Воронова Наталья Степановна. Корпоративные ценные бумаги на фондовом рынке России : Дис. ... д-ра экон. наук : 08.00.10 : СПб., 1997 244 c. РГБ ОД, 71:98-8/93-X

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава I. Акционерный капитал как фактор развития фондового рынка 9

1.1. Экономическая сущность акционерной формы организации производства и капитала 9

1.2. Закономерности движения акционерного капитала 23

1.3. Корпоративные ценные бумаги как инструмент привлечения капитала 37

Краткие выводы 69

Глава II. Акционерное общество как субъект фондового рынка 72

2.1. Акционерное предприятие в системе рынка капиталов 72

2.2. Роль фондового рынка в функционировании акционерного сектора , 85

2.3. Основы регулирования акционерного дела и фондового рынка 97

Краткие выводы

Глава III. Предпосылки формирования системы корпоративного бизнеса в России 109

Краткие выводы 121

Глава IV. Особенности становления корпоративного сектора российского фондового рынка 123

4.1. Государственное управление в сфере акционирования и способы размещения ценных бумаг

4.2. Проблемы использования ценных бумаг э инвестиционной политике 13

4.3. Механизм реализации стратегии инкорпорирования 152

4.4. Этапы и перспективы рынка корпоративных ценных бумаг в России , 167

Краткие выводы , 177

Заключение ,,, 180

Список литературы , 191

Приложения 220

**Введение к работе**

Актуальность темы диссертационного исследования Наиболее характерной чертой, определяющей современную структуру российской экономики, является наличие акционерных предприятий, которые производят большую часть товаров и услуг и мобилизуют преобладающую долю инвестиционного капитала. На акционерную форму организации производства переведены предприятия, составляющие основу промышленного потенциала России.

В ходе создания акционерных обществ были заложены основы функционирования российского фондового рынка. Его появление обусловлено обращением корпоративных ценных бумаг. Акционерный (корпоративный) сектор и фондовый рынок представляют собой условия для применения механизмов эффективного управления капиталом и мобилизации инвестиционных ресурсов. С распространением акционерной формы собственности роль ценных бумаг повышается. Оборот ценных бумаг обеспечивает наиболее рациональное превращение свободных денежных средств в инвестиции. Таким образом, перспективы развития экономики России в настоящее время в значительной степени зависят от особенностей организации рынка ценных бумаг предприятий.

Для того, чтобы ценные бумаги обеспечивали наибольшую мобильность средств в процессе децентрализованного перелива капитала и способствовали оптимизации структурных сдвигов, характер акционерного капитала должен соответствовать определенным критериям. С этой точки зрения следует признать, что в ходе массового преобразования государственных и муниципальных предприятий в акционерные общества сложилась нерациональная структура их уставных капиталов.

Способы первичного размещения акций в рамках приватизации привели к закреплению за членами трудовых коллективов более 50% акционерного капитала. В этих условиях преимущество корпоративной системы управления как организационно-правовой формы не могут быть реализованы в полной мере. Возникают препятствия для проявления экономического эффекта от приватизации и для развития обращения ценных бумаг. Возможности использования ресурсов рынка капиталов на цели развития производства сужаются. Потенциал фондового рынка не задействован с достаточной эффективностью. Показатели, отражающие способность акционерного общества влиять на состояние и динамику фондового рынка, демонстрируют слабость российских акционерных предприятий.

Положение усугубляется тем, что формы и методы осуществления процессов интеграции, ведущих к радикальным изменениям в структуре капитала, регулируются не достаточно четко, что может привести к углублению диспропорции в экономике.

Указанные обстоятельства определяют актуальность темы исследования и обусловливают его цели, задачи и направления.

Цель и задачи исследования Целью исследования является изучение методологических основ становления и развития акционерного дела и фондового рынка, а также обоснование предложений по эффективному использованию акционерным сектором ресурсов рынка корпоративных ценных бумаг. В соответствии с целью поставлены следующие задачи:

- исследовать экономическую сущность и особенности акционерной формы организации производства;

- изучить закономерности движения акционерного капитала и его влияния на структуру акционерной собственности;

- дать характеристику различных видов корпоративных ценных бумаг как инструментов привлечения капитала;

- проанализировать факторы, определяющие поведение акционерного общества на рынке ценных бумаг;

- изучить роль и значение фондового рынка в развитии акционерной формы собственности;

- обобщить опыт регулирования акционерного дела и фондового рынка;

- исследовать экономические и организационные предпосылки формирования российского корпоративного сектора;

- выявить особенность государственного регулирования в процессе акционирования в России;

- проанализировать способы первичного размещения ценных бумаг;

- рассмотреть механизм и результаты акционирования;

- выявить основные тенденции развития рынка корпоративных ценных бумаг;

- обосновать предложения по созданию условий для эффективной дея-тельности акционерных предприятий и их объединений на рынке ценных бумаг.

