Петрова Ольга Леонидовна. Совершенствование механизма первичного публичного размещения акций российских эмитентов : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2004 122 с. РГБ ОД, 61:04-8/4321

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические основы и экономическое содержание первичного публичного размещения 8

1.1. Первичное публичное размещение акций на фондовом рынке: сущность, объекты,

субъекты 8

1.1.1. Факторы и условия выхода эмитентов на рынок акций 8

1.1.2. Преимущества первичного публичного размещения акций 23

1.1.3. Опыт первичного публичного размещения акций в США 33

1.1.4. Особенности механизма первичного публичного размещения акций в России 39

1.2. Организация аидеррайтинговых отношений при выходе компании на рынок капитала46

1.2.1. Функции андеррайтеров в составе аидеррайтинговых синдикатов 46

1.2.2. Конфликт интересов при организации выпуска и первичном публичном размещении акций 54

1.2.3. Проблемы взаимоотношений субъектов аидеррайтинговых отношений в России 64

Глава 2. Возможности и пути развития механизма первичного публичного размещения акций российскими эмитентами 70

2.1. Совершенствование механизма формирования пула инвесторов при первичном размещении акций 70

2.2. Стратегии инвестирования в первичное публичное размещение 74

2.3. Оптимизация механизма расчета цены первичного размещения акций 77

2.4. Организация первичного размещения акций российскими эмитентами на западных рынках капитала 87

2.5. Приоритетные направления совершенствования механизма первичного размещения акций в России 97

Заключение 102

Библиографический список использованной литературы 114

**Введение к работе**

За период формирования и развития рыночных отношений в российской экономике не все рыночные механизмы привлечения инвестиций получили достаточно серьезное развитие. В частности, первичное публичное размещение (выпуск) новых акций на рынок или IPO (Initial Public Offering), имеющее широкое распространение на фондовых рынках экономически развитых стран, в России только начинает появляться. За весь период новейшей экономической истории по 2003 год включительно, состоялось всего лишь два первичных публичных размещения акций на российском фондовом рынке. Практическое использование этого механизма позволяет эмитенту находить инвестиционные ресурсы в условиях недостаточного уровня капитализации компаний и дефицита инвестиционных средств. Совершенствование механизма первичного публичного размещения акций российских эмитентов является одной из наиболее важных научно-прикладных задач, так как предоставляет новые возможности для привлечения инвестиционных ресурсов. При ее успешном решении можно будет говорить о создании условий для выхода на фондовый рынок большого количества российских компаний, представляющих достаточно интересный объект для инвестиций на внутрироссийском рынке. Другим важным результатом решения; задачи выхода таких компаний на IPO должно быть формирование в России рынка малых капиталов (Small Caps).

Следующей важной задачей, решению которой будет способствовать совершенствование механизма. IP О — это повышение ликвидности акций российских эмитентов. На сегодняшний день акции российских компаний условно подразделяются на "голубые фишки" и "второй эшелон", одним из основных критериев при этом выступает их ликвидность.. Ликвидность акций даже крупных компаний достаточно невелика, и необходимость решения этого вопроса указывается как в региональных, так и Государственной программах развития рынка ценных бумаг, подготавливаемых ФКЦБ России.

Опыт экономически развитых стран показывает, что даже высокий уровень развития банковского кредитования не полностью удовлетворяет спрос на денежные ресурсы, исходящий со стороны реального сектора экономики. В России спрос на капитал велик, а темпы осуществления банковской реформы пока еще не слишком значительны, что дает возможность говорить о необходимости развития механизма первичного размещения акций как одной из наиболее актуальных задач стоящих перед экономической наукой в России.

