Андреевский Александр Сергеевич. Развитие инвестиционных банков на фондовом рынке в период перехода России к рыночной экономике : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2003 213 c. РГБ ОД, 61:03-8/2417-1

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Структура, организация и роль инвестиционные банков на финансовом рынке 13

1.1. История возникновения и развития инвестиционных банков в США

1.2. Определение и функции инвестиционных банков 27

1.3. Особенности функционирования инвестиционных банков 48 в Российской Федерации

Глава 2. Основные направления деятельности инвестиционных банков

2.1. Деятельность по привлечению финансирования для корпоративных клиентов в США 67

2.2. Особенности привлечения финансирования на российском фондовом рынке91

2.3. Деятельность по финансовому консультированию слияний и поглощений В США113

2.3. Особенности операций по слиянию и поглощению в РФ 122

Глава 3. Перспективы развития инвестиционных банков в России

3.1. Прогноз развития инвестиционных банков в России на 2003-2007 136

3.2. Направления развития инвестиционных банков в России 143

3.3. Необходимость совершенствования нормативно-правовой 151 базы в РФ

Заключение 176

Список использованной литературы 196

Приложения 202

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Нехватка инвестиционных ресурсов является одной из важных проблем российской экономики. За период с 1990 года произошло снижение объема капитальных вложений, в первую очередь, за счет снижения роли государства в инвестиционном процессе. Предполагалось, что ведущую роль в инвестировании возьмут на себя приватизированные предприятия, но этого не произошло. Снижение объемов инвестиций усугубляется растущей изношенностью основных производственных фондов, которая по некоторым отраслям составляет 80%. Проблема недостаточного инвестирования в российскую экономику требует немедленного решения и может стать самым существенным препятствием для долгосрочного роста российской экономики.

Источниками инвестиций для предприятий являются собственные и заемные средства. К собственным источникам можно отнести прибыль и амортизацию; к заёмным - кредиты банков и других организаций, финансирование из бюджета и внебюджетных фондов, средства, привлеченные от эмиссии ценных бумаг на фондовом рынке. В России основным источником финансирования капитальных вложений являются собственные средства, на которые приходится около 70% от объема инвестиций в основной капитал. Согласно мировой практике доля собственного капитала может быть различной в зависимости от национальных особенностей, но в развитых странах она не превышает 50%. Гораздо большую роль в странах с развитой экономикой играет фондовый рынок, на который может приходиться до 70% привлекаемого капитала. Роль фондового рынка в России пока мала - на его долю приходится не более 1 % инвестиций в основной капитал1. Это обусловлено недостаточной развитостью российского фондового рынка, отсутствием на нем необходимых профессиональных услуг.

Увеличение объема инвестиций, привлекаемых на фондовом рынке, возможно только благодаря скоординированным действиям государственных органов, российских предприятий и профессиональных участников рынка. Необходимо создать условия для развития экономики и стимулировать развитие предприятий, которые для расширения своей деятельности прибегнут к привлечению финансирования на фондовом рынке. Ключевым условием увеличения роли фондового рынка, как источника инвестиций в основной капитал, является развитие эффективного механизма организации эмиссий на первичном рынке - андеррайтинг. Профессиональные услуги по организации эмиссий, наряду с финансовым консультированием слияний и поглощений на развитых фондовых рынках традиционно выполняются инвестиционными банками.

За прошедшие 10-12 лет в России сформировался фондовый рынок, который потенциально может служить источником финансирования инвестиций. Многие российские предприятия накопили опыт работы на фондовом рынке, достаточный для того, чтобы активно использовать его инструменты для решения инвестиционных задач. Но, к сожалению, на российском фондовом рынке пока недостаточно развита профессиональная инвестиционно-банковская деятельность, что тормозит процесс выхода предприятий на фондовый рынок. Таким образом, развитие инвестиционно-банковского дела оказывается необходимым и важным условием совершенствования инвестиционного механизма российского фондового рынка.

Цели и задачи исследования. Целью настоящей работы является исследование возможностей и перспектив развития инвестиционных банков на российском фондовом рынке. Для достижения данной цели в ходе исследования ставились следующие задачи:

- Изучение истории развития зарубежной инвестиционно-банковской деятельности на протяжении 20 века и причин, приведших к формированию инвестиционных банков.

- Анализ структуры, закономерностей и основных движущих сил мирового рынка инвестиционно-банковских услуг.

- Анализ организационной структуры инвестиционных банков, как важнейшей составляющей их успешной деятельности (на примере Goldman Sachs).

