

|   |            |
|---|------------|
| <b>Введение.....</b>  | <b>3</b>   |
| <b>Глава 1. Теоретические основы деятельности предприятия на рынке ценных бумаг.....</b>  |            |
| <b>1.1 Законодательство Российской Федерации об эмиссионной, инвестиционной, профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.....</b>               | <b>6</b>   |
| <b>1.2 Экономическая целесообразность эмиссионной и инвестиционной деятельности предприятия.....</b>  | <b>10</b>  |
| <b>1.3 Необходимость взаимодействия предприятия с профессиональными участниками на рынке ценных бумаг.....</b>  | <b>24</b>  |
| <b>Глава 2. Анализ деятельности российских предприятий на рынке ценных бумаг.....</b>   | <b>30</b>  |
| <b>2.1 Анализ эмиссионной деятельности российских предприятий. ....</b>   | <b>30</b>  |
| <b>2.2 Анализ инвестиционной деятельности российских предприятий.....</b>   | <b>55</b>  |
| <b>2.3 Анализ взаимодействия предприятия с профессиональными участниками рынка ценных бумаг.....</b>  | <b>73</b>  |
| <b>Глава 3. Возможности рынка ценных бумаг для российских предприятий.....</b>  | <b>84</b>  |
| <b>3.1 Текущее состояние рынка ценных бумаг Московского региона.....</b>  | <b>84</b>  |
| <b>3.2 Анализ инвестиционная привлекательности портфеля акций г. Москвы.....</b>  | <b>88</b>  |
| <b>3.3. Анализ проекта «Московские эмитенты на рынке ценных бумаг».....</b>   | <b>93</b>  |
| <b>Заключение.....</b>  | <b>101</b> |
| <b>Список литературы.....</b>   | <b>105</b> |
| <b>Приложения.....</b>  | <b>107</b> |
| <b>Приложение1. Объем налоговых поступлений в городской бюджет по операциям физических лиц на рынке ценных бумаг</b>                                    |            |
| <b>Приложение2. Сравнительная таблица дивидендов по пакету акций г.Москвы и налоговых поступлений по операциям физических лиц на рынке ценных бумаг</b> |            |
| <b>Приложение3.Динамика регистрации и размещения дополнительных выпусков ценных бумаг</b>   |            |
| <b>Приложение4. Данные по продажам пакетов акций г. Москвы</b>  |            |
| <b>Приложение5. Отраслевое распределение предприятий с долей г.Москвы</b>   |            |
| <b>Приложение6. Полученные дивиденды по акциям г. Москвы</b>  |            |
| <b>Приложение7. Распределение предприятий с долей г.Москвы по прибыли</b>   |            |
| <b>Приложение8. Распределение предприятий с долей г.Москвы по рентабельности собственного капитала</b>  |            |

## Введение

**Актуальность темы.** Обеспечение производства оборотными средствами и средствами для расчетов является одной из узловых проблем нынешней экономической ситуации. Отказ от старого расчетно-платежного механизма, просуществовавшего с некоторыми изменениями с начала 30-х годов и вплоть до 90-х, произошел в условиях, когда новый расчетный механизм создан не был, и не был даже намечен в общих чертах.

Лишившись дешевого и доступного банковского кредита, хозяйство вполне естественно ищет иные формы привлечения финансовых ресурсов на цели производства. Основной формой привлечения инвестиций в производство должен стать **выход предприятия на рынок ценных бумаг.**

В отсутствие доступного банковского кредитования, развитого рынка ценных бумаг хозяйство пошло по пути наращивания кредита коммерческого, в форме кредиторской и дебиторской задолженности. Однако этот коммерческий кредит столкнулся с отсутствием тех форм, которые придали бы ему подвижность, мобильность, позволили бы временно свободным оборотным капиталам быстро переходить от одного хозяйства к другому, обслуживать хозяйственный оборот. Вместо цепочки расчетов возникла инертная масса неплатежей.

Сам факт огромной массы дебиторской и кредиторской задолженности позволяет сделать некоторые предположения. Во-первых, в народном хозяйстве имеются ресурсы, которые могут быть мобилизованы и при определенных условиях пополнить оборотные средства. Во-вторых, необходимо возродить цивилизованную форму такой мобилизации — перераспределение временно свободных финансовых ресурсов через рынок ценных бумаг в отрасли особо остро нуждающиеся в инвестициях. В-третьих, необходимо провести соответствующую корректировку в экономической политике, с тем, чтобы инвестиционные ресурсы притекали в реальный сектор, поднимая отечественное производство, а не шли на финансирование бюджетного дефицита.

**Основной целью** настоящей работы является показать необходимость и перспективы выхода предприятия на фондовый рынок в качестве эмитента и инвестора, взаимодействия с профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

Под предприятием в настоящей работе понимается крупная промышленная компания, возможно, территориальное или отраслевое объединение компаний с большим числом сотрудников, аффилированных и дочерних компаний, имеющее сложную структуру, в т.ч. значительную социальную инфраструктуру.

**В первой главе** проведен анализ правовых основ эмиссионной, инвестиционной и профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, исследованы теоретические аспекты данных видов деятельности, необходимость выхода предприятия на фондовый рынок.

**Во второй главе** рассматриваются особенности развития рынка ценных бумаг в 90-е гг., основные этапы перераспределения собственности в пост-приватизационный период, рассматриваются тенденции борьбы за контроль над российскими предприятиями и типовые случаи нарушений прав акционеров в российских корпорациях — как основные особенности эмиссионной и инвестиционной деятельности российских предприятий в переходный период экономики, проводится анализ перспектив стабилизации системы прав собственности в России. Для предприятия-инвестора приведен анализ сегментов фондового рынка с точки зрения возможности инвестирования свободных денежных средств, рассмотрены перспективы появления нового для российского фондового рынка инструмента — двойных складских свидетельств Гохрана России.

Отдельный параграф посвящен анализу важнейшего аспекта взаимодействия предприятия с профессиональными участниками рынка ценных бумаг — участие в схемах негосударственного пенсионного обеспечения.

**В третьей главе** работы проведен анализ конкретных шагов московских властей по развитию рынка ценных бумаг г. Москвы и близлежащих областей. Это, в частности, принятие Закона г. Москвы, предоставляющего льготы по подоходному налогу физическим лицам при продаже ценных бумаг через

профессиональных участников, включенных в специальный перечень, это также совместный проект Правительства г. Москвы и Московского регионального отделения ФКЦБ России «Московские эмитенты на рынке ценных бумаг».