Российские компании имеют возможность получить более высокую цену за свои акции, размещая их за границей. Развитая инфраструктура зарубежного фондового рынка, высокая ликвидность и структура денежных потоков способствуют принятию ими такого решения. Но размещение акций за границей не является единственной альтернативой: проводить ГРО на западных рынках капитала далеко не всегда имеет смысл, так как на российском рынке на сегодняшний день достаточно денежных средств, чтобы достичь справедливой цены, по крайней мере, для средних компаний. Но ввиду отсутствия достаточного опыта ІРО на российском рынке, эмитенты не всегда адекватно рассчитывают размеры финансирования, которые они могут привлечь на российском рынке от внутренних инвесторов. При развитии механизма ІРО значительное количество компаний смогут разместить акции на российском рынке. И разрыв между теми объемами средств, которые можно привлечь на российском и на западных рынках, будет постепенно уменьшаться. По мере развития рынка и реализации пенсионной реформы будет увеличиваться доля институциональных инвесторов, и все больше средств индивидуальных инвесторов будет выходить на рынок через институты коллективного инвестирования.. Осуществлять первичные размещения, привлекать деньги на фондовом рынке гораздо проще, взаимодействуя с институциональными инвесторами, с профессионалами, а не с множеством мелких участников рынка. Для достижения этой цели так же необходимо совершенствовать механизм первичного размещения акций.

Уровень научной проработки наиболее важных аспектов проблемы совершенствования механизма первичного публичного размещения акций не отвечает потребностям российской экономики. Существуют лишь отдельные публикации в периодической печати, материалы ряда научно-практических конференций и семинаров, посвященных данной проблематике. Теоретические и практические аспекты ІРО в Российской Федерации остаются пока в стадии разработки.

Таким образом, отсутствие достаточной научной проработки механизма ГРО, определенное несовершенство технологии ІРО в России, не сформированная в полной мере нормативно-правовая база государственного регулирования всех этапов данного процесса при наличии перспектив дальнейшего успешного развития российского фондового рынка и, соответственно, высокой экономической значимости исследуемого вопроса, обусловили актуальность темы настоящего диссертационного исследования.

Объектом исследования является привлечение инвестиций российскими эмитентами. Предмет исследования - механизм первичного публичного размещения акций, процессы, происходящие при реализации данного механизма, совокупность экономических и организационных отношений, которые возникают при IPO.

Целью исследования является разработка путей совершенствования механизма первичного публичного размещения акций российскими эмитентами.

В рамках достижения поставленной цели решались следующие задачи:

анализ факторов и условий выхода эмитентов на рынок IPO и принципов проведения первичного публичного размещения акций;

выявление особенностей IPO по сравнению с другими методами привлечения инвестиций;

исследование влияния потенциального конфликта интересов андеррайтера и инвесторов на ценообразование IPO;

выявление зависимости результатов IPO от оценки текущего финансового состояния эмитента;

исследование зависимости эффективности IPO от состава андеррайтингового синдиката;

проведение сравнительного анализа практики первичного публичного размещения на фондовых рынках экономически развитых стран и в России для выявления приоритетных направлений совершенствования механизма первичного размещения акций в России;

разработка стратегий инвестирования при IPO;

подготовка методики организации первичного размещения акций на российском фондовом рынке;

оптимизация механизма расчета цены первичного размещения акций;

изучение проблем российского законодательства, связанных с выпуском и обращением американских депозитарных расписок.

Для решения поставленных задач в диссертационной работе исследуются и развиваются отдельные положения теории фондового рынка в части первичного публичного размещения ценных бумаг. Обосновывается ряд методических и практических рекомендаций по совершенствованию механизма IPO.

Методологической и теоретической основой исследования являются положения экономической теории, теории финансов и кредита, финансовое право, банковское законодательство Российской Федерации, а также нормативно-правовые акты Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг.

Важной частью методологической базы диссертации стали труды отечественных и зарубежных ученых по проблемам становления и развития фондового рынка, по теоретическим и практическим аспектам функционирования фондового рынка, в частности, таких как М. Алексеев, С. Андреев, Г. Либерман, В. Миловидов, Я. Миркин, В. Овчинников, И. Панфилов, В. Шахов, Б. Бойд, Г. Вайс, Э. Дж. Долан, С. Келвин, Дж. Смит, Дж. Фридман, П. Штольте.

