

ISSN 2073-039X



НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И АНАЛИТИЧЕСКИЙ ЖУРНАЛ

Выходит 4 раза в месяц

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ [®] АНАЛИЗ *теория и практика*

- Особенности и ключевые индикаторы фундаментального анализа компании
- Эффективность инвестиционных проектов в энергетике с учетом предельных цен на энергоносители
- Информационно-статистический подход к моделированию параметров инвестиционного проекта
- Анализ развития миграционных процессов в России



33 (384) – 2014
СЕНТЯБРЬ

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ: *теория и практика* [®] – является зарегистрированным товарным знаком

<http://www.fin-izdat.ru> e-mail: post@fin-izdat.ru

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ [®] АНАЛИЗ

теория
и практика

ISSN 2311-8725 (Online), ISSN 2073-039X (Print)

СОДЕРЖАНИЕ

Научно-практический и аналитический журнал
Периодичность – 4 раза в месяц

33 (384) – 2014 сентябрь

Подписка во всех отделениях связи:

- индекс 81287 – каталог агентства «Роспечать»
- индекс 83874 – каталог УФС РФ «Пресса России»
- индекс 34142 – каталог российской прессы «Почта России»

Доступ и подписка на электронную версию –
www.elibrary.ru, www.dilib.ru

Журнал зарегистрирован в Министерстве Российской Федерации по делам печати, телерадиовещания и средств массовых коммуникаций ПИ № 77-11740

Учредитель:

ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ»

Издатель:

ООО «Финанспресс»

Главный редактор:

Н.П. Любушин, доктор экономических наук, профессор

Зам. главного редактора:

Д.А. Ендовицкий, доктор экономических наук, профессор
О.О. Зинченко, В.И. Попов

Редакционный совет:

И.Н. Богатая, доктор экономических наук, профессор
Г.Е. Брикач, доктор экономических наук, профессор
Ю.А. Дорошенко, доктор экономических наук, профессор
В.Г. Когденко, доктор экономических наук, доцент
М.И. Кутер, доктор экономических наук, профессор
М.Ю. Малкина, доктор экономических наук, профессор
А.А. Мальцев, доктор физико-математических наук, профессор
С.В. Панкова, доктор экономических наук, профессор
В.С. Плотников, доктор экономических наук, профессор
Л.С. Сосненко, доктор экономических наук, профессор
В.П. Фомин, доктор экономических наук, профессор

Верстка: М.С. Гранильщикова

Корректор: А.М. Лейбович

Редакция журнала:

111401, Москва, а/я 10.

Тел.: +7 (495) 989-96-10

Адрес в Internet: <http://www.fin-izdat.ru>

E-mail: post@fin-izdat.ru

© ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ»

© ООО «Финанспресс»

Подписано в печать 13.08.2014. Формат 60x90 1/8.

Цена договорная. Объем 8,5 п.л. Тираж 1 170 экз.

Отпечатано в ООО «КТК», г. Красноармейск Московской области.

Тел.: +7 (496) 588-08-66

Журнал рекомендован ВАК Минобрнауки России для публикации научных работ, отражающих основное научное содержание кандидатских и докторских диссертаций.

Журнал реферируется в ВИНТИ РАН.

Журнал включен в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ).

Статьи рецензируются.

МЕТОДЫ АНАЛИЗА

Когденко В.Г. Фундаментальный анализ компании: особенности и ключевые индикаторы 2

ИННОВАЦИИ И ИНВЕСТИЦИИ

Локтионов В.И. Оценка эффективности инвестиционных проектов в энергетике с учетом предельных цен на энергоносители 17

Лигузова В.А. Бюджетирование инновационных процессов как прогрессивная система управления предприятием 23

НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ

Попова Г.Л. Анализ дифференциации поступления налогов и сборов в бюджет регионов Российской Федерации 28

ЭКОНОМИКО-МАТЕМАТИЧЕСКОЕ МОДЕЛИРОВАНИЕ

Гаранин Д.А., Лукашевич Н.С. Моделирование параметров инвестиционного проекта на основе информационно-статистического подхода 37

Серков Л.А. Самоорганизация ожиданий с ограниченной рациональностью как механизм саморазвития экономических систем 49

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ: ИСТОРИЧЕСКИЙ АСПЕКТ

Юдаева С.В. Некоторые особенности исторического развития миграционных процессов в России 56

Перепечатка материалов и использование их в любой форме, в том числе и в электронных СМИ, возможны только с письменного разрешения редакции.

