Исаев, Максим Владимирович. Стоимостный подход к формированию стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Исаев Максим Владимирович; [Место защиты: Ин-т экономики, права и гуманит. специальностей].- Краснодар, 2012.- 192 с.: ил. РГБ ОД, 61 12-8/2341

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава 1. Теоретические основы исследования стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг 3**

1.1. Эмиссия корпоративных ценных бумаг: понятие, классификация и роль в системе формирования финансовых ресурсов предприятия. 15

1.2. Сущность стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг и факторы, ее определяющие 28

1.3. Концепция эмиссионной стратегии с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием 41

**Глава 2. Практические аспекты реализации стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг 53**

2.1. Эмиссия корпоративных ценных бумаг как инструмент привлечения финансовых ресурсов предприятиями в российской экономике 53

2.2. Анализ стратегии привлечения финансовых ресурсов российских предприятий на рынке ценных бумаг 69

2.3. Влияние эмиссионной стратегии на эффективность деятельности отечественных предприятий 84

**Глава 3. Механизм формирования стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием 98**

3.1. Выбор критерия эффективности стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг 98

3.2. Выделение ключевых показателей эффективности эмиссионной стратегии предприятия 114

3.3. Оценка эффективности эмиссионной стратегии с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием 126

Заключение 143

Список использованных источников

* [Сущность стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг и факторы, ее определяющие](http://www.dslib.net/finansy/stoimostnyj-podhod-k-formirovaniju-strategii-privlechenija-finansovyh-resursov.html#5131681)
* [Концепция эмиссионной стратегии с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием](http://www.dslib.net/finansy/stoimostnyj-podhod-k-formirovaniju-strategii-privlechenija-finansovyh-resursov.html#5131682)
* [Анализ стратегии привлечения финансовых ресурсов российских предприятий на рынке ценных бумаг](http://www.dslib.net/finansy/stoimostnyj-podhod-k-formirovaniju-strategii-privlechenija-finansovyh-resursov.html#5131683)
* [Выделение ключевых показателей эффективности эмиссионной стратегии предприятия](http://www.dslib.net/finansy/stoimostnyj-podhod-k-formirovaniju-strategii-privlechenija-finansovyh-resursov.html#5131684)

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.** Задачи технологической модернизации, диверсификации хозяйственной деятельности, повышения конкурентоспособности российских компаний требуют разработки эффективных механизмов обеспечения предприятий финансовыми ресурсами с использованием перспективных инструментов финансирования. Одним из таких инструментов на современном этапе развития отечественной экономики выступают корпоративные ценные бумаги. Эмиссия корпоративных ценных бумаг способствует привлечению финансовых ресурсов, снижению стоимости финансирования, оптимизации структуры капитала, повышению уровня корпоративного управления, статуса, открытости и эффективности бизнеса. В условиях глобализации финансовых рынков, макроэкономической нестабильности, обострения конкуренции между субъектами хозяйствования, определяющих повышение роли стратегического аспекта деятельности предприятия, возрастает необходимость разработки стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг с учетом требований стоимостного подхода к управлению предприятием.

Стоимостный подход, согласно фундаментальным положениям современной теории финансового менеджмента, предполагает сосредоточение усилий функционирования предприятий на увеличении их обоснованной стоимости, гармонизирует экономические интересы всех субъектов, связанных с деятельностью предприятия, обеспечивает оптимальное сочетание текущих и стратегических целей, направлен на долгосрочное развитие предприятия. В этой связи особую теоретическую и практическую значимость приобретают научное осмысление и обоснование стоимостного подхода к формированию стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг, разработка моделей и инструментов, обеспечивающих реализацию этой стратегии.

**Степень научной разработанности проблемы.** К настоящему моменту отечественными и зарубежными исследователями достаточно полно изучены особенности выпуска и обращения ценных бумаг. Особое внимание данным проблемам уделено в работах Александера Г., Басова А., Бейли Дж., Брейли Р., Воробьевой З., Галанова В., Гарнера Д., Гвардина С., Геддеса Р., Грегориу Г., Гулькина П., Добашиной И., Конвей Р., Лосева С., Лукашова А., Майерса С., Миркина Я., Никоновой И., Оуэна Р., Павловой Л., Рубцова Б., Рудневой Е., Синенко А., Синициной Н., Шарпа У. и других. При этом количество научных работ, посвященных комплексному анализу стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг, продолжает оставаться незначительным, а сами исследования, как правило, отличаются недостаточной степенью теоретической разработки проблем.

Вопросам обеспечения предприятий финансовыми ресурсами посвящены работы Барулина С., Бланка И., Бочарова В., Гусевой Е., Дробозиной Л., Игониной Л., Ковалева А., Левчаева П., Нарского В., Поляк Г., Родионовой В., Романенко О., Романовского М., Стояновой Е. и других.

