Бубнов Сергей Сергеевич. Эмиссия ценных бумаг как способ самофинансирования акционерного общества : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2002 179 c. РГБ ОД, 61:03-8/1019-7

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. Теоретические основы эмиссии ценных бумаг и самофинансирования предприятий

1. Цели и задачи использования механизма эмиссии корпоративных ценных бумаг ... .8

2. Организация долгосрочного финансирования предприятия с помощью эмиссии различных типов ценных бумаг 19

3. Самофинансирование в экономике России и за рубежом 39

ГЛАВА 2. Анализ способов долгосрочного финансирования промышленных предприятий.

1. Анализ потребности предприятий в долгосрочном финансировании 52

2. Классификация и сравнительный анализ возможных видов финансирования предприятий 69

3. Исследование возможностей финансирования предприятий с помощью эмиссии ценных бумаг 85

ГЛАВА 3. Рекомендации по проведению эмиссии ценных бумаг и обоснование ее эффективности

1. Разработка эмиссионной политики предприятия и рекомендации по проведению дивидендной политики 107

2. Методические рекомендации по проведению облигационного выпуска 125

3. Повышение эффективности работы предприятий-эмитентов с андеррайтерами ...143

Заключение 156

Список литературы 162

Приложение 1. Условия кредитования предприятий и организаций

АКББИН- Банк 172

Приложение 2. Условия кредитования предприятий и организаций

АКБ МДМ-Банк 173

Приложение 3. Условия кредитования предприятий и организаций

АКБ Росбанк 175

Приложение 4. Рейтинги эффективности работы отраслей промышленности .178

Приложение 5. Рейтинг андеррайтеров 179

**Введение к работе**

Актуальность темы диссертационного исследования

В настоящее время важнейшей проблемой структурной перестройки российской промышленности является формирование инвестиционного потенциала для расширения и модернизации производственных мощностей предприятий.

Жизненно необходимо обновление производственных мощностей во многих отраслях промышленности. Продукция, выпускаемая российскими предприятиями не может успешно конкурировать с иностранными аналогами, значительно повышаются издержки производства, снижается эффективность труда. Старение и падение эффективности производства уже сами по себе становятся факторами промышленного спада и сокращения прибыли предприятий.

Поиск надежных источников финансирования инвестиционных проектов, реализуемых в целях обновления основных фондов, а также пополнения оборотных средств, может стать экономическим базисом создания высокоэффективных и конкурентоспособных производств, а также позволит обеспечить сохранение наиболее ценных элементов накопленного научно-технического потенциала.

С развитием рыночных отношений появилось множество новых способов для финансирования инвестиционных проектов, например, эмиссия ценных бумаг, и теоретически расширились возможности по привлечению средств. В то же время российские предприятия лишились прежних источников финансирования; так, например, государственная поддержка предприятий в настоящее время сведена к минимуму. Однако многие источники, широко используемые компаниями в странах с развитой рыночной экономикой, продолжают оставаться недоступными для отечественных предприятий вследствие высокой стоимости привлечения данных источников, либо наличия инвестиционных ограничений.

В этой связи, предприятия сталкиваются с необходимостью поиска приемлемого источника финансирования, при этом важными моментами являются ограничения, которые имеют место при использовании того или иного способа финансирования, и стоимость привлекаемых ресурсов.

Акционерное общество - одна из организационно-правовых форм коммерческих организаций - субъектов хозяйственной деятельности, получившая широкое распространение в условиях рыночной экономики. Подавляющее большинство промышленных предприятий организовано в виде акционерного общества.

Акционерные общества обладают одним существенным преимуществом перед хозяйствующими субъектами других организационно-правовых форм, а именно: использование механизма эмиссии акций и облигаций позволяет, с одной стороны, быстро сконцентрировать значительные финансовые ресурсы для реализации крупных инвестиционных проектов, а с другой стороны, не обременять себя обязательствами перед кредиторами.

Эмиссия является эффективным инструментом решения финансовых и управленческих задач.

К числу важнейших задач, которые могут быть решены с помощью эмиссии корпоративных ценных бумаг относятся:

• мобилизация ресурсов на осуществление инвестиционных проектов эмитента;

• расширение и реконструкция производства;

• увеличение собственного капитала общества-эмитента;

• изменение структуры акционерного капитала;

• погашение кредиторской задолженности путем предоставления кредиторам части выпущенных ценных бумаг;

• реструктуризация задолженности организаций по платежам в федеральный и местный бюджеты.

В настоящее время идет процесс активного развития вторичного рынка корпоративных ценных бумаг компаний, так называемого, «второго

эшелона». У банковских структур, иностранных инвесторов, инвестиционных и пенсионных фондов, большой части населения, появилось альтернативная возможность вложения средств, как с целью быстрого получения прибыли в процессе биржевых спекуляций, так и с целью получения доходов в долгосрочной перспективе в виде дивидендов и роста курсовой стоимости ценных бумаг.

