Эмдин Александр Владимирович. Формы и методы привлечения капитала на рынке ценных бумаг : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 1998 147 c. РГБ ОД, 61:98-8/948-2

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава I. ОБЩЕМИРОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ В РАЗВИТИИ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ 7

1.1. Рынок ценных бумаг и меры по развитию его инфраструктуры 7

1.2. Опыт США, стран Западной Европы в развитии рынка ценных бумаг 25

1.3. Фондовый потенциал России 35

Глава II. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ 6

2.1. Методические положения по формированию инвестиционного портфеля корпоративных ценных бумаг 56

2.2. Доходность и ликвидность ценных бумаг российских компаний: состояние и перспективы 76

Глава III. РОЛЬ БАНКОВ В ПРИВЛЕЧЕНИИ КАПИТАЛА ЧЕРЕЗ ЦЕННЫЕ БУМАГИ 90

3.1 Особенности рынка ценных бумаг Санкт-Петербурга и банковская конкуренция 90

3.2. Эмиссия еврооблигаций банков на западных рынках 112

3.3. Размещение банковских акций через систему АДР

(Американских Депозитарных Расписок) 124

Заключение 142

Литература 145

**Введение к работе**

Актуальность исследования. В любой развитой стране фондовый рынок, являясь составной частью национального финансового рынка, обеспечивает мобильное движение и переливы капитала в реальные секторы экономической системы, создавая тем самым условия для ее роста. Посредством механизма эмитирования, размещения, купли-продажи государственных, корпоративных облигаций, акций, векселей и др. ценных бумаг формируются необходимые инвестиционные источники для модернизации и расширения всех сфер общественного воспроизводства. Россия остро нуждается в инвестициях, и ей поэтому необходим цивилизованный фондовый рынок.

Мировой опыт в функционировании фондовых рынков, безусловно, должен быть использован в России, но не механически. Каждая страна имеет свои особенности, которые неразумно слепо копировать. В России эти особенности тоже проявились: чрезмерно гипертрофирован рынок ценных бумаг в пользу государственных краткосрочных облигаций в ущерб значительно недооцененному рынку акций приватизированных предприятий и рынку муниципальных бумаг. Пока не найдены способы привлечь на эти рынки частных отечественных инвесторов. Формирование правового пространства и инфраструктуры фондового рынка пока незавершены.

В отечественной экономической литературе появились интересные публикации монографического характера и в виде учебных пособий. Можно назвать работы Бе-логлазовой Г.Н., Колесникова В.И., Романовского М.В., Сабанти Б.М., Тарасеви-ча Л.С., Торкановского B.C. и др., из зарубежных авторов следует отметить монографию Дж.К.Ван Хорна. Главный их недостаток - они написаны 2 -s-З года назад. Фондовый же рынок в России за это время качественно динамично изменился и продолжает меняться.

Настоящее исследование выполнено на материалах 1992 - середины 1997 гг. и рассматривает перспективы развития фондового рынка; и общероссийского, и ре гионального - Санкт-Петербургского, - как целостную народнохозяйственную задачу

совершенствования национального финансового рынка.

Цель данного исследования заключается в научном обосновании основных направлений развития фондового рынка как инструмента привлечения капитала в экономику региона и формировании на этой основе рационального поведения акционерного банка, работающего на рынке ценных бумаг в условиях жесткой конкуренции.

Задачи исследования, необходимые для достижения поставленной цели, следующие:

- проанализировать состояние и общемировые тенденции в дальнейшем развитии фондовых рынков и рынков различных ценных бумаг (РЦБ) в странах Западной Европы и США;

- оценить фондовый потенциал России по основным сегментам РЦБ: государственным и корпоративным облигациям, акциям, векселям, другим видам ценных бумаг, - с точки зрения привлечения отечественного и иностранного капитала;

- спрогнозировать масштабы, формы и методы развития российского рынка федеральных и муниципальных ценных бумаг;

- определить потенциал рынка акций и облигаций приватизированных предприятий всех эшелонов, банков, инвестиционных и финансовых компаний;

- выявить региональные особенности Санкт-Петербурга с точки зрения их влияния на структуру рынка ценных бумаг и его участников;

- сформировать научно-обоснованную стратегию и тактику действий крупного акционерного, негосударственного банка на РЦБ Санкт-Петербурга по привлечения западного капитала, в том числе, в условиях возможных финансовых кризисов.