# **Глава 1. Теоретические основы деятельности предприятия на рынке ценных бумаг**

## **1.1 Законодательство Российской Федерации об эмиссионной, инвестиционной, профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг**

Рынок ценных бумаг в России начал свое формирование в первой половине 1991 г. после принятия Постановления Совета министров РСФСР № 601 от 25 декабря 1990 г. «Об утверждении Положения об акционерных обществах». Для этого - первого - этапа были характерны следующие процессы:

- появление (еще в 1990 г.) первых открытых акционерных обществ, выпустившие акции в открытую продажу с первичным размещением в 1991 г. (банк «Менатеп», Российская товарно-сырьевая биржа);

- в марте 1991 г. государственные облигации впервые появились на биржевых торгах (фондовый отдел Московской товарной биржи);

- массовое создание акционерных обществ и выпуск их акций в свободную продажу;

- появление десятков бирж в 1991 г. и начало функционирования других институтов рынка ценных бумаг - инвестиционных компаний и др. - в 1992 г.<sup>1</sup>.

Итогом этого этапа (к весне 1992 г.) можно считать появление всех возможных в то время видов ценных бумаг с различными сроками действия, эмитированными в основном акционерными обществами и государством. Можно также считать, что к концу этого этапа в основном было закончено формирование первичной нормативной базы развития рынка ценных бумаг. Постановление Совета министров РСФСР № 78 от 28 декабря 1991 г. «Об утверждении Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР» на 5 последующих лет стало основным документом в этой области (за исключением приватизируемых предприятий).

Основными формальными вехами второго этапа развития рынка ценных бумаг стали:

- система приватизационного законодательства 1992-1994 гг.;
- создание и развитие организованного рынка государственных ценных бумаг в 1993-1995 гг.

Точкой отсчета для этого этапа стал Указ Президента РФ N 721 от 1 июля 1992 г. «Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий, добровольных объединений государственных предприятий в акционерные общества», который оказал наибольшее влияние на развитие рынка ценных бумаг в 1992-1994 гг. Технология чековой (ваучерной) приватизации стала, в свою очередь, решающей для развития инфраструктуры фондового рынка.

Именно в 1994 г. рынок ценных бумаг в России впервые стал оказывать сильнейшее влияние на общеэкономическое и политическое развитие страны. Так, резкое расширение рынка государственных краткосрочных бескупонных облигаций (ГКО) в 1994 году позволило в определенной мере уменьшить размер свободных денежных ресурсов, оказывавших негативное воздействие на курс рубля к доллару и на темпы инфляции. Резко увеличившийся размер сбережений населения вызвал к жизни значительное количество эмитентов (хотя и крайне низкой степени надежности), ориентированных на работу именно с населением. В 1994 году в Россию впервые были осуществлены и крупные вложения в акции приватизированных предприятий иностранными инвесторами.

Важными моментами в истории развития законодательства по ценным бумагам стали принятие в 1995г. Федерального закона «Об акционерных обществах» и Федерального закона «О рынке ценных бумаг» в 1996 году.

В настоящее время, основным нормативным актом, регулирующим вопросы создания и деятельности закрытых и открытых акционерных обществ является Федеральный закон «Об акционерных обществах». Большинство норм данного Закона — это нормы прямого действия, не нуждающиеся в конкретизации при помощи других нормативных актов. Знание Закона необходимо руководителям и специалистам всех предприятий, банков,

---

<sup>1</sup> www. iet.ru/ Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Шмелева Н.А. Проблемы регулирования рынка корпоративных ценных бумаг. Институт экономики переходного периода. Отчет по гранту US AID. М.:1999.

инвестиционных институтов, страховых и иных организаций, созданных в форме акционерных обществ, и, конечно, акционерам.

К числу достоинств Закона можно отнести прежде всего то, что он содержит большое количество процедурных норм, подробно регулирующих отношения, которые возникают в процессе повседневной деятельности органов управления общества и лиц, занимающих должности в этих органах. Таким образом, Закон представляет собой своего рода справочник по созданию акционерного общества, формированию уставного капитала, выпуску и размещению ценных бумаг, проведению общего собрания акционеров, заседаний совета директоров (наблюдательного совета), организации работы исполнительных органов общества, ведению учета и представлению отчетности, а также реорганизации и ликвидации акционерного общества.

К недостаткам Закона «Об акционерных обществах» можно отнести то, что далеко не все его нормы увязаны с нормами действующего в настоящее время законодательства, что влечет возникновение правовых коллизий. Существенными недостатками является также неоправданная сложность подачи правового материала, отсутствие понятийного аппарата, что препятствует использованию Закона неспециалистами.

Не до конца продуманы некоторые нормы Закона «Об акционерных обществах». Например, в соответствии со статьей 65<sup>1</sup>, принятие решения об участии общества в других организациях отнесено к исключительной компетенции совета директоров общества и не может быть передано на решение исполнительному органу, т.е. генеральному директору. На практике же договор купли-продажи ценных бумаг обычно подписывает генеральный директор. Это может привести к тому, что в случае падения курса акций, в которые предприятие инвестировало свои средства, совет директоров может оспорить совершенную сделку, и суд, скорее всего признает сделку недействительной. В случае же благоприятного стечения обстоятельств, никакие иски в суд подаваться не будут, до тех пор, пока не понадобится оспорить такую сделку.

---

<sup>1</sup> См. Федеральный Закон «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26.12.95г.

Важным моментом в истории развития законодательства является принятие Федерального закона «О защите прав и законных интересов инвесторов». Данный закон устанавливает санкции по многим нарушениям на рынке ценных бумаг.

Основополагающим нормативным актом в регулировании рынка ценных бумаг является Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг». В законе определены профессиональные виды деятельности, требующие получение лицензии ФКЦБ России, разъяснены основополагающие моменты профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

При отдельных недостатках этот закон является крупным событием в развитии регулирования фондового рынка и в целом рыночных отношений в стране. На смену более чем 110 разноуровневых нормативных документов пришел единый законодательный акт, охватывающий правоотношения, возникающие при эмиссии и обращении всех видов эмиссионных ценных бумаг, а также отношения, связанные с деятельностью профессиональных участников этого рынка и с единым государственным регулированием и его информационным обеспечением.

Закон, в частности, перекрывает легальные каналы выпуска в обращение суррогатов ценных бумаг, от которых пострадали миллионы граждан. Важным является также реализация принципа информационной «прозрачности» для участников фондового рынка.

Стандарты деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг устанавливаются Федеральной комиссией ценных бумаг в рамках ее компетенции.

\* \* \*

Кратко охарактеризовав законодательство Российской Федерации об эмиссионной, инвестиционной и профессиональной деятельности, можно сделать вывод о том, что правовое обеспечение рынка ценных бумаг требует дальнейшего развития. Центральной задачей совершенствования законодательства должна



стать защита прав инвесторов и акционеров. Необходимо ужесточение норм, касающихся ответственности за нарушение прав акционеров, повышение контроля за его исполнением, устранение имеющихся противоречий между законодательством по ценным бумагам и нормативными актами других ведомств. Необходимо также создать общедоступную бесплатную нормативную базу по законодательству о ценных бумагах (например в сети Интернет), проводить мероприятия по разъяснению законодательства в средствах массовой информации (на телевидении, радио, в прессе).

