

the level of risk that the targeted volume of fund attraction in the course of IPO of a steel company will not be reached

Keywords: financial risks, prediction methods

References

1. Statistical reporting nonprofit research organization «World steel association». Official Site. Available at: <http://worldsteel.org> (accessed 28.04.2012).

2. Metallurgical industry development strategy for the period until 2020. *Ministerstvo promyshlennosti i trgovli Rossii*: Official Site. Available at: <http://minprom.gov.ru> (accessed 29.08.2013).

3. Federal State Statistics Service. Central statistical data base. Key indicators for the Economy. Available at: <http://www.gks.ru/dbscripts/Cbsd/DBInet.cgi#1> (accessed 28.04.2012).

4. Chimarov A.N. The impact of risks on the effectiveness of the IPO. *Rossiiskoe predprinimatel'stvo*. 2011. no. 5 Vyp. 1 (183). pp. 129–135. Available at: <http://www.creativeconomy.ru/articles/11696/> (accessed 16.06.2013).

5. Available at: <http://www.preqveca.ru> (accessed 16.06.2013).

Information about authors: *I.A. Larionova* – Doctor of Economics Sciences, Professor, *A.G. Valiev* – Student.

УДК 338.242:669

Анализ инвестиционной привлекательности металлургических компаний

© 2014 г. Н.В. Шмелева, Д.В. Гурин*

В современных условиях металлургический комплекс является одним из ключевых элементов экономики России, от эффективности которого зависит успех решения множества государственных, социальных и экономических проблем. Решение проблем инвестирования в металлургическую отрасль крайне важная задача для ее развития. Поэтому вопросы теоретической и практической оценки инвестиционной привлекательности металлургических компаний стоят весьма остро. В статье представлены данные по инвестициям в развитие черной металлургии в РФ за период 2000–2013 гг. Проанализированы подходы к оценке инвестиционной привлекательности компаний. Определены факторы, косвенно влияющие на инвестиционную деятельность компаний. Приведены результаты расчетов спреда эффективности (ROC-WACC) и индекса эффективности (ROC/WACC) как для российских, так и зарубежных металлургических компаний. Как показал анализ рынка черных металлов и изучение конкретных проектов, ситуация в инвестиционной сфере очень нестабильная. Большинство проектов находится в состоянии апробирования, и экономический эффект будет получен лишь по истечению нескольких лет. Однако, несмотря на мировой экономический кризис и его последствия, инвестиционная привлекательность металлургических компаний не уменьшается.

Ключевые слова: инвестиции, инвестиционная привлекательность металлургических компаний, дивидендная политика, цена акции, инвестиционная программа, прединвестиционная фаза проекта, проекции инвестиционной привлекательности компании, спред эффективности (ROC-WACC), индекс эффективности (ROC/WACC), рыночная стоимость компании.

* Шмелева Н.В. — канд. экон. наук, доц. каф. прикладной экономики НИТУ «МИСиС», 119049, г. Москва, Россия.

Гурин Д.В. — магистр каф. прикладной экономики НИТУ «МИСиС», 119049, г. Москва, Россия.

Одним из факторов экономического и инновационного развития государства является высокая инвестиционная привлекательность компаний, способствующая обеспечению экономического роста.

От оптимального использования инвестиций как на микро-, так и на макро- уровнях зависит производственный потенциал страны, его эффективность, отраслевая и общеэкономическая структура, обеспе-



Рис. 1. Капиталовложения металлургических компаний
(Investment metallurgical companies)

Примечание: составлено авторами по [1]

чение воспроизводства. Известно, что металлургическая промышленность, являясь базовой отраслью, вносит существенный вклад в экономику России.

Как показало проведенное исследование, за период 2010–2012 гг. основные металлургические компании инвестировали более 300 млрд руб., из которых 75 млрд руб. вложено в строительство металлургических мини-заводов [1]. На рис. 1 представлены капитальные вложения металлургических компаний.

Инвестиции в развитие черной металлургии РФ за период 2000–2013 гг. отражены на рис. 2 [2].

Под инвестиционной привлекательностью компании понимается экономическая категория, характеризующая компанию с точки зрения перспектив роста цен на акции и роста размера дивидендов по акциям в ограниченном инвестором периоде времени – сроке инвестирования [3]. Инвестиционная привлекательность компаний может сопоставляться по трем проекциям ликвидности капитала: показателю *FCF* (*Free Cash Flow*), включающего в себя *FCFF* (*Free Cash Flow For The Firm*) и *FCFE* (*Free Cash Flow To Equity*)

для погашения кредитных обязательств, дивидендным выплатам; текущей эффективности (спред и индекс эффективности) и качеству роста.