Обоснования теоретических положений и аргументация выводов осуществлялись на основе общепризнанных принципов сочетания исторического и логического, общего и частного. Проводились исследования и анализ фактических материалов (годовых отчетов, статистических данных, экспресс-анализов, концептуальных программ и методологических схем, аналитических исследований и прогнозов), материалов конференций и парламентских слушаний, статей в научных сборниках и периодической печати. Реализация поставленных в работе задач потребовала применения методов экономико-статистического, причинно-следственного и структурного анализа.

Представленная к защите диссертационная работа «Совершенствование механизма первичного публичного размещения акций российских эмитентов» состоит из введения, двух глав, заключения и списка использованной литературы.

В первой главе исследованы теоретические основы и экономическое содержание IPO, приведен анализ опыта первичного публичного размещения в США и особенностей механизма первичного публичного размещения акций на российском фондовом рынке. Рассматриваются этапы, преимущества и недостатки ІРО, в том числе анализируется потенциальный конфликт интересов, связанный с размещением акций, определены роль и функции андеррайтеров в составе андеррайтинговых синдикатов. Анализируются проблемы. взаимоотношений субъектов андеррайтинговых отношений в России

Во второй главе разработаны пути совершенствования организации первичного публичного размещения акций в России. Представлены механизмы формирования пула инвесторов и оптимизации расчета цены продажи ценных бумаг при ІРО. Разработаны

стратегии инвестирования при проведении IPO и методика организации первичного размещения акций российскими эмитентами на западных рынках капитала. Определены приоритетные направления совершенствования механизма первичного публичного размещения акций в России.

Список литературы включает 136 работ по рассматриваемой тематике.

## Факторы и условия выхода эмитентов на рынок акций

Одной из центральных проблем экономической системы рыночного типа является обеспечение процесса воспроизводства инвестиционными ресурсами, которые необходимо получить в нужном объеме и в определенные сроки. Инвестиционный капитал лишь частично формируется благодаря собственным сбережениям предприятий. В этой связи чрезвычайно важно определить возможные пути и способы привлечения внешних инвестиций. Инвестиции - это долгосрочное вложение финансовых средств в предприятия различных отраслей реального сектора экономики в целях увеличения их активов, финансирования предпринимательских проектов, социально-экономических программ или инновационных разработок. Теория рыночной экономики и инвестирования показывает, что важнейшим институтом рынка капиталов. и механизмом обеспечения инвестиционной активности является финансовый рынок, основная функция которого состоит в создании наиболее благоприятных условий для перемещения финансовых средств от одних хозяйствующих субъектов, для которых эти средства в данный момент являются свободными, к тем субъектам хозяйствования, которые испытывают потребность в этих средствах.

Финансовый рынок позволяет более полно удовлетворить потребности производителей товаров и услуг в инвестиционных ресурсах. В ходе эволюции рыночной системы структура финансового рынка значительно усложнилась,. трансформировались финансовые инструменты и финансовые институты, однако суть процесса, который происходит на финансовых рынках, осталась неизменной. Финансовый рынок, в свою очередь, можно условно разделить на кредитный рынок и фондовый рынок. В современных условиях фондовый рынок становится основным структурообразующим фактором финансового сектора экономики. Значительная часть инвестиций приходится на вложения в ценные бумаги (в основном, акции, облигации) или на вклады в различные фонды (инвестиционные, пенсионные и др.). Для многих промышленных компаний эмиссия ценных бумаг стала основным средством мобилизации финансовых средств (инвестиционных ресурсов).1

И если при первичном размещении акций и облигаций компаний корпоративного сектора средства, полученные эмитентом, превращаются, в конечном счете, в материальные активы, то средства, вырученные от продажи акций, облигаций, векселей кредитных учреждений, почти полностью остаются в финансовом секторе экономики и лишь отчасти в последующем могут выступать в виде кредитных ресурсов для реального сектора экономики.

В настоящее время в России подавляющая часть денежных ресурсов кредитных организаций не покидает финансового рынка. Они вкладываются в государственные ценные бумаги, в спекулятивные операции на фондовом рынке. В свою очередь, государство, получив определенные средства от продажи своих ценных бумаг, может направить какую-то их часть на финансирование работ по осуществлению принятых программ в корпоративном секторе. Но, как показывает практика, доля таких средств в общей выручке от реализации ценных бумаг ничтожно мала. Эти средства в основном используются на иные цели: покрытие бюджетного дефицита, обслуживание внутреннего и внешнего долга и т.п.