## **1.2 Экономическая целесообразность эмиссионной и инвестиционной деятельности предприятия**

Проблема привлечения инвестиций, способных создать мощный импульс для финансово-хозяйственного развития предприятий, волнует сегодня большинство отечественных предпринимателей. Инвестиции нужны всем, однако получает их далеко не каждый.

Самый квалифицированный руководитель мало что сможет добиться на рынке, если предприятие, которым он руководит, будет испытывать серьезный недостаток денежных средств. Поэтому задача привлечения и максимально эффективного использования денежного капитала — одна из ключевых в наших современных условиях.

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» устанавливает, что «эмитент — это юридическое лицо, группа юридических лиц, связанных между собой договором, или органы государственной власти и органы местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед инвесторами ценных бумаг по осуществлению прав, удостоверенных ценной бумагой»<sup>1</sup>. Эмитент поставляет на фондовый рынок товар — ценную бумагу, качество которой определяется статусом эмитента, хозяйственно-финансовыми результатами его деятельности.

---

<sup>1</sup> См. Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22.04.96г.

На другой стороне рынка инвестор — покупатель ценных бумаг, основная цель которого — заставить свои средства работать и приносить доход. Кроме того, он может быть заинтересован в получении прав, гарантированных той или иной ценной бумагой (например, право голоса)<sup>1</sup>.

Значение инвестора на фондовом рынке трудно переоценить. Рынок любой ценной бумаги существует и развивается, если в основе лежит интерес инвестора к ее приобретению. Поэтому понять интересы инвестора, предложить ему именно те ценные бумаги, которые соответствуют его запросам, — ключ к успеху на фондовом рынке.

Закон «О рынке ценных бумаг» определяет инвестора как лицо, которому ценные бумаги принадлежат на праве собственности (собственник) или ином вещном праве (владелец).

Инвестиционные операции, как известно, — операции связанные с вложением денежных средств в реализацию проектов, которые будут обеспечивать получение выгод в течение периода, превышающего один год. Можно выделить следующие типы таких инвестиций:

- инвестиции в физические активы, или в реальные активы (производственные здания и сооружения, а также любые виды машин и оборудования со сроком службы более одного года);

- инвестиции в денежные активы (депозиты в банках, депозитные и сберегательные сертификаты и другие права на получение денежных сумм от других юридических лиц);

- инвестиции в нематериальные активы (ценности, приобретаемые фирмой в результате проведения программ переподготовки кадров или повышения квалификации персонала, разработки торговых знаков, приобретения лицензии и т.п.)<sup>2</sup>.

С точки зрения затрат по привлекаемым средствам инвестиции могут разделяться на:

---

<sup>1</sup> Рынок ценных бумаг/ Под ред. Галановой В.А., Басовой А.И.- Москва: Финансы и статистика, 1998.-с.99

<sup>2</sup> Уткин Э.А. Антикризисное управление.-М.: Тандем, 1997.- с225.

- Субсидии, гранты, дотации от государства, которыми обеспечиваются предприятия приоритетных направлений в экономике. Это наиболее предпочтительные инвестиции для развития.

- Денежные средства с фиксированной суммой процента, которые состоят из кредитов (банков, государства, предприятий, других коммерческих и некоммерческих структур); облигаций; привилегированных акций. По каждому из заемных средств выплачивается определенный процент, который устанавливается для кредита — в договоре займа, а для облигаций и привилегированных акций — в проспекте эмиссии;

- Привлеченные средства, на которые выплачивается дивиденд (дивиденды выплачиваются пропорционально вложениям в уставный капитал).

При разработке инвестиционного проекта важно рационально выбрать формы привлечения капитала, и прежде всего определить, наращивать ли собственный капитал, выпуская ценные бумаги, или привлечь заемный капитал.

Долгое время рынок государственных ценных бумаг отвлекал на себя основные финансовые ресурсы страны, в том числе значительную часть банковских активов. Поэтому реальный сектор экономики всегда испытывал острый дефицит кредитных ресурсов, инвестиций в производство. Привлечение заемного капитала стало практически невозможным, т.к. для банков существовал якобы менее рискованный и более доходный источник прибыли — рынок государственных ценных бумаг. После кризиса августа 1998 года ситуация с кредитованием реального сектора практически не изменилась. У предприятия, таким образом, остается чуть ли не единственный источник привлечения средств — выход на рынок ценных бумаг.

Основными формами по привлечению средств на финансирование инвестиционного проекта для увеличения собственного капитала являются следующие инструменты финансирования: обычные акции (ценные бумаги, оформляющие права на собственный капитал компании); привилегированные акции, которые дают инвестору, по сравнению с обычными акциями определенные преимущества (гарантированные дивиденды, преимущественные права при ликвидации компании); долговые обязательства (облигации),

представляющие обязательство компании возратить кредитору определенную сумму через фиксированный срок времени и с согласованной премией в виде процентного дохода; могут быть также предусмотрены периодические выплаты процентов.

Используются также конвертируемые облигации — документы, оформляющие долг. Конвертируемость позволяет кредитору по собственному желанию конвертировать в пределах еще не погашенной ему суммы задолженности по облигации в акции (по определенной цене). В этом случае кредитор не может рассчитывать на получение назад всей суммы заимствованных у него средств до реализации права на покупку акций (что менее предпочтительно для инвестора), отметим также облигации с фиксируемой процентной ставкой, не подлежащей конвертации в акции, что представляет собой передачу денежных средств в долг на фиксированный период времени, под установленную сумму доплату (процентный доход кредитора).

Приведем характерные достоинства и недостатки привлечения средств за счет расширения акционерного капитала с точки зрения эмитента (см. табл. 1).

Таблица 1

| <b>Достоинства</b>   | <b>Недостатки</b>  |
|--|--|
| Доход на акцию зависит от результата работы предприятия                                | Расширение числа акционеров затрудняет управление                          |
| С помощью акций капитал привлекается на неопределенный срок                            | Дополнительные затраты акционерного общества по раскрытию информации       |
| Выпуск акций повышает их ликвидность   | Деятельность общества становится прозрачной                                |
| Открытое акционерное общество обладает большими возможностями для привлечения капитала | Открытая продажа акций может привести к потере контроля над собственностью |

При расчете потребности в акционерном капитале, следует учитывать, что от принятия решения о дополнительной эмиссии акций до поступления средств, пройдет 6—8 месяцев; не существует гарантии того, что средства будут собраны за это время в полном объеме; имеют место особенности психологии людей (рассчитывать на успех можно только тогда, когда выгода проекта очевидна и для неспециалиста).

