

- Ёш тадқиқотчи минбари ■
- Young Researcher's Rostrum ■

Г.М. Бакоева

**Фундаментальный анализ
и необходимость применения
первичного размещения акций
в условиях Узбекистана**

На современном этапе процесс формирования национальных и международных рынков финансовых инструментов далеко не завершён, появляются новые инструменты, развиваются уже известные. Этот процесс происходит не только в развитых, но и в развивающихся странах, где он имеет свою специфику.

Производные финансовые инструменты в мировой экономике обладают уникальными свойствами, которые отвечают требованиям современного мирового рыночного хозяйства: они имеют низкую среднюю стоимость, позволяют хеджировать разнообразные риски, представляют огромные инвестиционные возможности, обладают высокой нормой прибыли; благодаря им появляются возможности наиболее быстрой замены активов на корпоративном, национальном и международном уровнях. Основу проведения операций с производными финансовыми инструментами составляют традиционные инструменты, которые формируют рынок ценных бумаг.

Несмотря на положительную динамику и действующую инфраструктуру, состояние фондового рынка Республики Узбекистан можно охарактеризовать как малоэффективное на основании того, что на рынке отсутствует ликвидность. Существующие проблемы требуют незамедлительного решения, так как пассивность финансового и фондового

Бакоева Г.М., старший преподаватель УМЭД.

рынков является признаком определенной угрозы экономической безопасности. Необходимо выявить и разработать оптимальный механизм оценки эффективности финансовых инструментов, что способствовало бы предотвращению потерь при финансовых операциях на мировом уровне.

Возникает настоятельная необходимость адаптации методов фундаментального анализа применительно к национальным условиям с конкретизированным их содержанием как метода определения инвестиционной привлекательности ценных бумаг на фондовом рынке. Это повысит роль фундаментального анализа в прогнозировании стоимости ценных бумаг и принятии инвестиционных решений, а также позволит учитывать особенности формирования портфеля ценных бумаг на основе результатов фундаментального анализа фондового рынка с целью принятия эффективных инвестиционных решений.

Неотъемлемой частью мировой экономики и экономики отдельных стран, в частности, является финансовый, или фондовый, рынок. Основной его функцией признана функция перераспределения денежных средств и капиталов от одних экономических субъектов, имеющих излишние денежные средства, к другим, нуждающимся в финансировании.

Особо актуальны изучение и разработка комплекса предложений по оценке эффективности финансовых инструментов, которые адекватно соответствуют финансовому рынку Узбекистана. При этом нужно учитывать основные тенденции развития рынка финансовых инструментов в мировой, региональной и национальной экономиках, а также роль отдельных форм деривативов и перспектив их развития с позиций развивающейся рыночной экономики Узбекистана на основе фундаментального анализа.

Интернационализация фондовых рынков проявляется также в том, что одними и теми же инструментами все шире торгуют на разных рынках. Все больше эмитентов получают листинг на зарубежных биржах. Это означает, что акции крупнейших эмитентов могут продаваться одновременно в Нью - Йорке, Лондоне, Франкфурте, Токио и др. Следовательно, размывается грань между внутренними и международными ценными бумагами, создавая благоприятные условия для широкого использования финансовых инструментов на фондовых биржах.

Валовый приток капитала в мировой экономике в 2000 г. составил 7,5 трлн долл. США, в 2008 г. – 11,4 трлн долл. США, в 2017 г. – около

Возникает настоятельная необходимость адаптации методов фундаментального анализа применительно к национальным условиям с конкретизированным их содержанием как метода определения инвестиционной привлекательности ценных бумаг на фондовом рынке.

17,7 трлн долл. США, превысив в четыре раза аналогичный показатель 1990 г. За указанный период показатель чистого движения капитала увеличился с 500 млрд долл. США до 1,2 трлн долл. США (на основе данных Global Stock markets Factbook 2017).