- Составление аналитического обзора основных видов деятельности зарубежных инвестиционных банков, направленных на привлечение финансирования и финансовое консультирование сделок по слиянию и поглощению.

- Оценка роли инвестиционно-банковского дела в Российской Федерации, особенности функционирования институтов, предоставляющих инвестиционно-банковские услуги.

- Выявление проблемы становления инвестиционных банков в РФ, возможных путей ее решения. Оценка перспектив развития инвестиционно-банковской деятельности в России.

Объект и предмет исследования. Согласно цели и поставленным задачам, объектом исследования является профессиональная инвестиционно-банковская деятельность на российском и зарубежных рынках ценных бумаг. Предметом исследования являются экономические отношения, возникающие

во взаимодействии инвестиционных банков и инвесторами и эмитентами при решении задач финансирования, слияний и поглощений.

Степень разработанности темы. Инвестиционные банки являются ключевыми профессиональными участниками на фондовом рынке, поэтому они часто упоминаются в работах по общей теории развития и функционирования рынка ценных бумаг, в частности в трудах известных ученых, таких как К. Виксель, Т. Веблен, Ф. Модильяни, М. Миллер, Г.Марковиц, Дж.М. Кейнс, Р. Соллоу, Дж. Р. Хикс, Р. Коуз, Д. Норт, О. И. Уильямсон.

Большая часть российски исследований в области фондового рынка появилась после возрождения рынка ценных бумаг в начале 1990-х годов. Фундаментальными методологическими исследованиями рынка ценных бумаг являются работы Алексеева М.Ю., Вострокнутовой А.И., Колесникова В.И., Миркина ЯМ., Мусатова В.Т., Торкановского B.C. Книга Б.Б. Рубцова посвящена вопросу организации и развития зарубежных фондовых рынков. Исследования по вопросу регулирования рынка ценных бумаг проводились Алексеевым В.В., Бороздиным Ю.П.. Кузнецовой Е.В., Столяровым И.И., Семенковой Е.В., Соколинским В.В., Сажиной М.А., Ходовым Л.Г.. и другими учеными. Вопросы функционирования инвестиционных банков и особенности зарубежных рынков ценных бумаг освещены в работах других отечественных ученых.

Особое место занимает книга Данилова Ю.А. "Создание и развитие инвестиционного банка в России". Данная работа написана в 1997 году, когда ожидалось, что инвестиционные банки начнут развиваться очень быстрыми темпами. Кризис 1998 года значительно повлиял на развитие фондового рынка и этого типа институтов, и частности.

Описание роли инвестиционных банков в нашей стране в период после 1998 года, недостаточно проработано в российской экономической науке.

Единственной монографией, затрагивающей вопросы развития инвестиционно-банковской деятельности в России, является книга Я.М. Миркина "Рынок ценных бумаг: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития".

Значительно дальше в описании инвестиционно-банковской деятельности за рубежом продвинулись иностранные исследователи, чаще всего американские. Среди них Д. Маршал, М. Е. Эллис, Р. Экклз, Р. Кун и другие. В написании монографий исследователям часто помогают инвестиционные банкиры. Это связано с тем, что многие детали сделок и профессиональные тонкости остаются конфиденциальными даже после закрытия сделок. Нехватка данных для анализа актуальна даже для США, хотя этот фондовый рынок является одним из наиболее передовых в области раскрытия информации.

Проблема отсутствия или нехватки информации в ходе написания данной работы решалась с помощью трех источников: отчеты инвестиционных банков, материалы исследовательских компаний и публикации в специализированной прессе. Значительная часть информации об инвестиционном банке раскрывается в отчетах, публикуемых для акционеров и общественности. Эти отчеты дают представление об объемах деятельности инвестиционных банков, их организационной структуре и приоритетных направлениях развития. Другим источником информации явились отчеты исследовательских компаний, занимающихся сбором и анализом фактического материала о профессиональной деятельности на фондовом рынке.

Научная новизна исследования. Научная новизна диссертационной работы определяется следующими результатами, полученными автором в ходе исследования:

- Определены особенности российского фондового рынка: ограниченное количество эмитентов, низкая ликвидность ценных бумаг и заниженная рыночная капитализация компаний по сравнению с зарубежными аналогами. Выявлены отличительные черты российского первичного рынка ценных бумаг - практически полное отсутствие открытых размещений долевых инструментов и стремительный рост эмиссий долговых инструментов: еврооблигаций и, в особенности, рублевых облигаций в 2000-2002 гг.

- Выявлены общие закономерности развития инвестиционно-банковского дела в России, определенные на основании анализа ситуации на российском фондовом рынке и зарубежного опыта, основные условия и особенности предоставления инвестиционно-банковских услуг, в частности, привлечения капитала на фондовом рынке и финансового консультирования при слияниях и поглощениях.