Для подготовки и анализа привлечения инвестиций, необходимо выявить задачи, которые фирма предполагает решить с их помощью. С этой позиции все цели предприятия при выходе на фондовый рынок можно разделить на:

1. Приобретение денежных ресурсов;
2. Формирование структуры собственности и системы управления, адекватной рыночным условиям;
3. Прочие цели<sup>1</sup>.

Приобретение денежных ресурсов обычно связано кратко-, средне- или долгосрочным дефицитом денежных ресурсов. Краткосрочная потребность в финансовых средствах возникает у предприятий с сезонным характером производства, выпускающих продукцию с сезонным спросом, с длительным циклом производства. Это может быть также календарное несовпадение поступления денежных средств от источников финансирования и оплаты расходов на производство, временная потеря ликвидности и т.д.

Средне- и долгосрочный дефицит может быть связан с финансированием оборотных средств (восстановление оборотных средств, покрытие недостатка оборотных средств) и с финансированием инвестиций, что, в свою очередь, может быть вызвано необходимостью выполнения следующих задач:

1. Реструктуризация — закрытие неперспективных производств, например убыточных шахт, подразделений, производящих непопулярную продукцию; конверсия предприятий военно-промышленного комплекса. Это могут быть также слияния, разделения, выделения с финансовой реструктуризацией (покрытие убытков, покупка плохих активов);

2. Диверсификация деятельности — освоение производства новых товаров, пользующихся спросом на внутреннем и внешнем рынках, часто за счет закрытия нерентабельных подразделений и переоборудования освободившихся площадей;

3. Развитие основной, традиционной деятельности — реконструкция, модернизация имеющихся мощностей, расширение деятельности путем приобретения современного оборудования, ввода новых мощностей.

---

<sup>1</sup> См. Миркин Я.М. Стратегия выхода предприятия на рынок ценных бумаг. - М.: Перспектива, 1995.- с.12-22

4. Социальные проекты — строительство жилья, в том числе для собственных сотрудников, развитие социальной инфраструктуры (в условиях градообразующего предприятия это может означать повышение уровня жизни людей — жителей целого города), организация различных экологических программ.

Во времена господства командно-административной системы производство продукции каждого отдельного предприятия сильно зависело от работы смежных предприятий. С распадом СССР и переходом на рыночную систему хозяйствования большинство устоявшихся связей было разрушено, многие предприятия, бывшие монополистами по производству определенных видов продукции, стали банкротами. В условиях снижения экономической роли государства в отраслях единственным способом восстановления утраченных связей может стать создание холдинговых компаний, финансово-промышленных групп, других организационных структур с совместным управлением. Это возможно исключительно через рынок ценных бумаг путем эмиссии акционерного капитала, его консолидацией, обмена долями, передачи пакета акций в доверительное управление, участия в управлении другими акционерными обществами, создания совместных финансовых институтов, дочерних, зависимых структур.

К прочим целям выхода предприятия на рынок ценных бумаг можно отнести:

1. Финансовый инжиниринг (использование сочетания различных финансовых инструментов, операций для решения определенной задачи предприятия, например оформление перечисляемого аванса векселем, смешанная схема финансирования инвестиционного проекта с привлечением различных источников и т.д.);

2. Секьюритизация активов. Многие предприятия имеют на балансе безнадежную дебиторскую задолженность, другие активы не приносящие доход. Одним из наиболее предпочтительных способов сделать такие активы ликвидными является их «секьюритизация» — превращение активов в векселя должников, их облигации или акции (при конверсии долговых ценных бумаг в

акции). Далее можно попытаться продать эти бумаги со значительным дисконтом наиболее рисковым инвесторам или инвесторам, имеющим заинтересованность в покупке долгов предприятия-должника (например дебиторы этого предприятия), и таким образом превратить хоть часть неликвидных активов в деньги или другие ликвидные активы;

3. Хеджирование рисков (операции с ценными бумагами с целью уменьшить риск убытков);

4. Стимулирование работников — награждение работников акциями или опционами на акции. Использование сбережений сотрудников для развития предприятия, предложение более выгодных условий по сравнению с внешними финансовыми институтами, предоставление гарантии предприятия на низкорисковые вложения сотрудников в ценные бумаги и другие финансовые инструменты (пенсионные, страховые полисы).

Прежде чем принять решение об использовании конкретного источника капитала, необходимо оценить его реальность и стоимость. Для этого можно использовать следующие критерии: возможный размер инвестиций; характер условий, предлагаемых инвестором; организационные сложности в привлечении инвестиций; требуемые финансовые затраты; вероятность получения инвестиций; управляемость процессом инвестирования; степень свободы распоряжения инвестициями.

Формируя инвестиционную политику, предприятия обязаны: сформировать портфель инвестиционных (в т.ч. особенно инновационных) предложений; по выбранным критериям отобрать приоритетные проекты; по каждому приоритетному проекту подготовить варианты бизнес-планы, отвечающие международным стандартам; проработать схемы финансирования (вторичная эмиссия собственных акций, привлечение кредитов (возможно под залог), выпуск облигаций, организация нового юридического лица для финансирования проекта, предоставляемого к инвестированию, с предоставлением части акций или паев третьему лицу и т.д.). Затем нужно провести диагностику и поиск источников финансирования (государственная поддержка, коммерческие кредиты, смешанное финансирование, иностранные инвестиции).

Важно обеспечить привлекательность проекта. Для достижения данной цели, необходимо грамотное составление бизнес-плана, определение уровня финансового риска. Принимая инвестиционное решение, компания (особенно иностранная) обязательно учитывает следующие важнейшие моменты:

- отношение населения и общественного мнения к присутствию в стране подобной фирмы,
- привлекательность макроэкономических условий,
- политическую стабильность,
- надежность защиты иностранных инвестиций,
- квалификацию и стоимость рабочей силы,
- выгодность налогового и внешнеэкономического режима,
- возможность контроля над всей или большей частью уставного капитала,
- уровень развития инфраструктуры бизнеса,
- наличие четкой государственной инвестиционной политики<sup>1</sup>.

Важнейшим аспектом эффективного управления собственной ликвидностью предприятия является **инвестиционная деятельность**, деятельность по рациональному размещению временно свободных финансовых ресурсов. Известно, что если показатели ликвидности активов предприятия ниже нормы, то это говорит о том, что в данный период времени компания испытывает потребность в ликвидных активах (в «живых» деньгах) и, вероятно, не сможет в срок расплатиться по своим обязательствам (с поставщиками, с бюджетом, с сотрудниками по зарплате и проч.); если же показатели ликвидности значительно превышают нормативные в данной отрасли, то, скорее всего, руководство компании неэффективно управляет ликвидностью активов предприятия.

