Минеева Евгения Валерьевна. Американские депозитарные расписки как инструмент международного рынка ценных бумаг : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2001 144 c. РГБ ОД, 61:02-8/1665-6

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава I. Сущность американских депозитарных расписок и их классификация 10

1.1. Экономическая сущность, значение и масштабы мирового рынка американских депозитарных расписок 10

1.2. Классификация программ американских депозитарных расписок 32

Глава II. Российские эмитенты на мировом рынке американских депозитарных расписок 44

2.1. Особенности участия российских эмитентов в программах американских депозитарных расписок 44

2.2. Проблемы, возникающие у участников программ американских депозитарных расписок, и возможные пути их преодоления 63

Глава III. Сравнительный анализ американских депозитарных расписок как инвестиционных ценных бумаг 85

Заключение 110

Литература 115

Приложения 126

**Введение к работе**

**Актуальность темы.**В настоящее время в мировой экономике прослеживается четко выраженная тенденция к интернационализации хозяйственных связей и экономических процессов. Такое стремление служит основой для усиления взаимозависимости финансовых рынков в различных регионах мира. Конечно, ориентиром для мирового сообщества выступает фондовый рынок США - страны с самой мощной экономикой и емким внутренним рынком. К этому рынку устремлено пристальное внимание из разных стран, в том числе из стран с развивающимися рынками.

Следует отметить, что депозитарные расписки в настоящее время являются одним из наиболее популярных финансовых инструментов международного рынка ценных бумаг, способствующих решению задач развития как фондового рынка, так и экономики отдельных государств и отраслей хозяйства.

Используя американские депозитарные расписки (American Depositary Receipts - ADRs), на мировой финансовый рынок выходят компании не только из стран с развивающимся фондовым рынком, но и корпорации из государств с развитой рыночной экономикой, имеющие всемирную известность, такие как "Nokia", "Royal Dutch Petroleum", "Sony", "Ericsson" и многие другие. Однако для российских компаний и банков реализация программ выпуска ADRs имеет сравнительно короткую историю. Лишь в 1994 году российские эмитенты приступили к реализации подобных программ в качестве одного из этапов выхода на международные фондовые рынки и поиска перспективных путей привлечения зарубежных инвестиций. Таким образом, к настоящему моменту можно говорить только о первых шагах России на пути интеграции в мировой финансовый рынок.

Интерес российских эмитентов к программам выпуска ADRs связан прежде всего с рядом преимуществ, которые делают этот инструмент весьма привлекательным.

В отечественной литературе экономическая сущность программ ADRs практически не разработана. Существуют немногочисленные публикации по отдельным организационным вопросам выпуска ADRs. Большей частью эти исследования имеют юридическую направленность, причем они освещают лишь нормативно-правовую базу законодательства США о ценных бумагах в целом, уделяя внимание преимущественно историческим аспектам. В нашем исследовании мы максимально избегали подробного рассмотрения вопросов юридического характера и максимально усиливали значимость экономических аспектов.

Исследования зарубежных авторов по этой проблеме в большинстве имеют лишь обзорный характер. Участие России в программах ADRs практически не отражено.

Эти обстоятельства в конечном итоге и предопределили актуальность выбранной темы диссертационного исследования, его логику и структуру.

Общеметодологические основы проблемы инвестирования заложены в работах таких отечественных ученых, как Алексеев М.Ю., Бочаров В.В., Воронова Н.С., Леонтьев В.Е., Миркин *ЯМ.,*Никифорова В.Д., Романовский М.В., Торкановский B.C., Фельдман А.А. и др. Большой вклад в разработку теории и практики инвестирования внесли такие зарубежные ученые-экономисты, как Р.Брейли, Ю.Бригхем, Ван Хорн, Л.Гапенски, Г.Марковиц, М.Миллер и др.

**Предметом исследования**явились экономические отношения между инвесторами и национальными эмитентами, между национальными эмитентами и американскими участниками программ американских депозитарных расписок.