Немаловажное значение для развития процессов финансовой глобализации имело распространение среди инвесторов теории диверсификации вложений, согласно которой международный инвестор может эффективно управлять рисками путем распределения вложений по более широкому спектру активов.

Чувствительность национальной экономики к мировому рыночному уровню связана с воздействием множества других факторов, включая внешнюю торговлю, денежно-кредитную политику, правовое регулирование и международные потоки капитала.

Проявляется необходимость дифференцированной оценки стоимости активов на международных финансовых рынках в связи с колебаниями относительно изменения валютных курсов (обратная зависимость корректировки обменного курса от уровня процентных ставок).

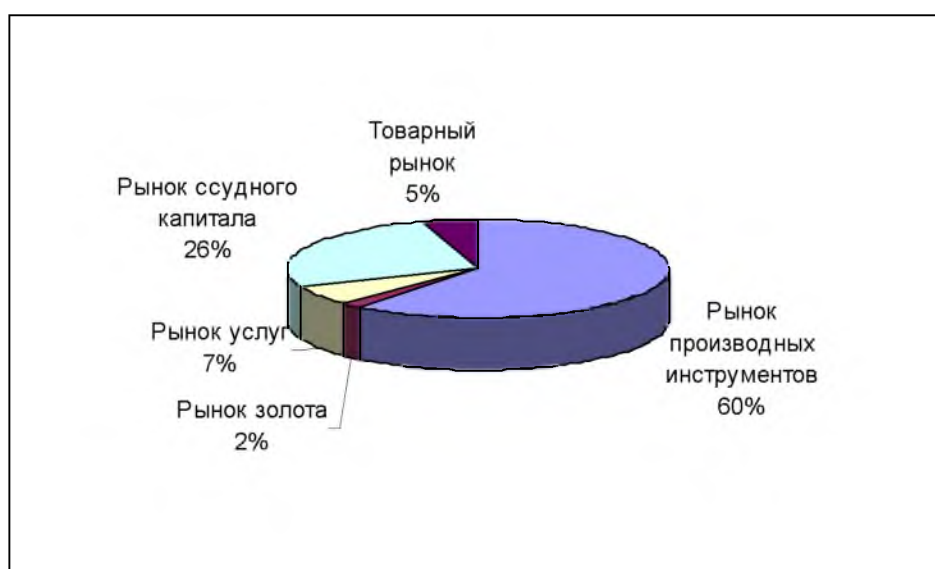


Рисунок. Распределение мирового капитала.

Источник: составлено автором на основе BIS QR, International Banking and financial market developments, January 2017.

На рисунке показано, какой долей всего мирового капитала обладает рынок финансовых инструментов, детально указаны производные финансовые инструменты.

Мировой рынок производных инструментов является неотъемлемой частью глобального финансового рынка. Существовая более 150 лет, этот рынок стал развиваться особенно быстрыми темпами с начала 70-х годов XX в. после либерализации мировой финансовой системы и перехода к плавающим валютным курсам. Будучи ранее исключительно биржевым, рынок деривативов развивается в двух видах – как биржевой и внебиржевой. Конкуренция этих видов послужила дополнительным стимулом к развитию рынка производных инструментов. Наряду со стандартными биржевыми контрактами создавался рынок внебиржевых контрактов с индивидуальными условиями, что существенно расширило возможности участников рынка и финансовых менеджеров по страхованию рисков.

Оценка эффективности отдельных финансовых инструментов инвестирования, как и реальных инвестиций, осуществляется на основе сопоставления объема инвестиционных затрат, с одной стороны, и сумм возвратного денежного потока по ним – с другой. Вместе с тем формирование этих показателей в условиях финансового инвестирования имеет существенные отличительные особенности.