На рис. 3 отображены проекции ликвидности капитала и ее соответствующие показатели [4].

При анализе инвестиционной привлекательности в качестве интегрированного текущего показателя эффективности деятельности рассматриваются спред эффективности (*ROC-WACC*) и индекс эффективности (*ROC/WACC*), а в качестве интегрированного долгосрочного показателя – рыночная стоимость компании [5].

FCFF (*Free Cash Flow To The Firm*) – посленалоговый денежный поток от операционной деятельности за вычетом чистых инвестиций в основной и оборотный капитал, доступный инвесторам (кредиторам и собственникам).

FCFE (*Free Cash Flow To Equity*) – денежный поток, доступный собственникам после выплат по долговым обязательствам (или выплаты собственникам).

NDR (*Net Debt Reconciliation*) – показатель погашения чистого долга.

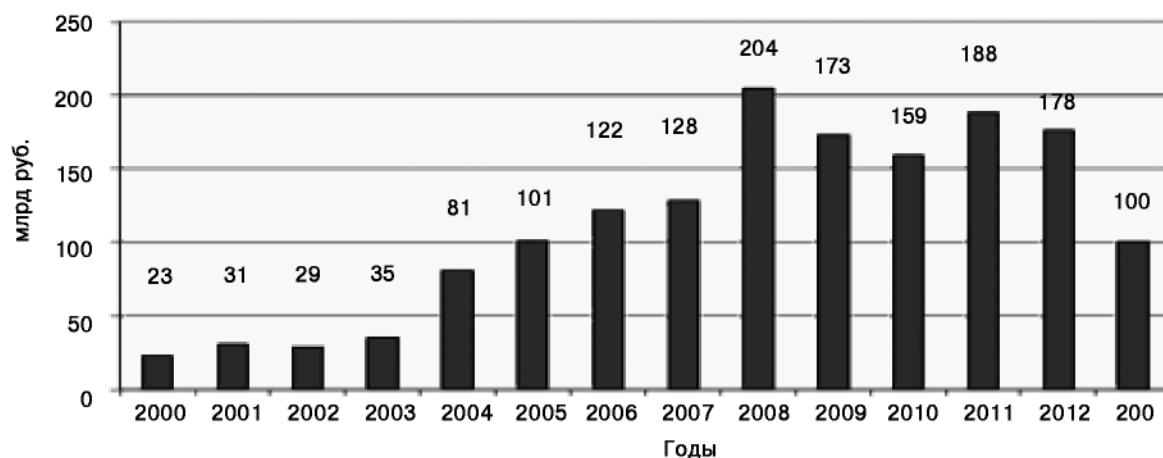
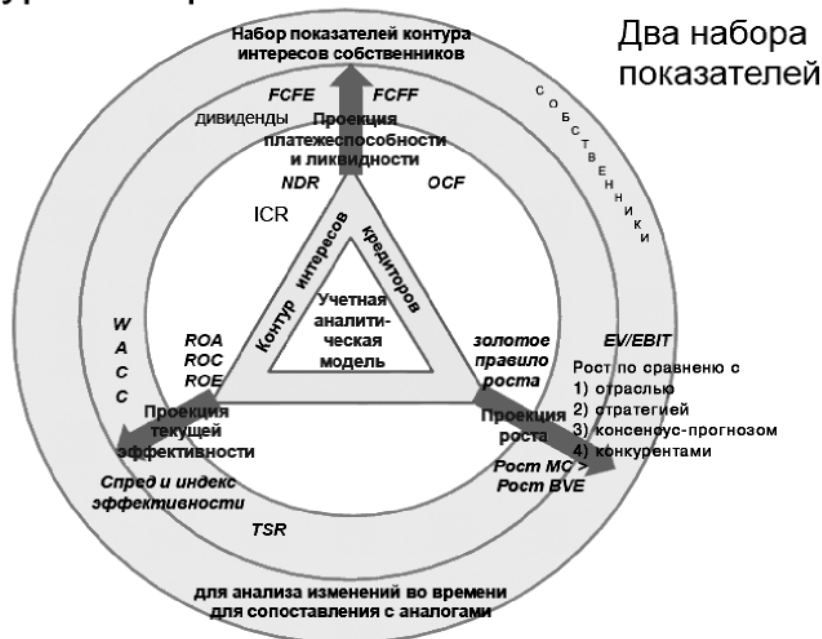


