

Хайруллин Виталий Агзамович

Khayrullin Vitaliy Agzamovich

кафедра «Экономика и управление на предприятии нефтяной и газовой промышленности»

ФГБОУ ВПО Уфимский государственный нефтяной технический университет

Department of "Economics and Management of Oil and Gas Industry"

FGBOU VPO Ufa State Oil Technical University

Старший преподаватель/Senior Lecturer

E-Mail: Vitalik000@yandex.ru

Сайфуллина София Фаруковна

Saifullina Sofia Farukovna

кафедра «Экономика и управление на предприятии нефтяной и газовой промышленности»

ФГБОУ ВПО Уфимский государственный нефтяной технический университет

Department of "Economics and Management of Oil and Gas Industry"

FGBOU VPO Ufa State Oil Technical University

Доцент/Docent

Кандидат экономических наук

E-Mail: Vitalik000@yandex.ru

Ривкина Наталья Николаевна

Rivkin Natalia Nikolaevna

кафедра «Экономика и управление на предприятии нефтяной и газовой промышленности»

ФГБОУ ВПО Уфимский государственный нефтяной технический университет

Department of "Economics and Management of Oil and Gas Industry"

FGBOU VPO Ufa State Oil Technical University

Старший преподаватель/senior Lecturer

E-Mail: Vitalik000@yandex.ru

08000 – Экономические науки

Оценка инвестиционного потенциала сектора высокотехнологических компаний Российской Федерации

Assessment of the investment potential of the sector of high-tech companies in Russia

Аннотация: В статье проводится анализ инвестиционного потенциала сектора высокотехнологических компаний РФ. Авторами предлагается и обосновывается метод оценки инвестиционного потенциала компаний. Проводится количественная оценка инвестиционного потенциала. Результаты оценки могут служить базой для принятия инвестиционных решений инвесторами, а также индикаторами состояния сектора высокотехнологических компаний.

The Abstract: The article analyzes the investment potential of the sector of high-tech companies in Russia. The authors propose and justify the method of assessment of the investment potential of companies. Conducted a quantitative assessment of the investment potential. The evaluation results can serve as a basis for making investment decisions investors, as well as indicators of the sector of high-tech companies.

Ключевые слова: Инвестиционный потенциал, высокотехнологические компании, инновации, эмитент, инвестиции, публичное размещение.

Keywords: Investment potential, high-tech companies, innovation, the issuer, investment, public offering.

Актуальность рассматриваемой проблемы

В последнее время в качестве альтернативы традиционным способам финансирования инвестиций все больше российских акционерных компаний рассматривают привлечение капитала путем первичного публичного размещения акций (IPO): первой открытой продажи компанией акций на фондовых биржах, - это тип первичного размещения, которое происходит всякий раз, когда компания продает новые акции. Вторичное размещение — открытая продажа ранее выпущенных ценных бумаг. К IPO прибегают компании, достигшие определенного этапа в процессе развития, которым требуется существенный приток финансов для поддержания процесса развития и выхода на новый уровень. При этом Стратегия развития науки и инноваций в Российской Федерации на период до 2015 года включает целевые показатели коммерциализации разработок и общей инновационной активности бизнеса. С целью привлечения финансовых ресурсов для финансирования деятельности инновационных компаний с 15 июля 2009 года на ММВБ действует Рынок Инноваций и Инвестиций (РИИ) – биржевой сектор для высокотехнологичных компаний, созданный ЗАО «ММВБ» совместно с ОАО «РОСНАНО» на базе существовавшего ранее Сектора Инновационных и растущих компаний (Сектор ИРК).

Основная задача РИИ – содействие привлечению инвестиций, прежде всего, в развитие малого и среднего предпринимательства инновационного сектора российской экономики.

