Савицкий Вячеслав Васильевич. Эмиссионная политика российских корпораций: проблемы и перспективы : проблемы и перспективы : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2006 173 с. РГБ ОД, 61:06-8/1376

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. СОВРЕМЕННЫЕ ПОДХОДЫ К ПРИНЯТИЮ РЕШЕНИЯ О ФИНАНСИРОВАНИИ 11

1.1. Проблема выбора между долевым и долговым рынками при принятии решения о финансировании 11

1.2. Теории структуры капитала: анализ проблемы с позиции эмиссионной деятельности компаний 23

1.2.1. Основные теории структуры капитала 25

1.2.2. Принятие решения о финансировании на практике 43

ГЛАВА 2. РЫНОК ЭМИССИОННЫХ ОПЕРАЦИЙ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ 48

2.1. Становление рынка эмиссий Российской Федерации и особенности формирования структуры капитала в российских условиях 48

2.2. Анализ динамики акций российских эмитентов, осуществивших

первичное размещение на внутреннем рынке 70

ГЛАВА 3. МЕТОДИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФОРМИРОВАНИЯ ЭМИССИОННОЙ ПОЛИТИКИ АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА 78

3.1. Формирование основных положений эмиссионной политики компании 78

3.2. Выработка концепции эмиссии при выпуске акционерным обществом обыкновенных и привилегированных акций 92

3.3. Выработка концепции эмиссии облигаций и методика конструирования облигационного займа 104

3.3.1. Определение параметров облигационного займа 110

3.3.2. Выбор вида облигации 125

3.3.3. Особенности эмиссии облигаций на внешнем рынке 137

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 142

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 147

ПРИЛОЖЕНИЯ 156

**Введение к работе**

В современной экономике рынок ценных бумаг является одним из основных механизмов аккумулирования и перераспределения инвестиционного капитала и позволяет предприятиям с помощью эмиссионных операций эффективно решать стоящие перед ними задачи развития.

Компании индустриально развитых стран активно используют эмиссии ценных бумаг для привлечения дополнительного финансирования, увеличения собственной капитализации, секъюритизации кредиторской задолженности, то есть применяют данные операции не только в качестве эффективного инструмента формирования капитала, но и управления им.

Широкое использование корпорациями западных стран эмиссионных операций объясняется целым рядом факторов, среди которых мы бы хотели выделить следующие:

развитый финансовый инжиниринг: высокая квалификация финансовых консультантов и наличие большого количества инструментов на рынке делают возможным эффективное конструирование ценных бумаг под потребности конкретных эмитентов;

налаженная инфраструктура фондового рынка и эффективная работа его профессиональных участников, высокая культура инвестирования населения;

высокий уровень корпоративного управления, в том числе принятия решения о финансировании;

развитая нормативно-правовая база, в том числе неприкосновенность частной собственности как основополагающий принцип законодательства;

высокие количественные показатели фондового рынка (емкость, ликвидность, оборот, число участников и др.);

как совокупность всего вышеперечисленного - низкий уровень рисков проведения эмиссионных операций.

К сожалению, развитие эмиссионных операций пока не достигло такого уровня в Российской Федерации. В ходе экономических преобразований большинство российских предприятий различных отраслей перешли в частные руки, но только часть из них, причем очень небольшая, формировала фондовый рынок, выступая в качестве эмитентов и участников рынка ценных бумаг. Длительное время российский фондовый рынок развивался лишь под влиянием потребностей профессиональных участников рынка и интересов государства как заемщика.