Рис. 2. Инвестиции в развитие черной металлургии РФ
(Investment in the development of ferrous metallurgy of the Russian Federation)

Примечание: составлено авторами по [2]

Два контура интересов



Интересы собственников – инвестиционная привлекательность компании

Рис. 3. Проекция инвестиционной привлекательности компании
(Projection of investment attractiveness of the company)

OCF (Operating Cash Flow) – в бухгалтерском учете является индикатором количества денежных средств, полученных от обычной хозяйственной деятельности компании. Операционный денежный поток показывает, является ли компания в состоянии генерировать достаточный положительный денежный поток, чтобы поддерживать свою дея-

тельность, или может потребоваться внешнее финансирование.

Коэффициент покрытия процентов (*Interest Coverage Ratio, ICR*) характеризует способность организации обслуживать свои долговые обязательства. Показатель сравнивает прибыль до уплаты процентов и налогов (*EBIT*) за определенный период време-



Рис. 4. Средние дивидендные показатели
(Average dividend indicators)

Источник: исследование Центра Корпоративного управления компании «Делойт» в СНГ, 2012 (<http://finassembly.org/wp-content/>)

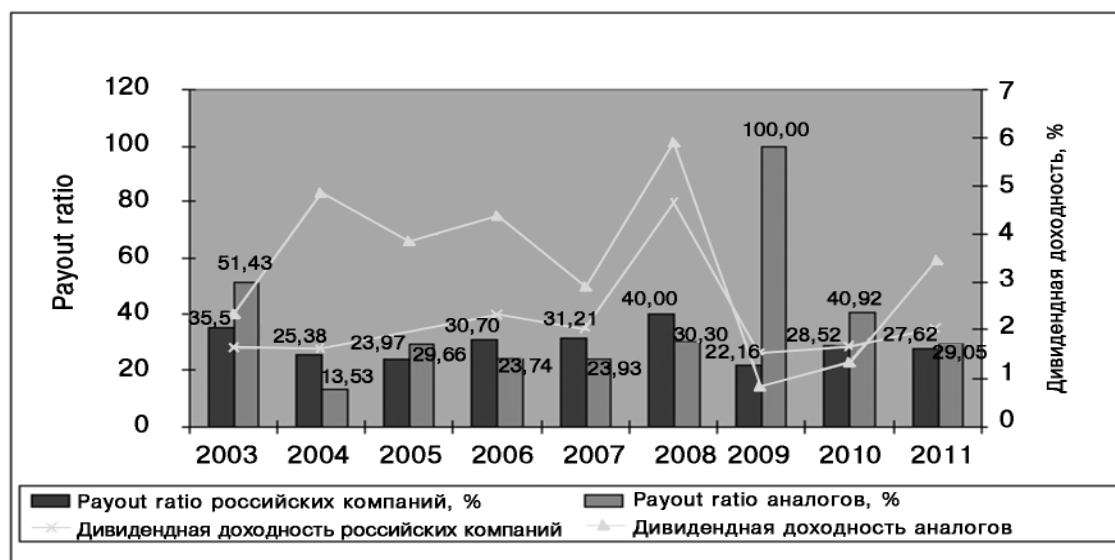


Рис. 5. Медианные дивидендные показатели
(The median dividend indicators)

Источник: исследование Центра Корпоративного управления компании «Делойт» в СНГ, 2012 (<http://finassembly.org/wp-content/>)



Рис. 6. Основные показатели производителей стали и проката в России и за рубежом
(Main indicators of manufacturers of steel and rolled in Russia and abroad)

Примечание: составлено авторами с использованием данных Лаборатории анализа финансовых рынков (ЛАФР) факультета экономики НИУ ВШЭ (www.fmlab.hse.ru)

ни (обычно один год) и проценты по долговым обязательствам за тот же период.

Доходность (рентабельность) активов (ROA). Рентабельность активов компании (*ROA*) показывает, какую прибыль компания получает с единицы активов, которыми владеет. Это дает информацию об эффективности превращения компанией имеющихся активов в прибыль.