Для организации эффективного взаимодействия по проекту РИИ, который обладает высокой значимостью для высокотехнологичного развития России, при ММВБ создан Координационный совет РИИ ММВБ, в который вошли представители профильных министерств и ведомств, институтов развития, законодательной власти и профессиональных ассоциаций. Следует отметить, что идея создания инновационного биржевого сектора подобно американской бирже NASDAQ принадлежит руководителям страны в лице Д.А. Медведева и В.В.Путина. Отсюда актуальность рассматриваемой проблемы заключается в следующем:

1. Создание Рынка Инноваций и Инвестиций обусловлено, прежде всего потребностью в привлечении значительных финансовых ресурсов на финансирование деятельности компаний данного сектора. Таким образом, для инвесторов представляет значительный интерес ответ на вопрос: Следует ли вкладывать денежные средства в данный сектор при существующих высоких уровнях риска? То есть насколько инвестиционно привлекателен данный сектор.
2. Количественная оценка инвестиционного потенциала РИИ позволит сделать вывод о том насколько эффективно развивается инновационный сектор экономики РФ.

Состояние и перспективы высокотехнологичного сектора России

Капитализация компаний инновационного сектора ММВБ составляет 33 млрд.\$ (3,3% от общей капитализации фондового рынка).

Таблица 1

Компании инновационного сектора на ММВБ

Эмитент	Сектор
АФК «Система»	IT/diversified
«МТС»	Mobile
«АРМАДА»	IT
«О2ТВ»	Media
«НЕКК»	Chemicals
«ИСК Человека»	Biotech
«Завод ДИОД»	Pharma
«Фармсинтез»	Pharma
«РКК Энергия»	aerospace
«ПРОТЕК»	Pharma
«Фармстандарт»	Pharma
«ВЕРОФАРМ»	Pharma
«ДЗРД»	electronics
«РБК»	IT/media

Таблица 2

Характеристика эмитентов РИИ

Эмитент/Сектор	Дата размещения	Объем размещения, млн.руб	Среднемесячный объем торгов в 2010г., млн.руб.	Капитализация на 04.02.2011 ¹ \$ млн
«АРМАДА»/ IT	31.07.2007	~760	74,3	174,3
«О2ТВ» /медиа	25.07.2008	-	68,5	10,3
«НЕКК» /химия	08.04.2009	-	1,3	16,7
«ИСКЧ» /биотех	10.12.2009	142,5	189,9	32,8
«ДИОД» /фармацевтика	23.06.2010	297,38	28,4	103,2
«РНТ»/навигация	07.07.2010	300,00	35,6	46,2
«Фармсинтез» /фармацевтика	24.11.2010	528,00	176,3	38,1
«ДЗРД» /электротехника (обык.)	30.12.2010	-	-	15,7
«ДЗРД» /электротехника (прив.)	30.12.2010	-	-	7,0
ЗПИФ Финам-IT	14.06.2007	~500	3,8	107,8
Региональный венчурный ЗПИФ Воронежской области – УК «Сберинвест»	16.12.2010	~14,0	0,9	9,9
Региональный венчурный ЗПИФ Республики Башкортостан – УК «Сберинвест»	16.12.2010	~20,0	1,0	14,1

¹ По данным биржи ММВБ-РТС [9]

Региональный венчурный ЗПИФ Калужской области – УК «Сберинвест»	16.12.2010	~14,0	1,1	16,9
Региональный венчурный ЗПИФ Челябинской области – УК «Сберинвест»	16.12.2010	~24,0	1,9	9,9

Руководством Московской фондовой биржи ожидается, что публичное размещение пройдут приблизительно 100-150 компаний на горизонте 3-5 лет. Прогнозируемый состав инновационного сектора российской экономики ²:

1. 400-700 компаний в год³;
2. 1500 малых и средних высокотехнологичных компаний г.Москвы (со стоимостью активов ~ 2 млрд.дол.);
3. Проекты РОСНАНО свыше 100 проектов (~4 млрд.дол.);
4. Фонды с участием РВК (60 проектов~1 млрд.дол.);
5. Фонды прямых и венчурных инвестиций (20-30 компаний);
6. Зарубежные компании с российским капиталом (20-30 компаний);
7. СНГ (10-15 компаний);
8. Существующие компании в базе данных ММВБ (~200 компаний).