Поэтому предприятиям очень важно сейчас не упустить момент и вовремя занять свою нишу на рынке ценных бумаг, зарекомендовать себя в глазах инвесторов как надежного эмитента и наработать положительную кредитную историю с тем, чтобы в дальнейшем получить надежный источник финансирования.

Таким образом, актуальность темы диссертационного исследования заключается в том, что подавляющему числу предприятий реального сектора экономики катастрофически не хватает средств, для модернизации, развития и воплощения в жизнь своих инвестиционных проектов, а количество источников финансирования сильно ограничено в силу того, что многие из них не отвечают реальным возможностям предприятий. Поэтому изучение возможностей самофинансирования, анализ возможных источников долгосрочного финансирования и анализ эмиссии ценных бумаг как одного из способов самофинансирования является насущной проблемой.

Цель и задачи исследования.

Цель работы состоит в теоретическом обосновании эффективности эмиссии ценных бумаг в качестве источника самофинансирования акционерного общества, и разработке практических рекомендаций по ее проведению.

Поставленная в работе цель обусловила решение следующих задач:

• определение потребности отдельных отраслей экономики России в инвестициях;

• выявление специфики эмиссии различных типов ценных бумаг в Российской Федерации;

• определение структуры источников долгосрочного финансирования промышленных предприятий в экономически развитых странах;

• классификация и сравнительный анализ возможных видов финансирования предприятия;

• изучение составляющих, и основных факторов успеха эмиссии, их анализ и усовершенствование; разработка методики предварительной оценки параметров эмиссии;

• разработка стратегии выхода отечественного промышленного предприятия на фондовый рынок;

• разработка практических рекомендаций по проведению эмиссионной и дивидендной политики;

• разработка методических указаний по планированию и проведению эмиссии облигаций;

• совершенствование работы предприятия-эмитента с андеррайтерами.

Объектом исследования является практическая деятельность предприятий реального сектора экономики, в частности, предприятий отрасли пищевой промышленности.

Предмет исследования - процесс проведения эмиссии корпоративных ценных бумаг, приемы и методы, лежащие в основе его проведения.

Степень проработанности проблемы

Несмотря на активное развитие фондового рынка, в 1998-2001 гг. и в предшествующий период, было проведено крайне мало исследований на тему эмиссии корпоративных ценных бумаг. Большинство работ было

посвящено проблемам самого фондового рынка и нигде не было показано его тесной взаимосвязи с предприятиями реального сектора экономики.

Например, в работах Игониной Л.Л., Калиненко И.А., Филиппова В.И. возможность привлечения финансовых ресурсов с помощью эмиссии ценных бумаг лишь упоминается, но не рассматривается.

Работа к.э.н. Целикова Д.М. «Ценные бумаги в системе инструментов финансирования инвестиционной деятельности предприятия» посвящена изучению опыта США и не проведено каких-либо параллелей с российской экономикой.

К.э.н. Сентереев С.Г. в своей работе рассмотрел узко-специфическую проблему реструктуризации военно-промышленного комплекса с использованием механизмов фондового рынка.

Работа Горланова А.В. посвященная непосредственно

совершенствованию эмиссии корпоративных ценных бумаг в России, была написана в 1998 году и на сегодняшний день абсолютно устарела, в связи с прошедшими за четыре года изменениями в экономике России.

В данной работе проводится сравнительный анализ возможных способов финансирования предприятия и подробно рассматриваются возможности использования эмиссии ценных бумаг как способа привлечения финансовых ресурсов на развитие отечественных промышленных предприятий.

Теоретическая и методологическая основа исследования.

Теоретической и методологической основой диссертационной работы послужила литература по практическому применению эмиссии ценных бумаг и других источников финансирования, тематические материалы периодических изданий, а также материалы, полученные в процессе практической работы автора.

В ходе исследования использованы различные данные финансовой отчетности реальных предприятий, на основе которых обосновывается

правильность выдвинутых положений и практическое применение разработанных рекомендаций. В качестве примеров в работе использованы реальные статистические и финансовые данные, наиболее характерно отражающие специфику рассматриваемого вопроса.

При написании работы применялись труды ученых-экономистов, которые внесли заметный вклад в становление базы исследования: Дж. К. Ван Хорна, Я.С. Миркина, М.А. Лимитовского, Е.В. Семенковой, В.Л. Перламутрова, Л.Е Тропаревской, В.В. Кудряшова, Т.Б. Бердниковой, Е.В. Рудневой, материалы института проблем рынка РАН, доклады центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования ИНП РАН, использовались официальные интернет-сайты государственных и коммерческих структур.

