики корпоративного управления, а также повышается общая безопасность бизнеса. Коррупция в современной России является одной из серьёзных проблем. Несмотря на то, что ее уровень за последние годы снизился, всё же значительная часть российской экономики по-прежнему находится в чёрной зоне. Из-за этого серьёзно тормозятся многие процессы, связанные со значительными государственными расходами: такие как крупные стройки или масштабные закупки. Вредит коррупция и росту некоторых отраслей бизнеса.

Таблица 2

Нарушение законодательства в некоторых сегментах экономики [4]

Капитальное строительство	45,7 %
Инвестиционные проекты	44,9 %
Закупки сырья и материалов	37,5 %
Расчеты с подрядчиками и приемка выполняемых работ	33,8 %
Получение и выдача разрешений и лицензий	17,4 %

В связи с этим индекс ПИИ имеет следующие значения: Россия 8, Китай 12, Индия 16, в развитых странах этот индекс может быть более 30 единиц. Для увеличения индекса, в России необходимо взаимодействие корпораций с государственными структурами, как на государственном, так и на региональном уровне.

Успешное функционирование финансовых рынков – ключевой фактор достижения высоких темпов экономического роста; недостаточный уровень развития финансовых рынков – одна из причин бедности многих стран мира [2]. Ряд крупных корпораций применяет следующий модернизационный подход для увеличения стоимости активов: на финансовых рынках они проводят покупки активов в «коротких и длинных позициях» с

применением повышающего коэффициента (леверидж). Операция покупки активов корпораций, которая является основополагающей – «длинная позиция», то есть обычная покупка акций, когда инвестор предполагает, что цена актива будет расти. На рынке имеет место и обратная операция. Очевидно, что, продавая бумагу (занимая ее в долг), инвестор считает, что цены на неё будут падать. Если так и происходит, он получает прибыль, купив актив обратно по более низкой цене. Такая форма сделки называется открытием «короткой позиции». Другое название короткой позиции – «продажа акций без покрытия».

Рассмотрим компанию «Роснефть» (для расчета использованы данные с 18.01.2015 по 28.03.2015, биржа ММВБ). Инвестор считает, что акции компании сильно переоценены и предполагает, что цены на них вскоре сильно упадут. Он открывает «короткую позицию», т.е. продает эти акции без покрытия. Брокер занимает эти бумаги, либо со счета акционера компании, либо у другого брокера и продаёт их инвестору по 258 рублей, в количестве 100000 акций. Таким образом, инвестор получает на свой счет сумму в 25800000 рублей, и у него открывается короткая позиция, равная обязательству вернуть 100000 акций. Цена на акции действительно упала до 253 руб., тогда стоимость долга (текущая стоимость взятых займы 100000 акций) составит 25300000 руб. Брокеру отдается распоряжение «Закреть короткую позицию». Брокер покупает на рынке 100000 акций, израсходовав со счета 25300000 руб., и возвращает эти акции тому, у кого их занял, а у инвестора остаётся прибыль в 500000 руб. При применении плеча (леверидж) прибыль увеличилась бы в три раза и составила 1500000 руб. При применении фьючерсного контракта 3000000 руб. Плечо (Leverage, финансовое плечо, леверидж) – использование заемных средств, для приобретения актива. Чаще всего плечо дается в размере 1–3. Леверидж формируется на торговой площадке ММВБ, обладает хорошей мобильностью, но значительными транзакционными издержками.

Фьючерсный контракт не предполагает немедленной поставки обозначенной ценности и в основном заканчивается денежным зачетом. Такой контракт имеет кредитный рычаг в 5–6 крат. Поэтому инвестиции с фьючерсами очень привлекательны для инвесторов. Фьючерсные контракты формируются на торговой площадке РТС, обладают минимальными транзакционными издержками, но меньшей мобильностью относительно леверидж. Если же инвестор ошибся, если цена актива наоборот вырастет, неизбежны убытки. Продажа без покрытия позволяет получать прибыль от падающих в цене активов. «Короткая позиция» как бы заставляет инвестора работать против всего персонала и менеджмента компании, которые стремятся к успеху фирмы. Однако при падении рынка ценных бумаг это операция дает значительное преимущество корпорациям, применяющим этот инструмент, так как

инвесторы, открывая «короткую позицию», берут акции в долг, у других корпораций в это время происходит глобальный, лавинообразный уход от активов инвесторами.

Примером является падение активов ОАО «Апатит» в 2009 г. (более 75 %), в то время как корпорации, применяющие инструмент, теряли не более 40 % (ОАО «Лукойл», ОАО «Норникель», ОАО «Роснефть», ОАО «Северсталь»). Однако не все корпорации дают инвесторам возможность открывать «короткие» позиции и пользоваться плечом (леверидж), а также фьючерсными контрактами (таблица 3, таблица 4).

