Громов Максим Юрьевич. Эмиссия корпоративных ценных бумаг для привлечения инвестиций : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2005 155 c. РГБ ОД, 61:05-8/1856

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА I. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ ЭМИССИИ КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

1.1. Эмиссия корпоративных ценных бумаг: понятие и классификация 8

1.2. Эмиссия корпоративных ценных бумаг за рубежом 21

ГЛАВА II. ТЕНДЕНЦИИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ЭМИССИИ КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕНННЫХ БУМАГ ДЛЯ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ

2.1. Тенденции использования эмиссии акций для привлечения инвестиций

2.2. Тенденции использования эмиссии облигаций для привлечения инвестиций

2.3. Особенности эмиссионного процесса на российском рынке корпоративных ценных бумаг

ГЛАВА III. ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ ЭМИССИИ КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

3.1. Механизм стимулирования эмиссии корпоративных ценных бумаг 80

3.2. Развитие эмиссионного стандарта российских компаний 97

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 124

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 132

ПРИЛОЖЕНИЯ 138

**Введение к работе**

Решение задач перевода российской экономики на путь устойчивого роста зависит от более полной мобилизации внутренних и внешних финансовых ресурсов. Рыночные преобразования в России должны способствовать увеличению темпов и объемов привлечения инвестиций в реальный сектор экономики посредством эмиссии корпоративных ценных бумаг.

Однако до настоящего времени этот источник финансирования компаний реального сектора экономики еще недооценен экономическим сообществом. Отчасти это объясняется тем, что рост российской экономики последних лет достигнут практически без опоры на фондовые механизмы. В России за счет эмиссии корпоративных ценных бумаг финансируется не более 1% инвестиций в основной капитал, тогда как в странах с развитой рыночной экономикой эта доля составляет от 10 до 40%. Активное привлечение инвестиций посредством эмиссии акций и облигаций ограничивается действием ряда факторов. Основными из них являются состояние экономического и политического неравновесия, специфическая структура собственности российских компаний, отсутствие цивилизованной системы защиты прав акционеров и инвесторов, высокие риски вложения средств в корпоративные ценные бумаги, неразвитость инфраструктуры рынка корпоративных ценных бумаг, недостаточная разработанность нормативно-правовых, методических и организационных вопросов подготовки новых выпусков корпоративных ценных бумаг.

Таким образом, актуальность исследования перспектив использования эмиссии корпоративных ценных бумаг для привлечения инвестиций обусловлена необходимостью:

• более глубокого изучения экономической сущности эмиссии корпоративных ценных бумаг и ее значения для привлечения инвестиций в реальный сектор экономики России;

• определения тенденций использования эмиссии корпоративных ценных бумаг в России и за рубежом;

• разработки мер государственной поддержки компаний-эмитентов и рекомендаций по защите прав инвесторов;

разработки предложений по развитию эмиссионного стандарта компаний эмитентов.

Степень научной разработки проблем использования эмиссии корпоративных ценных бумаг для привлечения инвестиций определяется практической востребованностью таких исследований. В работах зарубежных и российских авторов содержится глубокий и многосторонний анализ развития рынка корпоративных ценных бумаг. Исследованию экономической сущности эмиссии корпоративных ценных бумаг, ее значению в привлечении инвестиций в реальный сектор экономики, тенденций развития эмиссионного процесса не уделялось должного внимания в российской практике и теории. Многие теоретические и методологические аспекты эмиссии акций и облигаций остаются недостаточно исследованными. В их числе вопросы разработки системы мер государственной поддержки компаний-эмитентов, развития эмиссионного стандарта («культуры») компании, формирования эмиссионной политики и др.

В связи с этим представляется необходимым исследование эмиссии для привлечения инвестиций, основанное на принципах системного анализа. Такое исследование, содержащее анализ всех элементов и участников эмиссионного процесса, условий его развития, позволяет выявить специфические особенности эмиссии корпоративных ценных бумаг в России и определить основные направления ее развития, соответствующие экономическим интересам участников рынка корпоративных ценных бумаг.

В качестве объекта исследования в данной работе выступает комплекс отношений, связанных с эмиссией корпоративных ценных бумаг для привлечения инвестиций в реальный сектор экономики. Предметом исследования являются тенденции в сфере эмиссии корпоративных ценных бумаг, меры государственной поддержки компаний-эмитентов и защиты прав и интересов инвесторов, развитие эмиссионного стандарта компаний.

Цель диссертации состоит в исследовании теоретических и практических проблем эмиссии корпоративных ценных бумаг для привлечения инвестиций в реальный сектор экономики.