**За объект исследования**приняты американские депозитарные расписки российских компаний и банков, российские эмитенты, иностранные инвесторы, деятельность Комиссии по ценным бумагам и биржам США, банков-депозитариев (The Bank of New York, J.P.Morgan, Citibank и др.) и банков-кастодианов.

**Цель диссертационного исследования**- обоснование

привлекательности использования американских депозитарных расписок иностранными эмитентами как эффективного инвестиционного инструмента международного рынка ценных бумаг, а также российскими компаниями и банками как нового инструмента интеграции России в мировой финансовый рынок.

В соответствии с целью исследования были определены следующие **задачи:**

1. Исследовать экономическую сущность ADRs, рассмотреть ADRs сквозь призму российского законодательства о ценных бумагах и определить их место в системе производных ценных бумаг.
2. Изучить структуру и масштабы мирового рынка ADRs.
3. Уточнить и обобщить классификацию программ ADRs и разработать алгоритм принятия решений иностранными эмитентами о различных способах выхода на американский фондовый рынок благодаря участию в программах ADRs.
4. Оценить роль и место рынка ADRs на российские акции в мировом рынке ADRs.
5. Провести периодизацию становления и развития программ ADRs на акции российских эмитентов.

6. Выявить трудности, возникающие у участников программ ADRs, и  
предложить возможные пути их преодоления.

7. Обосновать целесообразность политики Investor Relations при  
реализации программ ADRs.

8. Раскрыть негативные эффекты и последствия процесса интеграции  
российского фондового рынка в мировой с помощью ADRs.

9. Провести сравнительный анализ еврооблигаций как альтернативного  
инвестиционного инструмента для российских эмитентов.  
**Методологической, теоретической**и **информационной**базой

**исследования**послужили:

фундаментальные труды отечественных и зарубежных специалистов в области фондового рынка;

научные статьи в современной экономической и периодической печати, в изданиях СПбГУЭФ;

теории развития рынка капиталов, финансового рынка, маркетинга и менеджмента;

Законы, Указы, Постановления правительства Российской Федерации, нормативные документы Центрального Банка России в части, касающейся рынка ценных бумаг и его институционального обеспечения;

аналитические обзоры консалтинговых фирм, отчеты международных финансовых институтов;

нормативные акты фондового рынка США, издаваемые комиссией по ценным бумагам и биржам США;

статистические данные The Bank of New York, J.P.Morgan и других ведущих банков мира.

В ходе работы применены следующие методы исследования: системный анализ как методология постановки и подхода к решению проблемы в целом, приемы логического и сравнительного анализа и синтеза; методы экономико-статистических сравнений, абстрактно-логических суждений.

**Новые**научные результаты состоят в следующем: на основе исследования экономической сущности ADRs сделан вывод о том, что она по своей природе сводится к воплощению в них права

собственности инвесторов на определенную долю фиктивного капитала, раскрыта ее многогранность;

в результате изучения отечественной и зарубежной литературы уточнена и обобщена классификация программ ADRs; на основе анализа структуры и масштабов мирового рынка ADRs по важнейшим показателям выявлена отчетливая динамика роста программ ADRs;

анализ преимуществ и недостатков программ ADRs позволил разработать алгоритм принятия решений иностранными эмитентами о различных способах выхода на американский фондовый рынок через участие в программах ADRs;

раскрыты роль и место рынка ADRs на акции российских эмитентов в мировом рынке ADRs, а также выявлены специфические особенности ADRs на акции российских эмитентов на международном фондовом рынке; систематизированы причины привлекательности ADRs как для российских эмитентов, так и для американских инвесторов;

проведена периодизация становления и развития программ ADRs на акции российских эмитентов, раскрыта специфика этапов;

выявлены трудности, возникающие у участников программ ADRs и предложены пути их преодоления, раскрыты негативные последствия процесса интеграции российского фондового рынка в мировой с помощью ADRs;

на основе сравнительного анализа ADRs и еврооблигаций как альтернативных a priori инвестиционных инструментов для российских эмитентов обоснован вывод о целесообразности их использования и как своего рода способ диверсификации инструментов для выхода на международный фондовый рынок; разработан алгоритм принятия решения иностранным эмитентом при выборе инструмента международного инвестирования.