Следует, тем не менее, помнить, что потеря средств в результате рискованной и необдуманной инвестиционной политики может нанести непоправимый ущерб основной деятельности компании, поэтому при оценке эффективности любых инвестиций рассматриваются две стороны — доходность и степень риска. Связь между доходностью и риском является ключевым положением экономического анализа. Любое инвестирование средств в той или

---

<sup>1</sup> Уткин Э.А. Антикризисное управление.-М.: Тандем, 1997.- с. 230



иной степени содержит элемент риска, который носит название инвестиционного риска. Этот риск можно охарактеризовать как риск полной или частичной потери вложенных средств или риск неполучения ожидаемых доходов. Если инвестор идет на более серьезный риск, значит он ожидает от данной инвестиции и большего дохода. Расчет на получение повышенного дохода является побудительным мотивом для инвестиций. Риск же является количественным выражением того, что ожидаемый доход не будет получен. Суть инвестиций заключается в отчуждении определенной настоящей стоимости в обмен на неопределенную будущую стоимость.

В общем случае суммарный ожидаемый доход инвестора складывается из двух компонентов: из прироста капитала (реализуется обычно в увеличении курсовой стоимости акций); дивидендов на акции и процентов на другие ценные бумаги с фиксированным доходом. При минимальном риске доходов почти нет. При увеличении риска сначала небольшие доходы в виде фиксированных процентов, потом, с дальнейшим увеличением риска, доходы становятся плавающими, их неопределенность тоже увеличивается, появляются слабо прогнозируемые дивиденды и переменная курсовая надбавка, которая символизирует самую высокорискованную часть доходов — прирост капитала.

Занимаясь инвестиционной деятельностью, предприятию необходимо учитывать следующие источники возникновения инвестиционных рисков:

- риск, связанный с изменением процентной ставки. Известно, что с увеличением процентной ставки (учетной ставки банков) цена на облигации падает. Чем более отдаленную перспективу инвесторы вынуждены принимать во внимание, тем выше неопределенность процентной ставки, поэтому долгосрочные облигации чувствительнее к изменению процентной ставки, чем краткосрочные. При повышении процентной ставки курсы акций также падают, поскольку акции являются финансовыми инструментами, конкурентными по отношению, например, к депозитным вкладам;
- инфляция уменьшает покупательную способность денег. Инвестор ищет такие финансовые инструменты, которые компенсировали бы рост цен и

обеспечивали уровень дохода, превышающий уровень инфляции. Больше всего от инфляции риска для облигаций с фиксированной ставкой. Если прибыли компании растут лишь пропорционально инфляции, или даже ниже среднего уровня инфляции, то качество акций такой компании будет невелико. Зависимость курсовой стоимости акций от экономических показателей деятельности предприятия становится более явной при снижении уровня инфляции и стабилизации макроэкономической обстановки;

- колебания обменного курса приводят к появлению валютного риска. При этом меняется эффективность зарубежных инвестиций; изменяется соотношение прибылей экспортеров и импортеров; сдерживается или дополнительно стимулируется инфляция.

- фактор производства. Прежде чем осуществлять инвестиции в предприятия (промышленные, сельскохозяйственные и т.д.), необходимо оценить их финансовое положение и другие факторы, определяющие условия их деятельности (развитие отрасли, жизненный цикл предприятия и т.п.);

- политический фактор. Этот фактор риска особенно существенен на переходных этапах развития экономики. От политики правительства, состава кабинета напрямую зависят многие из перечисленных выше факторов риска.

Кроме того, для российского рынка ценных бумаг, очень большое значение имеет недостаточный уровень развития инфраструктуры, что приводит к возникновению технических рисков. Смещение основного оборота по ценным бумагам в сторону внебиржевого рынка обуславливает высокий уровень риска ликвидности, практически полное отсутствие гарантий исполнения обязательств по сделкам с ценными бумагами. Уровень развития инфраструктуры российского рынка не обеспечивает участникам выполнения принципа поставки ценных бумаг против платежа.

Можно выделить две основные формы инвестирования:

- венчурная форма — инвестиции осуществляются путем выкупа целого предприятия. Поскольку капитал вкладывается в конкретное предприятие, инвестор активно вмешивается в дела этого предприятия (назначает руководство, определяет политику), чтобы минимизировать свой риск. Инвестиции в форме

венчурного капитала характеризуются повышенным риском из-за отсутствия диверсификации и ликвидности.

- портфельные инвестиции — альтернативная форма вложения капитала, — когда инвестор вкладывает средства в портфель ценных бумаг, различающихся по доходности и рискованности.

Прежде чем сделать конкретные вложения, предприятие-инвестор реализует следующие действия:

- Определение цели инвестиции (соответствует ли конкретное вложение целям инвестора). Главная задача — максимизировать свой доход и минимизировать риск.

- Анализ инвестиции, включающий анализ по секторам экономики (такими секторами являются различные отрасли экономики, также группы предприятий разного размера и разной стадии развития), а также предметный анализ, при котором предметом исследований является конкретное предприятие и конкретные финансовые инструменты.

- Разработка стратегии инвестирования, которая призвана отражать цели инвесторов (определенные требования) к уровню дохода и степени риска.

Разработка стратегии инвестирования включает в себя распределение активов по видам (инструменты денежного рынка, облигации, акции); определение доли различных видов активов в портфеле; определение тактики поведения на рынке; оценку периодичности пересмотра данных по компаниям, рынкам, стратегии в целом.

Все упомянутые факторы риска в различных ситуациях проявляются по-разному, каждый из факторов оказывает свое специфическое влияние на весь портфель ценных бумаг. Все возникающие при инвестициях риски разделяют на систематические (или рыночные), присущие всем инвестициям на данном рынке, и на несистематические. Источниками возникновения рыночных рисков являются факторы, влияющие на фондовый рынок в целом — спад производства, изменение обменного курса валюты, увеличение или падение процентных ставок и т. д. Несистематические, или индивидуальные риски, возникают при инвестировании, например, в акции какой-либо отрасли промышленности или в акции конкретного

предприятия. Основным, способом снижения индивидуальных рисков является диверсификация портфеля инвестиций.

Наиболее важным видом инвестирования в России свободных средств являются инвестиции в ценные бумаги, то есть управление портфелем ценных бумаг, которое включает в себя планирование, анализ и регулирование состава портфеля, работу по его формированию и поддержанию в интересах достижения поставленных перед ним целей при сохранении необходимого уровня его ликвидности и минимизации расходов, связанных с портфелем. Целями инвестирования в ценные бумаги являются: получение процента, сохранение капитала, обеспечение прироста капитала на основе роста курсовой стоимости ценных бумаг. Они могут быть альтернативными и соответствовать различным типам портфелей ценных бумаг. Например, если приоритетным является получение процента, то предпочтение отдается “агрессивным” портфелям, состоящим из низколиквидных и высокорискованных ценных бумаг компаний, способных, однако, если удачно сложатся дела, принести весьма высокие проценты. Если же наиболее важным для предприятия является обеспечение сохранности и приращения капитала, то в портфель включаются ценные бумаги, обладающие большой ликвидностью, эмитированные известными инвесторами с небольшими рисками и заранее ожидаемыми средними процентными выплатами.