По нашему мнению, развитие российских корпораций, а, в конечном счете, и российской экономики, будет невозможно без выхода национальных предприятий на внутренний и внешний рынки долевого и долгового капитала. Таким образом, развитие рынка ценных бумаг становится жизненно необходимым для формирования России в качестве развитой индустриальной державы, и решение стратегических задач, стоящих перед страной, таких как удвоение ВВП, проведение социальных реформ или модернизация основных фондов, возможно только при условии стабильно развивающегося фондового рынка и эффективного функционирования национальных предприятий как основных его участников. Кроме того, ориентация на рыночную экономику создает колоссальные возможности для увеличения капитализации российских компаний. За счет управления движущими факторами роста акционерной стоимости (инвестиционной привлекательностью ценных бумаг, повышением уровня корпоративного управления, внедрением западных стандартов ведения бизнеса) многие российские компании достигли значительных успехов в своем развитии и сейчас практически не отстают от своих иностранных аналогов, а некоторые,

например, ОАО «Мобильные ТелеСистемы» или ОАО «Газпром», являются лидерами мировой экономики1.

**Актуальность темы исследования.**В этой связи весьма актуальна проблема выработки эмиссионной политики предприятия. Усиление актуальности темы определяется благоприятными изменениями в российской экономике: ростом производства и расширением бизнеса, консолидацией предприятий и переводом холдингов под единую акцию, появлением новых эмиссионных инструментов и расширением круга инвесторов, становлением рынка ценных бумаг и его законодательной базы. Это и предопределило выбор темы исследования.

Актуальность темы исследования во многом обуславливается тем, что менеджмент отечественных предприятий, заинтересованный в привлечении дополнительного финансирования, испытывает значительные трудности при решении связанных с эмиссионными операциями вопросов, среди которых мы выделим:

формирование принципов принятия решений о финансировании, оценку влияния эмиссионной операции на структуру капитала компании, практическое использование теорий структуры капитала;

выбор наиболее оптимального варианта привлечения финансирования;

осуществление подготовительных мероприятий перед эмиссией ценных бумаг;

определение параметров привлекаемого финансирования, конструирование финансового продукта для реализации целей эмиссии и потребностей предприятия;

ОАО «Мобильные ТелеСистемы» на сегодняшний день является крупнейшим оператором сотовой связи в Восточной и Центральной Европе. ОАО «Газпром», по данным журнала Forbes, в 2004 г. заняло 87 место в мире по уровню по уровню капитализации.

оценку влияния на эмиссионную политику компании целого ряда фак  
торов и, как следствие, необходимость управления рисками эмиссионных опе  
раций;

необходимость поддержания вторичного рынка своих инструментов.  
**Цели и задачи исследования. В**силу детального освещения в научных

исследованиях и публикациях правовых, организационных аспектов эмиссионных операций, технологии проведения выпусков ценных бумаг мы не будем заострять на них наше внимание. Автор также считает целесообразным исключить из перечня рассматриваемых вопросов вопросы, связанные с акционированием приватизируемых государственных предприятий.

Целью данной работы является формирование методических рекомендаций по принятию решения об осуществлении, определении параметров и эффективном проведении корпорацией (некредитной и кредитной организацией, зарегистрированной в соответствии с законодательством Российской Федерации) эмиссионных операций на внутреннем и внешнем рынках долевого и долгового капитала.

В соответствии с указанной целью нами были поставлены следующие задачи:

проанализировать финансирование корпораций за счет выпуска долевых и долговых эмиссионных ценных бумаг, плюсы и минусы долевого и долгового финансирования;

рассмотреть теоретический базис управления формированием капитала; определить сущность, цель и функции этого управления; рассмотреть его методологические системы и инструментарий;

исследовать современные методы и теории оптимизации структуры капитала предприятия;

провести анализ рынка первичных эмиссий РФ и определить особенности принятия решений о финансировании в российских условиях;

сформулировать методические рекомендации по выработке эмиссионной политики компании (определению целей и задач эмиссионной политики, в том числе по повышению инвестиционной привлекательности ценных бумаг эмитента, правил и подходов к эмиссионной политике предприятия, управлению рисками эмиссионных операций);

рассмотреть специфику формирования политики компании при выпуске и конструировании долевых и долговых эмиссионных ценных бумаг (соответственно, акций и облигаций) и существующие ограничения, которые должен учитывать менеджмент компании при выпуске данных эмиссионных ценных бумаг.