- Определено понятие инвестиционно-банковского дела на фондовом рынке России и выявлены его отличительные черты. Доказана необходимость создания в нашей стране самостоятельных и специализированных кредитных институтов (инвестиционных банков), осуществляющих инвестиционно-банковскую деятельность на российском фондовом рынке.

- Выявлены отличительные черты российского рынка слияний и поглощений, заключающиеся в широком распространении враждебных поглощений, приобретении контрольных или блокирующих пакетов и отсутствии контроля за сделками со стороны государственных регулирующих органов. Выявлены специфические для России мотивы поглощений, как поглощение потребителей готовой продукции для борьбы с неплатежами и восстановление технологических цепочек, разрушенных в ходе приватизации

- Доказано использование недочетов действующего Закона "О несостоятельности (банкротстве)" (1998) в качестве механизма осуществления враждебных поглощений. Дана оценка влияния механизма поглощения через процедуру банкротства на фондовый рынок и доказан потенциал повышения капитализации российского фондового рынка на 7% в случае внесения законодательных изменений.

- Исследованы перспективные направления развития инвестиционно-банковского дела в России: вывод акций крупных частных компаний на фондовый рынок; организация привлечения капитала для крупных инвестиционных проектов; поддержка развития компаний в области высоких технологий; установленные законом пути приобретения компаний от своего имени; участие в процессе финансово-кредитного оздоровления предприятия и другие.

- На основе сопоставления макроэкономических показателей российского рынка ценных бумаг и других развивающихся рынков сделан прогноз развития инвестиционно-банковской деятельности в России на период 2003-2007 гг. Выявлен потенциал развития услуг инвестиционных банков по расширению привлечения капитала и финансовому консультированию сделок по слиянию и поглощению предприятий.

- Доказана необходимость активного участия государства в развитии инвестиционно-банковской деятельности. Сформулированы предложения по совершенствованию законодательства в области регулирования первичного рынка ценных бумаг, привлечения институциональных инвесторов, защиты прав акционеров, развития профессиональной инвестиционно-банковской деятельности. Доказана необходимость принятия закона "Об инвестиционно-банковской деятельности на фондовом рынке" и включения новых, выдвинутых

практикой, дополнений в законы "О рынке ценных бумаг (1996) и "О несостоятельности (банкротстве)" (1998).

Краткое содержание работы. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка библиографических источников и приложений.

В Главе 1 исследуются предпосылки, история возникновения и развития инвестиционно-банковской деятельности в США.

Дается определение инвестиционно-банковского дела через определение специализированных институтов - инвестиционных банков. Выделяются отличительные особенности инвестиционных банков по сравнению с другими профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Определены пути взаимодействия инвестиционных банков с коммерческими в рамках одной организационной структуры. Рассмотрены особенности российского рынка ценных бумаг. Выявлены этапы развития инвестиционно-банковского дела в России и определены его особенности. Оценено положение инвестиционных банков, инвестиционных компаний и коммерческих банков на рынке ценных бумаг, выявлен процесс перехода инвестиционных компаний в инвестиционные банки

В Главе 2 рассматриваются основные направления инвестиционно-банковской деятельности в США и России: организация эмиссий корпоративных ценных бумаг и финансовое консультирование слияний и поглощений. Рассматривается нормативно-правовая база привлечения финансирования в обеих странах, оцениваются размеры рынка и роль инвестиционных банков. Детально рассматриваются особенности российского рынка привлечения финансирования, проявляющиеся, в первую очередь в преобладании долговых инструментов. Наиболее значимое место занимают векселя, растет объем эмиссий еврооблигаций. Достаточно динамичным сегментом рынка долговых инструментов являются рублевые корпоративные облигации, одной из причин роста которого стало изменение

условий налогообложения процентного дохода по облигациям. Рынок привлечения финансирования через эмиссии долевых инструментов в России практически отсутствует. За всю послереволюционную историю фондового рынка только одна компания в России провела первичное размещение акций, четыре других разместили депозитарные расписки в США. Произведена оценка доходов, полученных от оказания инвестиционно-банковской услуг российским эмитентам.