Итак, учитывая теоретические аспекты инвестирования, принимая во внимание все возможные риски, связанные с инвестированием средств в ценные бумаги, предприятию, имеющему временно свободные денежные ресурсы, **необходимо выходить на рынок ценных бумаг в качестве инвестора**, и арсенал методов формирования портфеля достаточно обширен, но обычно базируется это на следующих принципах:

Во-первых, успех инвестиций в основном зависит от правильного распределения средств по типам активов.

Во-вторых, риск инвестиций в определенный тип ценных бумаг определяется вероятностью отклонения прибыли от ожидаемого значения. Прогнозируемое значение прибыли можно определить на основе обработки

статистических данных о динамике прибыли от инвестиций в эти бумаги в прошлом, а риск — как среднеквадратическое отклонение от ожидаемой прибыли.

В-третьих, общая доходность и риск инвестиционного портфеля могут меняться путем варьирования его структурой. Существуют различные программы, позволяющие конструировать желаемую пропорцию активов различных типов, например, минимизирующую риск при заданном уровне ожидаемой прибыли или максимизирующую прибыль при фиксированном уровне риска и др.

В-четвертых, все оценки, используемые при составлении инвестиционного портфеля, носят вероятный характер. Конструирование портфеля возможно лишь при наличии ряда факторов: сформировавшегося рынка ценных бумаг, определенного периода его функционирования, статистики рынка и др. Формирование инвестиционного портфеля осуществляется и в несколько этапов: формулирование целей его создания и определение их приоритетности (в частности, что важнее — регулярное получение дивидендов или рост стоимости активов), задание уровней риска, минимальной прибыли, отклонения от ожидаемой прибыли и т.п.; выбор финансовой компании (это может быть отечественная или зарубежная фирма; при принятии решения можно использовать ряд критериев: репутация фирмы, ее доступность, виды предлагаемых фирмой портфелей, их доходность, виды используемых инвестиционных инструментов и т.п.); выбор банка, который будет вести инвестиционный счет.

В условиях современной экономики России система целей портфеля может видоизменяться на следующей основе:

- сохранность и приращение капитала (в отношении ценных бумаг с растущей курсовой стоимостью);
- приобретение ценных бумаг, которые по условиям обращения могут заменить наличность (например, как будет показано далее, такими бумагами могут стать корпоративные векселя, торгующиеся на организованном рынке, двойные складские свидетельства Гохрана России);
- доступ через приобретение ценных бумаг к дефицитным продуктам и услугам, имущественным и неимущественным правам;

- расширение сферы влияния и перераспределения собственности, создание холдинговых структур;
- спекулятивная игра на колебаниях курсов в условиях ненаполненного рынка ценных бумаг.

\* \* \*

Привлечение инвестиционных ресурсов и эффективное их использование — ключевая задача современной экономики.

В настоящее время у российских предприятий практически не осталось источников привлечения инвестиций в производство. Фондовый рынок в такой ситуации должен стать надежным механизмом привлечения финансовых ресурсов в реальный сектор экономики. Это должен быть наиболее доступный и надежный источник получения инвестиций.

Цели выхода предприятия на рынок ценных бумаг как эмитента можно разделить на:

1. Приобретение денежных ресурсов;
2. Формирование структуры собственности и системы управления, адекватной рыночным условиям;
3. Прочие цели.

От четкого понимания целей привлечения инвестиций, грамотной постановки задач, профессионального формирования инвестиционных предложений и составления бизнес-плана будут зависеть предпочтения инвесторов. Инвестиции нужны многим, однако получить их сможет тот, чей инвестиционный проект будет наиболее привлекателен, более надежен.

Любому предприятию необходимо выходить на фондовый рынок в качестве инвестора при наличии временно свободных денежных средств. Это является одним из важнейших аспектов управления ликвидностью активов компании.

Однако полная или частичная потеря инвестированных средств может крайне негативно сказаться на основной деятельности предприятия. В связи с этим необходим тщательный анализ всех источников возникновения рисков: риск, связанный с изменением процентной ставки; риск убытков от инфляции;

валютный риск, колебания валютного курса; микроэкономический риск — инвестиции могут стать убыточными из-за неэффективной деятельности предприятия; политический риск — риск нестабильной политической ситуации в стране.

Для снижения рисков убытка необходимо четкое определение целей инвестирования, в зависимости от этого должен быть сформирован диверсифицированный портфель ценных бумаг, учитывающий необходимое соотношение риска и доходности.

### **1.3 Необходимость взаимодействия предприятия с профучастниками на рынке ценных бумаг**

Итак, мы установили, что выход предприятия на рынок ценных бумаг открывает широкие возможности для развития, роста бизнеса. Однако следует помнить, что рынок ценных бумаг — сфера жесткого государственного регулирования, и существует множество серьезных «барьеров» для входа предприятия на рынок, создаваемых государством для защиты прав инвесторов и поддержания стабильности фондового рынка (лицензирование, требования к минимальному размеру собственного капитала и др.). Здесь любому предприятию не обойтись без услуг профессионального участника рынка ценных бумаг.

Подробная классификация видов деятельности на рынке ценных бумаг, которые могут осуществляться самим предприятием (фондовым отделом предприятия) и профучастником (дочерняя компания рассматриваемого предприятия или независимый профучастник, с которым заключен договор) приведена в книге Я.М. Миркина «Стратегия выхода предприятия на рынок ценных бумаг»<sup>1</sup>.

К видам деятельности, которые могут осуществляться фондовым отделом предприятия, и не могут быть осуществлены иными организациями можно отнести:

---

<sup>1</sup>См. Миркин Я.М. Стратегия выхода предприятия на рынок ценных бумаг. - М.:Перспектива, 1995. с.47-63

- эмиссия собственных ценных бумаг (акции, облигации, жилищные сертификаты, векселя, производные ценные бумаги, коносаменты);
- инвестиции в ценные бумаги за собственный счет;
- продажа ценных бумаг (имеется ввиду первичное размещение, а не продажа с целью котировки или продажи собственных ценных бумаг на вторичном рынке);
- иные сделки, приводящие к переводу имущественных прав на ценную бумагу от эмитента к его контрагенту (безвозмездная передача ценных бумаг, дарение, взнос в уставный капитал других предприятий ценными бумагами и др.).