Характеристика и обоснование предлагаемого метода оценки инвестиционного потенциала

Категория - инвестиционный потенциал, в нашем случае рассматривается с позиции инвестора, а не хозяйствующего субъекта. Отсюда авторами предлагается следующее определение: инвестиционный потенциал - совокупность всех возможностей получения добавленной стоимости на вложенные ресурсы, исходя из количественных и качественных показателей объекта инвестирования. Инвестиционный потенциал, таким образом, неразрывно связан с понятием инвестиционной привлекательности. Более подробно остановимся на данном понятии.

Использование такой экономической категории, как инвестиционная привлекательность, вводится многими авторами для оценки свойств инвестиционной деятельности, в основном, на этапе анализа ее состояния и перспектив, чтобы в какой-то степени охарактеризовать их качественно и показать возможность ведения успешной инвестиционной деятельности. Инвестиционная привлекательность выступает такой характеристикой, которая может применяться и к региону (сектору экономики), и к конкретному инвестиционному объекту (отдельный хозяйствующий субъект, финансовый инструмент) в силу того, что привлекательность отражает степень соответствия конкретного инвестиционного объекта конкретным целям конкретного инвестора. Другими словами, для стратегического инвестора не будут достаточно убедительными аргументы инвестирования средств в сектор высокотехнологичных компаний, если его развитие в масштабах национальной экономики находится в неудовлетворительном состоянии. Несмотря на предполагаемую финансовую выгодность инвестирования, без конкретной количественной и

² По данным биржи ММВБ-РТС [9]

³ Речь идёт о заявках на IPO

качественной оценки привлечь капитал в требуемом объеме затруднительно. В экономической литературе до настоящего времени не выработан единый подход к определению сущности понятия "инвестиционная привлекательность". Большинство экономистов примерно одинаково трактуют содержание понятия инвестиционная привлекательность применительно либо к экономике страны, к сектору экономики, региону, предприятию, но при конкретизации структуры этого понятия, методов и методик оценки мнения ученых существенно расходятся. Под инвестиционной привлекательностью на макроуровне понимаются условия (экономические, правовые, политические, социальные и др.), созданные государством всем субъектам хозяйствования, а также иностранным инвесторам для выгодного вложения инвестиций с целью развития национальной экономики.

Общепринятая точка зрения заключается в том, что понятие инвестиционная привлекательность означает наличие таких условий инвестирования, которые влияют на предпочтения инвестора в выборе того или иного объекта инвестирования. При этом объект инвестирования каждого уровня (и, соответственно, его инвестиционная привлекательность) обладает собственным набором значимых свойств. В целом мы согласны с подобной трактовкой предложенной выше. Отсюда инвестиционный потенциал можно определить на основе инвестиционной привлекательности, которая количественно должна быть представлена в динамическом аспекте (т. н. временной подход).

При этом возникает проблема формализации или количественного выражения результатов оценки. Любая оценка, по определению, должна в конечном итоге выражаться в числовом выражении (цифрах, баллах, рейтинговых таблицах и т.п.), иначе теряется смысл оценки. Чтобы проводить сравнение, нужны определенные, количественно выраженные критерии, унифицированные для всех предприятий РИИ. При этом следует выбрать такой круг показателей, которые в силу своей специфики будут отличаться либо достаточным постоянством, либо постоянной тенденцией к изменению. Следует также отметить, что некоторые методики оценки инвестиционной привлекательности объектов инвестирования сравнивают объекты инвестирования по динамике объемов капиталовложений, объясняя это тем, что более высокая капиталоемкость (иначе - платежеспособный спрос на инвестиции) автоматически означает и более высокую инвестиционную привлекательность. На взгляд авторов данный подход неприемлем, так как объем капитальных вложений не имеет "жесткой" корреляции с конечными финансовыми результатами деятельности предприятия и его доходностью в целом. Поэтому оценка инвестиционной привлекательности объекта инвестирования должно опираться только на показатели динамики инвестирования без учёта показателей их объёма. Исходя из вышесказанного, можно сделать вывод о том, что необходима разработка нового, комплексного метода оценки инвестиционной привлекательности, который бы учитывал все факторы и условия развития РИИ, и основывался на уже существующих методах.

