

УДК 656.21(470)  
ББК 39.20  
С 47

*Слесарева Мария Юрьевна, аспирантка кафедры «Экономика и инновационные рыночные исследования» НОУ ВПО Институт управления, бизнеса и права, e-mail: [Marija-slesareva@mail.ru](mailto:Marija-slesareva@mail.ru).*

**ПРО ОАО «РОССИЙСКИЕ ЖЕЛЕЗНЫЕ ДОРОГИ»:  
СПЕЦИФИКА КОМПАНИИ, ОПРЕДЕЛЯЮЩАЯ СТРАТЕГИЮ РАЗМЕЩЕНИЯ**  
(рецензирована)

*ОАО «РЖД» – естественная транспортная монополия российского рынка железнодорожных перевозок. В числе многих других государственных корпораций правительство планирует провести первичное размещение акций (IPO) в период с 2013 по 2017 год. Не смотря на приближающиеся сроки размещения, вопросы его параметров все еще остаются не ясными. Специфике деятельности, функционирования и значения РЖД в рамках отечественной экономики, которые в совокупности должны определять параметры и стратегию размещения, посвящена эта статья.*

*Ключевые слова: российские железные дороги, первичное размещение акций, инвестиции, инфраструктура, стоимость.*

*Slesareva Maria Yurjevna, post graduate of the Department of Economy and Innovative Market Research NSEI HPE Institute of Management, Business and Law, e-mail: [Marija-slesareva@mail.ru](mailto:Marija-slesareva@mail.ru).*

**IPO JSC "RUSSIAN RAILWAYS": SPECIFICITY OF THE COMPANY  
DETERMINING LOCATION STRATEGY**  
(reviewed)

*JSC "RZHD" - a natural transport monopoly of the Russian rail market. Among the many public corporations, the government plans to hold an initial public offering (IPO) in the period from 2013 to 2017. Despite the impending deployment dates, questions of its parameters are still not clear. Specific activities, functions and values of Railways as part of the national economy, all of which must determine the parameters and placement strategy, the focus of this article have been considered.*

*Keywords: Russian Railways, IPO, investment, infrastructure, cost.*

ОАО «РЖД» – это естественная монополия отечественного транспортного рынка объемом в 2,5% ВВП в задачи которой входит создание, развитие и эксплуатирование железнодорожной инфраструктуры, а так же осуществление перевозок граждан и грузов на принципах публичности, равнодоступности, по государственным тарифам и в соответствии с положениями о военной экономической и экологической безопасности России. Причинам и перспективам IPO, описанным через призму решаемых этим финансовым процессом задач, посвящена данная статья.

Говоря об изучаемой корпорации необходимо рассматривать вопросы не только финансовой природы, но не забывать про стратегические интересы страны заложенные в развитии этой организации, специфику деятельности одного из крупнейших в мире перевозчиков, влияние проводимых в компании на общество. По нашему мнению, решение о параметрах первичного размещения акций ОАО «РЖД» должно приниматься, учитывая последствия в трех плоскостях:

1. Финансовый аспект – объем вырученных на первичном размещении акций денег является основным показателем при любом размещении, однако в контексте РЖД не является определяющим.

2. Интеграционный аспект, под которым понимаются социальный, экологический, военный факторы, макроэкономическая стратегия развития территорий и целостности страны. Нельзя забывать, что изучаемая монополия является перевозчиком грузов и пассажиров на дальние расстояния, при этом выполняет большую социальную нагрузку, кроме того, является одним из крупнейших работодателей страны, и в третью, но не последнюю очередь ОАО «РЖД» является активом, интересным для приобретения юридическими и частными лицами как инструмента диверсификации инвестиций и участия в экономике страны и доступ к нему должен быть обеспечен для всех заинтересованных рыночных агентов.