**Практическая значимость**исследования состоит в том, что оно дает российским эмитентам обоснованный методический и практический инструментарий для успешной реализации программ ADRs, что может способствовать процессу интеграции России в мировой финансовый рынок.

Полученные автором в результате работы теоретические выводы и предложения могут быть использованы в практической деятельности по подготовке и реализации программ ADRs российскими компаниями и банками.

Разработанные алгоритмы для иностранных эмитентов позволят целенаправленно и дифференцированно подходить к принятию решений при выборе инвестиционного инструмента международного рынка ценных бумаг. Обоснованы выводы о целесообразности использования ADRs на акции российских эмитентов в качестве перспективного инструмента привлечения иностранного капитала в России.

Проведенный нами анализ мирового опыта, накопленного в процессе развития мирового рынка ADRs за три четверти века, может дать возможность иностранным эмитентам использовать этот опыт для успешной реализации программ ADRs.

Теоретические и практические положения исследования используются при чтении лекций и проведении семинарских занятий на кафедре денег и ценных бумаг СПбГУЭФ по учебным курсам "Торговые системы рынка ценных бумаг", "Ценные бумаги и биржевое дело".

**Апробация результатов исследования.**

Основные положения работы доложены:

на научных сессиях ППС, научных сотрудников и аспирантов по  
итогам НИР 1997, 1998, 1999, 2000 годов.

на Четвертой, Пятой и Шестой международной конференции студентов и аспирантов С.-Петербургского Университета "Предпринимательство и реформы в России" в 1999, 2000 и 2001 годах.

на 3-ем и 4-м Всероссийских экономических форумах студентов и молодых ученых "Перспективы развития российской экономики в новом тысячелетии" в 2000 году и "Экономические и социальные преобразования в России: опыт и проблемы" в 2001 году.

на заседании "круглого стола" журнала "Деньги и кредит" на базе международного банковского института 17 ноября 2000 года, Санкт-Петербург.

на II межвузовской конференции аспирантов и докторантов "Теория и практика финансов и банковского дела на современном этапе", Санкт-Петербург, 5-6 декабря 2000 года.

на симпозиумах "Проблемы перевода экономики на инновационный тип развития" и "Молодые ученые - промышленности и хозяйству Северо-Западного региона" на Пятой Санкт-Петербургской Ассамблее молодых ученых и специалистов, Санкт-Петербург, 2000 года.

На 11 международной конференции молодых ученых "Человек. Природа. Общество. Актуальные проблемы", 27-30 декабря 2000 года - СПб.

Разработки диссертации использованы в учебном пособии "Депозитарные расписки как способ выхода корпораций на международный фондовый рынок" для студентов, изучающих курсы "Мировая валютная система", "Ценные бумаги и биржевое дело", "Теория денег и кредита".

Работа прошла экспертизу и апробацию и стала победителем в конкурсах грантов, проводимых Комитетом по науке и высшей школе Администрации Санкт-Петербурга и конкурсным центром фундаментального естествознания Минобразования РФ, № М99-1.2Д-89 за 1999 год, № М2000-1.2К-25 за 2000 год и № М2001-1.2К-19 за 2001 год.

Основные положения диссертации изложены в 20 публикациях общим объемом более 3 п.л.

Структура работы. Диссертационная работа состоит из Введения, 3-х Глав, Заключения, списка литературы и приложений. В работе представлены 9 таблиц, 26 рисунков и 2 схемы. Список литературы составляет 140 источников.

## Экономическая сущность, значение и масштабы мирового рынка американских депозитарных расписок

В эпоху глобализации мировой экономики ни одна страна мира не может рассчитывать на эффективное развитие, если она не будет использовать все возможности, предоставляемые международным рынком капитала1.

В этом отношении ADRs являются инструментом, который широко используется во всем мире уже почти три четверти века как способ выхода национальных экономик на международный фондовый рынок.

Практика применения ADRs с каждым годом расширяется. Они активно используются зарубежными эмитентами при слияниях, приобретениях одними компаниями других, при изменении структуры капиталов компаний и даже для реструктуризации долговых обязательств государств.