Отдача на инвестированный капитал (ROC), как доходность (в % годовых) на весь вложенный капитал. Этот показатель (*ROC*) часто используют в качестве индикатора способности компании генерировать добавленную стоимость по отношению к другим компаниям (бенчмаркинг). В данном случае, это отношение чистой операционной прибыли к заемному капиталу, в качестве которого выступают инвестиционные средства.

Рентабельность собственного капитала (Return On Equity, ROE) – показатель чистой при-

были в сравнении с собственным капиталом организации. Это важнейший финансовый показатель отдачи для любого инвестора, собственника бизнеса, показывающий, насколько эффективно был использован вложенный в дело капитал.

Total Shareholder Returns, (TSR). Данный показатель представляет собой норму доходности акционеров в результате изменения курсов акций и начисления дивидендов.

Total Shareholder Return (TSR) Полная доходность акционеров показывает совокупный эффект изменения цен на акции (holding gain) и инвестиционного дохода (выплата дивидендов акционерам).

$EV(Enterprise\ value)/EBIT(Operating\ income)$ – показатель, который сравнивает стоимость предприятия с *EBIT*.

Результаты анализа дивидендной политики российских металлургических компаний и их зарубежных аналогов за 2003–2011 гг. по двум количе-

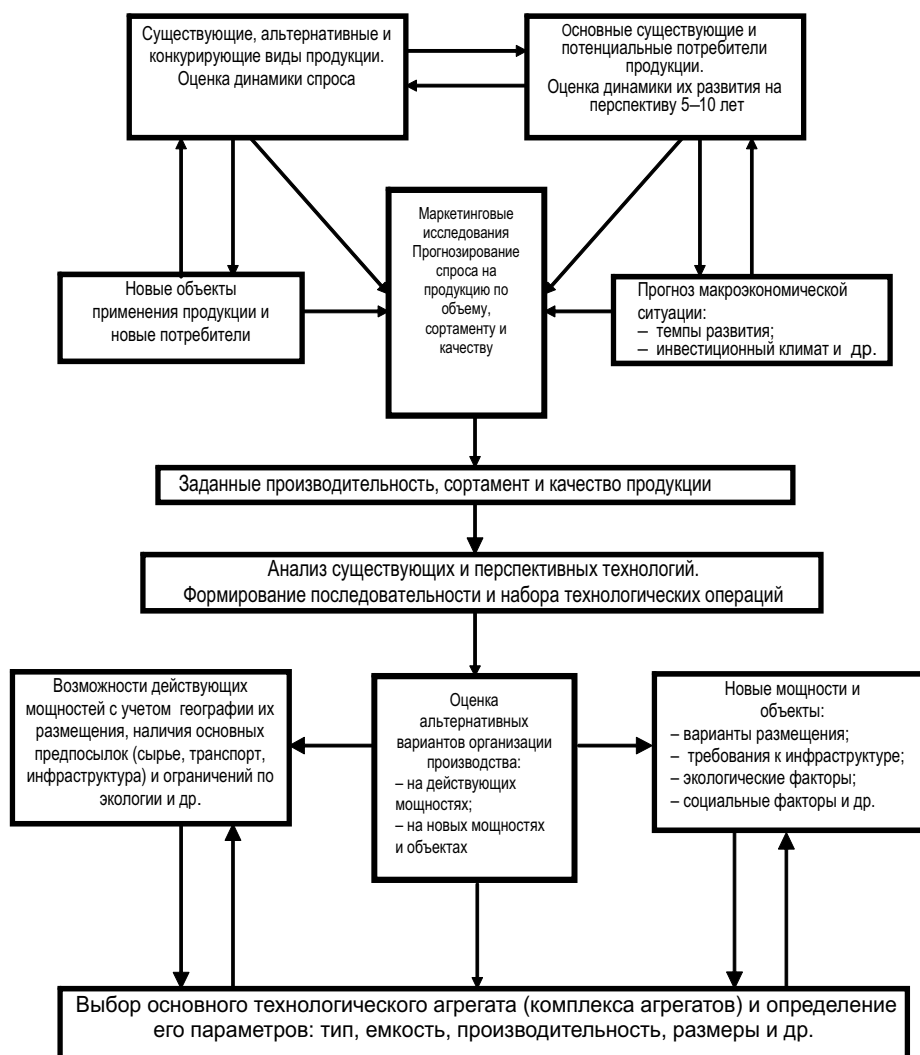


Рис. 7. Основные факторы, взаимосвязь и содержание исследований на предынвестиционной фазе проекта (The main factors, interconnection and content of studies at the pre-investment phase of the project)

ственным показателям: коэффициенту дивидендных выплат (*payout ratio*) и дивидендной доходности представлены на **рис. 4, 5**¹. При анализе учитывали только компании, обыкновенные акции которых котируются (или котируются ранее) на организованном (биржевом) рынке. На российском рынке выделена 21 такая компания. Сопоставление проводится с выборкой, состоящей из 18 зарубежных компаний.