Объект и предмет исследования Предмет исследования составили проблемы становления акционерной формы организации производства и капитала и использования инвестиционного потенциала рынка корпоративных ценных бумаг. Объектом явились процессы формирования корпоративного сектора российского фондового рынка.

Теоретические и методологические основы исследования В качестве методологической базы исследования служили фундаментальные труды ученых России и зарубежных стран, основные положения теории монополии и конкуренции, финансовых рынков, акционерного капитала и инвестиций, изложенные в работах К.Маркса, Дж.М.Кейнса, Р. Гильфер-динга, Й.Шумпетера.

Важное значение для обоснования ряда теоретических выводов и анализа конкретных явлений имели работы М.Ю.Алексеева, Б.И.Алехина, И.Т. Балабанова, Г.Н.Белоглазовой, ВБ.Бочарова, А.Н.Буренина, В.И.Колесникова, И.К.Ключникова, Е.В.Михайловой, А.Н.Молчанова, В.Т.Мусатова, В.Д. Никифоровой, М.В.Романовского, В.С.Торкановского.

Использовались также положения и выводы по вопросам анализа структуры капитала и управления портфелем ценных бумаг, сформулированные в работах Дж.О Брайена, А.Н.Иванова, Г.Марковица, Ф. Модильяни, Т.Н. и ААЛервозванских, У.Ф.Шарпа и других.

В ходе исследования применялся диалектический метод, обусловивший изучение экономических явлений в развитии, с учетом существующих взаимосвязей, использовались приемы логического и сравнительного анализа и синтеза.

Информационная база исследования представлена законодательными и нормативными документами, регулирующими преобразование государственных и муниципальных предприятий в акционерные общества, их деятельность в этом качестве, а также различные аспекты функционирования корпоративных ценных бумаг.

Использовались данные, характеризующие отдельные положения по вопросам действующих и вновь создаваемых акционерных обществ и их объединений, по структуре и динамике рынка ценных бумаг предприятий, статистические материалы.

Научная новизна исследования состоит в комплексном подходе к проблемам формирования и функционирования рынка корпоративных ценных бумаг, в основе которого лежит анализ сущности и условий становления акционерной формы организации производства и капитала. Новизну исследования определяют следующие научные результаты:

- определены характерные черты акционерного общества и его поведения на фондовом рынке на основе анализа сущности и особенностей акционерной формы собственности;

- установлены закономерности движения акционерного капитала;

- раскрыта роль акционерного капитала в формировании промышленной структуры;

- обоснована взаимосвязь эффективности фондового рынка и структуры акционерного капитала;

- на основе анализа процессов акционирования дана оценка результатов формирования первичного рынка акций;

- предложена концепция первичного размещения акций;

- сформулированы принципы использования инвестиционных свойств корпоративных ценных бумаг;

- систематизирован процесс развития российского рынка корпоративных ценных бумаг;

- теоретически обоснованы факторы, определяющие динамику рынка корпоративных бумаг;

- обоснованы предложения по направлениям развития корпоративного сектора российского фондового рынка.

В работе имеются другие выводы и рекомендации. Они касаются регулирования процессов концентрации промышленности на основе акционерной формы собственности, воздействия фондового рынка на процесс производства и инвестиционный потенциал, совершенствования яяфраструктуры рынка корпоративных ценных бумаг.

Практическая значимость и реализация результатов исследования Научно-практическая значимость работы заключается в том, что методологические положения и выводы вносят определенный вклад в развитие экономической теории по проблемам финансового капитала и корпоративного управления, фундаментального анализа рынка ценных бумаг, расширяют представления о методах государственного регулирования и могут служить концептуальной базой для разработки мероприятий по усилению регулирующего воздействия на процессы структурной перестройки.

Теоретические выводы являются также основой изучения и последующего решения вопросов разработки стратегии внутреннего и внешнего финансирования в условиях акционерной собственности, взаимодействия с финансовыми институтами, эффективности корпорации с точки зрения акционеров и участников фондового рынка. Рекомендации могут быть использованы при разработке корпоративной и фондовой стратегии акционерных предприятий.