Предметом исследования являются отношения, складывающиеся между всеми участниками российского и зарубежного фондового рынка.

Теоретической, методологической и информационной основой исследования послужили:

- теории развития рынка капиталов, маркетинга и менеджмента;

- работы отечественных и зарубежных специалистов в области фондовых рынков и, в первую очередь, рынка ценных бумаг,

- Законы, Указы, Постановления Правительства РФ, нормативные документы Министерства финансов, Центрального банка России в части, касающейся РЦБ и его институционального обеспечения;

- данные органов Госкомстата, аналитические обзоры отечественных консалтинговых фирм; отчеты международных финансовых институтов;

- котировки цен на акции и облигации предприятий, банков, инвестиционных компаний; рейтинги ликвидности акций.

В диссертации применены современные методы исследования: системный анализ как методология постановки и подхода к решению проблемы в целом, экономический и финансовый анализ, математическая статистика.

Научная новизна исследования состоит в следующем:

- разработана и применена методика расчета инвестиционной привлекательности отраслей промышленности России, что позволило определить приоритетность инвестиций в различные отрасли;

- сделана оценка фондового потенциала рынка ценных бумаг;

- модифицирована методика формирования рационального инвестиционного портфеля крупного акционерного банка по видам ценных бумаг;

- определено влияние региональных особенностей Санкт-Петербурга, как крупного, финансового центра, на структуру рынка ценных бумаг, состав участников и пути его совершенствования;

- разработан и практически осуществлен пилотный проект по эмиссии еврооблигаций Санкт-Петербургского банка на западных рынках капитала;

- предложена организационно-финансовая схема размещения акций банка через систему Американских депозитарных расписок.

Практическое значение исследования в том, что оно дает обоснованный методический и практический инструментарий для разработки и реализации стратегии и тактики поведения на региональном рынке ценных бумаг любым его участникам: инвестиционным и финансовым компаниям, акционерным банкам, брокерским фирмам, частным инвесторам. Материалы диссертации используются в учебном процессе Санкт-Петербургского государственного университета экономики и финансов.

Апробацию исследование прошло при обсуждении докладов, прочитанных автором диссертации группе слушателей, проходивших стажировку в феврале-марте 1997 года в Северо-Западном отделении Международной Академии Информатизации, а также на Всероссийской конференции по ценным бумагам в 1996 году.

Структура работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, литературы, содержит 147 страниц текста, иллюстрирована 16 таблицами и 2 рисунками.

## Рынок ценных бумаг и меры по развитию его инфраструктуры

Национальный финансовый рынок складывается из трех относительно самостоятельных сегментов, однако оказывающих взаимное влияние друг на друга: обращающихся наличных денег и других краткосрочных платежных средств (векселей, чеков и т.п.); ссудного капитала в виде краткосрочных и долгосрочных кредитов, предоставляемых заемщикам финансово-кредитными учреждениями; ценных бумаг различного типа и назначений, который, в свою очередь, делится на внебиржевой (первичный) и биржевой секторы, а также "уличный" сектор.

Структура всех составляющих финансового рынка страны весьма чувствительна к колебаниям общеэкономической конъюнктуры (спад/рост), политической стабильности, сбалансированности спроса и предложения субъектов рынка: акционированных и частных предприятий, государственных структур и физических лиц. Увеличение спроса на капитал приводит к росту процентных ставок, которые являются главным регулятором сбалансированности финансового рынка, что в результате уменьшает предложение, снижая переход денежного капитала в ссудный и, наоборот; превышение предложения над спросом понижает ставки и увеличивает скорость ухода ссудного капитала с рынка.