Прежде чем предложить метод определения инвестиционной привлекательности сектора высокотехнологических компаний, первоначально необходимо выделить ключевые элементы, влияющие на экономическое положение компаний данного сектора. На взгляд авторов, необходимо использовать положения теории систем и системный подход [1,6], как концепцию наиболее полно и адекватно описывающую принципы функционирования систем, в том числе и экономической системы. Тогда если принять, что сектор высокотехнологических компаний есть система n -го порядка, элементами данной системы являются предприятия (эмитенты) данного сектора. Ключевым понятием общей теории систем является понятие - "система". Основные принципы общей теории систем сводятся к следующим пунктам:

1. Структурное представление связано с выделением элементов системы и связей

между ними.

2. Функциональные представление систем - выделение совокупности функций (целенаправленных действий) системы и её компонентов направленное на достижение определённой цели.
3. Макроскопическое представление - понимание системы как нерасчленимого целого, взаимодействующего с внешней средой. Микроскопическое представление основано на рассмотрении системы как совокупности взаимосвязанных элементов. Оно предполагает раскрытие структуры системы.
4. Иерархическое представление основано на понятии подсистемы, получаемом при разложении системы, обладающей системными свойствами, которые следует отличать от её элемента - неделимого на более мелкие части (с точки зрения решаемой задачи).
5. Система может быть представлена в виду совокупностей подсистем различных уровней, составляющую системную иерархию, которая замыкается снизу только элементами.

Таким образом, очень важным моментом является определение инвестиционной привлекательности сектора высокотехнологических компаний, как системы, состоящей из многочисленных элементов, а именно, компаний данного сектора. Предлагаемый метод определения инвестиционной привлекательности основан на определении капитализации каждого предприятия сектора в отдельности и как суммарной рыночной стоимости компаний, действующих в данном секторе.

Стоимость компании является сложным и неоднозначным понятием. Прежде чем переходить к описанию метода и примера его применения, стоит обратить внимание на то, что стоимость является не фактом, а мнением о ценности собственности в заданный момент времени в соответствии с выбранным видом (определением) стоимости⁴. Взгляды на оценку компаний у стратегических инвесторов и практических оценщиков с авторами учебников по оценке часто расходятся. Для разных целей оценки стоимости компании используются разные виды (определения) стоимости и методы ее оценки. Однако какой бы метод не был выбран, в любом случае рост стоимости компании не может не сказываться на ее инвестиционной привлекательности. Очевидно, что компании, стоимость которых растет, привлекательна для инвестирования. Экономисты Ендовицкий Д.А. и Бабушкин В.А. [5] предполагают, что рыночная капитализация и ее изменение во времени являются индикатором инвестиционной привлекательности, с этим мы полностью согласны. В связи с этим мы предлагаем с экономической точки зрения, для определения наилучшего варианта оценки инвестиционной привлекательности рассчитать два показателя: EVA⁵ (Economic Value Added) - экономическая добавленная стоимость и EV (Enterprise Value) –справедливая стоимость предприятия. В качестве критерия успешности компании многие экономисты рассматривают прибыль. Однако может выясниться, что тот же капитал, вложенный в другой бизнес принесёт больший доход. Концепция управления, основанная на определении экономической добавленной стоимости (EVA), позволяет выяснить, достаточно ли зарабатывает компания по сравнению с альтернативными вложениями. Показатель EVA может использоваться для оценки деятельности как компании в целом, так и ее отдельных проектов или бизнес - подразделений.

⁴ Следует отметить, что не все экономисты разделяют данную точку зрения

⁵ Далее в примере под EVA мы примем изменение капитализации по годам, сделано это с целью упрощения расчётов, экономический смысл не теряется