Проблемы стратегического управления предприятиями рассматриваются в работах Аакера Д., Ансофа И., Друкера П., Клейнера Г., Минцберга Г., Стрикленда А., Томпсона А., Хоминич И., Чендлера А., Чернышева М., Эндрюса К. и других.

Возможности стоимостного подхода к управлению предприятием исследуются в работах Бендера Р., Волкова Д., Ворда К., Дамодарана А., Дженсена М., Ивашковской И., Каплана Р., Козыря Ю., Коллера Т., Коупленда Т., Муррина Дж., Нортона Д., Раппапорта А., Редченко К., Росса И., Стюарта Б., Тепловой Т., Черемушкина С., Штерна К. и других.

Работы указанных авторов внесли ценный вклад в развитие идеи диссертационной работы. Вместе с тем, их анализ позволил выявить неразработанные аспекты проблемы, связанные с необходимостью исследования стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг под углом зрения стоимостного подхода к управлению предприятием.

Теоретическая и практическая значимость проблемы стоимостного подхода к формированию стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг на современном этапе развития экономики России, степень ее научной разработки обусловили выбор темы, цель и задачи диссертации.

**Цель и задачи исследования.** Цель диссертационного исследования состоит в разработке концептуальных и методических основ формирования стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием на современном этапе экономического развития России.

Достижение указанной цели потребовало решения ряда взаимосвязанных задач:

уточнить экономическое содержание понятия «эмиссия корпоративных ценных бумаг»;

исследовать сущность стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг;

разработать концепцию формирования стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием;

проанализировать стратегии привлечения финансовых ресурсов российских предприятий на рынке ценных бумаг;

оценить влияние стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг на эффективность деятельности отечественных предприятий;

обосновать выбор стоимостного критерия эффективности стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг;

предложить алгоритм оценки эффективности привлечения финансовых ресурсов предприятием на рынке ценных бумаг в текущем периоде;

разработать методический инструментарий оценки эффективности стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг под углом зрения стоимостного подхода к управлению предприятием.

**Объектом исследования** является процесс формирования стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг в его объективно обусловленной связи с управлением стоимостью отечественных предприятий.

**Предметом исследования** являются финансовые отношения, возникающие в процессе формирования стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг в рамках стоимостного подхода к управлению предприятием на современном этапе развития российской экономики.

**Область исследования.** Диссертационное исследование выполнено в рамках Паспорта научных специальностей ВАК РФ 08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит, раздела 3 «Финансы хозяйствующих субъектов», п. 3.20 «Источники финансирования хозяйствующих субъектов, проблемы оптимизации структуры капитала», п. 3.27 «Финансовая стратегия корпораций»; раздела 6 «Рынок ценных бумаг и валютный рынок», п. 6.3 «Разработка методологических основ и принципов управления эмиссией и перераспределения ценных бумаг в масштабах страны и регионов».

**Теоретико-методологической основой исследования** выступают разработанные в научных трудах отечественных и зарубежных авторов принципиальные положения и выводы в области финансового менеджмента, финансов предприятий, финансового анализа и рынка ценных бумаг. В процессе исследования были использованы концепции ценностно-ориентированного управления, денежного потока, временной ценности денежных ресурсов, компромисса между риском и доходностью, стоимости капитала, эффективности рынка капитала, асимметрии показателей, агентских отношений, альтернативных затрат, временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта.

**Инструментарно-методический аппарат работы.** В процессе работы использовались общенаучные методы познания экономических явлений, такие как системный подход, анализ и синтез, дедукция и индукция, моделирование изучаемых процессов путем их описания, сопоставления, сравнения и обобщения, а также ряд частных приемов сравнительного, экономико-статистического и прогностического анализа.

**Информационно-эмпирическую базу исследования** составили монографии, научные статьи, тезисы докладов и публикаций российских и зарубежных авторов по проблемам обеспечения предприятий финансовыми ресурсами, стратегического управления и управления стоимостью предприятий, информационные, аналитические материалы и экспертные оценки российских и зарубежных информационных и аналитических агентств, статистические данные, опубликованные в монографической литературе, периодической печати, финансовая отчетность отечественных предприятий, ресурсы сети Интернет, собственные расчеты соискателя.

**Нормативно-правовая база диссертации** представлена федеральными законами, постановлениями Правительства Российской Федерации, Федеральной службы по финансовым рынкам РФ, нормативными и инструктивными актами Российской Федерации, регламентирующими сферы управления финансами предприятий и рынка ценных бумаг.