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей.

ECONOMIC ANALYSIS

theory
and practice

Analytical and practical journal
4 issues per month

33 (384), September, 2014

Subscription in all post offices:

- index 81287 – catalog of agency Rospechat
- index 83874 – catalog UFPS RF Pressa Rossii
- index 34142 – catalog of Russian press Pochta Rossii

Access and subscription to electronic version –
www.elibrary.ru

Registration certificate ПИ № ФС 77-11740 by the Ministry of Press, Broadcasting and Mass Communications of the Russian Federation.

Founder:

Publishing house FINANCE and CREDIT

Publisher:

Financepress, Ltd.

Editor-in-Chief:

Nikolai P. Liubushin

Deputy Editors:

Dmitrii A. Endovitskii, Voronezh State Univ., Voronezh

Oleg O. Zinchenko, Victor I. Popov

Editorial council:

Irina N. Bogataia, Rostov State Univ. of Economics, Rostov-on-Don

Georgii E. Brikach, Nizhny Novgorod State Agricultural Academy,

Nizhny Novgorod

Iurii A. Doroshenko, Belgorod State Technological Univ. named after V.G. Shoukhov, Belgorod

Vera G. Kogdenko, National Research Nuclear Univ. MEPhI, Moscow

Mikhail I. Kuter, Kuban State Univ., Krasnodar

Marina Iu. Malkina, Lobachevsky State Univ. of Nizhny Novgorod,

Nizhny Novgorod

Aleksandr A. Mal'tsev, Lobachevsky State Univ. of Nizhny Novgorod,

Nizhny Novgorod

Svetlana V. Pankova, Orenburg State Univ., Orenburg

Viktor S. Plotnikov, Russian Presidential Academy of National

Economy and Public Administration, Balakovo Branch, Balakovo

Liudmila S. Sosnenko, Chelyabinsk State Agroengineering Academy,

Chelyabinsk

Vladimir P. Fomin, Samara State Univ. of Economics, Samara

Design: Marina S. Granil'shchikova

Corrector: Alla M. Leibovich

Editorial office:

111401, P.O. Box 10, Moscow, Russia

Telephone: +7 (495) 989-96-10

Website <http://www.fin-izdat.ru>

E-mail: post@fin-izdat.ru

© Publishing house FINANCE and CREDIT

© Finanspress, Ltd.

Signed to print 13.08.2014. Format 60x90 1/8. Volume 8,5

Circulation 1 170 Printed in "KTK", Ltd, Krasnoarmeysk, Moscow region.

Telephone: +7 (496) 588-08-66

The journal is recommended by VAK of the Ministry of Education and Science of the Russian Federation to publish scientific works encompassing the basic matters of the MPhil and DPhil theses.

The journal is reviewed by the VINITI of the Russian Academy of Sciences.

The journal is included in the Russian Science Citation Index Database.

All articles peer-reviewed.

ISSN 2311-8725 (Online), ISSN 2073-039X (Print)

CONTENTS

METHODS OF ANALYSIS

Kogdenko V.G. Fundamental analysis of a company: features and key indicators..... 2

INNOVATION AND INVESTMENT

Loktionov V.I. Assessing investment project efficiency in energy sector based on energy price ceiling 17

Liguzova V.A. Innovation process budgeting as a progressive system of business management 23

TAXATION

Popova G.L. Analysis of differentiation of tax revenues to the regional budgets of the Russian Federation 28

ECONOMIC AND MATHEMATICAL MODELING

Garanin D.A., Lukashevich N.S. Simulation of the investment project parameters based on the information and statistical approach..... 37

Serkov L.A. Self-organization of expectations with bounded rationality as a mechanism for economic systems self-development..... 49

ECONOMIC ANALYSIS: HISTORICAL ASPECT

Yudaeva S.V. Certain features of the historical development of migration process in Russia..... 56

This publication may not be reproduced in any form without permission.