Исходя из цели диссертационного исследования, автором поставлены и решены следующие задачи:

• определить современные тенденции эмиссии корпоративных ценных бумаг за рубежом;

• выявить основные тенденции развития эмиссии корпоративных ценных

бумаг в России для привлечения инвестиций и факторы, определяющие характер этого развития;

• разработать механизм стимулирования эмиссии корпоративных ценных бумаг в целях создания благоприятных условий для компаний-эмитентов и заинтересованности потенциальных инвесторов в приобретении акций и облигаций российских компаний ;

• определить направления развития эмиссионного стандарта российских компаний для повышения уровня их корпоративной культуры и инвестиционной привлекательности;

• обосновать подходы к построению модели эффективного привлечения инвестиций посредством эмиссии акций и облигаций компаний.

Методологической и теоретической основой исследования являются принципы системного анализа. При проведении исследования использовались общенаучные методы: индуктивный и дедуктивный анализ, классификация и группировка, исторический и экономико-статистический методы. Сочетание различных методов позволило обеспечить достоверность и обоснованность выводов и практических рекомендаций.

Теоретическую базу диссертации составили научные труды российских и зарубежных ученых, посвященные различным аспектам функционирования фондового рынка, проблемам корпоративных ценных бумаг: Н.И.Берзона, В.А.Галанова, Е.Ф. Жукова, М.Ю. Маковецкого, Я.М.Миркина, Е.В.Семенковой, ЛА Чалдаевой, Б.Б.Рубцова, Е.В. Рудневой, В. Боланда, Р. Брейли, И. Вальтера, М. Гордона, М. Модельяни, С. Майерса, Р.Смита, Б.Стейла, У.Уата и других российских и зарубежных ученых.

Эмпирическую основу исследования составили:

• законодательные акты Российской Федерации, ведомственные нормативные документы Федеральной службы по финансовым рынкам, определяющие порядок эмиссии корпоративных ценных бумаг и осуществления операций с корпоративными ценными бумагами;

• статистические и аналитические материалы;

• публикации в специальной периодической печати России и зарубежных государств.

Научная новизна работы заключается в следующем:

• развит понятийный аппарат экономической теории в части эмиссии корпоративных ценных бумаг: уточнены понятия «эмиссия», «концепция эмиссионной политики», «стратегия эмиссии», сформулировано понятие «эмиссионный стандарт»;

• разработана авторская классификация эмиссий корпоративных ценных бумаг на основе комплекса классификационных признаков;

• выявлены современные тенденции эмиссии корпоративных ценных бумаг в России и за рубежом;

• определены факторы, обусловившие особенности эмиссии корпоративных ценных бумаг в России;

• определены основные направления государственной поддержки компаний-эмитентов и усиления заинтересованности инвесторов в приобретении корпоративных ценных бумаг;

• определены направления развития стандартов эмиссионной деятельности компаний-эмитентов;

• предложены и обоснованы подходы к формированию модели привлечения инвестиций посредством эмиссии корпоративных ценных бумаг.

Практическая значимость работы состоит в разработке:

• модели эффективного привлечения инвестиций посредством эмиссии корпоративных ценных бумаг;

• типовой структуры концепции эмиссии ценных бумаг;

• предложений по совершенствованию нормативно-правовой базы, регулирующей процессы эмиссии корпоративных ценных бумаг;

• комплекса мер государственного стимулирования эмиссионной деятельности российских компаний, направленных на привлечение инвестиций в реальный сектор экономики.

Апробация результатов исследования. Результаты диссертационной работы нашли применение в работе регионального отделения ФСФР России в Центральном федеральном округе, а также при разработке эмиссионной политики в ЗАО «Бумизделия» и отражены в публикациях.

Основные положения и выводы диссертации докладывались на научно- практических конференциях в Российской экономической академии им. Г.В.Плеханова.

Рекомендации и предложения, представленные в диссертации, могут быть использованы Минфином РФ, Минэкономразвития РФ, ФСФР России при разработке мер, направленных на стимулирование компаний в привлечении инвестиций за счет эмиссии акций и облигаций, активизацию деятельности компаний на фондовом рынке корпоративных ценных бумаг и вовлечение средств населения в инвестиционный процесс реального сектора экономики; корпоративными управленческими структурами - для формирования эмиссионной политики и обоснования стратегии эмиссий. Теоретические разработки автора могут быть использованы при преподавании дисциплин «Рынок ценных бумаг», «Акционерное дело», «Финансы организаций», «Финансовая политика компании».