**Рабочая гипотеза диссертационного исследования** исходит из предположения о взаимосвязи стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг и обоснованной стоимости предприятия, максимизация которой с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием выступает приоритетным критерием эффективности стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг.

**Основные положения диссертации, выносимые на защиту.**

С повышением роли финансовых рынков в отечественной экономике увеличивается значимость эмиссии корпоративных ценных бумаг как инструмента финансирования хозяйственной деятельности российских предприятий. Посредством эмиссии ценных бумаг предприятия решают широкий перечень финансовых, управленческих и организационных задач: привлечение финансовых ресурсов, повышение стоимости компании, оптимизация структуры капитала, совершенствование организационной структуры, повышение уровня корпоративного управления. Дополнительный импульс развитию рынка корпоративных ценных бумаг России придает тенденция секьюритизации финансового рынка, которая представляет собой замещение традиционных способов привлечения финансовых ресурсов инструментами рынка ценных бумаг.

Эмиссия корпоративных ценных бумаг отличается сложностью и многообразием форм, методов и параметров, характеризует отношения между различными участниками рынка ценных бумаг, определяет положение компании на фондовом рынке, ориентирована на долгосрочную перспективу, что объясняет необходимость формирования стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг. На стратегию привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг влияет совокупность факторов, которая может быть классифицирована по месту возникновения (внешние и внутренние) и характеру влияния (институционально-правовые, финансово-экономические и социально-управленческие). Учет данных факторов воздействует на определение параметров эмиссии корпоративных ценных бумаг: вид ценной бумаги, способ размещения ценных бумаг, объем эмиссии ценных бумаг, цена размещения ценных бумаг (способ определения цены размещения ценных бумаг), время проведения эмиссии ценных бумаг, место размещения ценных бумаг, консультанты эмиссии ценных бумаг.

Под концепцией стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием понимается система научно-обоснованных и обобщающих практический опыт принципов, отражающих замысел стратегии и определяющих процесс ее разработки. Среди указанных принципов можно выделить общие принципы, совпадающие с принципами формирования корпоративной стратегии, а также ряд специфических принципов, характерных исключительно стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг.

Исследование стратегий привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг, проведенное на примере компаний металлургического сектора России, позволяет выявить следующие значимые характеристики: тип стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг соответствует типу корпоративной стратегии предприятия (агрессивный, умеренный, консервативный); в структуре заемных источников финансирования увеличивается удельный вес облигаций; привлечение финансовых ресурсов посредством первоначального публичного предложения акций (IPO) осуществляется преимущественно на зарубежных фондовых рынках.

Анализ влияния стратегии привлечения финансовых ресурсов российских металлургических предприятий на рынке ценных бумаг свидетельствует о том, что традиционные инструменты оценки эффективности не позволяют в полной мере проанализировать эффективность осуществляемой стратегии, поскольку отсутствует единый критерий, способный отразить в едином комплексе все аспекты эмиссионной деятельности. На стратегию привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг влияют не только количественные факторы, но и качественные факторы, которые сложно оценить посредством традиционных показателей, поэтому к формированию стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг следует подходить с позиции стоимостного подхода, который объединяет количественные и качественные факторы, а также предоставляет единый критерий – увеличение обоснованной стоимости предприятия – для оценки эффективности эмиссионной деятельности в перспективном периоде.

Компаративный анализ методических возможностей основных показателей и моделей оценки стоимости предприятия, представленных в экономической литературе, позволяет обосновать необходимость использования в качестве критерия эффективности стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг показатель экономической добавленной стоимости (EVA). EVA определяет воздействие стоимости финансовых ресурсов и соотношения источников финансирования на изменение стоимости компании, объединяет возможности учетного (бухгалтерского) и финансового (стоимостного) подходов, сочетает простоту расчета и ясность итогового результата, позволяет легко разложить конечный результат на множество факторов стоимости для оценки эффективности стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг как на уровне компании в целом, так и на уровне отдельных ее подразделений и сотрудников.

Алгоритм оценки эффективности привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг в текущем периоде включает четыре этапа. На первом этапе определяются задачи, исходя из анализа факторов внешней и внутренней среды и факторов стоимости, с учетом принципов стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг и в соответствии с выбранными параметрами эмиссии ценных бумаг. На втором этапе выделяются ключевые показатели эффективности (КПЭ), исходя из поставленных задач. На третьем этапе устанавливаются целевые значения КПЭ. На четвертом этапе разрабатывается мотивационная программа, которая включает следующие элементы: вес показателя эффективности; размер премии (в процентах) для каждого показателя в зависимости от выполненного результата; периодичность мотивации; величина (методика расчета) премиального фонда; ответственность в случае недостижения целевых значений КПЭ в виде штрафов (вычетов из заработной платы) или другой меры ответственности; итоговая формула, рассчитывающая размер премии (штрафа) сотрудника в зависимости от достигнутых результатов.