По мнению специалиста Эдгара Рагеля, директора отдела услуг по оценке компании "Эрнст энд Янг", с помощью EVA можно оценить эффективность инвестиционных решений в рамках всей компании. Показатель, с которым часто сравнивают (нередко путают) EVA, - рентабельность инвестиций (ROI), однако ROI, как правило, определяется на основании финансовой отчетности и его значение может искажаться, к примеру, в зависимости от методов учета (ЛИФО, ФИФО), которые используются в компании. При определении EVA подобных проблем не возникает, так как EVA рассчитывается на основе экономической прибыли, размер которой не зависит от выбранного метода учета. Концепция EVA была разработана в 90-х годах XX века специалистами консалтинговой компании Stern Stewart & Co и довольно быстро завоевала популярность среди ведущих компаний мира. Суть ее в том, что компания рассматривается как некий проект с начальным капиталом, который имеет определенную стоимость. Разница между доходностью проекта (компании) и стоимостью капитала и есть экономическая добавленная стоимость. Таким образом, EVA является показателем, характеризующим экономическую прибыль компании: сколько компания заработает с учетом упущенной выгоды, которую она не получит из-за невозможности вложить капитал альтернативным способом (в другой бизнес, на депозит и т.д.). Основная идея и экономический смысл показателя EVA заключается в том, что капитал компании должен работать с такой эффективностью, чтобы обеспечить норму доходности, требуемую инвестором, акционером или другим собственником на вложенный капитал. Сущность EVA проявляется в том, что этот показатель отражает прибавление стоимости к рыночной стоимости предприятия и оценку эффективности деятельности предприятия через определение того, как это предприятие оценивается рынком. Норма доходности инвестора - установленная инвестором (акционером, собственником) барьерная ставка дохода, требуемая на вложенный капитал с учетом соответствующего инвестиционного риска компании. Именно такую ставку доходности смог бы заработать инвестор, если бы он использовал предоставленный капитал в альтернативных областях бизнеса, но с тем же уровнем риска. Целью управления стоимостью компании на основе показателя EVA является создание такой стоимости компании для инвестора, когда операционная прибыль превышает средневзвешенную стоимость использованного капитала в денежном выражении. Другими словами, добавленная стоимость возникает в том случае, если рентабельность активов компании превышает средневзвешенные затраты на капитал. Таким образом, основная идея, обосновывающая целесообразность использования EVA состоит в том, что инвесторы или собственники компании должны получить норму возврата за принятый риск. Если этого не происходит, то отсутствует реальная прибыль акционеров, собственников или инвесторов компании, и они не видят в этом случае выгоды от инвестиционной деятельности компании. Также данный показатель может применяться для оценки эффективности деятельности предприятия с позиции его собственников, которые считают, что деятельность предприятия имеет для них положительный результат в случае, если предприятию удалось заработать больше, чем составляет доходность альтернативных вложений.

Что касается справедливой стоимости предприятия EV, то данный показатель по своей сути является рыночной стоимостью предприятия, скорректированной на долговые обязательства компании. Справедливая или обоснованная рыночная стоимость – официальный правовой стандарт, применяемый в оценочной деятельности. Обоснованная рыночная стоимость – это та цена, выраженная в деньгах или их эквивалентах, при которой собственность перешла бы из рук в руки.

Рассмотрим данный показатель подробнее. Когда инвестор принимает решение о приобретении акций той или иной компании, то в первую очередь он должен ориентироваться на ее справедливую стоимость – это сумма, на которую можно обменять актив или посредством которой можно урегулировать обязательство при совершении сделки на

рыночных условиях между хорошо осведомленными, независимыми сторонами, действующими на добровольной основе. В последнее время для анализа цены акций компании вместо рыночной капитализации все чаще используют стоимость компании. Это связано с повышением роли долгового капитала как источника финансирования деятельности компаний, что приводит к несопоставимости компаний с одинаковыми операционными показателями деятельности, но с разным уровнем задолженности. Поэтому показатели, рассчитанные с использованием рыночной капитализации как базы для оценки компании, не позволяют оценить цену акций компании на основе цены акций другой компании или группы сопоставимых компаний. Для получения сопоставимых значений описанных выше показателей используют значение стоимости компании, рассчитанное как сумма рыночной капитализации обыкновенных и привилегированных акций и рыночной стоимости долговых обязательств компании. Показатель стоимости компании EV, как правило, заменяет понятие капитализации, так как он учитывает то, что, приобретая компанию, новый собственник должен взять на себя все обязательства компании по долгосрочным долгам. Тогда EV это капитализация плюс долгосрочные обязательства минус денежные средства. Другими словами стоимость предприятия показывает сколько будет стоить купить каждую акцию компании, а также ее задолженность. Показатель EV более корректен с точки зрения определения реальной ценности капитала предприятия, так как рыночная капитализация рассчитывается на основе количества размещенных обыкновенных акций и умножается на текущую цену на акцию.