**Предмет исследования**составляет исследование отношений, возникающих в процессе принятия решений о привлечении дополнительного финансирования посредством эмиссионных операций на долевом и долговом рынке капитала.

В качестве объекта **исследования**представлена финансовая деятельность отечественных корпораций на рынке ценных бумаг.

**Теоретическая и методологическая основа исследования.**Вопросы управления структурой капитала и его формирования достаточно широко освещены в работах зарубежных специалистов: Бейкера М., Ван Хорна Дж., Вуг-лера Дж., Дональдсона Г., Маерса С, Миллера М., Модильяни Ф., Мэйлуфа Н., Риттера Дж., а также в работах специалистов отечественной экономической школы: Бланка И.А. (Украина), Лытнева О.Н., Лисицыной Е.В.

Вопросы функционирования российского рынка ценных бумаг и проведения эмиссионных операций получили развитие в трудах отечественных ученых: Буклемишева О.В., Галанова В.А., Голды З.К., Миркина Я.М., Рубцова Б.

Б., Рудневой Е.В., Семенковой Е.В., а также в публикациях практиков рынка: специалистов ММВБ, агентства Cbonds (Лялина СВ.), Альфа-Банка (Храпчен-ко Л., Гороховской О., Вайна С), Гута-Банка (Деспотули Л.А), ИК «Атон».

В работе использовались обзоры рынка ценных бумаг различных информационных и аналитических агентств, материалы Российской Торговой Системы и ММВБ, **а**также аналитические статьи о различных национальных компаниях и состоянии рынка ценных бумаг, публикуемые журналами «Рынок ценных бумаг», «Индикатор», «Финансовый директор», газетами «Ведомости», «КоммерсантЪ» и другими источниками.

В то же время следует отметить существование «отдельных» пробелов в исследовании проблематики эмиссионных операций. Так, в современной отечественной научной литературе очень мало работ, посвященных принятию решений о финансировании и управлении структурой капитала на практике, а также отсутствуют работы по финансовому инжинирингу (конструированию ценных бумаг) в российских условиях, исследованию поведения рыночного курса и показателей ликвидности акций после первичного размещения.

**В качестве методологической основы исследования**были использованы системный подход, методы сравнения и обобщения, анализ и синтез, метод группировок, метод экспертных оценок и методы исторического и логического анализа теоретического материала. Для обработки статистических данных и построения графиков использовалось приложение Microsoft Excel.

**Научная новизна**работы определяется развитием теоретических взглядов на эффективное проведение эмиссионных операций национальными корпорациями, формирование эмиссионной политики предприятия и конструирование ценных бумаг в соответствии с потребностями компаний. Наиболее существенные элементы приращения научного знания состоят в следующем:

на основе комплексного анализа практики финансирования компаний индустриально развитых стран были обобщены современные подходы к формированию и управлению капиталом предприятий;

развит понятийный аппарат экономической теории в области рынка ценных бумаг путем уточнения такой категории как «управление структурой капитала на предприятии», определена взаимосвязь эмиссионной политики предприятия, политики по управлению структурой капитала и политики формирования капитала компании, и выделен ряд вопросов, которые могут быть решены с помощью создания на предприятии комплексной методики управления структурой капитала;

с целью выявления особенностей принятия решений о финансировании российскими компаниями осуществлено сопоставление основных показателей состояния российского фондового рынка с показателями рынков индустриально развитых стран и проведено исследование специфики эмиссионных операций, проводимых национальными эмитентами;

разработаны методические основы формирования эмиссионной политики компаний: сформулирован алгоритм выработки и реализации эффективной эмиссионной политики, определены цель и задачи эмиссионной политики, проанализированы возможные риски эмиссионных операций и предложена модель подготовки и проведения эмиссионной операции;

разобрана специфика выпуска национальными предприятиями акций и облигаций, определены существующие ограничения для эмиссий и рассмотрен инструментарий определения параметров эмиссий;

с целью повышения эффективности конструирования облигационного займа при определении его параметров предложено разделить его характеристики на базовые, зависящие от характеристик инвестиционного проекта, и

вспомогательные, способствующие размещению ценных бумаг среди выбранной группы инвесторов.