Not responsible for the authors' personal views in the published articles.

All rights reserved.

Printed in the Russian Federation.

УДК 657.37(075.8)

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ КОМПАНИИ: ОСОБЕННОСТИ И КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

В.Г. КОГДЕНКО,

*доктор экономических наук,
заведующая кафедрой финансового менеджмента*

E-mail: kogdenko7@mail.ru

*Национальный исследовательский
ядерный университет «МИФИ»*

Предложен алгоритм фундаментального анализа в интересах долгосрочных инвесторов и менеджмента компании. Методика фундаментального анализа включает три блока: анализ ценности компании, ее фундаментальной стоимости и рыночной капитализации. Дана трактовка понятия «ценность компании» как категории, которая формируется всеми видами капитала и распределяется между всеми стейкхолдерами. Обоснован состав исходной информации для анализа. Представлены ключевые индикаторы для анализа ценности всех видов капитала компании, факторов, определяющих ее фундаментальную стоимость, показателей, основанных на рыночной капитализации. Представлены основные показатели фундаментального анализа для четырех видов долгосрочного инвестирования: инвестирование в стоимость, инвестирование в рост, фундаментальное инвестирование, инвестирование в доход. Разработаны алгоритмы оценки качества прибыли и активов компании, алгоритмы расчета прибыли и дивидендов на акцию, ожидаемой доходности собственного и заемного капитала, коэффициента бета, средневзвешенной стоимости инвестированного капитала, доходности, скорректированной на уровень риска, в частности, коэффициента альфа. Содержится алгоритм расчета свободного денежного потока и фундаментальной стоимости компании. Рассмотрены индикаторы, основанные на показателе рыночной капитализации.

Ключевые слова: *фундаментальный анализ, анализ ценности компании, фундаментальная стоимость, рыночная капитализация, стратегии*

инвестирования, ценностно ориентированный менеджмент

По мере роста и развития российского фондового рынка, а также внедрения в практику управления российским бизнесом принципов ценностно ориентированного менеджмента значимость фундаментального анализа возрастает. Фундаментальный анализ компании – разновидность экономического анализа, цель которого – определение фундаментальной (истинной, внутренней) стоимости компании и анализ влияющих на нее факторов, а также прогнозирование рыночной капитализации компании и цены ее акций. Фундаментальный анализ – это анализ, который проводится в интересах инвесторов, придерживающихся долгосрочных стратегий инвестирования, а также менеджмента компании, реализующего современную концепцию ценностно ориентированного управления. Фундаментальный анализ предполагает изучение индикаторов, определяющих текущую и будущую прибыльность и рискованность компании. В первоочередные задачи фундаментального анализа также входит исследование адекватности оценки активов и эффективности управления компанией. Ключевые вопросы фундаментального анализа – как формируется фундаментальная стоимость, и каким

образом результативность работы компании отражается на курсе ее акций [5].

Являясь фундаментальной экономической категорией, стоимость тем не менее крайне сложно поддается пониманию и анализу. Поэтому при ее оценке необходимо учитывать взаимосвязь между тремя категориями – ценность компании, ее фундаментальная стоимость и цена, т.е. рыночная капитализация. В целях авторского исследования эти категории трактуются следующим образом. Ценность – это потенциальная полезность

компании для всех стейкхолдеров, непосредственно влияющая на фундаментальную стоимость и рыночную капитализацию. Ценность – это не только и не столько денежная категория. В соответствии с новым стандартом интегрированной отчетности ценность компании формируется шестью видами капитала¹. Таким образом, ценность компании формируется всеми видами капитала и распределяется между всеми стейкхолдерами (рис. 1).

Стоимостную оценку можно дать финансовому капиталу, промышленному капиталу и отчасти интеллектуальному и природному капиталу. То есть в денежном эквиваленте можно оценить стоимость активов и фундаментальную стоимость компании, поскольку в этом случае определяется ценность использования, под которой в соответствии с Международным стандартом финансовой отчетности (IAS) 36 «Обесценение активов» понимается приведенная стоимость будущих денежных потоков, которые предположительно будут получены от актива или генерирующей единицы². Невозможно оценить в

¹ The International Integrated Reporting Council (IIRC). URL: <http://www.theiirc.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>.