Оценка эффективности стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием может быть осуществлена посредством построения трехмерной матрицы, отражающей зависимость структуры источников финансирования от изменения стоимости компании. Предложенная матрица имеет следующие оси координат: абсолютное значение показателя экономической добавленной стоимости; соотношение собственных и заемных средств; соотношение размера кредитных ресурсов и средств, привлеченных путем выпуска облигаций. Трехмерная матрица соотношения источников финансирования и стоимости компании является способом визуального представления результатов стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг, позволяет осуществить как анализ ее эффективности, так и выбор оптимальной структуры капитала компании под углом зрения создания добавленной экономической стоимости.

**Научная новизна исследования** заключается в обосновании концепции стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием на современном этапе экономического развития России, а также разработке моделей и инструментов, обеспечивающих ее практическую реализацию.

К конкретным элементам приращения научного знания относятся:

уточнено определение эмиссии корпоративных ценных бумаг как выпуска в обращение ценных бумаг, осуществляемого в установленном законом порядке и последовательности для решения финансовых, управленческих и организационных задач предприятия с учетом интересов участников рынка ценных бумаг. В отличие от имеющихся трактовок эмиссии ценных бумаг данное определение наиболее полно отражает сущность эмиссии корпоративных ценных бумаг посредством выделения основных ее признаков: наличия регламента, задач и условия успешного размещения ценных бумаг;

раскрыто экономическое содержание стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг, под которой понимается способ осуществления финансовой деятельности предприятия, направленный на привлечение финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг, включающий определение долгосрочных целей эмиссии корпоративных ценных бумаг и путей их достижения в соответствии с заранее установленными правилами, принципами и критериями. В отличие от существующих в экономической литературе трактовок, отражающих нормативный характер эмиссионной деятельности, данное определение выделяет основные ее элементы: долгосрочные цели, пути их достижения, критерии, правила и принципы;

разработана концептуальная модель формирования стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием. В отличие от представленных в экономической литературе подходов к управлению эмиссионным процессом, описывающих последовательность действий по выпуску и размещению ценных бумаг, предложенная концепция включает: выбор стоимостного критерия эффективности; установление принципов стратегии, определяющих общие условия ее формирования и границы ее реализации; анализ внешних и внутренних факторов и факторов стоимости; выбор параметров эмиссии корпоративных ценных бумаг; выделение ключевых показателей эффективности для оценки эффективности привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг в текущем периоде;

обоснована классификация показателей и моделей оценки стоимости предприятия в зависимости от используемой базы расчета: показатели и модели, использующие рыночные оценки; показатели и модели, базирующиеся на денежных потоках; показатели и модели, основанные на экономической прибыли. В отличие от имеющихся в экономической литературе классификационных признаков предложенная классификация показателей и моделей оценки стоимости предприятия концентрирует внимание на существенной информации, необходимой для принятия решения о выборе критерия эффективности – данных, лежащих в основе его расчета;

предложен алгоритм оценки эффективности привлечения финансовых ресурсов предприятием на рынке ценных бумаг в текущем периоде, включающий постановку задач, формирование ключевых показателей эффективности, составление перечня мероприятий, направленных на их реализацию, создание мотивационной программы, повышающей заинтересованность персонала к увеличению производительности своей деятельности; разработан методический инструментарий матричного моделирования, позволяющий осуществить эффективность эмиссионной деятельности в стратегическом периоде посредством построения трехмерной матрицы, отражающей зависимость структуры источников финансирования и обоснованной стоимости предприятия.

**Теоретическая значимость работы** заключается в том, что полученные в ходе работы предложения и выводы дополняют положения финансового менеджмента и финансов предприятия, могут являться основой будущих исследований в области корпоративных финансовых отношений и рынка ценных бумаг.

**Практическая значимость диссертационного исследования** состоит в разработке инструментария формирования, управления и оценки эффективности стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием, который может быть использован в хозяйственной практике отечественных предприятий в процессе привлечении финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг, а также применяться в практике преподавания учебных курсов: «Рынок ценных бумаг», «Финансы предприятий», «Финансовый менеджмент».

**Апробация результатов исследования.** Основные положения, выводы и практические рекомендации работы докладывались на международных и российских научно-практических конференциях в городах Волгоград, Геленджик, Краснодар, Пятигорск, Саратов, Тула в 2008 – 2012 гг.

Основные положения работы отражены в 14 научных публикациях общим объемом 5,0 п.л., из них авторский вклад – 4,6 п.л.