**Практическая значимость работы.**Рассмотренные в работе теории структуры капитала, принципы принятия решений о финансировании должны способствовать успеху менеджмента компании в повышении капитализации предприятий. Сформулированные в диссертации методы и правила, а также рекомендации практического характера, могут применяться отечественными эмитентами для совершенствования своей деятельности в формировании и проведении эмиссионной политики компании, повышении ее эффективности. Содержащийся в работе материал по тематике корпоративного управления и корпоративных финансов, ценных бумаг и биржевого дела может быть использован в учебном процессе на экономических факультетах высших учебных заведений.

**Апробация результатов исследования и публикации.**Результаты исследования рассматривались на заседании кафедры Биржевого дела и ценных бумаг. Основные результаты исследования использовались в деятельности ООО «ИНФИНС - Инвестиционно-Финансовый сервис», предоставляющей консультационные услуги российским эмитентам, и ОАО "Альфа-Банк" при консультировании клиентов по вопросам формирования капитала компаний посредством эмиссионных операций на внутреннем и внешнем фондовых рынках. Материалы работы нашли отражение в 5 публикациях общим объемом 2 (два) п. л.

**Структура и объем работы.**Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений. Ее содержание изложено на 145 страницах машинописного текста (без списка литературы). Список литературы включает 99 наименований, объем приложений - 19 страниц.

## Проблема выбора между долевым и долговым рынками при принятии решения о финансировании

В процессе своей деятельности любая компания вынуждена постоянно принимать решения по вопросам финансирования, а также по пересмотру структуры уже существующих активов и пассивов. Сложившая ситуация может вынудить компанию искать дополнительные ресурсы для расширения своего производства, реализации бизнес проекта, увеличения оборотных средств, а иногда и осуществить трансформацию или пролонгацию своего долга за счет выпуска определенного вида ценных бумаг.

Двумя основными вариантами привлечения дополнительных средств являются внешнее и внутреннее финансирование, то есть финансирование за счет

нераспределенной прибыли предприятия, амортизационных отчислений или привлечение дополнительных средств из внешних источников (ссуд, займов, кредитов и т. д.). В свою очередь внешнее финансирование делится на долевое и долговое. Финансирование, сочетающие элементы сразу двух видов внешнего финансирования называется гибридным.

С точки зрения современной теории финансов и инвестиций при принятии финансово-производственных решений руководство компании будет стремиться к максимальному увеличению стоимости своего предприятия . На практике главным критерием реализации данного подхода является увеличение рыночного курса акций компании. «Рыночный курс акций фирмы представляет собой концентрированное выражение суждений всех участников рынка относи тельно ее стоимости. Он учитывает текущие и ожидаемые значения прибыли на акцию; период и длительность получения прибыли; рискованность операций компании; политику выплаты дивидендов, принятую в фирме; а также другие факторы, сказывающиеся на рыночной цене ее акций» . Курс акций выполняет роль показателя эффективности деятельности корпорации, демонстрируя, насколько успешно руководство фирмы действует в интересах своих акционеров. В случае выбора того или иного варианта финансирования на неэффективном рынке достижение вышеназванной цели функционирования корпорации возможно при комплексной реализации следующих базовых принципов принятия решения о финансировании:

принцип минимизации затрат - совокупные издержки компании по привлечению денежных средств определенным способом должны быть минимальными по сравнению с альтернативными вариантами финансирования проекта (при этом необходимо учитывать и потенциальные выгоды для компании в случае выбора того или иного варианта финансирования);