Рассмотрены виды слияний и поглощений, произведена оценка объема рынка в США и России. Выявлена роль инвестиционно-банковских профессиональных участников в сделках по слиянию и поглощению. Рассмотрены практические методы расчета доходов профессиональных участников от финансового консультирования сделок по слиянию и поглощению и доказана динамика по снижению размера платежей инвестиционно-банковским профессиональным участникам в США. Особенности сделок по слиянию и поглощению в России заключаются в преобладании поглощений, часто враждебных; преобладании операций с не менее чем блокирующим пакетом акций, отсутствие государственного контроля за сделками, так как собственность часто сосредоточена у оффшорных фирм. Определены наиболее активные инвесторы, осуществляющие поглощения в России. Определены специфические причины слияний, характерные для России. Выявлены наиболее частые способы осуществления враждебных поглощений, имеющих в России определенную специфику. Произведена оценка объемов враждебных поглощений с использованием процедуры банкротства и доказано их влияние на фондовый рынок России.

В Главе 3 рассмотрены перспективы роста инвестиционно-банковской деятельности на основании сравнимых рынков. Доказан большой потенциал роста российского рынка инвестиционно-банковских услуг, как в силу макроэкономических факторов, так и специфических: рост роли фондового рынка, как источника привлечения инвестиций и выход на рынок новых эмитентов. Определена роль инвестиционно-банковских профессиональных участников в развитии рынка, состоящая в доведении до акционеров и менеджмента преимуществ вывода ценных бумаг на фондовый рынок, поиске путей повышения капитализации компании, развитии новых инвестиционно-банковских продуктов и привлечении инвесторов. Доказано влияние уровня корпоративного управления на капитализацию компании.

Доказана роль государства в развитии фондового рынка, заключающаяся в повышении привлекательности российского фондового рынка для отечественных эмитентов; привлечении российских и иностранных инвесторов на фондовый рынок и создание для них благоприятных условий; создании условий для развития и совершенствования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Апробация работы. Фрагменты работы были использованы в выступлениях на конференциях СПбГУЭФ. Материалы работы также использовались при проведении семинарских занятий по предмету "Рынок государственных и муниципальных ценных бумаг" на 5 курсе СПбГУЭФ.

Структура работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

## История возникновения и развития инвестиционных банков в США

Принято считать, что инвестиционные банки возникли в начале XX века, но компании, которые ими впоследствии стали, появились много раньше - в 1850-60 гг. Один из первых инвестиционных банков Lehman Brothers был образован в 1850, a Goldman Sachs - в 1869.2 Появление инвестиционных банкирских домов обычно являлось продолжением практики частных банков (private banks), которые осуществляли подписку на корпоративные облигации и акции, занимались привлечением вкладов населения, операциями с ценными бумагами, созданием инвестиционных и трастовых фондов. Для осуществления этой деятельности некоторые из них создавали дистрибьюторскую сеть в национальном масштабе. Клиентами частных банков выступали состоятельные индивидуальные инвесторы.3

Наряду с частными банками существовали коммерческие банки, чья деятельность была связана с краткосрочным кредитованием компаний и которым, банковским актом 1864 г., было формально запрещено осуществлять операции на фондовом рынке из-за значительных колебаний и высоких рисков.

В первые два десятилетия XX века роль фондового рынка в качестве источника инвестиционных ресурсов значительно возросла и стала привлекать более пристальное внимание со стороны коммерческих банков, которые совместно с некоторыми частными банками имели значительное влияние на тенденцию процентных ставок и конъюнктуру рынка. В это время коммерческие банки стали активно создавать филиалы, занимавшиеся подпиской на ценные бумаги и операциями на фондовом рынке. Формально они не принадлежали банкам, но последние предоставляли им средства, необходимые для оборота, и фактически контролировали их деятельность. Стимулом к развитию этого направления была заинтересованность коммерческих банков в привлечении через выпуск и торговлю облигациями состоятельных инвесторов, традиционно обслуживаемых частными банками.

Рост объема рынка облигаций сопровождался появлением новых эмитентов, как американских, так и иностранных. Облигации иностранных эмитентов, размещенные на американском рынке и номинированные в долларах, получили название Yankee bonds (облигации Янки). Среди эмитентов этих ценных бумаг были государства (Великобритания, Германия, страны Латинской Америки) и частные компании. Многие компании, получавшие финансирование благодаря этим облигациям были крайне ненадежны. Андерайтерами этих эмиссий выступали инвестиционные банки, которые должны были нести ответственность за надежность эмитента, но на деле же они не подвергали их должной проверке. Коммерческие банки давали кредиты под торговлю облигациями, при депонировании на счету 10-15% от суммы сделки, что создавало большие возможности для спекуляции. Впоследствии вскрылись многочисленные нарушения со стороны банковских служащих, практиковавших использование кредитов банка для спекулятивных операций с собственными ценными бумагами, изъятие средств на личные нужды и невозврат займов, выданных дочерним подразделениям4.