Дивидендные показатели российских компаний и их зарубежных аналогов в целом сопоставимы. В периоды роста мировой экономики на дивиденды направляется приблизительно одинаковая доля чистой прибыли, но в периоды кризиса зарубежные компании демонстрируют большую стабильность в дивидендной политике (выполняется теория «липкости дивидендов»), не снижая дивиденды в той же мере, в какой падает прибыль.

Авторами также проанализированы наиболее часто используемые микро показатели, определяющие экономическую сущность и инвестиционную привлекательность ряда ведущих предприятий Российской Федерации и их зарубежных аналогов.

Основные и наиболее важные из отобранных показателей (*ROE, ROA, WACC, ROIC*) отражают экономическое положение российских металлургических предприятий и их зарубежных аналогов, что позволяет провести их сравнительную характеристику по этим факторам [5]. Для более эффективного и наглядного анализа, сведем их и вторичные факторы, косвенно влияющие на инвестиционную деятельность, в диаграмму на которой зарубежные аналоги представлены для сравнения. На **рис. 6** представлены основные показатели производителей стали и проката на предприятиях России и ведущих зарубежных компаниях – аналогах [4].

В результате проведенного анализа показателей (*ROE, ROA, WACC, ROIC*) было установлено, что наиболее успешные результаты показывают «ЧерМК», «НЛМК», «ЕВРАЗ НТМК» и ОАО «ОЭМК». Однако эти показатели могут варьироваться и меняться. Например, на конец 2013 г. лидером является ОАО «ММК», на котором введен в эксплуатацию стан 2000 холодной прокатки и развернута масштабная инвестиционная программа, направленная на модернизацию прокатного

производства и реконструкцию сталеплавильного производства с целью производства продукции с высокой долей добавленной стоимости [6].

Для реализации рациональной инвестиционной программы необходим определенный алгоритм ее работы, включающий основные факторы и элементы, определяющие инвестиционный процесс на предынвестиционной фазе проекта.

Структура бизнес-плана инвестиционного проекта, под которым понимается аналитический текст, содержащий в структурированном виде информацию о проекте, необходимую для его осуществления представлены на **рис. 7** [7].

Как показал анализ рынка черных металлов и изучение конкретных проектов, ситуация в инвестиционной сфере очень нестабильная. Большинство проектов находится в состоянии апробирования и экономический эффект будет получен лишь по истечению нескольких лет. Однако, несмотря на мировой экономический кризис и его последствия, инвестиционная привлекательность металлургических компаний не уменьшается.

Библиографический список

1. Гугис Н.Н. Доклад на IX конгрессе прокатчиков. URL: http://moo-prokat.ru/index.php?option=com_content&view=section&id=9&Itemid=56 (дата обращения: 20.04.2014).
2. Гугис Н.Н. Состояние и основные направления развития прокатного производства в России в 2010–2012 гг. // Черные металлы. 2013. №7 (979). С. 24–29.
3. Ендовицкий Д.А. Анализ инвестиционной привлекательности организации. М.: КНОРУС, 2010. 376 с.
4. Соколова Т.В. «Финансовый (стоимостной) анализ деятельности российских металлургических компаний». Отчет проектно-учебной лаборатории анализа финансовых рынков. М.: 2013.
5. URL: <http://www.tdmmk.ru/house/news/masshtabnaya-investprogramma-mmk-napravlena-na-udovletvorenie-potrebnostey-rossiyskogo-rynka/> (дата обращения 25.11.2013).
6. URL: http://mmk.ru/about/history/new_frontiers_of_magnitogorsk/ (дата обращения: 20.12.2013).
7. Караваев Е.П. Разработка и реализация инвестиционной стратегии промышленного предприятия в новых экономических условиях (на примере черной металлургии): автореф. дисс. ... д-ра экон. наук: специальность 08.00.05. М.: 2003. 66 с.

