Захарова Маргарита Александровна. Публичное размещение акций генерирующих компаний электроэнергетики России : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Захарова Маргарита Александровна; [Место защиты: С.-Петерб. ун-т экономики и финансов].- Санкт-Петербург, 2008.- 182 с.: ил. РГБ ОД, 61 08-8/440

**Содержание к диссертации**

Введение

1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ И ЭКОНОМИЧЕСКОЕ СОДЕРЖАНИЕ ПУБЛИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ АКЦИЙ 11

1.1. Источники финансирования инвестиций в российских компаниях 11

1.2. Экономическое содержание публичного размещения акций 23

1.3. Правовое регулирование деятельности российских эмитентов при выпуске дополнительных акций 38

2. АНАЛИЗ ПРАКТИКИ ПУБЛИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ АКЦИЙ

ГЕНЕРИРУЮЩИХ КОМПАНИЙ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКИ РОССИИ 51

2.1. Объективные предпосылки и инвестиционное обеспечение реформы в электроэнергетике России 51

2.2. Анализ результатов публичного размещения акций генерирующих компаний электроэнергетики 64

2.3. Особенности проведения публичного размещения акций в электроэнергетике России 72

2.4. Финансирование инвестиционной программы компании электроэнергетики на примере ОАО «Территориальная генерирующая компания № 5» 85

3. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ПРОЦЕДУРЫ ПУБЛИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ

АКЦИЙ ГЕНЕРИРУЮЩИХ КОМПАНИЙ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКИ РОССИИ 103

3.1. Комбинированная технология (Dual Track) как основная технология размещения дополнительных акций в электроэнергетике России 103

3.2. Программа повышения стоимости и инвестиционной привлекательности генерирующих компаний электроэнергетики с помощью первичного публичного размещения акций 120

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 151

Библиографический список 160

Приложения 166

**Введение к работе**

**Актуальность темы диссертационного исследования.**Надежное и эффективное функционирование электроэнергетики является важнейшим фактором экономической и социальной стабильности государства и роста российской экономики, поскольку энергетическая отрасль является базовой отраслью экономики любой страны и оказывает существенное влияние на развитие других отраслей и экономики в целом.

За последние 10 лет (с 1997 по 2007 года) в условиях дефицита инвестиционных ресурсов на развитие отрасли и значительного износа энергетических мощностей, который по данным Института макроэкономических исследований (ИМЭИ) составляет в среднем 70%, в электроэнергетике России наблюдается устойчивый рост потребления электро- и теплоэнергии. В этом случае возникает проблема энергобезопасности страны и наличия дальнейшего потенциала её экономического роста, решением которой является проводимая в Российской Федерации реформа электроэнергетики. Результатом реализации масштабной реформы в энергетической отрасли должно стать создание конкурентного рынка электроэнергии, привлечение инвестиционных ресурсов из различных источников и введение новых энергетических мощностей. При недостаточности у генерирующих компаний собственных источников финансирования инвестиционной деятельности возникает необходимость использования новых в электроэнергетике источников финансирования для модернизации энергетического оборудования, основным из которых является доход от публичного размещения акций. Проведение публичного размещения акций не только позволяет генерирующих компаниям получить необходимые инвестиционные ресурсы, но и предоставляет преимущества в определении рыночной стоимости бизнеса, формировании публичной кредитной истории, повышении капитализации компании и информационной прозрачности деятельности и финансовой отчетности.

В 2006-2007 годах в электроэнергетике России было проведено девять размещений дополнительных акций генерирующих компаний и привлечено

**4**более 300 млрд. рублей, которые используются на реализацию разработанных в каждой компании инвестиционных программ. Изучение практики публичного размещения акций генерирующих компаний подтверждает правильность курса осуществляемой реформы отрасли и показывает исключительную важность привлеченных денежных средств для всей электроэнергетики России. Заметим, что с 2000 года - начала реформирования электроэнергетики России в центре внимания большинства исследователей находились проблемы либерализации рынка электроэнергии, реструктуризации энергосистемы, то есть разделение РАО «ЕЭС России» на множество энергокомпаний и последующее создание самостоятельных компаний, специализирующихся на отдельных видах деятельности. При этом комплексного исследования проблемы применения публичного размещения акций для финансирования инвестиционной деятельности в электроэнергетике России в рамках отдельной научной работы-не предпринималось. Экономическая значимость подобного исследования и недостаточная научная разработанность названной проблемы, а также отсутствие конкретных практических рекомендаций по повышению стоимости и инвестиционной привлекательности генерирующих компаний электроэнергетики России определили актуальность темы диссертационного исследования и обусловили ее выбор.