Инвестиции в ценные бумаги на вторичном фондовом рынке не имеют отношения к вложениям в реальный сектор экономики. Поэтому при анализе инвестиционных потоков необходимо принимать во внимание их форму. Если речь идет о приобретении ценных бумаг на вторичном рынке, то для эмитентов, за исключением случая, когда они сами не являются продавцами, никаких финансовых последствий не наступает.

Большинство компаний начинают свою деятельность как небольшие предприятия, организованные несколькими инвесторами (частными лицами, венчурными инвестиционными фондами, производственными компаниями и др.) и находящиеся в их собственности. Акции таких компаний обычно неликвидны, а возможности по привлечению финансирования ограничены как в силу юридического статуса и недостаточности информации о финансовых и производственных показателях, так и из-за отсутствия рынка данных акций. На определенном этапе такая форма существования предприятия становится фактором, сдерживающим его дальнейшее развитие. Дальнейший рост практически невозможен без заемного капитала, направляемого на пополнение оборотных средств, технологическое развитие, финансирование слияний и поглощений, захват рынка и другие цели.2

## Преимущества первичного публичного размещения акций

Получение компанией статуса публичной предоставляет ряд преимуществ, основное из которых - доступ к значительным финансовым ресурсам, в том числе путем размещения последующих дополнительных эмиссий. Но в то же время этот статус предполагает принятие компанией существенных обязательств. В связи с этим, принятие решения о IPO требует анализа целого комплекса вопросов.

С точки зрения институциональной экономической теории, каждая организационно-правовая форма обладает сравнительными преимуществами и недостатками, позволяющими ей успешно конкурировать и взаимодействовать, с иными организациями. Оценивая соответствующие достоинства и недостатки применительно к роду осуществляемой деятельности, стратегии. развития компании, состоянию рынка и ряду иных факторов, предприниматель склоняется к выбору в пользу той или иной организационной формы.

Если сравнивать организации по критерию открытости, то основное сравнительное преимущество организаций закрытого типа состоит в концентрации инструментов контроля и управления. Дополнительно можно отметить существенно меньшую зависимость компаний такого рода от конъюнктуры фондовых рынков и спекулятивных факторов. Соответствующая форма хороша для сравнительно небольших предприятий (хлебозаводов, пищевых комбинатов и пр.), работающих на стабильных рынках с умеренным уровнем конкуренции, не планирующих осуществлять активную экспансию в ближайшем будущем. Понятно, что концентрация собственности в руках узкого круга лиц дает организации определенные гарантии защиты от нежелательных слияний и поглощений..

Сравнительные преимущества классических акционерных обществ открытого типа сводятся к возможности более активного использования внешних источников финансирования, привлекаемых, в частности, в форме портфельных инвестиций. «Платой» за возможность привлечения дополнительных финансовых ресурсов является большая прозрачность компании: портфельному инвестору, лишенному возможности участия в управлении компанией, требуется максимально полная информация о ее деятельности.

Практика показывает, что выбор в пользу второго варианта, как правило, осуществляется предприятиями, работающими в условиях острой конкуренции, применяющими агрессивные конкурентные стратегии, ориентированные на рыночную экспансию. Именно к такого рода компаниям относятся ВымпелКом, МТС, Вимм-Билль-Данн - российские компании, успешно осуществившие первичное публичное размещение своих акций на западном фондовом рынке. Предприятия, работающие в описанных условиях, остро нуждаются в возможности мобилизации капитала в целях конкурентной борьбы. Публичное размещение акций для них является удобным инструментом, позволяющим реализовать институциональные преимущества организации открытого типа. Основными преимуществами IPO являются:

1. Доступ к долгосрочному капиталу на открытом рынке на гораздо более выгодных условиях, чем обращение к кредитным банковским ресурсам, частным займам или венчурному капиталу. Частная компания имеет ограниченный доступ к заемному капиталу вследствие своего статуса, отсутствия прозрачности структуры собственности, производственных показателей и других факторов. Как следствие, на определенном этапе жизненного цикла она начинает испытывать финансовый "голод", что тормозит ее развитие. Статус публичной компании открывает новый источник финансирования - финансовый рынок - и облегчает доступ к традиционным кредитным ресурсам (которые, как правило, предоставляются на более выгодных условиях, чем частные). Кроме того, акции можно использовать как средство залога.