Динамика биржевого оборота в Узбекистане за последнее десятилетие показывает, что в 2006-2016 гг. наблюдалось оживление рынка и активизация участников фондового рынка, однако на фондовой бирже функционируют только традиционные финансовые инструменты, а нетрадиционные виды финансовых инструментов (деривативы) не используются. Если в 2003-2005 гг. годовые обороты фондовой биржи колебались в пределах 35-42 млрд сумов, то в 2006 г. данный показатель впервые превысил отметку в 100 млрд сумов. К 2017 г. данный показатель составил 340 млрд сумов. Стабильно преобладает доля оборота вторичного рынка, который является важным фактором развития фондового рынка.

Можно наблюдать применение банками своп-операций (валютный своп). Фьючерсные операции проводятся на товарно-сырьевой бирже. Как показывает анализ первых лет функционирования банков на рынке ценных бумаг Узбекистана, игнорирование общих и указанных ранее специфических особенностей негативно сказалось на темпах роста инвестиционной и посреднической деятельности и на улучшении качества обслуживания участников фондового рынка.

Учитывая специфику функционирования фондового рынка Узбекистана, при оценке сравнительной эффективности финансовых инструментов в качестве базы сравнения целесообразно использовать не норму текущей доходности по безрисковым инвестициям, а среднюю стоимость предполагаемых источников инвестиций. Такой подход определяется

не только сложностью выявления безрисковых инвестиций в условиях недостаточно развитого фондового рынка, но и показывает среднюю цену ресурсов, предназначенных для инвестирования, наиболее полно отражает возможности конкретного субъекта в области финансирования инвестиционной деятельности.

Востребованность фондового рынка не вызывает сомнений. Пенсионные накопления, сбережения населения, страховые резервы попадают на рынок в виде портфельных инвестиций. Одним из наиболее часто используемых методов оценки стоимости ценных бумаг и прогнозирования их поведения на рынке среди институциональных инвесторов является фундаментальный анализ. Данный метод отталкивается от определения справедливой внутренней стоимости акции компании на основе исследования деятельности конкретного предприятия с учетом особенностей его развития, анализа сильных и слабых сторон, подразумевающего под собой полноценный анализ различных показателей финансово-хозяйственной деятельности на разных уровнях управления. Это помогает определить инвестиционную привлекательность акций и сделать расчет их справедливой внутренней стоимости с целью нахождения недооцененных и переоцененных ценных бумаг.

Фундаментальный метод включает следующие направления:

- ♦ определение справедливой внутренней стоимости акции компании на основе исследования деятельности конкретного предприятия с учетом особенностей его развития;
- ♦ анализ сильных и слабых сторон, состоящий из полноценного анализа показателей финансово-хозяйственной деятельности на разных уровнях управления для определения инвестиционной привлекательности акций;
- ♦ расчет справедливой внутренней стоимости акций с целью нахождения недооцененных и переоцененных ценных бумаг.

Большинство ученых рассматривают фундаментальный анализ как исследование факторов, влияющих на деятельность компании-эмитента или как оценку предприятия, ведь фундаментальный анализ имеет дело с «бумажными» активами, обращающимися на фондовом рынке.

Таким образом, возникает настоятельная необходимость адаптации методов фундаментального анализа применительно к условиям узбекистанского рынка и научной разработки проблем, возникающих при этом.

Развитие финансовой сферы, в частности, привлечение зарубежных финансовых средств, связано с применением IPO, что характеризует первичное размещение акций компании на биржевом рынке. С этого момента акции начинают открыто торговаться на одном из фондовых рынков, компания получает финансовые ресурсы от продажи акций,

репутацию серьезного игрока в мире бизнеса и кучу расходов, связанных с необходимостью регулярно предоставлять финансовую отчетность. Важно и то, что компания через IPO получает рыночную оценку самой себя (иными словами, величину капитализации), а это, как правило, позволяет основателям компании стать очень богатыми людьми.