**Структура диссертации** включает введение, три главы, девять параграфов, заключение, список использованных источников (197 наименований). Работа содержит 19 таблиц, 13 рисунков и 21 приложение.

## Сущность стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг и факторы, ее определяющие

Совершенствование рыночной экономики, научно-технический прогресс, усиление конкуренции и постоянный рост диверсификации бизнеса привели к необходимости формирования и использования методов стратегического управления на предприятии. Сегодня ни один хозяйствующий субъект не в состоянии добиться превосходства на рынке без эффективной стратегии своего развития.

Понятие «стратегия» (от греч. stratos - войско, ago - веду) происходит из военной терминологии, где под стратегией понимается искусство размещения и координации боевых сил на поле битвы для обеспечения победы. В рыночной экономике, как и на войне, лидирует та компания, которая наиболее эффективно формирует и направляет ресурсы для реализации своих целей. Современное определение данного термина заимствовано из теории игр, где под стратегией понимается «комплекс действий компании, сформированный в соответствии с характером определенной ситуации».1

М. Мескон, М. Альберт и Ф. Хедоури приводят следующее определение данного понятия; «детальный, всесторонний комплексный план, предназначенный для того, чтобы обеспечить осуществление миссии предприятия и достижение его цели».2 Очевидным является то, что стратегия должна быть направлена на достижение определенной цели компании. Однако стратегия должна быть ориентирована на долгосрочную перспективу. Поэтому некорректно рассматривать стратегию как «детальный, всесторонний план», так как долгосрочная перспектива позволяет планировать лишь общее направление развития предприятия.

А. Чендлер дает следующую трактовку данного термина: «стратегия - это определение основных долгосрочных целей и задач предприятия, принятие курса действий и распределение ресурсов, необходимых для выполнения поставленных целей». Именно в стратегии автор видит основу создания организационной структуры и системы управления. Разработку стратегий он связывает с переходом промышленных предприятий к широкому производству товаров и услуг, новым технологиям, формированием национального товарного рынка, появлением нового типа управленческого персонала, заинтересованного в повышении эффективности деятельности компании. А. Чендлер полагает, что целью деятельности предприятия в рыночной экономике является формирование крупной, конкурентоспособной и диверсифицированной компании. Вместе с тем, автор отмечает, что пути достижения данной цели могут быть различны, поскольку в процессе формирования и реализации стратегии менеджер может руководствоваться широким перечнем инструментов и методик. Данное определение стратегии часто дополняется требованием экономичности для принимаемых руководством решений: «стратегическая альтернатива определяется путем сопоставления возможностей и ресурсов корпорации с учетом приемлемого уровня риска». К. Эндрюс в отличие от А. Чендлера, рассматривающего стратегию как процесс, обращается к нормативным аспектам данной категории. Под стратегией автор понимает «формулирование целей, задач и намерений фирмы, а также основных планов и политики по их достижению».2 К. Эндрюс подчеркивает, что цели и задачи определяют направления, в которых предприятия работают в настоящее время или планируют работать в будущем, дают общую картину предприятия и новую форму, которую они стараются достичь.

Основным недостатком определений А. Чендлера и К. Эндрюса является то, что они исходят из множественности целей деятельности предприятия. Вряд ли можно с этим согласиться. По мнению соискателя, более верным является позиция М.Дженсена, который считает, что «множественность целей - это их отсутствие».3

А.А. Томпсон и А.Дж. Стрикленд считают, что стратегия - это «совокупность действий управляющих, способствующих достижению целей организации; действующая стратегия компании частично спланирована и частично реагирует на изменяющиеся обстоятельства».4 На наш взгляд, в данном определении стратегия имеет определенную косность в отношении частичной реакции, что приводит к недостаточной оценки роли стратегии в деятельности предприятия. Мы полагаем, что стратегия охватывает широкий перечень инструментов реагирования на постоянно изменяющуюся внешнюю и внутреннюю среду, поэтому частичную реакцию можно отнести к мероприятиям тактического управления, а не стратегического.

Следует отличать стратегию компании от ее политики. Политика определяет провозглашаемые намерения предприятия, призвана ориентировать процесс принятия решений в нужном для стратегии направлении. Таким образом, политика является инструментом реализации стратегии предприятия.

Проанализировав различные научные подходы к сущности стратегии компании, уточним ее определение. По мнению соискателя, стратегия - это способ осуществления хозяйственной деятельности предприятия, включающий определение долгосрочных целей и путей их достижения в соответствии с заранее установленными правилами, принципами и критериями.

Рассмотрение термина «стратегия» заложило основы для анализа категории «стратегия привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг». В качестве синонима данной категории в настоящей работе используется понятие «эмиссионная стратегия предприятия».