Приведём простой пример (условно примем, что инвестор приобретает 100% акций): две компании имеют одинаковую рыночную стоимость (стоимость акций приблизительно равна, как и количество в обращении), предположим, рыночная стоимость оценивается в 200 млн. рублей, но у компаний различные структуры капитала. Допустим, первая компания функционирует исключительно за счет собственных средств, а вторая компания имеет на балансе совокупный долг в 150 млн. рублей. Тогда инвестор, приобретающий первую компанию, платит за все ее активы ровно 200 млн. рублей, а покупатель второй компании приобретает еще и долг в 150 млн. рублей, который он обязан выплатить кредиторам. В таком случае покупатель второй компании расстается с 200 млн. рублей для получения контроля над компанией и принимает на себя обязательства в сумме 150 млн. рублей перед кредиторами. Получается, что второму инвестору компания обходится в 350 млн. рублей (200 + 150). Реальную стоимость предприятия важно знать в процессе инвестирования в капитал компании. Рыночная капитализация – это лишь стоимость контроля над бизнесом. Однако при приобретении бизнеса новые собственники получают права на все его активы, в том числе денежные. Денежные активы и инвестиции возмещают сумму потраченных на покупку предприятия средств, а поэтому при определении его реальной стоимости данные средства нужно вычесть. После приобретения бизнеса, вы располагаете денежными средствами, которые находятся на расчетном счете компании. После получения права собственности, вы распоряжаетесь ими по своему усмотрению, заменив часть потраченных на приобретение компании денег. По сути это слагаемое снижает стоимость приобретения, по этой причине оно вычитается из других компонентов при расчете стоимости предприятия. По сути EV – это аналитический показатель, который представляет собой оценку стоимости компании с учетом всех источников ее финансирования: долговых обязательств и обычных акций компании. Рассуждая о различных моделях и формулах, необходимо понимать, что оценка инвестиционной привлекательности компании – это сложный процесс, в котором математический расчет составляет лишь один из элементов. Многие зависят от субъективных оценок и опыта аналитиков. Очевидно, что при оценке инвестиционной привлекательности компании с использованием справедливой стоимости предприятия (EV), а не рыночной капитализации обеспечивается большая достоверность результата, вследствие перечисленных выше фактов. Исходя из всего вышесказанного, стоит еще раз сказать о том, что

предлагаемый метод оценки инвестиционной привлекательности основан на определении капитализации сектора высокотехнологических компаний, рассматривается, как суммарная справедливая стоимость компаний, действующих в данном секторе. Основным закладываемый принцип - это наличие прямой зависимости между инвестиционной привлекательностью сектора и предприятий в частности.

Оценка инвестиционного потенциала РИИ

Как пример рассмотрим расчёт инвестиционной привлекательности по одному из предприятий сектора⁶, 23 июня 2010г. на Рынке инноваций и инвестиций ММВБ состоялось первичное публичное размещение акций (IPO) Завода экологической техники и экопитания «ДИОД». В рамках IPO инвесторы приобрели 9,15 млн. обыкновенных акций ОАО «ДИОД», что соответствует 10% текущего уставного капитала компании. Цена размещения была определена на уровне 32,5 рубля за одну акцию. Таким образом, капитализация компании «ДИОД» составила 2,97 млрд. рублей, а объем размещения – 297,38 млн. рублей.