Материалы диссертации использованы в учебном процессе, при написании учебников и учебных пособий, при подготовке научного отчета по хоздоговорной теме 8-17 для ОАО ЛУКОЙЛ.

Апробация и внедрение результатов исследования Основные положения работы обсуждались на II Международной Кондратьевской конференции (Санкт-Петербург, 1995); на Международной конференции "Институциональные и структурные преобразования экономики (проблемы макроэкономической стабилизации)" (Санкт-Петербург, 1995); на Международной конференции "Корпоративное управление в России" (Санкт-Петербург, 1997); на Всероссийских научно-практических конференциях, посвященных проблемам рыночной экономики, в гг.Санкт-Петербурге, Казани, Тюмени (1996-1997 гг.), на других конференциях и семинарах.

Отдельные положения диссертационного исследования рекомендованы к использованию в ОАО "Светлана", ОАО "Русские самоцветы", ОАО НК "Славнефть", а также нашли применение при разработке Программы социально-экономического развития Тюменской области.

Научная и практическая значимость предложений и выводов подтверждается соответствующташ документами.

## Экономическая сущность акционерной формы организации производства и капитала

Одним из важнейших направлений экономической науки на рубеже девятнадцатого и двадцатого веков стало изучение тенденций развития процесса обобществления и роста крупного производства на базе акционерного капитала. Это было время резкого ускорения концентрации и централизации, сделавших крупные предприятия ведущей силой в экономике и оставшихся характерной чертой всего двадцатого века. Из потребностей крупного производства выросло новое явление- капиталистическая монополия, воспринятая сторонниками различных экономических школ неоднозначно, поскольку она не соответствовала закономерностям функционирования рыночной экономики, сформулированным в рамках теории совершенной конкуренции.

Ранние подходы к анализу монополии объясняли ее существование технологическими, юридическими, естественными или чисто рыночными факторами1. С утверждением господства монополий и их широким распространением появилась основа для создания развернутой теории монополии.

Концептуальные положения по вопросам монополии большинства известных буржуазных экономистов включают в себя анализ проблем концентрации производства и капитала. Однако впервые монополия связывается с концентрацией производства и капитала в работах К.Маркса.

Концентрация производства, по Марксу, ведет к концентрации капитала, крупный капитал постепенно завоевывает господствующие позиции в экономике. При этом расширение масштабов производства осуществляется с помощью акций и акционерных обществ. Подчеркивая значение акционерного капитала для организации особенно крупных предприятий, К.Маркс определил основные тенденции в ходе концентрации капитала и укрупнения производства. Поначалу рост акционерных компаний носил ограниченный характер, они находились под государственной опекой и только к концу века начали преобладать в крупной промышленности, занимая монопольное положение. Монополистические объединения, иногда включавшие целую отрасль и демонстрировавшие новый уровень эффективности за счет экономии на масштабах производства, стали восприниматься как явления, противоположные рыночной конкуренции и биржевой стихии.

Как показало дальнейшее развитие, конкурентная природа рыночной экономики восстанавливается. Происходит это при посредстве рынка ценных бумаг.

Совокупность ценных бумаг, не имеющих действительной стоимости, К.Маркс назвал фиктивным капиталом, отмечая, что эта фиктивность не абсолютна , поскольку ценные бумаги отражают рост действительного капитала, выступая его бумажным двойником. При этом фиктивный капитал представляет собой максимальный результат, которого капитал может достигнуть по линии кредита1. Таким образом, К.Маркс отмечал органическое единство фиктивного капитала и кредита. Особое значение он придавал развитию формы кредита до уровня образования акционерных обществ.

## Акционерное предприятие в системе рынка капиталов

Если попытаться определить, в чем заключается решающее значение конкурентных структур, базирующихся на акционерной форме собственности, для российской экономики, то окажется, что оно - в ликвидации крайней ограниченности движения капитала, обеспечении его децентрализованного перелива.

Влияние, которое рынки капитала оказывают на экономику, зависит от степени их развития. Оно определяется, в свою очередь, количеством и эффективностью функционирования структур, создающих и используюпщ» инструменты, опосредующие движение капитала. Это крупные акционерные общества и различные формы их объединений.

Открытое акционерное общество определяется как крупное (или относительно крупное и быстро растущее) предприятие1. Крупная акционерная компания , или крупная корпорация, представляет собой значительную степень консолидации крупного капитала и противостояние этого крупного консолидированного капитала многочисленным акционерам (физическим и юридическим лицам)2.