К операциям с ценными бумагами, которые могут осуществляться как самим предприятием, так и профучастниками (дочерними и независимыми) относятся операции:

- деятельность по организации торговли ценными бумагами (следует учитывать, что предприятие не может быть учредителем фондовых бирж, фондовых отделов товарных и валютных бирж, вместе с тем фондовым отделом предприятия могут устраиваться разовые аукционы с целью первичного размещения эмиссии; предприятия могут иметь «особые» отношения с фондовыми биржами, с фондовыми отделами бирж, организованными внебиржевыми системами, создавая тем самым в этих торговых системах ликвидные рынки своих ценных бумаг);
- управление акционерным капиталом предприятия и привлечение денежных ресурсов на основе долговых ценных бумаг, управление предприятием, структурой собственности, подготовка и проведение приватизации и др. Здесь имеются в виду функции, связанные с управлением собственностью, сохранением управляемости предприятия, защитой прав акционеров и инвесторов, финансовый менеджмент. Часть указанных функций могут передаваться по договору (инвестиционному консультанту, брокерско-дилерской компании, банку);
- реорганизация эмиссий (дробление, консолидация акций, разделение компаний, конвертация ценных бумаг, выплата дивидендов акциями). По договору с предприятием профучастниками могут проводиться подготовительные и консультационные работы;



- погашение эмиссий (погашение при наступлении срока, аннулирование ценных бумаг, возврат отзывных облигаций или привилегированных акций в случае их отзыва эмитентом до срока погашения). Финансовыми брокерами и банками могут осуществляться платежные операции по договору с эмитентом;

- управление портфелем ценных бумаг предприятия (определение и реализация стратегий управления, поддержание необходимого уровня риска и ликвидности и т.д.). Отдельные функции могут выполняться по договору инвестиционными консультантами, брокерско-дилерскими компаниями, банками;

- управление акционерными дочерними компаниями, зависимыми компаниями, представление интересов предприятия в финансово-промышленных группах, холдингах и т.д.

- экономические работы по ценным бумагам, финансовый инжиниринг, создание финансовых схем, сочетающих ценные бумаги с другими финансовыми инструментами. Сюда также можно отнести переуступку прав требования по ценным бумагам, индоссирование, гарантирование и совместное принятие обязательств по ценным бумагам, авалирование векселей, реинвестирование дивидендов и прироста курсовой стоимости, создание инвестиционных планов, хеджирование и страхование рисков, связанных с ценными бумагами, предоставление и получение ссуд ценными бумагами и денежными средствами на покупку ценных бумаг, размещение ценных бумаг в залог, секьюритизация активов, использование прав покупки варрантов. Профессиональному участнику рынка ценных бумаг отдельные функции могут передаваться по договору с эмитентом;

- технические функции: административные, учетные, документальные, информационные функции, осуществление платежей по ценным бумагам (ведение бухгалтерского учета и составление отчетности по операциям с ценными бумагами, внутренний контроль и аудит операций с ценными бумагами, осуществление налоговых расчетов и налоговых платежей, получение различных платежей, например денежные взносы в пенсионный и другие фонды для их последующего обращения на инвестиции в ценные бумаги, денежные поступления на открытие счета и т.д.). Сюда также можно отнести замену ценных

бумаг при порче, краже, утере и т.п., хранение, перевозка ценных бумаг, хранящихся на предприятии, расчеты и клиринг по ценным бумагам и денежным средствам, производимые по тем фондовым операциям, расчеты и клиринг по которым проходят через специализированные расчетно-депозитарные организации и клиринговые палаты. Эмитент вправе осуществлять те из указанных операций, которые должны выполняться профессиональными участниками рынка ценных бумаг (трансфер-агентом, специализированным регистратором, депозитарием, расчетно-клиринговой организацией);

- деятельность по ведению и хранению реестра владельцев именных ценных бумаг.

Вместе с тем, существуют операции, которые может выполнять только профессиональный участник рынка ценных бумаг, имеющий соответствующую лицензию ФКЦБ России.

К таким видам деятельности относятся:

- брокерская (совершение сделок с ценными бумагами от своего имени или от имени клиента, за счет клиента по договору комиссии или поручения);

- дилерская деятельность (совершение сделок купли-продажи от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленным ценам)<sup>1</sup>, лицензия на осуществление дилерской деятельности также необходима при посредничестве в организации выпуска и первичном размещении ценных бумаг — андеррайтинг (подготовка всех экономических расчетов и оценок эмиссии, регистрация в государственном органе выпуска ценных бумаг, первичное размещение среди инвесторов и т.д.);

- инвестиционное консультирование (предоставление услуг по информационному, методическому, правовому консультированию, а также анализ рынка ценных бумаг, анализ портфеля фондовых инструментов клиента и т.д.);

- депозитарная деятельность, услуги номинального держателя (оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг, и/или учету и переходу прав на ценные бумаги. В настоящее время депозитарии предоставляют значительно

---

<sup>1</sup>Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22.04.96г.

более широкий спектр услуг: кредитование ценными бумагами, поставка ценных бумаг на рынок и др.);

- деятельность по определению взаимных обязательств — клиринг (сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами и подготовка бухгалтерских документов по ним, зачет по поставкам ценных бумаг и расчетам по ним) ;

- деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг (эмитент обязан передать реестр акционеров своего предприятия профессиональному участнику рынка ценных бумаг, если число акционеров акционерного общества превышает 500)<sup>1</sup>.

\* \* \*

При выходе на рынок ценных бумаг предприятию необходимо четкое взаимодействие с профессиональными участниками рынка. Это необходимо прежде всего потому, что последние имеют большой опыт работы на фондовом рынке, имеют в этом смысле большие возможности. Для осуществления профессиональных видов деятельности на рынке ценных бумаг необходимо получение специальной лицензии ФКЦБ России, что требует выполнения специфических обязательств.

Для решения поставленных задач, предприятие может пойти различными путями:

- создать свой собственный фондовый отдел в рамках финансовой службы, бухгалтерии и т.д.;

- учредить дочернюю компанию — профессионального участника рынка ценных бумаг (преимущества очевидны — полный контроль за совершаемыми операциями, возможность влияния на управление дочерней фирмы и т.д.);

- заключить договор на обслуживание со сторонней организацией — профессиональным участником фондового рынка.

Выбор того или иного варианта должен зависеть от целей и задач, которые ставит перед собой предприятие в каждом конкретном случае.

---

<sup>1</sup> См. Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22.04.96г.

## **Глава 2. Анализ деятельности российских предприятий на рынке ценных бумаг**

### **2.1 Анализ эмиссионной деятельности российских предприятий**

#### Особенности процесса формирования структуры собственности в России.

Большинство крупных акционерных обществ в России были созданы в процессе приватизации путем преобразования государственных предприятий в структуры с негосударственной формой управления и частной собственностью на средства производства. Данное обстоятельство отложило серьезный отпечаток на дальнейшее развитие таких предприятий и формирование рынка ценных бумаг. Эти предприятия в настоящий момент являются основными потребителями инвестиций в России.