Ценовой диапазон предложения продавца на IPO: 30,55 – 40,74 рубля за одну акцию. Определим справедливую стоимость одной акции на момент размещения по следующей формуле:

$$W = \frac{EV}{O_{об}}, \quad (1)$$

где W - справедливая стоимость одной акции;

EV – справедливая стоимость;

O_{об} – объем обращения.

$$W = \frac{1092963000}{91500000} = 11,94 \text{ руб (2010г)}$$



Рис. 1. Изменение стоимости рыночных цен ОАО «ДИОД»⁷

⁶ В следствие наличия значительного количества компаний в данном секторе расчёт по каждой компании не приводится, а будут приведены конечные результаты расчёта

⁷ По данным биржи ММВБ-РТС

Если обратить внимание на представленный рисунок, то видно, что на июнь 2012 года стоимость акции компании составила порядка 12 рублей, при том что размещение (продажа инвесторам) происходило выше 30 рублей, таким образом, исходя из показателя справедливой стоимости, инвесторам по нашему расчёту можно было инвестировать в данную компанию при цене за акцию ниже 11,94 рублей. То есть те инвесторы, которые приобретали акции по более высокой цене несут убытки, что подтверждается графиком.

Таблица 3

Расчет видов стоимости компаний РИИ, на одну акцию

Показатели	Стоимость размещения, руб	Справедливая стоимость на момент размещения, руб.	Текущая рыночная стоимость, руб.	Справедливая стоимость на 2012г., руб.
ОАО "ДИОД"	32,50	11,94	12,60	11,94
ОАО "ИСКЧ"	9,50	2,32	11,80	2,48
ОАО "РНТ"	85,23	30,42	48,60	30,42
ОАО "Армада"	270,00	121,04	274,90	138,30
ОАО "Фармсинтез"	24,00	1,25	19,50	14,20
ОАО "ДЗРД"	4 000,00	960,70	1 182,00	965,80
СИТРОНИКС	0,30	2,65	0,54	2,65
ОАО "МГ Война и Мир"	16,20	9,50	3,09	9,50
ОАО "Наука-Связь"	525,00	7,64	552,00	7,64
НПО Наука	180,00	138,10	180,00	138,10

Обращает на себя внимание, что практически во всех случаях стоимость размещения не соответствует обоснованной справедливой стоимости компании.

Таблица 4

Расчет доходности от инвестирования

Показатель	Стоимость размещения, руб.	Текущая рыночная стоимость, руб.	Прибыль(+)/ Убыток(-) на акцию, руб.	Относительная величина дохода(+)/ убытка (-), %
ОАО "ДИОД"	32,50	12,60	-19,90	-0,61
ОАО "ИСКЧ"	9,50	11,80	2,30	0,24
ОАО "РНТ"	85,23	48,60	-36,63	-0,43
ОАО "Армада"	270,00	274,90	4,90	0,02
ОАО "Фармсинтез"	24,00	19,50	-4,50	-0,19
ОАО "ДЗРД"	4000,00	1182,00	-2818,00	-0,70
СИТРОНИКС	0,30	0,54	0,24	0,80
ОАО "МГ Война и Мир"	16,20	3,09	-13,11	-0,81
ОАО "Наука-Связь"	525,00	552,00	27,00	0,05
НПО Наука	180,00	180,00	0,00	0,00
Итого				-0,16

В целом от момента создания РИИ средняя величина убытка от инвестирования в предприятия высокотехнологического сектора составляет 16% на рубль инвестированных средств.

Таблица 5

Расчет капитализации сектора высокотехнологичных компаний

Показатель	Рыночная капитализация при размещении	Капитализация на 31.01.2012	Переоцененность(+)/Недооцененность(-)
ОАО "ДИОД"	2 973 750 000	1 555 000 000	1 418 750 000
ОАО "ИСКЧ"	712 500 000	977 000 000	-264 500 000
ОАО "РНТ"	1 663 689 600	930 000 000	733 689 600
ОАО "Армада"	3 887 999 190	4 114 000 000	-226 000 810
ОАО "Фармсинтез"	1 716 462 360	1 090 000 000	626 462 360
ОАО "ДЗРД"	1 373 628 000	345 000 000	1 028 628 000
СИТРОНИКС	2 864 126 157	3 412 000 000	-547 873 843
ОАО "МГ Война и Мир"	785 700 000	539 000 000	246 700 000
ОАО "Наука-Связь"	630 820 050	685 000 000	-54 179 950
НПО Наука	2 122 110 000	2 692 000 000	-569 890 000
Итого			2 391 785 357

На текущий момент весь сектор высокотехнологичных компаний является переоцененным в размере 2 391 785 357 рублей. Минимальная ставка дисконтирования при инвестировании в деятельность компаний высокотехнологичного сектора рекомендована нами в размере 23 процента, без учета финансовых и производственных рисков:

$$R = R_u + m, \quad (2)$$

где R_u – безрисковая ставка, %;

m – минимальная величина рыночного риска;

$$R = R_u + m = 7\% + 16\% = 23\% ;$$

16% - минимальная величина рыночного риска, полученная расчетным путем, 7% - средневзвешенная ставка по ОФЗ⁸.