¹ Важной для инвесторов особенностью тот момент, когда ценовое значение акций компании на рынках невелико, то есть, любая попытка продать акции принесет лишь небольшую прибыль.

Ekonomika v promyshlennosti = Economy in the industry
2014, no. 2 (22) – April – June, pp. 77–83
ISSN 2072-1633

N.V. Shmeleva – NUST «MISIS», 119049, Moscow, Russia. E-mail: leasl2@rambler.ru.
D.V. Gurin – NUST «MISIS», 119049, Moscow, Russia.

Abstract. The metallurgical complex present one of the key elements in the Russia's economy. Its effectiveness influences the positive result of many state, social and economic problems. The problem of the metallurgical branch

development investments is a very important one thus making the theoretical and practical evaluation of the metallurgical companies attractiveness to be a very acute task. The article presents data of investments in ferrous metallurgy in Russian Federation in 2000–2013. The evaluation approaches for investment attractiveness of companies are analyzed, the factors which indirectly influence the investment activity of companies are determined. The calculations of effectiveness spread (*ROC-WACC*) and effectiveness index (*ROC/WACC*) for both Russian and foreign companies are presented. The analysis of the ferrous metals market and the study of specific projects shows the situation in the investment field to be unstable, the economic effect will be reached only in years ahead. The investment in metallurgical companies remain in spite of the world economic crisis still attractive.

Keywords: investment, investment attractiveness of steel companies, dividend policy, the price of shares, the investment program, pre-investment phase of the project, the projections of the company's investment, spread efficiency (*ROC-WACC*), performance index (*ROC / WACC*), the market value of the company.

References

1. Gugis N.N. Report on the IX Congress of rolling-mill. Available at: http://moo-prokat.ru/index.php?option=com_content&view=section&id=9&Itemid=56 (accessed 20.04.2014).

2. Gugis N.N. Status and trends of development rolling production in Russia in 2010–2012. *Chernye metally*. 2013. no. 7 (979). pp. 24–29. (In Russ).

3. Endovitskii D.A. *Analiz investitsionnoi privlekatel'nosti organizatsii* [Analysis of investment attractiveness of the organization]. Moscow: KNORUS, 2010. 376 p. (In Russ).

4. Sokolova T.V. Financial (cost) analysis of Russian metallurgical companies. *Otchet proektno-uchebnoi laboratorii analiza finansovykh rynkov*. Moscow: 2013. (In Russ).

5. Available at: <http://www.tdmmk.ru/house/news/masshtabnaya-investprogramma-mmk-napravlen-na-udovletvorenie-potrebnostey-rossiyskogo-rynka/> (accessed 25.11.2013).

6. Available at: http://mmk.ru/about/history/new_frontiers_of_magnitogorsk/ (accessed 20.12.2013).

7. Karavaev E.P. *Razrabotka i realizatsiya investitsionnoi strategii promyshlennogo predpriyatiya v novykh ekonomicheskikh usloviyakh (na primere chernoi metallurgii)* [Development and realization of investment strategy of industrial enterprises in new economic conditions (on the example of ferrous metallurgy)], *avtoref. diss. ... d-ra ekon.nauk*: Moscow: 2003. 66 p. (In Russ).

Information about authors: *N.V.Shmeleva* – Candidate of Economics Sciences, Associate Professor. *D.V. Gurin* – Master.

УДК 336.02

Особенности налогообложения некоммерческого сектора в России

© 2014 г. А.Н. Дудинов*

Статья посвящена некоммерческому сектору, как одному из важнейших секторов экономики в сфере социальной политики государства, созданию дополнительных рабочих мест для населения и способности участия в создании валового внутреннего продукта. В статье отмечены проблемы, с которыми сталкиваются некоммерческие организации в России. По мнению автора, проблемы связанные с налогообложением некоммерческого сектора, выделяются в одну из наиболее сложных в ряду других проблем регулирования деятельности некоммерческих организаций. В статье рассмотрены виды финансирования некоммерческих организаций, с которых в дальнейшем взимаются налоги, организационно-правовые формы некоммерческих организаций и применение к ним различных льгот и условий налогообложения. На примере накопленного опыта зарубежных

* Аспирант кафедры бухгалтерского учёта, анализа, аудита и статистики Уфимского государственного университета экономики и сервиса, 450078, г. Уфа, Россия.