3. Инфраструктурный аспект – развитие железнодорожной инфраструктуры является стратегическим интересом России. Данный вопрос должен учитываться в первую очередь, поскольку приватизировать главного (40% внегородских перевозок) [1] транспортного агента страны, но при этом лишиться инфраструктуры или ухудшить параметры её развития и функционирования – главный риск предстоящего процесса. От надлежащего состояния инфраструктуры и системы управления ею зависит размер инфляции издержек и логистических потерь в макроэкономическом масштабе, оборонная и экологическая безопасность страны, а так же перспективы развития регионов и отдельных отраслей.

Первичным для обсуждения, определяющим остальные параметры, является инфраструктурный аспект, поскольку он составляет главный и стратегический интерес страны.

Вся совокупность инфраструктурных работ по развитию железнодорожного транспорта в первом приближении может быть разделена на две составляющие – развитие сети железных дорог и обновление подвижного состава. Развитие сети осуществляется посредством государственного финансирования при осуществлении целевых трансфертов средств федерального уровня в ОАО «РЖД». Развитие подвижного состава – локомотивов и вагонного парка – осуществляется за счет собственных средств ОАО «РЖД», причем происходит это в рамках конкурентного соревнования с другими транспортными операторами.

По оценкам И.А. Калашникова существует три программы финансирования инфраструктуры РЖД различающейся по перспективам развития. Для сохранения уровня развития железнодорожного транспорта необходимо 110-115 млрд. руб., при инвестировании 130-150 млрд. руб. возможно обновление подвижного парка и наземной инфраструктуры в долгосрочной, а при инвестициях в размере 170-200 млрд. руб. в год – в среднесрочной перспективе (здесь и далее все значения приведены в ценах 2008 года если не указано обратное). Другие ученые, в частности В.И. Якунин отмечают, что на развитие инфраструктуры транспорта необходимо отчислять как минимум 4% от ВВП (1 650 млрд. руб.), а современные инвестиции составляют примерно половину этой суммы – 825 млрд. руб. [2]. При применении к этому значению коэффициента 0,4 («железнодорожный транспорт является ведущим элементом транспортной системы, его доля в обеспечении пассажирских и грузовых перевозок составляет более 40 процентов») получаем оптимистичный сценарий развития в размере 660 млрд. руб., а пессимистичный в районе 330 млрд. руб. Таким образом, оценки, представленные научным сообществом, отличаются в три раза.

Изучение государственной программы правительства РФ «Стратегия развития железнодорожного транспорта в Российской Федерации до 2030 года» дает представление о необходимом финансировании с точки зрения официальных органов. Программа предполагает 2 пути развития инфраструктуры – сырьевой и инновационный, которые могут быть рассмотрены как оптимистичный и пессимистичный сценарии. Примечательно, что даже в пессимистичном сценарии «предусматривается полная модернизация железнодорожной инфраструктуры и развитие необходимых провозных способностей на основных направлениях», то есть в оси координат общественности и научного сообщества пессимистичный сценарий правительства может быть приравнен к нейтральному [2]. В том же документе указано, что план инвестиций на период 2008-2030 годов составляет в пессимистичном приближении 11447,8 млрд. рублей, а по максимальным оценкам 13812,4 млрд. рублей, что составляет – 520 млрд. руб. в год в сырьевом и – 627 млрд. руб. в год в инновационном сценарии развития железных дорог соответственно.

Можно сформулировать, что потребности в инвестициях для железнодорожной сети и подвижного состава составляют не менее 200 млрд. руб., а по оценке правительства (определенно амбициозной, и «оптимистичной» в обоих сценариях) не менее 500 млрд. руб.

Учитывая, что доля РЖД в перевозках железнодорожного транспорта составляет 40% получаем, что нижней границей необходимых для нормального функционирования ОАО РЖД средств является сумма в 80 млрд. руб. в год, а верхней порядка 300 млрд. руб. ежегодно. Данная оценка важна, поскольку привлечение большего количества средств за год приведет к неэффективному использованию привлеченных средств, поскольку существует объективный технологический и производственный предел эффективного освоения средств отраслью.