2. Улучшение текущего финансового состояния компании. Доход от размещения поступает на баланс компании и, после выполнения налоговых процедур, используется в соответствии с целями и задачами, увеличивая текущие показатели рентабельности и прибыльности. Падение курсовой стоимости акций в последующем никак не влияет на полученные в результате IPO финансовые ресурсы.

3. Получение инструмента оценки текущей рыночной стоимости компании(текущую рыночную стоимость наиболее точно отражают биржевые котировки). Наличие объективной оценки стоимости важно в следующих ситуациях:

Расширение бизнеса посредством слияний или поглощений. Участники процесса имеют независимый механизм оценки, что облегчает переговорный процесс. Кроме того, оплата часто проводится не наличными, а акциями. Для частной компании сложно оплатить покупку акциями, так как сложно определить их реальную стоимость.

Желание первоначального владельца диверсифицировать свои активы и перевести часть своих акций в наличные деньги. При условии ликвидного рынка это можно сделать в любой момент.

Возможность использовать акции как залог для получения займа. Текущая стоимость акций, их ликвидность определяют условия получения дополнительных средств. Кроме того, использование акций в качестве залога для получения средств гораздо более выгодно для собственников, чем их продажа, так как в последнем случае возрастает вероятность потери контроля над бизнесом.

4. Дополнительные возможности налогового планирования, разработки определенных схем, нацеленных на снижение налоговых потерь компании при проведении международных инвестиционных и финансовых операций. Механизм налогового планирования состоит в создании, переводе капиталов и доходов по оптимальным налоговым маршрутам, использование трансфертных (внутрифирменных) цен во внутрифирменных поставках и связях, использование оффшорных зон.

5. Повышение престижности и рост возможностей по продвижению бизнеса. Каждый владелец акций является потенциальным потребителем услуг и товаров компаний. Таким образом, наличие широкой массы частных инвесторов расширяет число лояльных ее услугам или продуктам потребителей. При прочих равных условиях это является значительным конкурентным преимуществом, и, в свою очередь, поддерживает уровень котировок.

6. Возможность привлечь и удержать высококвалифицированный персонал, в первую очередь, ключевых менеджеров. В компаниях, акции которых торгуются на открытом рынке, традиционной формой поощрения и способом привлечения и удержания персонала является выплата бонусов в форме опционов на покупку акций компании. При этом персонал напрямую заинтересован в росте курсовой стоимости акций, становится более лояльным и эффективнее работает на компанию. Это зачастую гораздо более привлекательно, чем зарплата, в частности, из-за возможности минимизировать налоги.7

Публичное предложение акций компании, впервые выходящей на фондовый рынок, сопряжено с рядом особенностей по сравнению с закрытой продажей части бизнеса. Этими особенностями являются:

заниженное ценообразование на этапе IPO (т.н. эффект underpricing);

относительно низкая отдача от владения размещенными акциями в долгосрочной перспективе (т.н. эффект long-run ітеефегюгтапсе);

существенный размер комиссионного вознаграждения андеррайтерам.

Соломатин Е. Механика ІРО. Феномен или обыденность. II Рынок ценных бумаг. - 2001 год. -№10 Первые два эффекта искажают ценовую динамику акций, приводя к неоправданным с фундаментальной точки зрения колебаниям их котировок (и, следовательно, стоимостей имущественного комплекса существующих и новых акционеров). Все три особенности свойственны только IPO, закрытая продажа бизнеса стратегическому инвестору при корректной оценке его стоимости не приводит к возникновению указанных эффектов.