Таблица 3

Падение капитализации корпораций в период кризиса 2009 г.

От 0 % до 40%	От 40 % до 60%	Более 60%
ОАО «Газпром»	ОАО «Мечел»	ОАО «Еврохим»
ОАО «ГМК Норильский никель»	ОАО «Сургутнефтегаз»	ОАО «ФосАгро»
ОАО «Лукойл»	ОАО «Новатек»	ОАО «Алроса»
ОАО «Роснефть»		ОАО «Апатит»
ОАО «Северсталь»		

Таблица 4

Корпорации и финансовые инструменты, допускаемые ими для применения инвесторами [5]

Эмитент ценной бумаги	Тип ценной бумаги	Покупка активов в «длинной позиции» с левверидж	Покупка активов в «короткой позиции» с левверидж	Покупка фьючерсного контракта	Покупка АДР
ОАО «Газпром»	Обыкновенные акции	да	да	да	да
ОАО «ГМК Норильский никель»	Обыкновенные акции	да	да	да	да
ОАО «Лукойл»	Обыкновенные акции	да	да	да	да
ОАО «Мечел»	Обыкновенные акции	да	нет	нет	да
ОАО «Роснефть»	Обыкновенные акции	да	да	да	да
ОАО «Северсталь»	Обыкновенные акции	да	да	да	да
ОАО «Еврохим»	Обыкновенные акции	нет	нет	нет	нет
ОАО «ФосАгро»	Обыкновенные акции	нет	нет	нет	нет
ОАО «Алроса»	Обыкновенные акции	нет	нет	нет	нет
ОАО «МТС»	Обыкновенные акции	да	да	да	да

Из таблицы 4 видно, что корпорации, которые находятся в более выгодных условиях, не работающие в условиях Севера и Арктики, используют все имеющиеся в их распоряжении средства (ОАО «МТС»), а часть корпораций, работающих в этих тяжелых условиях (ОАО «Еврохим» ОАО «ФосАгро», ОАО «Алроса»), их игнорируют, и это очень пагубно сказывается на их капитализации.

У корпораций, использующих фьючерсные контракты, имеются свои различия, которые измеряются следующими коэффициентами. Важным параметром фьючерсных контрактов является коэффициент дельта. Это отношение изменения стоимости фьючерса к изменению цены базового актива. Дельта показывает, насколько изменится стоимость фьючерсного контракта, если цена базового актива изменится на один пункт. Важным показателем является коэффициент гамма. Гамма – это ускорение дельты (ускорение изменения цены) по мере изменения базового актива. Гамма измеряет скорость, с которой изменяется дельта при изменении цены на один пункт [7]. Из таблиц 5 видно, как на одну и ту же дату изменилась стоимость активов к производным (дельта) и с каким ускорением (гамма).

Таблица 5

Изменение стоимости активов и производных к ним» (ММВБ, РТС на 12.05.2015 г.) [3]

	ОАО «Газпром»	ОАО «Лукойл»	ОАО «Роснефть»	ОАО «Сургутнефтегаз»	ОАО «ГМК Норильский никель»	ОАО «Северсталь»
Акции (% откл.)	-0,85	+0,26	- 0,42	-2,27	+1,33	+4,61
Фьючерс (% откл.)	+0,24	- 0,14	+0,08	+-0,69	+0,5	- 0,8

Хотелось бы привести исторические факты, использования фьючерсных контрактов в целях увеличения стоимости сырья и одновременного увеличения стоимости активов. Например, количество нефти на складах, обслуживающих биржу, может быть меньше объема проданных фьючерсных контрактов. Это нормально, так как значительная часть участников биржи – финансовые спекулянты, не претендующие на физическое получение нефти. Но иногда забастовки, катастрофы или другие неожиданные факторы замедляют график нормальных поставок на склады. Поскольку объем реального потребления не снижается, финансовые спекулянты, продавшие нефтяные контракты, но не владеющие нефтью для поставки, либо должны купить нефть и доставить ее в хранилище, либо должны выкупить свой контракт. Но владельцы фьючерсов могут их не продать. Тогда финансовые спекулянты оказываются в тяжелой ситуации: им нужно откупать контракт по любой цене, и цены на контракт, близкий к окончанию, взвинчиваются на 10–15 %. Хамонако, известный японский трейдер на рынке меди, несколько раз в 90-е гг. скупал фьючерсы и предъявлял их к поставке.