**Степень разработанности проблемы.**Изучение проблем привлечения финансирования для осуществления инвестиционной деятельности в промышленных предприятиях, в том числе в электроэнергетике, проводится экономистами различных стран по многим направлениям.

Описание и исследование инвестиций за рубежом связано с именами Александер Г., Барнес СБ., Бирман Г., Блех Ю., Бригхем Ю., Брю С.Л., Бром-вич М, Бэйли Дж., Гапенски Л., Гетце У., Гитман Л. Дж., Джонк М.Д., Круш-виц Л., Макконнелла К.Р., Фабоцци Ф., Холт Р.Н., Шарп У., Шмидт С. и др.

В отечественной научной литературе значительный вклад в исследование инвестиционных процессов и инвестиционной политики в России внесли такие ученые, как Абрамов СИ., Бланк И.А., Богатин Ю.В., Бочаров В.В., Валдайцев СВ., Вахрин П.И., Виленский П.Л., Воробьев П.В., Воронцовский А.В., Дамо-

***і \***

**5**даран А., Ендовицкий Д.А., Иванов В.В., Игонина Л.Л., Игошин Н.В., Касатов А.Д., Ковалев В.В., Корчагин Ю.А., Косов В.В., Кудряшов В.В., Липсиц И.В., Лялин В.А., Маренков Н.Л., Матиенко Н.Н., Мелкумов Я.С., Мертенс А.В., Москвин В.А., Нешитой А.С., Ример М.И., Тарасевич Е.И., Шеремет В.В. и др.

В течение последних пяти лет (2002-2007 годы) в отечественной экономической литературе активно изучается процесс финансирования инвестиций путем первичного публичного размещения акций (IPO) такими авторами, как Гвардии СВ., Гулькин П.Г., Лукашов А.В., Макарова В.А., Миркин *Я.М.,*Никифорова В.Д., Нико'нова И.А., Потемкин А., Руднева Е.В. и др. Однако работы данных авторов носят общий характер и не рассматривают специфику проведения IPO в компаниях электроэнергетики России.

Несмотря на значительное количество исследований, связанных с изучением инвестиций и источников их финансирования, в том числе посредством размещения ценных бумаг, научную разработанность данной темы по отношению к компаниям электроэнергетики нельзя признать достаточной, что и определило цель, задачи, объект и предмет диссертационного исследования. \*

**Цель и задачи исследования.**Целью диссертационного исследования является выявление особенностей проведения публичного размещения акций в. электроэнергетике России, совершенствование процедуры первичного публичного размещения акций генерирующих компаний путем разработки программы повышения стоимости и инвестиционной привлекательности генерирующих компаний электроэнергетики России.

Для достижения поставленной цели были сформулированы следующие основные задачи, определившие логику исследования и структуру диссертационной работы:

рассмотреть источники финансирования инвестиций в российских компаниях и обозначить их достоинства и недостатки;

исследовать экономическое содержание публичного размещения акций, этапы и методы его проведения;

проанализировать нормативно-правовую базу деятельности российских эмитентов и предложить рекомендации по совершенствованию законодательства в области регулирования эмиссии ценных бумаг;

провести анализ результатов размещения дополнительных акций генерирующих компаний с целью выявления особенностей проведения публичного размещения акций в электроэнергетике России;

рассмотреть процедуру и результаты публичного размещения акций в электроэнергетике на примере ОАО «ТГК-5» с целью изучения влияния продажи дополнительных акций на инвестиционную деятельность компании;

исследовать возможность применения комбинированной технологии (технологии Dual Track) размещения дополнительных акций генерирующих компаний в качестве основной в электроэнергетике России;

разработать программу действий для повышения стоимости и инвестиционной привлекательности генерирующих компаний электроэнергетики с помощью первичного публичного размещения акций.

**Объектом**исследования выступает совокупность размещенных акций генерирующих компаний электроэнергетики России и процесс их размещения.

**Предметом**исследования являются экономические, финансовые, организационно-правовые отношения, связанные с публичным размещением акций генерирующих компаний электроэнергетики России.

**Теоретической и методологической основой**диссертационной работы послужили труды зарубежных и российских ученых в области инвестиций и рынка ценных бумаг, общие методы научного познания такие, как системный, структурный, функциональный анализ, диалектический, дедуктивный подходы, приемы статистического исследования и обработки данных (выборка, группировка, сравнение и обобщение), а также табличное и графическое моделирование.