Кроме того, реализация большого пакета единовременно на открытом рынке приводит к снижению стоимости одной акции, поскольку ликвидность любого рынка ограничена. Аналитик Банка Москвы Д. Борисов оценивает предельную ёмкость на рынке IPO в 20 млрд. долл. (580 млрд. руб.) для всех компаний.[3] Таким образом, при реализации «оптимистичного» пакета акций в 200 млрд. руб. РЖД придется претендовать на долю до 35% от IPO всех отечественных компаний, что много, учитывая широкие планы приватизации правительством таких активов как Аэрофлот, Ростелеком, Роснефть, Роснано и многих других, не исключены так же выходы на размещение и коммерческих предприятий. Таким образом, реализация пакета в максимальном объеме, скорее всего, достигнута не будет, из чего становится объяснима расплывчатая формулировка менеджмента компании о том, что выход РЖД на IPO планируется в промежуток времени с 2013 по 2015-17 гг.

Возможность реализации крупного пакета акций стратегическому инвестору может увеличить стоимость одной акции и расширить горизонты ликвидности, однако продажа такого пакета нежелательна в соответствии со вторым фактором – обеспечением социальной защищенности граждан, военной и экологической безопасности и независимости страны. Кроме того, учитывая заявления Якунина о рентабельности монополии в размере полупроцента, становится не ясна целесообразность покупки монополии – поскольку управления компанией инвестору получить не удастся (различные источники называли пакеты на продажу от 10 до 25%, но не более), а дивидендов и роста котировок акций в условиях рентабельности близкой к нулю – не предвидится.

Таким образом, общая стратегия IPO РЖД должна формулироваться следующим образом: максимизация стоимости размещения с учетом социального и инфраструктурного факторов, а так же ликвидности рынка.

По нашим оценкам (сравнительный метод по МСФО), стоимость ОАО РЖД (по состоянию на 01.01.11, М&О процессы проводимые до первичного размещения могут значительно изменить оценочную стоимость компании) составляет при расчете на основании:

– Выручка (revenue) 116,79 млрд. долл.

- EBITDA 110,73 млрд. долл.
- Прибыль (net profit) 116,00 млрд. долл.

Таким образом, перспективный размер капитализации должен составить ~ 3320 млрд. руб. что при пороге размещения в 20% от капитализации должно составить ~ 664 млрд. руб.

В соответствии с приведенными выше доводами, считаем, что попытка размещения всего объема акций нецелесообразно ввиду отсутствия перспектив эффективного использования средств и ограниченной ликвидности рынка. Можно, в том числе, согласиться с постановкой вопроса Русаковой Н.В. во мнении что, «Будет намного эффективнее не продавать сразу пакет акций, а продавать 10% или 20% в разное время, что бы получить больше денежных средств и внедрить новую технологию корпоративного управления», однако подход размещения двумя траншами кажется нам упрощенным и не решающим всех задач.

Учитывая указанные ограничения и поставленные задачи целесообразно разработать программу IPO в котором выделить несколько этапов:

- первым этапом провести биржевое (ММВБ) размещение 5% (минимально возможный объем согласно законодательству) от капитализации по твердой цене в размере 160 млрд. руб. после чего будет получена рыночная оценка актива и определена истинная капитализация. Первый этап призван обеспечить компании необходимую ликвидность на рынке и обеспечить профессиональным участникам рынка долю ОАО РЖД для целей диверсификации инвестиционных портфелей по цене близкой к фундаментальной стоимости. Кроме того, данный шаг значительной укрепит позиции отечественного фондового рынка, придаст ему ликвидность и инвестиционную привлекательность;

- вторым этапом рекомендуется закрытая продажа пакетов акций в размере 1-3% заинтересованным институциональным и спекулятивным инвесторам. Проводиться такое размещение должно по принципу «максимальных усилий», то есть по максимальной цене которую сможет обеспечить андеррайтер. [5] Данный шаг должен с одной стороны удовлетворить спрос со стороны крупных финансовых конгломератов, в том числе нерезидентов, с другой обеспечить ОАО «РЖД» привлекательную цену размещения;

