

Основные модели капитализации и возможности привлечения дополнительных ресурсов

Модель: Капитализация- ликвидность

Одна из наиболее популярных моделей оценки «справедливой» стоимости акции основана на методе дисконтирования денежных потоков. Эта модель вовлекает в рассмотрение предполагаемый будущий поток доходов и ставку требуемой доходности рассматриваемого актива. Последняя величина сильно зависит от дисбаланса спроса и предложения на денежном рынке и подвержена как действию сезонных факторов, так и макроэкономических параметров. Точный учет всех величин, входящих в формулу для определения справедливой цены, практически невозможен. Это приводит как к значительным расхождениям оценок полученных разными аналитиками, так и к значительным отклонениям рыночных цен от предсказанных ранее значений fair value.

Это обстоятельство используется для анализа индекс РТС, как наиболее известный индикатор капитализации российского фондового рынка.

Понятно, что капитализация рынка зависит как от макроэкономических среднесрочных и долгосрочных параметров, так и действия сиюминутных спекулятивных факторов. В качестве макроэкономических параметров можно назвать: текущую фазу экономического цикла (сжатие – расширение), величину денежного предложения в экономике, валютную политику Банка России, скорость роста ВВП, уровень фискальной нагрузки, состояние и динамику платежного баланса, уровень доходов населения, склонность населения к сбережению и т.п. Спекулятивные воздействия зависят от текущей динамики мировых товарных и фондовых рынков. Учесть все вышеприведенные факторы в расчетах капитализации рынка не представляется возможным, поэтому часто идут по пути выделения главных факторов и построения трехпараметрической регрессионной модели.

Наиважнейшим фактором, оказывающим влияние на российский фондовый рынок, является денежное предложение.

Следующим фактором по значимости для российских акций является состояние внешних товарных рынков.

Наконец, третий фактор, который учитывается в модели, является мировой фондовый рынок. Основное его влияние на баланс спроса предложения на фондовом рынке реализуется через стоимость денег в мировой экономике.

Модель капитализации прибыли

Сегодня банковский сектор – ключевой провайдер краткосрочных ресурсов и один важнейших "поставщиков" средне- и долгосрочных

ресурсов. Но сложившаяся модель российского банковского рынка не адекватна потребностям российской экономики и лишь частично выполняет такие функции, как трансформация сбережений в инвестиционные ресурсы, аллокация ресурсов, содействие социальной стабильности и развитию, поддержание финансового суверенитета. Среди существенных ограничений модели – острый дефицит долгосрочных ресурсов, недостаточное развитие механизмов кратко- и среднесрочного рефинансирования, отставание в развитии законодательной базы, избыточное административное бремя, слабость механизмов защиты финансового суверенитета, неоптимальная продуктовая и географическая диверсификация активов ряда крупных банков.

Целевая модель рынка предполагает, что к 2020 году сектор, задействовав имеющиеся *драйверы роста и развития*, преодолевает отмеченные ограничения. Базовые для всего финансового рынка драйверы – *повышение сберегательной активности населения, вовлечение в финансовый оборот сбережений государства и нефинансовых активов*. Кроме того, для эффективной работы банковского рынка *необходимо* совершенствовать рыночную инфраструктуру оценки рисков, механизмы краткосрочного рефинансирования, межбанковского перетока ресурсов, внедрять риск-ориентированное дифференцированное регулирование, стимулировать диверсификацию активов за счет опережающего роста кредитования малого и среднего бизнеса, укреплять институциональные основы финансового суверенитета.

К концу 2007 года банки аккумулировали около 85% активов российских финансовых институтов, а наличие значительного слоя консервативных инвесторов и сложности в формировании ресурсной базы фондового рынка (прежде всего, пенсионных накоплений) предопределяют сохранение доминирующей роли банковского сектора в период до 2020 года. При реализации "сценария прорыва" к 2020 году на банковский сектор будет приходиться от 2/3 до 4/5 активов финансовых институтов (около 180-205% ВВП). Доля банковских кредитов в структуре источников инвестиций в основной капитал вырастет с нынешних 8-10% до 23-30%.

"Сценарий прорыва" предполагает сохранение *финансового суверенитета*: доля активов банков, контролируемых нерезидентами, не превысит 40%, а мобилизация внутренних сбережений позволит удержать долю внешних займов в пассивах российских банков в пределах 30%. Финансовый суверенитет достигается благодаря появлению конкурентоспособных банков, контролируемых частным российским капиталом, а не за счет огосударствления банковского сектора.

По оценкам агентства "Эксперт РА", на начало 2008 г. в качестве капитала экономических агентов может выступать менее 7% национального богатства, хотя возможно ввести в оборот до 15%. Это основные фонды, земля, недра, естественные биологические и подземные водные ресурсы, недвижимость, нематериальные активы (патенты, авторские права). С одной

стороны, капитализация активов позволяет кратно увеличить активы финансового сектора без катастрофического роста кредитных рисков. С другой стороны, рубли, эмитированные под транзакционный спрос для сделок с капитализированными активами, могут выступать как источники пассивов кредитных организаций, а сами активы – как часть собственного капитала кредитных организаций. Это существенно снизит потребность в притоке иностранных сбережений и обеспечит быстрый рост пассивов без потери финансового суверенитета.

Чтобы механизм капитализации активов заработал, требуются изменение законодательной базы в сфере защиты прав собственности, залогов, секьюритизации и планомерная работа по изменению соответствующей правоприменительной практики. Важнейшее препятствие из перечисленных – слабая спецификация и недостаточная защита прав собственности.

Помимо основных мероприятий, способствующих капитализации активов, необходимы поддерживающие – процедуры оценки активов, организованные рынки для торговли активами, поддерживающие котировки маркет-мейкеры, позволяющее капитализировать интеллектуальную собственность патентное право, синхронизация кросс-секторного регулирования.

В итоге спецификация и создание эффективных правовых институтов защиты собственности вкупе с другими мерами способны обеспечить введение в оборот нефинансовых активов общей стоимостью порядка 100-150 трлн руб. в течение 8-12 лет. Благодаря капитализации активы финансовых институтов могут в течение 8-12 лет расти на 5-7 трлн руб. ежегодно, а совокупный эффект может составить около 55 трлн руб.

Успешный опыт капитализации нефтегазовых запасов в стоимости акций "Газпрома" и других российских компаний свидетельствует, что передача контроля над активами иностранному капиталу не является необходимым условием их адекватной оценки. Без существенного ущерба объемам капитализации можно предусмотреть систему встроенных ограничений, способную предотвратить угрозу перехода стратегически важных активов в собственность нерезидентов, в том числе транснациональных компаний. Это могут быть долгосрочные арендные права вместо прав полной собственности распоряжения, различные варианты использования активов и возможности их отчуждения в пользу иностранных лиц.