## Концепция эмиссионной стратегии с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием

Анализируя эмиссионную стратегию в 2002-2003 гг. можно отметить значительное увеличение объемов и сроков обращения облигаций, а также сокращение стоимости заимствования. Если в 2001 году максимальный объем эмиссии составлял 315 млн. руб., а срок обращения - 1 год, то в 2003 году объем выпуска облигаций достиг 900 млн. руб. на отечественном фондовом рынке и 300 млн. долл, на зарубежном рынке. При этом стоимость заимствования снизилась до 8-9%.

По состоянию на конец 2003 года задолженность по облигациям всех выпусков, находящихся в обращении, достигла 13,6 млрд. руб. (14,9% от общего объема источников финансирования). В 2004 году ОАО «ММК» продолжило наращивать долговую нагрузку посредством привлечения банковских кредитов. В целом, к концу 2004 году удельный вес заемных средств в структуре источников финансирования достиг 25,1%, что являлось максимальной долговой нагрузкой на протяжении 2000-2010 гг. (приложение 12).

Значительный рост долговой нагрузки был связан с аккумулированием средств для покупки акций ОАО «ММК», находящихся в собственности ОАО «Мечел», а также для участия компании в аукционе по продаже государственного пакета акций. Так, в декабре 2004 года ОАО «ММК» приобрело у ОАО «Мечел» 16,6% обыкновенных и 11,8% привилегированных акций ОАО «ММК» общей стоимостью 24,1 млрд. руб. В этом же месяце ОАО «ММК» выиграло аукцион по продаже государственного пакета акций: стоимость 23,8% обыкновенных акций составила 21,9 млрд. руб. Итоговым результатом данных сделок стала консолидация акционерного капитала компании: по состоянию на конец 2004 года в собственности менеджмента находилось 98,3% обыкновенных и 87,3% привилегированных акций предприятия.

Следующим этапом эмиссионной стратегии стало проведение первоначального публичного предложения акций (IPO). Первый шаг на пути к IPO ОАО «ММК» сделало в декабре 2005 года, осуществив процедуру допуска к торгам на РТС и ММВБ. До публичного предложения ликвидность акций ОАО «ММК» была незначительной. По оценкам специалистов на фондовом рынке обращалось примерно 1,5% акций компании.

В январе 2007 года ФСФР зарегистрировала дополнительный выпуск и проспект эмиссии ценных бумаг, позволяющий разместить 1,45 млрд, акций. Также было получено разрешение на предложение не более 25% акций за пределами России. Основной площадкой для предложения акций стала Лондонская фондовая биржа, на которой традиционно проводили IPO отечественные металлургические предприятия. Организаторами IPO были выбраны Ренессанс Капитал, ABN Amro и Morgan Stanley. Совместным ведущим менеджером было назначено ОАО «Газпромбанк». Организаторы предложения акций определили ценовой диапазон в размере 0,94-1,19 долл, за акцию. IPO состоялось 23 апреля 2007 года по цене 0,96 долл. (24,73 руб.) за акцию. В результате публичного предложения компания реализовала 1,04 млрд, акций дополнительного выпуска (8,9% акций от увеличенного уставного капитала). Общая сумма привлеченных средств составила 25,7 млрд, руб., которые были направлены на финансирование инвестиционной программы комбината.

В течение 2004-2008 гг. ОАО «ММК» постепенно сокращал долговую нагрузку. Так, удельный вес заемных средств в общем объеме источников финансирования, равный 25,1% в 2004 году, снизился до 12,2% в 2008 году. В течение 2004-2008 гг. компания не размещала новые выпуски облигаций. Таким образом, ОАО «ММК» сохраняло умеренную финансовую и эмиссионную стратегию.

После того как был введен новый инструмент на рынке корпоративных облигаций - биржевые облигации - ОАО «ММК» начало подготовку к их выпуску. В 2009 году ОАО «ММК» разместило два выпуска трехлетних биржевых облигаций. Первый выпуск биржевых облигаций объемом 5 млрд, руб. и сроком обращения 3 года был размещен в ноябре 2009 года. Второй выпуск биржевых облигаций был размещен спустя месяц, в декабре 2009 года. Объем эмиссии облигаций был увеличен до 10 млрд, руб., срок обращения составил 3 года. Ставка первого купона биржевых облигаций серии БО-02 определялась в ходе аукциона и составила 9,7%). В 2010 году компания разместила еще два выпуска биржевых облигаций со сроком обращения 3 года на общую сумму 13 млрд. руб. Ставка первого купона по первому выпуску, размещенному в 2010 году, составила 7,65%, по второму -6,47% (таблица 2.2.4).