Для решения поставленных задач в работе использованы методы системного анализа, метод сравнений и аналогий, метод обобщений, математико-статистические методы: средние величины, графики, табличный метод, метод извлечения.

Научная новизна исследования.

Научная новизна исследования заключается в том, чтобы показать недооцененность и эффективность использования механизма эмиссии ценных бумаг, как источника самофинансирования предприятий реального сектора экономики, в разработке рекомендаций по применению данного механизма в практической деятельности предприятий.

В работе предлагается способ решения серьезнейшей проблемы отечественных промышленных предприятий - недостатка средств для финансирования капиталовложений.

Положения, выносимые на защиту.

В результате проведенных исследований на защиту выносятся следующие научные положения:

Определение понятия «эффективности эмиссии» и факторов на нее влияющих;

Определение основных параметров эмиссии и их характеристик;

Трактовка понятия «самофинансирование» относительно современных рыночных условий;

Определение потребности промышленных предприятий «второго эшелона» в долгосрочном финансировании;

Результаты сравнительного анализа различных способов долгосрочного финансирования предприятия;

Обоснование эффективности использования эмиссии ценных бумаг как способа самофинансирования предприятия;

Разработка практических рекомендаций по подготовке и проведению эмиссионной и дивидендной политики;

Стратегия выхода отечественного промышленного предприятия на фондовый рынок;

Методические рекомендации по планированию и проведению облигационного выпуска;

Рекомендации по повышению эффективности работы предприятий-эмитентов с андеррайтерами.

Апробация результатов и практическая значимость

Основные положения диссертационной работы опубликованы в 3-х научных работах общим объемом 1,3 печатных листа. О результатах исследования были сделаны доклады на научных конференциях.

Результаты ряда направлений исследования нашли применение, будучи приняты ко внедрению предприятиями пищевой промышленности и организациями, оказывающими услуги андеррайтинга и консалтинга, а также нашли отражение в учебном процессе.

## Цели и задачи использования механизма эмиссии корпоративных ценных бумаг

. Главной целью проведения дополнительной эмиссии является, прежде всего, привлечение финансовых средств в акционерное общество с использованием рыночных механизмов привлечения ресурсов.

Цели могут быть краткосрочными - текущее финансирование, пополнение оборотных средств, финансирование непредвиденных расходов, и долгосрочными - финансирование расширения производства, финансирование капитального строительства и модернизации производственного оборудования. В рамках данной диссертации нас интересует проблема финансирования долгосрочных проектов предприятия.

Ключевая задача вторичной эмиссии - обеспечение эффективных условий для притока инвестиций. Кроме того, специалисты по эмиссии корпоративных ценных бумаг выделяют ряд следующих задач, решение которых возможно с помощью эмиссии ценных бумаг: [38,69,97]

изменение профиля предприятия или направление его развития;

расширение или реконструкция производства;

мобилизация ресурсов на осуществление инвестиционных проектов эмитента;

увеличение собственного капитала общества-эмитента;

изменение структуры акционерного капитала;

установление или повышение контроля над капиталом;

погашение кредиторской задолженности путем предоставления кредиторам части выпущенных ценных бумаг;

реструктуризация задолженности организаций по платежам в федеральный и местный бюджеты;

изменение структуры управления.

То, что сегодня многие предприятия не используют дополнительную эмиссию как источник привлечения финансовых ресурсов, свидетельствует об отсутствии четкого представления о механизме ее осуществления и об эффективности данного инструмента.

Однако время и жесткие финансовые реалии настойчиво подводят многих акционеров-учредителей, владельцев акционерных обществ к мысли о приоритетности и необходимости проведения дополнительной эмиссии как способа прежде всего привлечения средств на развитие, модернизацию и расширение производства. Специалисты считают, что больший эффект достигается при более крупной величине дополнительной эмиссии. [59] Это объясняется тем, что расходы на проведение эмиссии, рекламу, иные издержки, связанные с выпуском, перекрываются большим объемом привлеченных инвестиций. Подробнее это положение будет рассмотрено в третьей главе на примере облигационного займа.

Многие предприятия испытывают трудности, связанные с нехваткой финансовых ресурсов. Отсюда неплатежи, нехватка средств для поддержки и развития производства, и т. д. По оценкам специалистов пятая часть предприятий не использует заемные средства. Заметим, что в большинстве случаев это происходит из-за невозможности выплачивать высокие проценты и низкой платежеспособности предприятий. [49]

Проблемы банковского кредитования в качестве альтернативы эмиссии будут подробно рассмотрены во второй главе.

В действительности, такой участок финансового рынка, как вторичный рынок корпоративных ценных бумаг - находится в стадии развития, особенно это относится к ценным бумагам предприятий «второго эшелона».