Продавшие контракты спекулянты вынуждены были выкупать их у него, но ценам, выходящим за пределы разумного. Другим хрестоматийным примером является история спекуляций серебром братьями Хант. В 1979–1980 гг. они смогли поднять цену серебра с 10 до 50 долл. за тройскую унцию, и только вмешательство антимонопольного комитета США заставило прекратить свою спекуляцию [7].

Могут ли российские корпорации применять подобные инструменты на молодом, развивающемся рынке? В период с 2011 год по 2012 год произошел значительный рост цен на бензин. Значительно увеличилась капитализация ОАО «Лукойл», ОАО «Роснефть». Однако после проблем с антимонопольным комитетом России стоимость активов корпораций упала. В данном случае трудно сказать, какой инструмент применялся для спекуляции, фондовый или рыночный (рынок сырья). Но, исходя из теоретических основ капитализации активов, можно заявить, что стоимость сырья непосредственно влияет на капитализацию.

Подводя итоги, можно вывести механизм инноваций как систему целевых показателей, коэффициентов, факторов и инструментов, влияющих на капитализацию активов корпораций. Из факторов и инструментов, в области непосредственного управления корпорациями, влияющих на капитализацию активов, можно выделить следующие:

- согласованные действия государственных органов и корпораций в области коррумпированности экономики, как на государственном, так и на региональном уровне;
- создание отечественных независимых рейтинговых агентств.

Очень важную роль в системе имеет анализ ключевых факторов и тенденций капитализации северных корпораций. К положительным факторам относятся следующие:

- инновационные управленческие решения (слияние, поглощение, вертикальное и горизонтальное интегрирование, обмен технологиями);
- применение различных финансовых инструментов на фондовом рынке.

К отрицательным факторам нужно отнести следующие:

- прямой конфликт между корпорациями;
- применение спекуляций относительно стоимости сырья;
- неверные управленческие решения.

В области финансового сектора, необходимых корпорациям для регулирования и увеличения капитализации, можно рекомендовать применение следующих инструментов:

- применение депозитарных расписок;
- размещение активов на зарубежных рынках;
- продажа активов корпораций, как в «длинных» так и в «коротких» позициях с применением плеча;
- применение фьючерсных контрактов и других производных.

Заключение

В области сотрудничества государства и корпораций необходима их совместная борьба с коррупцией, как на государственном, так и на региональном уровне. Необходимо создание независимых рейтинговых агентств в России. Для инновации в области

финансового сектора и фондового рынка корпорациям необходимо рекомендовать размещение активов на зарубежных рынках, применение депозитарных расписок, а также применение различных инструментов, фьючерсных контрактов и других производных. В работе также приведены примеры, из которых видно, что корпорации, которые находятся в более выгодных условиях, используют все имеющиеся в их распоряжении средства, а часть корпораций, работающих в этих тяжелых условиях Севера, их игнорируют, и это негативно сказывается на их капитализации.

Статья подготовлена при поддержке Российского гуманитарного научного фонда (проект 15-02-00540).

Список литературы

1. Дефицит торгового баланса США в марте 2015г.<http://ria.ru/economy/20150505/1062697836.html>. Дата доступа 15.03.2015 г.
2. Джон К. Халл. Опционы, фьючерсы и другие финансовые инструменты // Издательский дом «Вильямс», 2008 г.
3. Индекс ММВБ (Российские фондовые индексы) <http://quote.rbc.ru/exchanges/online/rusindex.0/MICEXINDEXCF/intraday?show=intra> Дата доступа 15.03.2015 г.
4. Исследование рисков безопасности бизнеса в Российских компаниях. www.acfe-rus.org/page.php?id=25&file=231 Дата доступа 15.03.2015 г.
5. Перечень приемлемых ценных бумаг; <http://sberbank.ru/common/img/uploaded/broker/forts-contracts.xls>. Дата доступа 15.03.2015 г.
6. Рейтинг России снижается незаслуженно, действуя в угоду США <http://rusvesna.su/economy/1431052220>. Дата доступа 15.03.2015 г.
7. Саймон Вайн. Опционы: полный курс для профессионалов. М., 2008.
8. Уильям О Нил. Преуспевающий инвестор. М., 2008.
9. Эрик Найман. Путь к финансовой свободе. М., 2010.

Рецензенты:

Скуфьина Т.П., д.э.н., доцент, г.н.с., зав. отделом, ФГБУН Института экономических проблем им. Г.П. Лузина Кольского научного центра РАН, г. Апатиты;

Козьменко С.Ю., д.э.н., профессор, г.н.с., ФГБУН Института экономических проблем им. Г.П. Лузина Кольского научного центра РАН, г. Апатиты.