- третьим этапом предполагается вторичное публичное предложение (SPO) на ММВБ еще 3-5% акций в рамках народного IPO с дисконтом 15% к рынку и ограничением на максимальный объем подписки по принципу кэш-рыночной заявки. Принять участие в размещении могут только физические лица. Данный тип размещения призван обеспечить участие отечественных домохозяйств в инвестиционном процессе что должно способствовать привлечению населения в отечественный рынок ценных бумаг и девальютизации сбережений. Обеспечение справедливости размещения и высокого уровня удовлетворенности инвесторов обеспечивается наличием рыночной оценки компании, твердой цены и дисконта к текущей стоимости. Данный этап наиболее ответственен, поскольку содержит в себе большую долю социального риска, а потому должен быть проведен как пример эффективного взаимодействия общества и правительства на финансовом рынке для преодоления «финансового нигилизма и люмпенизации» [6] вызванных размещениями Роснефти и ВТБ.

- четвертым этапом продажа оставшихся долей в соответствии с конъюнктурой спроса на акции и программой развития РЖД на зарубежных площадках по принципу «максимальных усилий».

Таким образом, предложено четыре этапа размещения комплексно решающие проблемы эффективного первичного размещения акций ОАО «РЖД» с учетом инвестиционной, инфраструктурной и социальной составляющих. Реализация данного проекта по нашему мнению позволит обеспечить ОАО РЖД не только требуемыми инвестиционными ресурсами, но так же и позитивной кредитной и финансовой историей. Кроме того, данная программа служит развитию финансов домохозяйств и отечественного фондового рынка в целом.

#### Литература:

1. Калашников И.А. Инвестиционная политика РЖД в современных условиях. // Актуальные проблемы государственной безопасности Российской Федерации: сб. тр. конф. Ростов н/Д: РГУПС, 2008.
2. Стратегия развития железнодорожного транспорта в Российской Федерации до 2030 года: утв. распоряжением Правительства Рос. Федерации от 17 июня 2008 г. №877-р. URL: <http://www.protown.ru/information/doc/4308.html>
3. Болотова О., Фаляхов Р., Топалов А. Выход и золотая акция. URL: <http://www.gazeta.ru/business/2011/08/03/3722257.shtml>
4. Русакова Н.В. Социально-инвестиционное перераспределение в формировании корпоративного инвестиционного потенциала // Проблемный анализ и государственно-управленческое проектирование. 2011. №3. С. 26.
5. Коркишко М. Этапы IPO. URL: [http://www.iteam.ru/publications/corporation/section\\_98/article\\_3195](http://www.iteam.ru/publications/corporation/section_98/article_3195)
6. Анесянц Ю.С. Концепция создания общего информационного поля в применении к коллективным инвестициям: проблема спроса // Новые технологии. 2011. Вып. 1. С. 34-36.

#### References:

1. Kalashnikov I.A. Investment policy of the Russian Railways today. // Actual problems of national security of the Russian Federation. Proceedings of the conference. Rostov-on-Don: RSUR, 2008.
2. Strategy for development of rail transport in the Russian Federation until 2030 June 17, 2008. № 8.77p.

3. Bolotova O., Falyakhov R., Topalov A. Exit and golden share. URL: <http://www.gazeta.ru/business/2011/08/03/3722257.shtml>

4. Rusakova N.V. Socio-investment redistribution in the formation of corporate investment potential // *Problem analysis and state government design*. №3, Vol. 4, M: Center for Problem Analysis and Governance and engineering, 2011.

5. Korkishko M. Stages of IPO. // [Http://www.iteam.ru/publications/corporation/section\\_98/article\\_3195](Http://www.iteam.ru/publications/corporation/section_98/article_3195)

6. Anesyants Y.S. The concept of creating a common information field in the application for collective investment: a problem of demand. // *New Technologies*. 2011. No. 1.