Вначале необходимо провести теоретическое осмысление понятия ADRs как инструмента фондового рынка с точки зрения его экономической сущности. Это также важно и для формулирования определения понятия этого инструмента. Отметим, кстати, что толкование экономической сущности ADRs, естественно, не меняется в зависимости от имеющихся в литературе вариантов перевода с английского языка слова "Receipt"2 (расписка, квитанция, свидетельство).

При формулировании определения ADRs приходится учитывать, что мы имеем дело с международным финансовым инструментом и поэтому возникает необходимость рассмотрения проблемы с точки зрения различных законодательных систем, учитывая различия в трактовках понятия ценной бумаги. Анализу этих различий посвящен ряд публикаций, где это понятие рассматривается на основе американского и российского опыта и поэтому мы на этом не будем останавливаться1.

Однако, очевидно, что, несмотря на различное толкование ценной бумаги по формальным признакам, экономическая сущность ценных бумаг, в том числе и ADRs, как будет видно из последующего анализа, не меняется.

Под американской депозитарной распиской в США2 понимается выпущенный американским депозитарием сертификат, подтверждающий право собственности на определенное количество американских депозитарных акций, которые в свою очередь представляют право собственности на определенное количество ценных бумаг иностранного частного эмитента.

Для решения вопроса об определении ADRs с точки зрения российского законодательства сопоставим отличительные признаки, характерные для ценных бумаг и ADRs (табл.1).

В результате сопоставления наиболее характерных отличительных признаков ценных бумаг с характеристиками ADRs, можно сделать вывод, что ADRs можно отнести к ценным бумагам.

Кроме этого, следует отметить, что ADRs, равно как и эмиссионные ценные бумаги согласно статье 2 раздела I Федерального Закона РФ "О рынке ценных бумаг" от 22 апреля 1996, № 39 - ФЗ, одновременно обладают следующими признаками:

? закрепляют совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению;

? размещаются выпусками;

## Особенности участия российских эмитентов в программах американских депозитарных расписок

Исследование программ выпуска американских депозитарных расписок является чрезвычайно актуальной для России темой в первую очередь вследствие процесса интеграции России в мировую экономику и растущей потребности российской экономики в иностранном инвестиционном капитале.

Россия, как известно, относится к странам с развивающимся фондовым рынком, для которого иностранные инвестиции имеют важное значение.

В 2000 году российская экономика характеризовалась более благоприятными условиями для привлечения иностранных инвестиций по сравнению с предыдущими годами. Об улучшении инвестиционного климата свидетельствует перемещение России по итогам 2000 года с 49-го на 32-е место по привлекательности для инвесторов1.

Россия, как было нами отражено в Главе I, занимала в 2000 году 7 место среди активных стран-участниц программ ADRs, разделяя его с Нидерландами и Францией, опередив Швецию, Италию и Ирландию2.

На рисунке 13 отражена динамика количества программ ADRs на акции российских эмитентов с 1994 по 2000 год.

Как видно из рисунка 13, первые два года анализируемого периода (1994-1995 годы) характеризовались лишь единичными выпусками программ ADRs. Так, в декабре 1994 года компания Sun Interbrew первой из российских компаний вышла на американский фондовый рынок с программой ADRs по правилу 144А. Лишь через год в декабре 1995 года крупнейшая нефтяная компания России ЛУКойл осуществила спонсируемую программу ADRs Первого Уровня1. Отметим, что, если первая из этих компаний (Sun Interbrew) вышла на американский фондовый рынок через частное размещение, то ЛУКойл стала первой российской компанией, выпустившей ADRs через публичное размещение. Таким образом, эти два года можно рассматривать как своеобразный подготовительный этап для дальнейшего активного участия российских компаний в программах ADRs.