Если компания решает выпустить свои акции на биржу, то ей не обойтись без услуг так называемых андеррайтеров. Андеррайтер (underwriter) — это фирма-посредник между компанией, выпускающей свои ценные бумаги на рынок, и потенциальными инвесторами. В США (да и везде) в качестве андеррайтеров выступают крупные инвестиционные банки и брокерские компании. Они устанавливают начальную цену акций, привлекают избранных инвесторов для первичной покупки и запрашивают с компании-эмитента за свои услуги немалые гонорары, которые достигают 7% от стоимости размещения. Но андеррайтеры получают не только комиссионные гонорары. Больше всего они зарабатывают на разнице цен между первоначальной ценой размещения и рыночной ценой, которая устанавливается позже на фондовой бирже.

Традиционное IPO предполагает, что фирма-андеррайтер проводит всесторонний финансовый анализ компании-эмитента, на его основе устанавливает начальную цену размещения и предлагает выкупить акции своему, можно сказать, «прикормленному» пулу инвесторов. В него входят так называемые институциональные инвесторы: крупные пенсионные фонды, хедж-фонды, фонды взаимных инвестиций (mutual funds). Им это выгодно, так как после начала торгов на бирже (в первые часы и дни) цена акции обычно демонстрирует рост, и это позволяет первым покупателям и самому андеррайтеру хорошо зарабатывать на перепродаже акций. Поэтому фирмы-андеррайтеры кровно заинтересованы в том, чтобы установить цену первичного размещения акций ниже рыночной. Компания-эмитент, напротив, заинтересована в максимально высокой начальной цене своих акций, ведь от этого зависит, сколько денег она получит от выхода на биржу.

Можно рассмотреть как примеры IPO известные американские компании, такие как Twitter. До IPO капитал компании состоял из 475 млн акций (точная цифра 473,839,475, форма S-1), из них примерно 25% акций были в собственности основателей и директоров компании Twitter.

В ближайшее время в республике ожидается повышение активности акционерных обществ, инициирующих проведение IPO, поскольку оно является эффективным способом привлечения капитала, направляемого на развитие и модернизацию акционерного общества, что повышает капитализацию и деловую репутацию.

Было решено выпустить на рынок 70 млн акций, или 13% от всего капитала компании. От первичного размещения акций планировалось привлечь 1 млрд долларов. 13 сентября 2013 г. компания Twitter объявила о том, что подала заявку на IPO своих акций на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE).

В качестве андеррайтеров размещения всего выпуска акций выступили инвестиционные банки Goldman Sachs (главный), Morgan Stanley и Morgan Chase. Первоначально компания Twitter планировала разместить акции по цене 17-20 долл. за акцию, затем из-за большого количества желающих границы ценового коридора были повышены до 23-25 долл.¹

Участники рынка оценили IPO как успешное, что неудивительно, ведь первоначальные инвесторы и андеррайтеры смогли хорошо заработать на перепродаже акций. Комиссия андеррайтеров составила 3,25% от стоимости размещения, или 59,2 млн долл. Кроме того, они имели право приобрести 10,5 млн акций (дополнительно к 70 млн) со скидкой от цены размещения. Можно предположить (так пишут в англоязычных источниках), что если опцион был использован, то они заработали около 200 млн долларов.

В Узбекистане был дан старт первому IPO. В качестве первопроходца стало АО «Кварц» (Ферганская область, г. Кувасай), одно из ведущих промышленных предприятий в Республике Узбекистан. АО «Кварц» является крупнейшим предприятием по выпуску листового стекла, стекол для автомобильной промышленности, стеклянных банок, бутылок и огнеупорных материалов. Финансовое положение АО «Кварц» устойчивое. Из расчета на каждую одну простую акцию к номинальной стоимости объявлены (выплачены) следующие дивиденды: за 2014 г. – 31%, за 2015 г. – 34%, за 2016 г. – 68%.