² О введении в действие Международных стандартов финансовой отчетности и Разъяснений Международных стандартов финансовой отчетности на территории Российской Федерации: приказ Минфина России от 25.11.2011 № 160н (ред. от 24.12.2013).

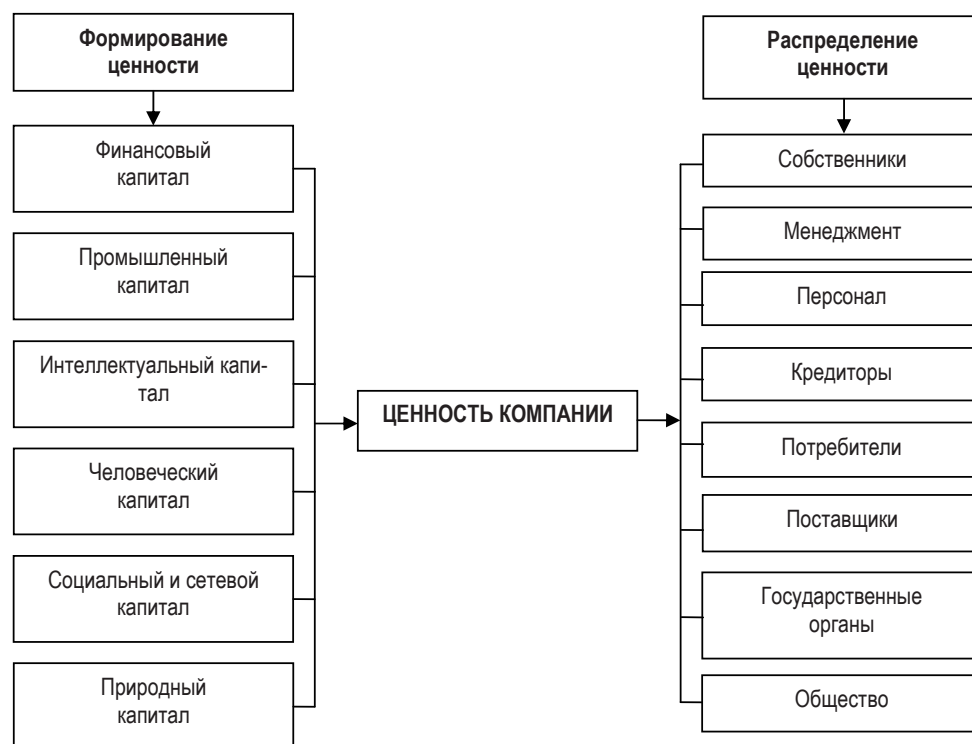


Рис. 1. Схема формирования и распределения ценности компании

денежном эквиваленте человеческий, социальный и сетевой капитал, тем не менее и эти виды капитала формируют совокупную ценность компании для стейкхолдеров.

Наиболее точная стоимостная оценка компании – это ее фундаментальная стоимость, т.е. дисконтированная величина ее будущих денежных потоков, которая также зависит от всех видов капитала в части их влияния на генерируемые компанией денежные потоки. Расчет фундаментальной стоимости основывается на комплексных финансовых моделях и системе предположений, именно поэтому стоимость является не фактом, а мнением о ценности компании в заданный момент времени в соответствии с принятыми допущениями [7].

Цена компании – это ее рыночная капитализация, фактическое значение, подтвержденное реальными рыночными сделками, которая также зависит от ценности всех видов капитала. По выражению Уоррена Баффета, цена – то, что платишь, стоимость – то, что получаешь [1]. Поэтому главная цель менеджмента – развитие бизнеса, обеспечение его долгосрочного роста, повышение его ценности, следствием чего являются увеличение фундаментальной стоимости и рост котировок акций.