## Деятельность по привлечению финансирования для корпоративных клиентов в США

Развитый финансовый рынок создает два основных механизмапривлечения корпоративного финансирования. С одной стороны, существует возможность привлечения финансирования на фондовом рынке, а с другой - кредитование в коммерческом банке или другом специализированном финансовом институте. Принято считать, что кредитование обеспечивает пополнение оборотного капитала, а фондовый рынок - основного производственного. На практике, оба механизма могут служить как долго-, так и краткосрочным целям, так как они определяются параметрами того или иного инструмента.

Привлечение финансирования на фондовом рынке для крупных и средних корпоративных эмитентов наряду с финансовым консультированием является одним из приоритетных направлений л деятельности инвестиционных банков, как было доказано в предыдущей главе. Привлечение финансирования на фондовом рынке с предложением ценных бумаг неограниченному кругу инвесторов требует участия андеррайтера и проведения обязательной государственной регистрации эмиссии. Государственным регулирующим органом в США является Комиссия по Ценным Бумагам и Биржам (Securities and Exchange Comission - SEC) и органы каждого из штатов, где планируется осуществлять продажу ценных бумаг. Законодательной базой для регулирующих органов является Акт о банковской деятельности 1933 года с многочисленными коррекциями и дополнениями и законы о защите потребителя на рынке ценных бумаг или так называемые "законы голубого неба" (blue sky laws), принятые на уровне штатов. Процедура регистрации эмиссии в США состоит из следующих этапов.

Стадия заключения сделки и подготовка необходимых документов для регистрации в SEC (в американской практике эта стадия получила название origination). Эта стадия включает в себя поручение клиента осуществлять сделку от своего имени, детальную проверку деятельности эмитента, подготовку и заполнение необходимых документов для регистрации эмиссии.

Традиционно, компания-эмитент сотрудничала с одним инвестиционным банком на протяжении длительного времени. Распространенным явлением последних лет, направленным на снижение расходов эмитента, является организация тендера на проведение андеррайтинга, в котором побеждает андеррайтинге вый синдикат (underwriting syndicate), предложивший наилучшие условия. В ходе переговоров с потенциальным клиентом, участники тендера предлагают предварительный план финансирования (preliminary financing plan), который описывает достоинства и недостатки альтернативных способов привлечения финансирования45.

## Прогноз развития инвестиционных банков в России на 2003-2007

За 2001 - 2002 годы привлекательность России в глазах инвесторов, в частности, стратегических, значительно возросла. По исследованию консалтинговой компании А.Т. Kearney, опубликованному в сентябре 2002 года, Россия поднялась с 32 на 17 место, войдя в 25 стран, наиболее привлекательных для инвесторов". Несмотря на значительный рост привлекательности России и отечественного фондового рынка, он остается недостаточно развитым по сравнению с ведущими развивающимися рынками.

Для оценки перспектив развития инвестиционно-банковских услуг необходимо сравнить показатели отечественного рынка с другими странами, наиболее близкими из которых по уровню развития традиционно считаются Южная Америка или Восточная Европа. Для проведения корректного сравнения необходимо рассматривать страны, совпадающие или несколько опережающие Россию по ряду признаков. Первым важным критерием для сравнения является уровень экономического развития, который можно определить размером ВВП на душу населения. Вторым показателем является восприятие страны инвесторами, которое определяется рейтингом, который присваивается одним из рейтинговых агентств. Третьим показателем является роль страны на мировом рынке капиталов, в частности на рынке еврооблигаций. В таб. 3.1. приведены страны, наиболее сравнимые с Россией по инвестиционному рейтингу, по ВВП на душу населения с учетом паритета покупательной способности и играющие значительную роль на мировых фондовых рынках.

Данные таблицы 3.1. демонстрируют определенное отставание от приведенных развивающихся рынков, как по инвестиционному рейтингу, так и по ВВП на душу населения, что позволяет использовать эти страны в качестве ориентиров для развития российского фондового рынка. Необходимо отметить, что доля Аргентины, Бразилии и Мексики в объеме эмиссии еврооблигаций составляет 44%, что на 1.5% больше эмиссии 19 развивающихся экономик Европы, Азии и Океании. Все рассмотренные страны, в соответствии с исследованием А.Т. Kearney, находятся во второй десятке по привлекательности для иностранных инвесторов, что является подтверждением справедливости их сравнения Россией.

Перспективы рынка инвестиционно-банковских услуг в России определяются развитием фондового рынка, как источника капитальных вложений, и ожидаемый объем слияний и поглощений с участием финансового советника.