В странах с развитой рыночной экономикой существует многоуровневая, мощная кредитная система, которая обеспечивает противопоставление всего ссудного капитала реально функционирующему капиталу; что и обусловливает уровень процентной ставки в зависимости от соотношения спроса и предложения ссудного капитала. Однако на финансовом рынке действуют и дестабилизирующие факторы: монополизация рынка и отдельных его сегментов крупными кредитно-финансовыми учреждениями; экономическая нестабильность, инфляция и т.п.

При длительном нарушении сбалансированности спроса и предложения на капитал в результате колебаний экономической конъюнктуры ссудный капитал начинает вкладываться туда, где можно получить доход в виде процента, дивиденда. Обез-личенность рынка ссудного капитала проявляется в том, что его развитие и движение осуществляется через рынок ценных бумаг, при этом владельца ценных бумаг не интересует чьими бумагами он владеет - главное получить доход не ниже средней нормы ссудного процента.

Следовательно, держатель ценных бумаг обладает возможностью в любой момент превратить фиктивный капитал (ценные бумаги) в реальный, денежный. Поэтому рынок ценных бумаг хотя и развивается по своим законам, определяемым особенностями движения фиктивного капитала, но входит составной частью в национальный рынок капиталов. Слабой стороной рынка ценных бумаг является его подверженность даже незначительным изменениям и экономической и социальной, и политической конъюнктуры, острое ценовое регулирование на эти изменения, вследствие чего функционирование рынка ценных бумаг носит в большой степени спекулятивный характер. Государство участвует в перераспределении капитала, выступая через свои кредитные учреждения и как продавец, и как покупатель ценных бумаг. Банки, страховые компании, инвестиционные и пенсионные фонды, осуществляя операции с ценными бумагами, накапливают уже реальный капитал, субсидируя государство, предприятия и население.

Аккумуляция сбережений населения происходит по нескольким каналам: непосредственная продажа федеральных и муниципальных ценных бумаг; акций и облигаций корпораций и частных компаний; вклады населения в различные финансово-кредитные учреждения. Размеры и условия накопления денежной массы оказывают воздействие на экономическую конъюнктуру в стране. Накопление денег сверх целесообразных объемов приводит к снижению потребления, что вызывает уменьшение темпов экономического роста и, в конечном счете, сокращает уровень доходов населения.

## Методические положения по формированию инвестиционного портфеля корпоративных ценных бумаг

При оценке фондового потенциала России акцент был сделан на двух основных сегментах рынка ценных бумаг: федеральные и муниципальные финансовые инструменты; корпоративные акции (рынок корпоративных облигаций пока развит весьма слабо - менее 2 % от общего годового оборота фондового рынка). Государственные ценные бумаги, и в этом их особенность, не требуют рыночной оценки, поскольку их доходность и время обращения заданы заранее. Объемы их выпуска обусловлены возможными для государства и местных органов власти размерами допустимого на данный временной интервал внутреннего долга, но исходя из необходимости финансирования расходов федерального бюджета, включая его дефицит.

Корпоративные акции представляют собой чисто рыночный инструмент, доходность/убыточность которого определяется и общеэкономической конъюнктурой, конъюнктурой самого фондового рынка, финансовым положением предприятия, чьи акции котируются на бирже и многими другими факторами.

Инвесторам для принятия решения о приобретении предприятия либо о покупке долевого участия или кредитовании требуется оценить рыночную стоимость предприятия как имущественно-производственного комплекса. Такие расчеты могут быть произведены разными методами: через оценку стоимости имущества, прибыльность предприятия, сравнительный анализ продаж и т. д. В развитой рыночной экономике все методы дают приблизительно одинаковый результат. Однако в России, применяя различные методы, можно получить абсолютно разные числа. Источником противоречий служит тот факт, что предприятия строились и работали в иных экономических условиях.