Подчеркнем, что формирование этого этапа проходило на фоне общих благоприятных тенденций развития российского фондового рынка и было вполне закономерным. Как известно, для российского рынка ценных бумаг 1994 - 1996 годы были периодом позитивных качественных изменений, связанных с развитием инфраструктуры рынка, появлением качественно новой нормативной базы, регулирующей рынок ценных бумаг, а также с резким увеличением предложения ценных бумаг вследствие интенсификации эмиссионной деятельности.

Следующий этап, охватывающий 1996-1998 годы, ознаменовался бурным ростом количества российских эмитентов, в том числе и коммерческих банков, успешно осуществивших программу выпуска ADRs.

Важнейшей вехой данного этапа является выпуск ADRs на акции компании Вымпелком самого высокого Третьего Уровня. Подчеркнем, что эта компания является первой и до сих пор, к сожалению, единственной компанией, которая сумела привлечь дополнительный капитал, выпустив ADRs Третьего Уровня. Кроме этого, Вымпелком стала также первой компаний в России, разместившей свои ценные бумаги (в ноябре 1996 года) на самой крупной и престижной бирже мира - NYSE.

За весь этот период было осуществлено 60 выпусков программ ADRs, причем подавляющее большинство из них были публично размещаемые программы Первого Уровня (см. приложение 1). Отличительной чертой данного периода является то, что для подавляющего большинства российских эмитентов программы ADRs осуществлялись с имиджевой целью, что, несомненно, поднимало их международный рейтинг.

## Сравнительный анализ американских депозитарных расписок как инвестиционных ценных бумаг

Несомненно, что рынок ADRs, как и любой другой сегмент международного рынка ценных бумаг, находится в тесной взаимосвязи с рынками других финансовых инструментов - об этом свидетельствует, к примеру, взаимовлияние динамики различных фондовых и биржевых индексов. В связи с этим представляет большой интерес сопоставление ADRs как инвестиционной ценной бумаги с другими инструментами инвестиционной направленности.

Кроме того, по итогам 2000 года1 российские долговые бумаги, как валютные, так и рублевые, оказались намного более привлекательным инструментом для инвестиций по сравнению с акциями российских компаний.

Понятно, что подобные выводы диктуют необходимость проведения сравнительного анализа ADRs с ценными бумагами той же инвестиционной направленности, но другой экономической природы - еврооблигациями.

Наш интерес именно к еврооблигациям обусловлен следующими обстоятельствами.

Во-первых, еврооблигации и ADRs, как уже было отмечено, являются ценными бумагами инвестиционного характера, а проблема привлечения иностранных инвестиций насущна для России.

Во-вторых, рынок еврооблигаций, наряду с рынком ADRs, является в настоящее время наиболее динамично развивающимся сегментом международного фондового рынка.

Крылова В., Храпченко Л. Российские долговые бумаги: итоги прошедшего года // РЦБ. - 2001. - № 2. - С.29-33

В-третьих, рынок еврооблигаций является наиболее объемным и развитым сектором рынка евробумаг, причем доля этого сектора составляет более 90%. Отметим, что в настоящее время совокупная стоимость находящихся в обращении еврооблигаций составляет более US$ 4 трлн.

В-четвертых, аналитики крупнейшей американской банковской группы Citibank считают, что российские еврооблигации могут стать одними из самых привлекательных бумаг развивающихся рынков в 2001 году. Этот вывод был сделан на основе анализа рынка еврооблигаций за 2000 год, когда российские еврооблигации были наиболее привлекательными среди облигаций развивающихся рынков1.

И, наконец, сопоставление ADRs с еврооблигациями представляло для нас большой интерес с точки зрения альтернативного характера этих двух ценных бумаг: долевая и долговая ценные бумаги соответственно.

Подчеркнем, что в данной главе рассматриваются только те вопросы, которые важны для понимания сущности и особенностей еврооблигаций с точки зрения их сопоставления с ADRs. В связи с этим будет сделана попытка, отойдя от обсуждения общих организационных вопросов выпуска и размещения, разновидностей еврооблигаций, участников и инфраструктуры рынка и других, проанализировать дифференциальные аспекты этих двух ценных бумаг. Вначале кратко остановимся на некоторых важных этапах становления и развития еврооблигаций для выявления сходных черт с историей появления ADRs.