Поскольку российская практика IPO пока что представлена только двумя примерами (размещение акций ОАО «РБК Информационные системы» и ОАО "Аптечные сети 36,6"), для анализа этих эффектов используется зарубежная статистика, в первую очередь, по США. При использовании американских данных могут возникать погрешности в количественном аспекте оценки, однако качественная корректность сопоставления не нарушается, поскольку аналогичные закономерности были выявлены на абсолютном большинстве других рынков, где проводятся IPO. Кроме того, поскольку указанные эффекты, искажающие ценовую динамику, выявлены на максимально ликвидном рынке (США), можно предполагать, что динамика котировок акций после IPO, проведенного на российском рынке, будех еще менее адекватной внутренней стоимости бизнеса.

## Совершенствование механизма формирования пула инвесторов при первичном размещении акций

В теории инвестирования известны три наиболее общих типа финансовых институтов: депозитного, контрактно-сберегательного и инвестиционного типа, которые и являются основными потенциальными инвесторами в IPO.

Важную роль играют коммерческие банки, хотя имеющиеся нормативные документы формально ограничивают их инвестиционную деятельность.

Среди причин инвестирования банков в корпоративные ценные бумаги можно выделить следующие:

установление контроля над конкретным перспективным предприятием;

покупка акций для создания определенных плацдармов экспансии в те или иные отрасли;

как доминирующий мотив - скупка акций предприятий в пользу крупных инвесторов (комиссионный доход или курсовая разница при перепродаже пакета акций);

владение акциями крупнейших промышленных компаний для создания имиджа серьезного инвестора.

Вместе с тем, пока не представляется возможным говорить о банках как о реальном стратегическом собственнике, ответственном: за долгосрочное развитие предприятия в контексте европейской континентальной модели, где помимо контроля банк осуществляет и финансирование предприятия в той или иной форме.

Инвестиционная деятельность страховых компаний, связанная с размещением средств страховых резервов, регламентируется Законом РФ «О страховании» и рядом других документов. К разрешенным направлениям инвестиций относятся: государственные ценные бумаги; ценные бумаги субъектов РФ и органов местного самоуправления; иные ценные бумаги; банковские вклады; права собственности на долю участия в уставном капитале; недвижимое имущество, в том числе квартиры; валютные ценности; денежная наличность.

Паевой инвестиционный фонд представляет собой объединенные средства, которые граждане и юридические лица передают в доверительное управление управляющей компании с целью получения прибыли. Важно, что паевой фонд не является юридическим лицом. Образно говоря, это денежный мешок (специалисты называют его имущественным комплексом), о пополнении которого заботятся профессионалы из управляющей компании. А она - обязательно лицо юридическое, с которого при необходимости можно спросить по всей строгости закона. То, что ПИФ создан не в форме юридического лица, стало для российского законодательства новшеством. Эта конструкция потребовалась для того, чтобы избежать двойного налогообложения, которое мешает развиваться, например, негосударственным пенсионным фондам (НПФ). В соответствии с законом "Об инвестиционных фондах" предусмотрено создание паевых инвестиционных фондов трех типов — закрытых, открытых и интервальных. Отличие этих типов связано с различиями в структуре их активов и соответственно, содержанием обязательств управляющей компании (сроков) по выкупу инвестиционных паев у их владельцев.

Быстрыми темпами происходит в России развитие негосударственных пенсионных фондов (НПФ). Их возникновению способствовал Указ Президента РФ № 1077 от 16 ноября 1992 г., который только обозначил легитимность существования таких инвестиционных институтов, как НПФ. В соответствии с Указом пенсионные фонды функционируют независимо от системы государственного обеспечения. Деятельность НПФ регламентируется законом "О негосударственных пенсионных фондах".

Учредителями НПФ в основном стали крупные промышленные или добывающие предприятия (Новолипецкий металлургический комбинат, ЛУКойл, Микомс, Рослеспром, Росконверсия), коммерческие банки (Сбербанк, Инкомбанк, Токобанк), а также финансово-промышленные группы.

Для формирования пула инвесторов перед проведением первичного публичного размещения андеррайтер (глава андеррайтингового синдиката) осуществляет следующие действия.