Выводы

Обобщая проделанную работу, можно сделать следующие выводы:

1. стоимость размещения акций высокотехнологических компаний практически во всех случаях является значительно завышенной;
2. инвестирование в сектор высокотехнологичных компаний убыточно, что свидетельствует о низкой инвестиционной привлекательности сектора и, как следствие, крайне низком инвестиционном потенциале (в среднем убыток за период составляет 16 копеек на рубль вложенных средств);
3. наблюдается значительная переоцененность всего сектора, что свидетельствует о низкой эффективности деятельности большинства компаний данного сектора;
4. риски инвестирования являются крайне высокими, при этом рекомендуемое

⁸ ОФЗ - облигации федерального займа

минимальное значение рыночного риска составляет 16% без учета финансовых рисков.

Таким образом, сделан вывод о фактической неэффективности компаний данного сектора, неоправданно высоких рисках инвестирования денежных средств в данный сектор и фактически об отсутствии инвестиционного потенциала сектора на момент оценки⁹.

ЛИТЕРАТУРА

- 1 Берталанфи Л. фон. Общая теория систем – обзор проблем и результатов. В кн.: Системные исследования. Ежегодник. – М.: "Наука", 1969. – 203с.
- 2 Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. – 1120 с.
- 3 Бригхем Ю., Эрхгард М. Финансовый менеджмент. – 10-е изд. – СПб.: Питер, 2009. – 959 с.
- 4 Виленский П.Л., Лившиц В.Н., Смоляк С.А. Оценка эффективности инвестиционных проектов: Теория и практика: учеб. пособие. – 3-е изд., испр. и доп. – М.: Дело, 2004. – 888 с.
- 5 Д. А. Ендовицкий под ред. д. э. н., проф. Л. Т. Гиляровской. Инвестиционный анализ в реальном секторе экономики : Учеб. пособие для студентов по спец. «Финансы и кредит», «Бух. учет, анализ и аудит», «Мировая экономика» — М. : Финансы и статистика, 2003. — 349 с.
- 6 Журавлев Ю.В., Балбеков А.И., Артеменко В.Б. Инвестиционная привлекательность предприятия. — Воронеж: ВГТА, 2004. 63 с.
- 7 Заде Л. А. Основы нового подхода к анализу сложных систем и процессов принятия решений. В кн.: «Математика сегодня». — М.: «Знание», 1974.
- 8 Крылов Э.И., Власов В.М. и др. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности предприятия: Уч. пособие / М.: Финансы и кредит, 2003. - 192 с.
- 9 Московская биржа // Режим доступа: <http://rts.micex.ru/>
- 10 Рясков С.Н. Формирование инвестиционного потенциала и оптимизация его использования (региональный аспект): Автореф. дисс. — М.: РАГС, 2000.
- 11 Тимусов Ф.С. Инвестиционный потенциал региона: Теория. Проблемы. Практика. — М.: Экономика, 1999
- 12 . Шидов А.Х. Региональные аспекты инновационно - инвестиционного развития: теория и практика анализа инвестиций. — СПб.: СПб ГУЭФ, 2000.
- 13 Федеральный закон РФ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.1999 г. №156-ФЗ (с посл измен, и доп)

Рецензент: Денисов Олег Львович, профессор, доктор технических наук, координатор по НИР, кафедра «Автомобильные дороги и технология строительного производства», ФГБОУ ВПО Уфимский государственный нефтяной технический университет.

⁹ Оценка проводилась в июне 2012 года, на момент публикации статьи изменения рыночных котировок были минимальны от даты оценки