В США, сравнимых с Россией хотя бы по масштабам, к началу девяностых годов было около шестнадцати миллионов предприятий. Из них около трех с половиной миллионов были акционерными: При этом акции примерно трех миллионов компаний распространялись среди ограниченного круга собственников, и только акции пятисот наиболее крупных корпораций свободно продавались на Нью-Йоркской фондовой бирже, самой крупной и "солидной" из всех американских бирж. Рынок этих акций огромен по объемам оборота и исключительно ликвиден1.

Такая надстройка фиктивного капитала, функционирующая по рыночным законам, серьезно влияет на процессы накопления.

Рынок судит о положений корпорации по курсу ее акций, превращаясь в механизм, обеспечивающий давление финансовой сферы на корпорацию. Это выражается в том, что на первый план выходят показатели, удовлетворяющие интересам капитала. На движение акционерных курсов влияют прежде всего темпы роста дивидендов и стабильность этого роста.

Даже норма прибыли перестает быть обобщающим показателем деятельности крупной акционерной компании. Большее значение придается так называемой норме оценки", отношению биржевой стоимости акционерного капитала к стоимости собственного капитала по балансу. Рыночная стоимость акционерного капитала сравнивается с его потенциальной стоимостью, которая оценивается как способность производительного капитала приносить прибыли. (Это тем более важно в условиях, когда прибыль намеренно занижается, а объявленная прибыль не служит показателем результативности, пока она не разделена на дивиденд и удержанную часть).

Но даже если всю удержанную прибыль компания попытается направить на прирост реальных активов, рынок капитала сыграет роль ограничителя темпов роста собственного капитала, поскольку за счет его роста норма оценки может снизиться настолько, что компания легко станет жертвой поглощения.

## Предпосылки формирования системы корпоративного бизнеса в России

Эффективным инструментом привлечения и использования финансовых ресурсов корпоративные ценные бумаги становятся в условиях, когда крупные акционерные компании выступают как активные участники операций на финансовых рынках и их кредитный механизм функционирует как полноценный элемент финансовой инфраструктуры. / Характеризуется такой уровень развития корпораций не только их размерами, хотя размеры хозяйствующего субъекта в значительной мере обусловливают его преимущества в организации производства и сбыта, управления капитальными потоками.

Степень концентрации российской промышленности исключительно велика. Российское акционерное общество "Единая энергетическая система" могло бы занять сороковое место в списке крупнейших американских компаний и 29-е среди европейских. Российское акционерное общество "Газпром" - 43-е и 31-е места соответственно. Если же стоимость продукции "Газпрома" (по итогам 1994 года) выразить в мировых ценах, он займет 6-е место в американском рейтинге и 4-е среди сырьевых компаний мира.

Десять процентов самых крупных из списка двухсот крупнейших российских компаний выпускают 73% продукции., тогда как десять процентов последних компаний из списка обеспечивают 1,3% выпуска продукции. В США десять процентов самых крупных и десять процентов последних компаний их списка производят, соответственно, 37% и 3,8% продукции ,На основе сравнения этих показателей можно сделать вывод о тш что степень монополизации российской экономики в несколько раз выше1.

Показатель капитализации (рыночной стоимости) российских компаний очень низок. Как следствие, коэффициент, отражающий отношение капитализации к доходу на обыкновенные акции в обращении, служащий для оценки зависимости между стоимостью компании и результатами ее деятельности, на самом деле не позволяет судить о реальном положении дел. В мировой практике этот коэффициент колеблется от 6 до 16. Для российских крупнейших компаний он изменяется от 0,04 до 400.

Еще одним "критерием" оценки рыночной стоимости компании является объем ее продаж. Обычно уровень капитализации равен объему продаж за десять месяцев. Российские компании в среднем стоят столько, сколько их продукция за полтора месяца. Некоторые крупные компании настолько недооценены инвесторами, что их стоимость равняется стоимости их продукции за 2-4 недели. Специалисты считают, что российские предприятия недооценены примерно в 6,5 раза1. В первую очередь это влияет на ликвидность фондового рынка.

Низкий уровень капитализации Отчасти объясняется низкими объемами потока доходов даже тех компаний, акции которых имеют наибольший удельный вес в обороте фондовых ценностей на российской рынке. Это обусловлено низкими ценами на продукцию, неплатежами потребителей, высокими налогами, технологической отсталостью. Сказывается и то, что компании как бы уклоняются от капитализации, стремясь использовать прибыль для обогащения инсайдеров (или теряя ее по причинам бесхозяйственности) вместо того, чтобы использовать ее для увеличения числа владельцев своих акций, привлекая их регулярными выплатами дивидендов.