Логика исследования определяет структуру работы, состоящей из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

## Эмиссия корпоративных ценных бумаг: понятие и классификация

В современной экономической науке, в частности в исследованиях, посвященных корпоративным ценным бумагам, имеют место тенденции изменения пропорции между теоретическими и практическими вопросами в пользу последних. Для выявления экономической сущности эмиссии корпоративных ценных бумаг, необходимо провести обобщение представлений ученых по определению понятия «эмиссия корпоративных ценных бумаг».

В первоначальном значении эмиссия - это выпуск ценных бумаг, денег в обращение, что исходит от значения самого слова «emittere (лат.)» - выпускать, излучать.

Ив Бернар и Жан-Клод Колли определяют эмиссию как деятельность по созданию и включению в оборот, в частности денег. Далее идет пояснение, что в экономике термин «эмиссия» используется для обозначения создания и включения в оборот платежных средств и документов, обычно используемых для финансирования, не имеет значения, идет ли речь о частных лицах или об экономических и финансовых организациях.1 Как видим из определения, акцент авторов сделан на экономическую значимость эмиссии, но цель эмиссии ограничена только финансированием.

Основным законом, регулирующим порядок эмиссии ценных бумаг на территории Российской Федерации, ФЗ № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», эмиссия ценных бумаг определяется, как установленная законом последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг. В соответствии с законодательными нормами, в понимании эмиссии отражена только техническая сторона этого явления, без внимания к его экономической, сущностной характеристике. Такое определение эмиссии представляется нам не совсем полным.

Павлова Л.Н. определяет эмиссию, как процедуру, связанную с размещением ценных бумаг на рынке. В ней принимает участие эмитент, инвестор, и, как правило, посредник в лице профессионального участника рынка ценных бумаг.1 Автор, акцентируя внимание только на технической стороне эмиссии, уточняет состав участников реализации эмиссионного процесса. В трактовке Бланка И.А. эмиссия рассматривается, как выпуск в обращение новых партий ценных бумаг.2 И в этом понимании отсутствует внимание к экономическому назначению этого процесса, исключается назначение первого выпуска акций для завершения процесса организации того или иного акционерного общества.

Кудряшов В.В. рассматривает эмиссию ценных как отчуждение ценных бумаг их первым владельцам, выпуск ценных бумаг в обращение.3 В данном авторском толковании «эмиссии» не определены цели проведения эмиссии.

Другие авторы допускают некоторые некорректности при определении понятия «эмиссия».4 Так, в одной части своего исследования связывают ее только с выпуском акций, далее определяют эмиссию как процесс выпуска в обращение ценных бумаг, осуществляющийся с различными целями.

Синенко А.Ю. определяет эмиссию как совокупность гражданско-правовых сделок, административных актов и организационно-распорядительных действий (содержание эмиссии), совершаемых эмитентом и иными лицами в предписываемой законом или в порядке им установленном форме и последовательности (процедура эмиссии), и направленных на размещение ценных бумаг, а в конечном счете - на удовлетворение экономических потребностей граждан и юридических лиц5. В данном определении, несмотря на наличие неточностей и противоречий с формулировками, принятыми в Федеральном законе РФ от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», предпринимается попытка связать процедуру эмиссии с необходимостью удовлетворения экономических интересов ее участников. Существенным недостатком данного определения является отсутствие четко сформулированных целей, для достижения которых осуществляется выпуск и размеще ниє ценных бумаг. Спорным является смещение приоритета в общей совокупности экономических интересов всех участников эмиссии к удовлетворению в первую очередь экономических потребностей граждан.

Обобщение подходов экономистов к определению понятия «эмиссия корпоративных ценных бумаг» позволяет сделать вывод о том, что теоретическое толкование эмиссии в экономической современной российской литературе в целом не является дискуссионным вопросом. Рассмотренные определения носят формально-правовой характер. Внимание ученых акцентировано в первую очередь на технической стороне эмиссионного процесса, исключающей экономическую сущность, значение и цель эмиссии.

## Тенденции использования эмиссии акций для привлечения инвестиций

Привлечение инвестиций компаниями за счет эмиссии акций имеет ряд преимуществ для компании. Этот источник не предполагает жестко оговоренных постоянных финансовых выплат по кредиту. При получении прибыли компания может выплачивать дивиденды по акциям. Однако наличие прибыли не означает обязательную выплату дивидендов. Кроме того, акции являются долговременным инструментом, и компания при нормальном развитии не обязана возвращать внесенные акционерами средства. Однако эти возможности большинством российских компаний практически не используются. В первую очередь это связано с историей рыночных отношений в России.