## Анализ стратегии привлечения финансовых ресурсов российских предприятий на рынке ценных бумаг

В целом, модель CVA показывает величину дохода (добавленной стоимости), который был получен сверх затрат на стратегическое развитие. Абсолютный показатель добавленной денежной стоимости дополняется авторами модели относительным показателем - индексом CVA, который рассчитывается в двух вариантах: однопериодный индекс (отношение операционного денежного потока к требуемому операционному денежному потоку в текущем периоде) и кумулятивный индекс (отношение приведенной стоимости операционных денежных потоков к приведенной стоимости требуемых операционных денежных потоков в течение всего срока использования стратегических инвестиций). Индекс CVA удобно использовать для сравнения деятельности компаний с родственными характеристиками.

Следует отметить, что использование модели CVA в качестве критерия эффективности деятельности предприятия также не лишено недостатков, основным из которых является сложность расчета величины стратегических инвестиций. На практике бывает трудно разграничить стратегические и поддерживающие инвестиции. Кроме того, стратегические инвестиции осуществляются не единовременно, а частями, распределенными во времени, что усложняет анализ результативности в рамках данной модели и требует большего объема расчетов. Другие недостатки связаны с использованием общих для больщинства показателей (моделей оценки) стоимости компании элементов: определение срока экономического использования инвестиций; расчет средневзвещенной стоимости капитала и условное принятие данной величины в качестве постоянной; определение денежных потоков, создаваемых инвестициями; внесение корректировок.

Рассмотрим теперь группу показателей, основанных на экономической прибыли (Economic Profit, ЕР). Ряд исследователей называют ее также остаточной прибылью (Residual Income, RI).

Одним из первых экономистов, обосновавших концепцию экономической прибыли, был А.Маршалл, который полагал, что при определении результатов деятельности компании нужно учитывать не только расходы, фиксируемые в бухгалтерском учете, но также и альтернативные издержки привлечения капитала. Еще в 1890 году автор писал: «Остаток от прибыли после вычитания из нее процента на его капитал по текущему курсу (а также расходов на страхование) обычно называют предпринимательским, или управленческим, доходом». Экономическую прибыль рассчитывают следующим образом: ЕР=ЕВ1-СС (3.22) где EBI-прибыль до уплаты процентов, но после налогообложения (операционная прибыль); СС - затраты на капитал.

На основе показателя экономической прибыли Б. Стюарт и Дж. Стерн разработали в 1982 году модель экономической добавленной стоимости (Economic Value Added, EVA). Показатель EVA авторы определили как разницу между чистой операционной прибылью и затратами на капитал. Отличием экономической добавленной стоимости от показателя экономической прибыли является необходимость внесения корректировок в бухгалтерскую отчетность предприятия для ее расчета. Наиболее существенными из них являются: - корректировка на величину отложенного налога на прибыль; - корректировка на величину созданных оценочных резервов (резервов сомнительных долгов, на обесценение материальных ценностей, финансовых вложений); -капитализация расходов на научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы (НИОКР); - корректировки при учете деловой репутации; - корректировки при использовании лизинга. Как и любая модель оценки стоимости предприятия, показатель экономической добавочной стоимости имеет ряд недостатков, к числу которых можно отнести следующие: -экономическая добавленная стоимость рассчитывается на основе данных бухгалтерской отчетности, что снижает степень достоверности конечного результата; -для определения EVA требуется проведение многочисленных корректировок бухгалтерской отчетности, что увеличивает сложность расчета показателя; - при сопоставлении значений показателя EVA различных компаний не учитывается масштаб их деятельности; -модель EVA не учитывает долгосрочные перспективы развития предприятия, поскольку затраты на реализацию крупных инвестиционных проектов уменьшают текущее значение показателя экономической добавленной стоимости; -при расчете показателя экономической добавленной стоимости используется показатель рентабельности инвестированного капитала, который не соответствует действительной норме доходности предприятия, поскольку на начальном этапе реализации инвестиционного проекта завышен, а на заключительном - занижен.

Наличие недостатков модели EVA потребовало от ее авторов разработки дополнительного инструмента оценки стоимости компании -показателя рыночной добавленной стоимости (Market Added Value, MVA), который был определен как дисконтированная стоимость будущих значений экономической добавленной стоимости:

## Выделение ключевых показателей эффективности эмиссионной стратегии предприятия

В работе рассмотрена эволюция подходов к определению цели функционирования предприятия и сделан вывод о доминировании в современной теории финансов двух противоположных концепций: теории заинтересованных лиц и теории максимизации стоимости предприятия. Теория заинтересованных лиц утверждает, что эффективные управленческие решения должны приниматься с учетом интересов всех заинтересованных сторон компании: кредиторов, инвесторов, сотрудников, потребителей, общество, правительственные органы и окружающую среду. Основным предметом исследования теории заинтересованных лиц является взаимодействие различных заинтересованных сторон, а смысл и причина существования организации заключается в удовлетворении их законных интересов. Таким образом, целевая функция является многофакторной и требует многокритериальной системы оценки эффективности деятельности компании.