**Информационную**базу исследования составили законы и нормативно-правовые акты Российской Федерации, положения и постановления Федераль-

**7**ной службы по финансовым рынкам России, регулирующие функционирование российского фондового рынка и деятельность его участников, официальные статистические и аналитические данные Госкомстата РФ, Министерства финансов РФ, Центрального банка РФ, материалы официальных периодических изданий, информационных и аналитических агентств, изучающих вопросы размещения акций в электроэнергетике России. При анализе также использовались годовые и квартальные отчеты, данные ОАО РАО «ЕЭС России», различные материалы ОАО «Территориальная генерирующая компания № 5».

**Научная новизна**и наиболее значимые результаты исследования заключаются в следующем:

сформулировано и предложено автором понятие ГРО;

исследовано нормативно-правовое регулирование деятельности российских эмитентов при выпуске ценных бумаг и предложены рекомендации по совершенствованию законодательства в области публичного размещения акций;

на основе анализа результатов публичного размещения акций генерирующих компаний выявлены особенности проведения публичного размещения акций в генерирующих компаниях электроэнергетики России;

изучено влияние первичного публичного размещения акций на инвестиционную деятельность генерирующей компании и определен экономический эффект от реализации инвестиционной программы за счет денежных средств от дополнительной эмиссии акций на примере ОАО «Территориальная генерирующая компания № 5»;

раскрыта сущность комбинированной технологии (технологии Dual Track), предложена схема размещения дополнительных акций по комбинированной технологии, выделены этапы и основные мероприятия размещения дополнительных акций генерирующих компаний электроэнергетики России по технологии Dual Track;

разработана и предложена к применению программа действий для повышения стоимости и инвестиционной привлекательности генерирующих

компаний электроэнергетики России с помощью первичного публичного

размещения акций.

**Теоретическая значимость**диссертационного исследования заключается в том, что содержащиеся в ней положения и выводы вносят определенный вклад в теорию фондового рынка в части понятийного аппарата и в теорию ценообразования в части определения цены акций, размещаемых путем дополнительной эмиссии.

Материалы диссертационного исследовании могут быть использованы в учебном процессе в преподавании курсов «Рынок ценных бумаг» и «Организация профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг».

**Практическая значимость**диссертационного исследования заключается  
в разработке рекомендаций по совершенствованию процедуры первичного пуб  
личного размещения акций генерирующих компаний электроэнергетики Рос  
сии, реализация которых позволит повысить инвестиционную привлекатель  
ность акций, стоимость компаний и будет способствовать успешному привле  
чению инвестиционных ресурсов в электроэнергетику страны. " - '

В практическом плане особую значимость исследованию придает, с одной стороны, неотложная потребность электроэнергетической отрасли России в инвестиционных ресурсах для скорейшей модернизации существующих и строительства новых энергетических мощностей, с другой - недостаточная представленность в зарубежных и отечественных научных трудах конкретных практических разработок по данной проблематике.

**Апробация работы.**Основные положения и результаты диссертационного исследования обсуждались на научной сессии профессорско-преподавательского состава, научных сотрудников и аспирантов по итогам НИР 2007 года «Финансы, кредит и международные экономические отношения в XXI веке» (2008 год), на 1-й международной научной конференции «Роль финансово-кредитной системы в реализации приоритетных задач развития экономики» (2008 год), на V межвузовской межрегиональной научно-методической конференции «Актуальные проблемы профессиональной подготовки студен-

**9**тов: от теоретических исследований до инноваций» (2007 год), на конференции «Глобализация: вызов национальной и мировой экономике» (VII Чаяновские чтения, Москва, 2007 год), на Всероссийской научно-практической конференции «Меценатство, благотворительность, предпринимательство и социальная политика государства (традиции и современность) (Киров, 2006 год). Содержание, основные выводы и результаты диссертационного исследования отражены в 12 опубликованных научных работах автора общим объемом 8,65 п.л.

**Структура исследования.**Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка и приложений, изложена на 165 страницах основного текста, включает 24 таблицы, 30 рисунков и 8 приложений.

Во введении обосновывается актуальность темы диссертационного исследования, дается оценка проблемы и степени ее освещения в литературе, определяются цель, задачи, предмет и объект исследования, формулируются научная новизна и практическая\* значимость полученных результатов, обосновывается структура работы.

В первой главе «Теоретические основы и экономическое содержание публичного размещения акций» исследуются различные источники финансирования инвестиций российских компаний, выделяются их преимущества и недостатки, определяется понятие IPO, раскрывается экономическое содержание IPO и других вариантов размещения акций, сравниваются методы публичной продажи ценных бумаг и описываются основные этапы деятельности при организации публичного размещения акций. Особое внимание уделено правовому регулированию деятельности российских эмитентов при выпуске дополнительных акций и предложены рекомендации по совершенствованию рассмотренных законодательных актов.