## Анализ потребности предприятий в долгосрочном финансировании

На сегодняшний день перед многими перспективными предприятиями, которые могли бы динамично развиваться, остро стоит проблема модернизации действующего производственного оборудования и покупки новых технологических линий.

Основными причинами, обуславливающими необходимость долгосрочного финансирования являются следующие:

обновление имеющейся материально-технической базы;

наращивание объемов производства;

расширение номенклатуры выпускаемой продукции;

освоение новых видов деятельности.

Статистические данные показывают, что степень износа основных фондов промышленных предприятий сохраняется на уровне 40-50% (см. таблицу 6).

Коэффициент обновления оборудования в промышленности в 1990 году составлял 6%, а в 1998 - всего лишь 0,1%. При таких темпах, для замены действующего парка оборудования потребуется около 150 лет. И это при том, что две трети производственного оборудования имеет возраст более 15 лет.

За период 1991-2000 г.г. производственные мощности в стране сократились более чем на 30%. Степень износа производственного оборудования в промышленности достигает 70%, а его средний возраст 16 лет (при том, что нормальный срок службы оборудования составляет по мировым стандартам 8-Ю лет, сейчас этому параметру удовлетворяет менее 30%) парка отечественного промышленного оборудования). Почти треть машин и оборудования в промышленности полностью изношены и нуждаются в скорейшей замене. [28]

В некоторых жизненно важных отраслях промышленности недостаточный уровень капиталовложений при высокой степени износа оборудования может привести к необратимым негативным последствиям.

Острой проблемой остается снижение конкурентоспособности российских предприятий, усложнение их адаптации к требованиям внутреннего и внешнего рынков. В условиях открытой экономики сохранение конкурентных позиций отечественной обрабатывающей промышленности на внутреннем рынке невозможно без ее технической реконструкции. Согласно результатам экспертных опросов, проведенных Минэкономики России, наиболее значимыми причинами падения конкурентоспособности российских предприятий в последние годы стали высокие издержки производства и низкое качество продукции, что обусловлено недостатком капиталовложений, износом оборудования и отсутствием в производстве прогрессивных технологий.

Необходимо подчеркнуть, что при сохранении сегодняшнего крайне недостаточного уровня капиталовложений, промышленность страны окажется перед перспективой массового выбытия производственного потенциала в целом ряде важнейших секторов промышленности, включая сельское хозяйство и машиностроение (см. табл. 7). Практически невозможно будет сохранить имеющиеся конкурентные позиции не только на внешнем, но и на внутреннем рынке.

## Разработка эмиссионной политики предприятия и рекомендации по проведению дивидендной политики

Прежде чем приступить к подготовке документов по эмиссии ценных бумаг, эмитенту необходимо определить цели и объем, а также ограничения эмиссии, какие категории и типы ценных бумаг выпускать, на кого или на что ориентировать эмиссию (на мелких инвесторов или крупных приобретателей -юридических лиц, на изменение структуры уставного капитала, смещение баланса сил в управлении обществом или достижение иного результата), как провести размещение выпуска.

Ответы на эти вопросы должны содержатся в концепции эмиссии, которая определяет основные принципы и ориентиры долгосрочной рациональной эмиссионной политики акционерного общества. И хотя по действующему законодательству подготовка концепции эмиссии не является обязательным условием регистрации выпуска ценных бумаг, опыт работы показывает, что разработка концепции - залог успешного размещения выпуска.

Концепция эмиссии может разрабатываться как для одной конкретной эмиссии, так и для целого комплекса последовательно проводимых эмиссий (см таблицу 18).

Содержание концепции эмиссии определяется многими факторами: юридическим статусом и социальным значением эмитента, целями его эмиссионной политики, ограничениями на выпуск и размещение ценных бумаг, уровнем ликвидности уже выпущенных ценных бумаг, прогнозом экономического развития эмитента и др. Вместе с тем, можно выделить несколько общих требований, которым должна отвечать концепция.

Во-первых, ее разработка должна быть увязана с общей стратегией развития эмитента, а представленные в ней цели и условия проведения эмиссионной политики, анализ вариантов эмиссии должны исходить из целей и задач развития эмитента на прогнозируемую перспективу. Например, потребность в ресурсах, мобилизуемых путем размещения новых выпусков ценных бумаг, должна определяться исходя из инвестиционных программ эмитента.

Во-вторых, концепция должна учитывать сложившееся состояние рынка ценных бумаг, формулировать тенденции изменения структуры акционерного капитала эмитента и предлагать рекомендации по проведению соответствующей эмиссионной политики (поддержание ликвидности собственных акций, их листинг, приобретение собственных ценных бумаг и др.) в зависимости от конкретной ситуации.