Устранить различия при расчетах стоимости предприятия можно, если при каждом методе расчета интерпретировать экономический смысл полученного результата. Тогда появляется возможность путем сравнения результатов, полученных разными способами, сделать полезные и для потенциальных инвесторов, и для самих предприятий выводы, которые помогут принять рациональное решение не только о необходимости инвестиций в данное производство, но и об их допустимых объеме и направлениях.

Введем следующие основные понятия, которые соответствуют разным методам оценки стоимости предприятия и имеют определенный, но разный экономический смысл (25):

R - реальная (балансовая) стоимость;

L - ликвидационная стоимость;

Е - эффективная стоимость;

Pi - потенциальная стоимость, в зависимости от варианта преобразования предприятия, обозначенного индексом "і".

Реальная стоимость - стоимость имущества

## Особенности рынка ценных бумаг Санкт-Петербурга и банковская конкуренция

Особенности Санкт-Петербурга как региона и как субъекта Федерации, оказывающие определенное влияние на социально-экономическую и финансовую деятельность любых финансовых структур, обусловлено географическим расположением -выходом к Балтийскому морю: европейским морским воротам России; историческим культурным и интеллектуальным прошлым и настоящим города; многолетне складывавшейся структурой общественного производства; вторым, после Москвы, финансовым центром России.

Каждая из особенностей по-своему влияет на функционирование регионального рынка ценных бумаг, причем влияние можно оценить лишь качественно, без строгих количественных оценок. Это влияние проявляется через специфическую структуру рынка ценных бумаг, масштабы оборотов по бумагам различного вида, состав участников и профессионалов рынка, жесткость конкуренции среди операторов, отраслевую структуру корпоративных акций и т.п.

Так, выход к Балтийскому морю превращает Санкт-Петербург в крупнейшую перевалочную базу России по экспортно-импортным потокам грузов и товаров. Этим определяется интерес инвесторов к корпоративным бумагам транспортных организаций: Балтийскому морскому пароходству, Северо-Западному речному пароходству, Октябрьской железной дороге, Совавто.

Высокомонополизированное промышленное производство города, на 70 % ориентированное на военно-промышленный комплекс, оказавшийся в бедственном финансовом положении: государственный заказ значительно сократился, но и он вовремя не оплачивается; конверсия на гражданские нужды требует больших капиталовложений, которых нет; численность персонала, наиболее квалифицированного, сократилось вдвое-втрое, но многие из них пополнили армию безработных (по данным обследований населения по проблемам занятости общая численность безработных на конец 1995 года составила 6,41 млн. человек или 9,55 % от экономически активного населения (18).

В результате огромная задолженность большинства предприятий ВПК бюджету, взаимные неплатежи, дорогой кредит коммерческих банков - все это обостряет социальную обстановку в городе, увеличивает количество людей, живущих за чертой бедности (по российским меркам). Эта довольно значительная категория населения выпадает из круга потенциальных покупателей государственных облигаций и корпоративных акций (18).

Привлекательность Санкт-Петербурга как исторически сложившегося культурного и научного центра, а теперь и центра экспортно-импортных торговых операций, располагающего квалифицированным производственным и интеллектуальным кадровым потенциалом, обусловливает интерес иностранных портфельных инвесторов и все возрастающую финансовую экспансию иногородних коммерческих банков, в первую очередь, московских - "ИНКОМБАНК", банк "ИМПЕРИАЛ", "МОСТ-БАНК", "МОСБИЗНЕСБАНК".

По совокупному обороту, инвестиционной активности и количеству участников рынок ценных бумаг Санкт-Петербурга занимает в стране второе место после Москвы. Всего в городе получили лицензии в качестве инвестиционных институтов около 250 фирм. Однако эта цифра не отражает реального количества действующих на рынке операторов. На сегодняшний день активные фондовые операции осуществляют не более 60 фирм, из которых только 15 делают это регулярно. Особенностью структуры участников рынка является ориентация их деятельности на стороннего инвестора - иностранного или московского. Это прослеживается по связи фондовой активности в городе с наличием заказов из Москвы.