Вторая глава «Анализ практики публичного размещения акций генерирующих компаний электроэнергетики России» посвящена выявлению проблем, существующих в настоящее время в энергетической отрасли, исследованию проводимых структурных преобразований и источников финансирования разработанной инвестиционной политики РАО «ЕЭС России». Проанализированы

**10**результаты размещения дополнительных акций генерирующих компаний, сформулированы и описаны особенности, связанные с публичным размещением акций в электроэнергетике России. Изучена и последовательно изложена процедура продажи дополнительных акций в компании электроэнергетики на примере ОАО «Территориальная генерирующая компания № 5», выделены принципы, лежавшие в основе размещения акций дополнительного выпуска энергокомпании, рассчитан экономический эффект от реализации инвестиционной программы, основным источником финансирования которой являются денежные средства от размещения дополнительных акций.

В третьей главе «Совершенствование процедуры публичного размещения акций генерирующих компаний электроэнергетики России» раскрыта сущность и исследован механизм размещения дополнительных акций генерирующих компаний по комбинированной технологии (технологии Dual Track), выявлены преимущества и недостатки технологии Dual Track, выделены этапы и описаны мероприятия размещения акций дополнительного выпуска в электроэнергетике России по комбинированной технологии. Разработана программа повышения стоимости и инвестиционной привлекательности компаний электроэнергетики с помощью первичного публичного размещения акций. Выявлены факторы, влияющие на инвестиционную привлекательность и стоимость генерирующих компаний России, выполнен анализ рисков, влияющих на размещение акций, предложены методы их снижения. Разработана классификация инвесторов, даны рекомендации по взаимодействию с выделенными группами инвесторов, определены принципы и рекомендации по распределению дополнительных акций.

В заключении сформулированы основные выводы, положения и рекомендации по результатам научного исследования.

В приложениях приведены статистические данные и дополнительные материалы, иллюстрирующие основные положения диссертационного исследования.

## Источники финансирования инвестиций в российских компаниях

Привлечение инвестиционных ресурсов в экономику России всегда являлось важнейшей задачей, стоящей перед всем экономическим обществом. В условиях развивающейся российской экономики, износа основных фондов большинства предприятий, наличия рисков в корпоративном и финансовом секторах была поставлена задача удвоения ВВП в России к 2010 году. Очевидно, что данную цель можно достичь за счет развития внутреннего производства и привлечения масштабных инвестиционных ресурсов для финансирования дальнейшего развития и модернизации российских компаний.

Сложившаяся макроэкономическая ситуация в России в целом способствует процессу инвестирования. Поэтому главным условием поддержания достигнутых в последние годы темпов экономического роста (за 2003-2007 гг. уровень ВВП России увеличился более чем в 2 раза) и перехода к их устойчивой динамике является привлечение значительных инвестиций, которые позволят осуществить структурную перестройку, техническое перевооружение производства и успешное развитие экономики.

По оценке Министерства экономического развития и торговли РФ, в долгосрочной перспективе минимальная потребность российской экономики в инвестициях для достижения устойчивого развития экономики России, ее реструктуризации и модернизации на современной технологической основе, способной обеспечить подъем конкурентоспособности отечественных товаров и услуг на мировом рынке, составит в течение 20 ближайших лет 2 трлн. долларов инвестиций, т.е. 100 млрд. долларов в год.

В интересах обеспечения экономического роста в стране модернизация должна комплексно охватывать все сектора экономики, включая промышленность, сельское хозяйство, сферу услуг, поскольку рост экономических показателей во многом зависит от успешной хозяйственной деятельности всех рос 12 сийских предприятий. В этой связи первостепенной задачей увеличения экономического роста является дальнейшее развитие и повышение инвестиционной активности российских предприятий и мобилизация всех возможных финансовых ресурсов из различных источников.

Таким образом, для дальнейшего расширения и совершенствования производства во всех отраслях экономики России особую актуальность для большинства компаний приобретает рассмотрение различных источников финансирования инвестиций.

Прежде всего, следует отметить, что в современной российской экономической литературе большое внимание уделяется теме инвестиций, в связи с чем многие авторы1 в своих исследованиях приводят различные определения. Так, ряд ученых" под инвестициями понимают «целенаправленное вложение на определенный срок капитала во всех его формах в различные объекты (инструменты) для достижения индивидуальных целей инвесторов»3.

class2 **АНАЛИЗ ПРАКТИКИ ПУБЛИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ АКЦИЙ**

**ГЕНЕРИРУЮЩИХ КОМПАНИЙ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКИ РОССИИ** class2

## Объективные предпосылки и инвестиционное обеспечение реформы в электроэнергетике России

Современный этап реформирования отраслей промышленности в Российской Федерации носит ярко выраженный многоаспектный характер. Ирш этом реформы в структурообразующих отраслях, к которым относится электроэнергетика, должны быть скоординированы с темпами развития всей экономики. Выделяя, особо процессы реформирования энергосистемы, следует отметить, что она должна не только соответствовать текущему этапу реструктурирования, но и опережать его,;что может обеспечить эффективная инвестиционная политика региональных энергокомпаний.