С 5 декабря 2017 г. на площадку Республиканской фондовой биржи «Тошкент» выставлены 4 574 934 акции акционерного общества «Кварц» (инициатор IPO). Данный выпуск дополнительных акций зарегистрирован 2 октября 2017 г. №P0413-8 и является восьмым. Номинальная стоимость акций – 1715 сумов. Общая сумма акций по номинальной стоимости составляет 7 846 011 810 сумов (10% от ранее размещенных акций). Размещение акций осуществляется с привлечением андеррайтера – Национального банка внешнеэкономической деятельности Республики Узбекистан (организатор IPO). Инвестиционным посредником андеррайтера определен член РФБ «Тошкент» – ООО «Dalal standard».

¹ <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1418091/000119312513390321/d564001ds1.htm>.

По данным сайта РФБ «Тошкент», на 24 марта 2018 г., подано 1747 заявок на покупку 652 211 штук; задепонировано 3,42 млрд сумов.

При проведении кампаний IPO для повышения их результативности целесообразно предусматривать больший срок и качество информирования населения о кампании, в том числе проведение широкомасштабного «роуд-шоу», а также обеспечивать ликвидность размещаемых акций, привлекая маркет-мейкера.

В ближайшее время в республике ожидается повышение активности акционерных обществ, иницирующих проведение IPO, поскольку оно является эффективным способом привлечения капитала, направляемого на развитие и модернизацию акционерного общества, что повышает капитализацию и деловую репутацию. Для достижения этих целей необходимо предпринять ряд мер и реформ, способствующих эффективному использованию тех или иных финансовых инструментов на рынке ценных бумаг, тем самым повышая инвестиционную привлекательность страны, включая следующее:

- ♦ разработка и внедрение страхования и гарантирования рисков инвесторов;
- ♦ создание налоговых стимулов для развития института маркет-мейкеров, обеспечивающих эффективное функционирование финансовых инструментов и ликвидность ценных бумаг на фондовом рынке;
- ♦ разработка и внедрение практики рейтинговой оценки деятельности эмитентов на рынке ценных бумаг;
- ♦ дальнейшая активизация деятельности банков и страховых компаний на рынке;
- ♦ развитие системы коллективного инвестирования (частные пенсионные фонды и инвестиционные компании);
- ♦ разработка механизмов первичного размещения ценных бумаг на торговых площадках с учетом передового международного опыта.

Литература

1. Авраменко С.В. Типичные ошибки расчетов методами дисконтированных денежных потоков // Финансы и кредит, 2013, №7. С. 19-25.
2. Автурханов Э.М. Как оценить инвестиционную привлекательность компаний в ходе кризиса // Финансовый менеджмент, 2012, № 1. С. 37-43.
3. Ахметзянов И.Р. Анализ инвестиций: методы оценки эффективности финансовых вложений. – М.: Эксмо, 2007.
4. Габов А.В. Ценные бумаги: Вопросы теории и правового регулирования рынка. – М.: Статут, 2011.

5. Гомзин Н. Некоторые особенности определения рыночной стоимости привилегированных акций доходным подходом // Рынок ценных бумаг, 2003, № 4 С. 62-67.
6. Куаниц А.С. Фундаментальный анализ финансовых рынков. – Питер: Пресс Паблшер, 2005. <http://institutiones.com/download/books/1543-fundamentalnyj-analiz-finansovykh-rynkov.html>
7. Найман Э. Путь к финансовой свободе: профессиональный подход к трейдингу и инвестициям. – М.: Альпина Паблшерз, 2010.
8. Орлов Д.С. Оценка инвестиционной привлекательности акций в сравнении с возможностями, предлагаемыми рынком долговых инструментов // Экономические науки, 2009, № 12. С. 309-313.
9. Пратт Ш.П. Стоимость капитала: расчет и применение. – М.: ИД «Квинто-Консалтинг», 2012.
10. Рубцов Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
11. Семенкова Е.В. Фундаментальный анализ на рынке ценных бумаг. – М.: Кно-РУс, 2017.
12. Харрисон М. Искусный инвестор. Управляйте своими инвестициями профессионально. – М.: Олимп-Бизнес, 2005.