Основоположником фундаментального анализа является Бенджамин Грэхем, определивший ключе-

вые аспекты фундаментального анализа. Он сформулировал особенности инвестиционных стратегий, поведенческие и деловые принципы для инвесторов, а также принципы разработки инвестиционной политики [5]. Современные методики фундаментального анализа, ориентированные на инвесторов, развивают теорию фундаментального анализа в части совершенствования алгоритмов анализа деятельности компании и расчета фундаментальной стоимости в соответствии с различными подходами к оценке, а также анализа факторов, влияющих на фундаментальную стоимость. Целями современного фундаментального анализа в интересах инвесторов являются определение фундаментальной стоимости компании, выявление недооцененных и переоцененных акций и обоснование инвестиционных решений в рамках выбранного стиля инвестирования для отдельных групп инвесторов, предпочитающих длительный горизонт инвестирования и невысокий риск инвестиций [3]. В той или иной мере фундаментальный анализ необходим инвесторам, придерживающимся таких стилей инвестирования, как инвестирование в рост, инвестирование в стоимость, фундаментальное инвестирование, инвестирование в доход [3]. Успешные долгосрочные инвесторы считают, что эффективное инвестирование должно опираться на расчет фундаментальной стоимости и анализ ее соотношения с рыночной капитализацией компании. Консервативное долгосрочное инвестирование в акции, как показывают исследования, является более доходным и менее рискованным вариантом инвестиций, поскольку акции характеризуются высокой волатильностью, однако «в долгосрочном периоде волатильность имеет позитивный акцент, так как выступает основой более высокой доходности. В связи с этим акции являются более выгодным активом для инвестирования на длительный период» [2].

Таким образом, основные аспекты фундаментального анализа – это исследование ценности бизнеса, оценка его фундаментальной стоимости и анализ капитализации. Значимыми индикаторами фундаментального анализа являются прибыль и дивиденды на акцию, ожидаемая и фактическая доходность и рискованность бизнеса, показатели его динамики, а также мультипликаторы, отражающие соотношения между рыночной капитализацией и финансовыми базами. Акценты в фундаментальном анализе, проводимом в интересах инвесторов, зависят от выбранных ими стилей инвестирования [3].

Инвестирование в рост. Для этого стиля инвестирования ключевым фактором и основным индикатором создания фундаментальной стоимости является высокий устойчивый темп роста прибыли. При этом компания характеризуется повышенным мультипликатором «капитализация/прибыль» (P/E). Для инвесторов в рост минимальный рост прибыли на акцию должен составлять 15–20% при среднем росте курса акций также 15–20% в год. Акции роста характеризуются высокой волатильностью, для компаний роста характерны высокая рентабельность продаж и растущая рыночная доля. Компаниями роста могут быть малые, средние и крупные компании не только в растущих, но и в традиционных отраслях экономики. При этом источниками роста могут быть три ключевых фактора: новые технологии, сильный бренд, агрессивный стиль управления [3].

Инвестирование в стоимость. В этом случае основная задача инвесторов – поиск недооцененных компаний с низкими мультипликаторами «капитализация/прибыль» (P/E), «капитализация/выручка» (P/S), «капитализация/балансовая стоимость собственного капитала» (P/BV). Такие компании в будущем могут продемонстрировать высокий рост курса акций. В настоящее время – это основной стиль инвестирования, характеризующийся относительно низким риском, но и невысокой доходностью, которая редко превышает 25% [3]. Этот стиль предполагает покупку акций, не интересных рынку из-за недоверия к будущему компании. Акции характеризуются низкой волатильностью и низким мультипликатором P/E относительно показателей роста прибыли (фактических и ожидаемых), который является основным критерием для отбора акций. Компании, интересные инвесторам в стоимость, являются достаточно крупными и имеют высокую рентабельность, поскольку именно она в будущем приводит к росту прибыли и рыночных котировок. Инвестор в стоимость является эталоном долгосрочного инвестора, который тщательно формирует свой портфель и контролирует соотношение темпа роста и P/E , при этом P/E должен быть ниже темпа роста и ниже среднерыночного значения P/E .