Электроэнергетика представляет собой отрасль экономики, включающая в себя комплекс экономических отношений, возникающих в процессе производства, передачи электрической энергии, оперативно-диспетчерского управления, сбыта и потребления,электрической энергии. Она является базовой отраслью экономики страны и оказывает существенное влияние на развитие других отраслей и экономики в целом: Надежное и эффективное функционирование электроэнергетики - важнейший фактор экономической и социальной стабильности государства. Поэтому развитие энергетической отрасли, привлечение инвестиций, обновление её основных производственных фондов, внедрение новой технологии производства и распределения электроэнергии и тепла является важнейшей составляющей роста экономики страны.

class3 **СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ПРОЦЕДУРЫ ПУБЛИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ**

**АКЦИЙ ГЕНЕРИРУЮЩИХ КОМПАНИЙ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКИ РОССИИ** class3

## Комбинированная технология (Dual Track) как основная технология размещения дополнительных акций в электроэнергетике России

Размещение дополнительных акций ряда генерирующих компаний электроэнергетики впервые проводилось по новой для России комбинированной технологии (Dual Track), о применении которой было объявлено в 2006 году после утверждения на Совете директоров РАО «ЕЭС России». Первой генерирующей компанией, осуществившей размещение дополнительных акций по комбинированной технологии (технологии Dual Track), стала ТГК-5, поэтому изучение данной технологии и опыта её применения в размещении дополнительных акций энергокомпаний России является важной задачей в связи с необходимостью привлечения крупных инвестиций в электроэнергетику для модернизации существующего и приобретения нового оборудования.

Впервые технология Dual Track появилась в США в конце 1990-х. Этот способ позволял компании одновременно готовиться и к размещению на бирже и к продаже бизнеса целиком одному крупному инвестору. В конце двадцатого века такая схема проведения IPO применялась достаточно часто, что объясняется следующей причиной. В экономике США существовал большой спрос со стороны различных инвесторов на акции технологических компаний, которые не могли заранее выбрать среди достаточного количества предложений наиболее выгодный вариант размещения дополнительных акций. В то время удорожание процедуры IPO было незаметно ввиду больших прибылей на вложенный капитал. После краха в США интернет-компаний технология Dual Track перестала применяться при проведении IPO, однако в 2004 году после преодоления в США интернет-кризиса вновь появился интерес к данной технологии подготовки и проведения первичного публичного предложения акций.

Віоснове размещения дополнительной эмиссии.акции по технологии Dualrack лежит принцип параллельного осуществления мероприятий, направленных на. продажу акций либо только среди стратегических инвесторов:, либо проведение IP О как среди стратегических, так и финансовых инвесторов.

В настоящее время главной причиной по которой применяется технология Dual; Track, является стремление эмитента,застраховаться от отказа стратегического инвестора покупать; акции или резкой сменырыночнои конъюнктуры и разместить, акции среди финансовых инвесторов.

Очевидно, что целью применения технологии Dual Track в отношении размещения дополнительных акций энергокомпаний является стремление повысить интерес крупных стратегических инвесторов, готовых выкупить блоки-рующий; пакет акций (более 25%) в-условиях конкуренции, а также предоставить возможность финансовым инвесторам конкурировать за оставшуюся- часть, от всего продаваемого пакета акций;

На наш взгляд, интересным представляется рассмотрение основных мотивов участия стратегических и финансовых инвесторов в IPO генерирующих компаний. По нашему мнению, одним из главных мотивов участия крупных стратегических инвесторов в размещении дополнительных акций энергокомпаний является их стремление получить выход в новые рыночные сегменты и регионы и усилить конкурентные позиции на рынке капитала путем приобретения собственных энергоактивов. Также следует отметить, что важное значение для стратегического инвестора имеет размер продаваемого пакета акции и его ценность как инструмента контроля над энергокомпанией, а также ее операционная эффективность деятельности. Немаловажным для стратега является территориальное расположение энергетических мощностей приобретаемой компании относительно основных месторождений топливных ресурсов и собственных производств, поскольку это дает возможность сокращения издержек на потребляемую электро- и теплоэнергию.