## Становление рынка эмиссий Российской Федерации и особенности формирования структуры капитала в российских условиях

Ряд экспертов полагает, что российский фондовый рынок вышел на качественно новый уровень: он обогнал по капитализации большинство развивающихся рынков и даже целый ряд стран Западной Европы и, наконец, занял достойное место в экономике. Так, по заявлению председателя ФКЦБ РФ Игоря Костикова в ходе его визита в Японию в ноябре 2003 г., капитализация российского фондового рынка обогнала большинство развивающихся и многие европейские рынки, например Финляндию. Доля российского фондового рынка в ВВП возросла до 43 - 45%, сравнявшись с уровнем такой развитой страны как Германия; наблюдается рост доли на рынке внутренних инвесторов; большая диверсификация. На рынке начали появляться эмитенты других отраслей, и доля добывающих отраслей стала потихоньку снижаться. Если три года назад акции топливно-энергетического сектора составляли 90% в капитализации рынка, то в 2002 г. - 75% , а сейчас - 67 - 68%. Кроме того, отмечаются такие положительные итоги развития отечественного фондового рынка как создание в относительно короткие сроки базовой инфраструктуры рынка и его нормативно-правовой основы, а также целенаправленная и сбалансированная деятельность единого государственного органа регулирования фондового рынка (ФКЦБ России).

По мнению автора данной работы, как, в прочем, многих других независимых экспертов и аналитиков инвестиционных компаний, оснований для подобного оптимизма маловато. Российский рынок ценных бумаг все еще далеко отстает от зарубежных по качественным показателям: по количеству акций в свободном обращении, уровню корпоративного управления и другим параметрам.

Отечественный фондовый рынок не играет в экономике такой роли, как, например, Германии и Финляндии. Российские бизнесмены воспринимают его как индикатор состояния экономики, а не как инструмент привлечения инвестиций. В качестве подтверждения данного вывода приведем результаты исследования, проведенного агентством Коммерсант, в ходе которого в ноябре 2003 г. было опрошено 197 топ менеджеров и руководителей ведущих российских компаний1. Главные выводы опроса:

70% опрошенных считают, что на самом деле фондовый рынок никак не влияет на основные экономические тенденции в стране, поскольку финансовые вливания в российскую экономику производятся за счет прямых инвестиций; предприниматели ставят фондовый рынок на последнее место среди источников получения средств, причем банковские кредиты и прямые инвестиции идут с большим отрывом от заимствований на открытом рынке;

при этом 60% респондентов используют индикаторы фондового рынка в качестве важных показателей, влияющих на планирование деятельности компаний.

## Формирование основных положений эмиссионной политики компании

Основу управления финансовыми ресурсами, доступными для компании в процессе ее развития, составляет управление формированием ее капитала, которое осуществляется за счет использования собственных и привлечения заемных финансовых средств. В целях обеспечения эффективного управления этим процессом на предприятиях разрабатывается специальная политика, направленная на привлечение финансовых ресурсов из различных источников в соответствии с потребностями развития предприятия в будущем.

Под эмиссионной политикой автор данной работы подразумевает обоснованную политику эмитента по привлечению дополнительного финансирования посредством проведения эмиссионных операций и поддержанию вторичного рынка своих ценных бумаг. Целесообразно отметить, что эмиссионная политика компании представляет собой часть общей стратегии формирования капитала компании, осуществляется посредством выпуска эмиссионных ценных бумаг, и неразрывно связана с политикой управления структурой капитала на предприятии, направлешюй на максимальный рост капитализации компании за счет снижеіши стоимости капитала компании и уменьшения его рисков. Для успешной разработки и реализации эмиссионной политики предприятия необходимо использование сформулированных в первом параграфе работы базовых принципов принятия решений о финансировании.

Под эмиссионной операций (эмиссией ценных бумаг) в экономической литературе подразумевается установленная законом последовательность действий предприятия, органа или организации, выпустившего ценные бумаги, по их размещению