Сторонники теории увеличения стоимости полагают, что традиционные критерии (прибыль, рентабельность, объем производства, доля рынка) не позволяют в полной мере оценить эффективность функционирования предприятия, поскольку такой показать должен основываться как на прошлых результатах деятельности компании, так и прогнозных значениях относительно доходов и других поступлений, позволять оценить как количественные характеристики деятельности предприятия, так и его качественные составляющие, быть достоверным, точным, обоснованным и комплексным. Таким критерием с позиции теории максимизации стоимости является увеличение обоснованной стоимости компании в долгосрочной перспективе.

В диссертации подходы к управлению на основе теории заинтересованных лиц и максимизации стоимости были комбинированы, используя их методологические возможности. Одним из инструментов оценки эффективности деятельности предприятия с позиции теории заинтересованных лиц является финансовый анализ, поэтому, определив в качестве финансовой цели увеличение стоимости предприятия, данные подходы были объединены. Таким образом, в работе был обоснован критерий эффективности эмиссионной стратегии -увеличение обоснованной стоимости предприятия.

Эмиссионную стратегию можно представить в виде пятиуровневой блок-схемы. Первый уровень определяет критерий эффективности эмиссионной стратегии - увеличение обоснованной стоимости компании. На данном этапе формирования эмиссионной стратегии необходимо определить показатель стоимости, который будет лежать в основе стоимостного подхода к управлению предприятием. Поскольку таких показателей оказывается множество, то неизбежно возникает проблема выбора наиболее эффективного критерия. Важнейшим свойством такого показателя является его декомпозиционная возможность, то есть способность разлагаться на составляющие его факторы стоимости. На втором уровне устанавливаются принципы эмиссионной стратегии, определяющие общие условия ее формирования и границы ее реализации. На третьем уровне эмиссионной стратегии анализируются внешние и внутренние факторы, а также ключевые факторы стоимости, влияющие на эмиссионную стратегию. Внешние и внутренние факторы дополняют факторы стоимости, так как последние имеют свойство представлять только количественные характеристики явления, в то время как анализ факторов внешней и внутренней среды внесет качественную составляющую в процесс формирования эмиссионной стратегии. Результатом третьего этапа эмиссионной стратегии является выбор параметров эмиссии (четвертый уровень): вид ценной бумаги, форма эмиссии, объем эмиссии, время проведения эмиссии, место размещения ценных бумаг, консультанты эмиссии. На пятом уровне происходит выделение ключевых показателей эффективности (КТО) для оценки эффективности привлечения финансовых ресурсов предприятием на рынке ценных бумаг в текущем периоде.

Пятиуровневая блок-схема представляет собой целостный механизм формирования стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг, реализация которого позволит достичь поставленных задач в соответствии со стратегической целью деятельности предприятия -увеличением его обоснованной стоимости.

В работр проведен качественный и йоличественный аналиа процессов становления и развития рынка ценных бумаг в России. Показано, что при неблагоприятных тенденциях, сложившихся в 1991-1998 гг. корпоративные облигации не пользовались популярностью среди отечественных эмитентов. После финансового кризиса 1998 года начался новый этап развития рынка корпоративных облигаций. Улучшение макроэкономической ситуации, начиная с 2000 года, привело к формированию устойчивых темпов роста национального хозяйства. Экономическая стабилизация, положительные тенденции в реальном секторе экономики, приток в страну валютных поступлений, снижение банковских ставок, уменьшение государственных заимствований, низкая доходность государственных ценных бумаг обеспечили стабильный рост рынку корпоративных облигаций России. В 2006 году на отечественном рынке корпоративных облигаций появился новый инструмент - биржевые облигации, что способствовало его дальнейшему развитию. Особое внимание уделено воздействию мирового финансового кризиса 2008-2009 гг. на возможности российских компаний по привлечению финансовых ресурсов на рынке корпоративных облигаций.

В диссертации выявлены особенности становления рынка публичных размещений акций отечественных компаний. Первые публичные предложения акций российских компаний проводились преимущественно на зарубежных фондовых площадках, что объяснялось рядом экономических факторов: недостаточный уровень развития отечественного фондового рынка, низкая капитализация рынка и низкая ликвидность обращающихся на нем ценных бумаг; отсутствие широкой базы отечественных инвесторов, ограниченная возможность привлечения финансовых ресурсов на российском рынке ценных бумаг. Кроме того, развитие рынка IPO сдерживалось рядом факторов, обусловленных неразвитостью отечественного законодательства в части эмиссии акции и размещения их на фондовом рынке.