С 1991 г. началось интенсивное создание акционерных обществ, выпуск ценных бумаг и активизация участников рынка. Однако имевшиеся в начале 1991 г. прогнозы, предсказывающие лавинообразный рост предложения ценных бумаг корпораций и интенсивную их перепродажу с участием институтов, специализирующихся на операциях с ценными бумагами, не оправдались. Это объясняется неподготовленностью участников рынка, отсутствием механизма контроля за отчетностью акционерных обществ и законодательной базы, связанной с рынком ценных бумаг в целом и в частности с эмиссионной деятельностью компаний.

Результаты ваучерной приватизации превзошли самые пессимистичные ожидания, доверие к фондовому рынку было подорвано. Большое количество предприятий было акционировано, но эффективного собственника получили не более 10%. В некоторых случаях при приватизации недооценка компаний достигала 99%. Рынок ценных бумаг получил акции новых приватизированных предприятий, хотя значительное количество акций было практически неликвидными. Инвесторы не были заинтересованы в таких эмиссиях.

Однако, потерявшие часть своего капитала, иностранные инвесторы не спешили на российский рынок. В 1995-1996 гг. в условиях высоких политических рисков (парламентские и президентские выборы) наиболее привлекательными для инвесторов являлись ГКО, обеспечивающие высокую доходность при небольших сроках обращения. Очевидно, что в таких условиях обращаться к эмиссии корпоративных ценных бумаг не представлялось возможным.

Важнейшей вехой рассматриваемого периода стало создание в середине 1995 г. Российской торговой системы (РТС) - системы электронных торгов корпоративными ценными бумагами. Главные достоинства РТС - возможность работы в режиме реального времени и совершения сделок по заявленным котировкам. К операциям в РТС на начальном этапе были допущены ценные бумаги 13 российских эмитентов. К концу 1995 г. их число увеличилось до 21. РТС стала одной из важнейших частей инфраструктуры, связующей эмитентов и инвесторов.

Высокая доходность вложений в корпоративные ценные бумаги способствовала притоку на рынок иностранных инвестиций. Произошла значительная переориентация направления движения капитала, и часть инвестиций была направлена на рынок корпоративных акций в качестве портфельных инвестиций.

В то же время, отставание законодательной базы в области прямых инвестиций и отсутствие закона защиты прав инвесторов, в особенности иностранных, не позволили переориентировать инвестиции с портфельных на прямые, а падение доверия населения к рынку ценных бумаг в результате крахов многочисленных финансовых пирамид и отсутствие государственной работы в данной сфере помешало привлечь на рынок средства населения.

Рост активности инвесторов и эмитентов на рынке ценных бумаг способствовал дальнейшему развитию Российской Торговой системы. Постоянно увеличивалось число корпоративных ценных бумаг, включенных в листинг РТС. В начале 1997г. их было уже 85. Постоянно пересматривались правила допуска к торгам и правила расширенного листинга РТС. Так, из него исключались акции, по которым долгое время отсутствовали сделки, и наоборот включались акции, интерес к которым был достаточно высок. Снизились требования к брокерским и дилерским компаниям, работающим в новой торговой системе РТС-2.

## Механизм стимулирования эмиссии корпоративных ценных бумаг

Российский фондовый рынок высоко концентрирован: в настоящее время на долю десяти крупнейших эмитентов приходится 78 % рыночной капитализации и около 98 % биржевых оборотов. Незначительная доля акций российских компаний (27%) находится в свободном обращении. По этому показателю Россия значительно отстает от США и Франции, около 80 и 90 % соответственно. До сих пор слишком мало количество ликвидных ценных бумаг. Так, если на российских биржах зарегистрированы акции около 250 эмитентов (большинство из них едва ли торгуются каждый день), то во Франции их более 800, а в США более 7000.1

В такой ситуации государство не должно ограничиваться только функциями, свойственными ему на высокоразвитых рынках - защита прав акционеров, раскрытие информации, предупреждение конфликтов интересов акционеров и инвесторов. В российских условиях государство обязано взять на себя функции создания наиболее благоприятных условий для компаний - эмитентов, желающих и готовых финансировать свое производство путем заимствований на рынке ценных бумаг.

Для реализации российскими компаниями рыночной модели инвестирования за счет эмиссии ценных бумаг требуется создание механизма стимулирования эмиссии корпоративных ценных бумаг. Под механизмом стимулирования эмиссии корпоративных ценных бумаг предлагаем понимать комплекс действий государства, направленных на формирование класса инвесторов и компаний-эмитентов, создание благоприятных условий, при которых каждый участник рынка корпоративных ценных бумаг будет иметь прямые экономические выгоды. Механизм стимулирования эмиссии корпоративных ценных бумаг должен включать следующие три блока: государственную поддержку компаний-эмитентов, формирование приоритетов потенциальных инвесторов, развитие эмиссионной культуры компаний (рис.15.).