Фундаментальное инвестирование. Для таких инвесторов необходимо выявить компании, имеющие недооцененные активы, в частности, в недвижимость, в дочерние общества, а также перспективы роста прибыли. В отличие от инвесторов в стоимость фундаментальные инвесторы исследуют компании на предмет недооцененности активов, а

не прибыли, поэтому фундаментальное инвестирование предполагает тщательный анализ отчетности в части не только показателей прибыли, но и показателей баланса. Капитализация таких компаний обеспечена физическими активами, но при этом показатели P/E и P/BV имеют низкий уровень. Еще одна характерная черта таких компаний – «сильная отчетность» с низким объемом обязательств, большим объемом денежных средств, высокой оборачиваемостью активов. Акции характеризуются низкой волатильностью, а стратегия – низкой доходностью и рискованностью [3].

Инвестирование в доход. Для инвесторов в доход ключевым фактором является дивидендная политика компаний, которая должна обеспечивать стабильно растущие выплаты акционерам. Поэтому в ходе фундаментального анализа оцениваются такие показатели, как дивиденды, приходящиеся на акцию, дивидендная доходность, дивидендный выход, дивидендное покрытие, а также динамика этих показателей. Компании, выплачивающие стабильные, растущие дивиденды, являются в основном голубыми фишками. Акции таких компаний характеризуются низкой волатильностью, низкой доходностью, но при этом дивидендная доходность относительно высокая и растущая. Необходимо отметить, что популярность политики выплаты фиксированных дивидендов снижается, компании все меньше прибыли направляют на дивидендные выплаты, а новые растущие компании не выплачивают дивиденды вовсе [3].

Фундаментальный анализ проводится не только в интересах инвесторов, но и в интересах менеджмента. Этот вид анализа является менее исследованной областью, однако необходимость его проведения бесспорна. Фундаментальный анализ необходим менеджменту компании, во-первых, для понимания поведения инвесторов, во-вторых, для разработки финансовой политики. Руководству компании необходимо знать, какого рода инвесторов привлекают акции компании, поскольку «управление стоимостью не может быть реализовано без учета ожиданий инвесторов и управления этими ожиданиями» [8]. Кроме того, финансовая политика компании, в частности, такие решения, как выкуп акций, дополнительная эмиссия акций, дивидендная политика, многие другие, должны учитывать фундаментальные и рыночные характеристики компании, а именно: ее рентабельность, соотношение ее рыночной капитализации и фундаментальной стоимости.

Поэтому в методике фундаментального анализа, представленной в авторском исследовании, акцент сделан на анализе в интересах менеджмента, реализующего концепцию ценностно ориентированного управления. Основными целями такого анализа являются исследование ценности всех видов капитала, оценка первичных факторов стоимости, определение фундаментальной стоимости компании, анализ ее рыночной капитализации, а также обоснование финансовой политики, направленной на максимизацию совокупной ценности, фундаментальной стоимости и рыночной капитализации компании.

Фундаментальный анализ компании проводится на трех уровнях: макроэкономическом, отраслевом, микроэкономическом. В процессе фундаментального анализа компании необходимо учитывать характеристики экономики страны: фазу экономического цикла, индикаторы рынка труда, уровень инфляции, состояние финансового рынка, параметры кредитно-денежной и бюджетно-налоговой политики, характеристики платежного баланса и др. Благоприятные макроэкономические характеристики способствуют повышению ценности компании, ее фундаментальной стоимости и рыночной капитализации.

Необходимо также учитывать отраслевые особенности на разных фазах экономического цикла, которые влияют на результаты фундаментального анализа, в частности, на важнейший мультипликатор P/E . Так, на фазе умеренного роста циклические компании, деятельность которых существенно зависит от экономического цикла, и защитные компании, деятельность которых практически от него не зависит, оцениваются рынком с точки зрения мультипликатора P/E примерно одинаково. На фазе начала спада мультипликатор P/E циклических компаний падает, в то время как мультипликатор P/E защитных компаний стабилен или растет. В нижней точке спада мультипликатор P/E циклических компаний начинает расти, однако мультипликатор P/E защитных компаний все еще остается на более высоком уровне. На фазе начала роста экономики мультипликатор P/E циклических компаний растет; мультипликатор P/E защитных компаний становится ниже и даже может упасть, поскольку инвесторы переключаются на циклические компании. В процессе продолжения роста мультипликатор P/E циклических компаний может снизиться, поскольку их прибыль растет более высокими темпами, чем капитализация.