Проблемы развития таких предприятий обычно состоят в сложной бюрократической системе управления бизнесом, негибкости, неконкурентоспособности, нежелании диверсифицировать производство, развивать новые перспективные направления деятельности, отличные от тех, которыми предприятие занималось на протяжении многих десятков лет, но которые стали нерентабельными, неконкурентоспособными в условиях жесткой конкуренции зарубежных и отечественных производителей. Сюда также можно отнести консерватизм высшего руководства, неприятие новых форм финансирования деятельности, управления бизнесом, а лишь желание сохранения полного контроля над предприятием, упование на бюджетное финансирование и уверенность в том, что предприятие будет существовать при любых показателях финансовой деятельности ввиду важности для экономики, или даже безопасности страны в целом.

Специфической проблемой в России является то, что на развитие фондового рынка значительное влияние оказывает формирующаяся структура владения акциями и борьба за контроль и влияние над бывшей государственной собственностью, над преуспевающими, прибыльными предприятиями. В результате

этого обостряются многочисленные проблемы развития рынка ценных бумаг в России, на некоторые из которых уже обращалось внимание выше:

- проблемы защиты прав акционеров;
- необходимость дальнейшего развития инфраструктуры рынка;
- абсолютное доминирование внебиржевого рынка, как следствие — недостаточная прозрачность рынка (по эмитентам и по сделкам);
- медленный переход на международные нормы бухгалтерского учета;
- минимальный количество новых эмиссий акций с целью привлечения инвестиций;
- низкие цены на акции большинства предприятий, допущенных к биржевой торговле, по всей видимости, в силу имевшей место конкуренции рынка государственных бумаг.

Однако в настоящее время можно говорить и о существующем значительном потенциале дальнейшего развития российского фондового рынка. В процессе приватизации было создано большое число открытых акционерных обществ, акции значительного числа перспективных предприятий пока явно недооценены, существует интерес многих предприятий к дополнительным эмиссиям, выходу на рынок ценных бумаг, в том числе и с помощью государственных регулирующих органов.

Основная задача, которую должен выполнять рынок ценных бумаг в экономике, — это, прежде всего, обеспечение гибкого перераспределения инвестиционных ресурсов между отраслями народного хозяйства, между предприятиями на микроуровне, обеспечение максимально возможного притока национальных и зарубежных инвестиций на российские предприятия, формирование необходимых условий для стимулирования накопления и использования сбережений в инвестиции.

Формирующаяся модель российского рынка ценных бумаг должна также содействовать достижению следующих целей:

- надежная защита прав инвесторов;
- стимулирование возврата в Россию вывезенных капиталов, инвестирования их в российскую экономику,

- формирование условий для экономического роста;
- интеграция и развитие экономики регионов России на основе формирования единого цивилизованного фондового рынка;
- превращение России в один из самостоятельных мировых центров фондовой торговли.

Пока основополагающая функция рынка корпоративных ценных бумаг — аккумуляция свободных денежных средств инвесторов и обеспечение предприятиям доступа к капиталам на цели инвестирования — на мой взгляд, работает слабо. В значительной степени рынок обслуживал процесс приватизации и процесс последующего перераспределения собственности, а также спекулятивные вложения в ценные бумаги.

С точки зрения динамики структуры акционерного капитала в российских акционерных обществах можно выделить следующие ключевые тенденции<sup>1</sup>:

- сокращение доли работников, темпы которого замедлились в 1995-1998 гг.; увеличение доли работников в 1995-1996 гг. связано, видимо, прежде всего с сознательной политикой дирекции, направленной на распыление акций дополнительных эмиссий среди работников в целях предотвращения установления внешнего контроля;

- стабилизация или рост доли администрации (менеджмента). По всей видимости, тенденция к формальному сокращению доли менеджеров также связана с распылением акционерного капитала в 1995-1996 гг. Также можно предположить, что часть акций, полученных менеджерам в рамках закрытой подписки и на вторичном рынке, была “переведена” в другие компании во избежание социальной напряженности (или частично продана реально внешним акционерам). В целом это не означает, конечно, утраты контроля со стороны менеджеров;

- значительное увеличение доли внешних крупных инвесторов (которая тем не менее возросла медленнее в 1996-1998 г. по сравнению с 1994-1995 гг.);

- стабилизация или сокращение доли мелких внешних инвесторов (физических лиц);

- последовательное сокращение доли государства.

В целом можно сделать вывод о совокупном сокращении доли внутренних акционеров (за счет снижения доли рядовых работников) и росте доли внешних и псевдо-внешних акционеров в капитале акционерных обществ.

Конечно, если учесть, что среди формальных внешних акционеров присутствует достаточно много компаний, прямо или косвенно принадлежащим менеджерам акционерного общества или дружественным по отношению к ним, то любая количественная оценка будет достаточно условной. Косвенным подтверждением этому может служить высокая доля коммерческих предприятий и холдингов среди держателей крупных или контрольных пакетов акционерных обществ. На практике такие коммерческие предприятия (холдинги) обычно создаются дирекцией торгового посредника для мобилизации прибыли акционерного общества, которая может использоваться и для выкупа акций общества при приватизации, и на вторичном рынке.

Говоря об иностранных инвесторах в российской экономике необходимо учитывать, что во многих случаях речь идет лишь о возврате российских капиталов, вывезенных из России, поэтому одной из основных проблем остается определение реального происхождения инвестиций.

Для второй половины 90-х гг. характерна тенденция острейших корпоративных конфликтов между менеджерами и внешними акционерами: известны случаи, когда руководитель предприятия дает указание охране не пропускать через проходную никого из представителей новых акционеров (например скупивших акции предприятия), общее собрание акционеров проводится в форме «производственного совещания» во главе с генеральным директором, конкурирующие между собой руководители, контролирующие примерно одинаковый пакет акций, проводят одновременно два собрания акционеров, и на обоих собраниях присутствует 51% акционеров и т.п. В настоящий момент происходит слияние функций менеджеров и аутсайдеров в российских корпорациях. Менеджеры постепенно становятся акционерами корпорации, аутсайдеры (внешние акционеры) по мере консолидации контроля

---

<sup>1</sup>www.iet.ru. Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Структура собственности и проблемы корпоративного контроля в российской экономике. Институт экономики переходного периода. Отчет по гранту US AID. М.:1999.

начинают функционировать к качеству менеджеров. Этот процесс носит конфликтный характер и пока не играет решающей роли, однако в перспективе имеет важнейшее значение для сглаживания пока острейших корпоративных конфликтов и дальнейшей стабилизации прав собственности в корпорациях.

Некоторым косвенным подтверждением этому являются данные о смене менеджеров в 100 крупнейших российских акционерных обществах<sup>1</sup>. Так, 50 % генеральных директоров этих акционерных обществ вступили в должность после 1992 г, причем 25 % - в 1997 г. До вступления в должность они в 36,4 % случаев вообще не работали в данных компаниях, в 45,5 % случаев — занимали должность заместителя генерального директора и в 18,2 % случаев — иную должность в данной компании. При этом средний возраст генеральных директоров составлял 50-65 лет, 19 % из них были моложе 40 лет.

Доля государства в акционерном капитале большинства предприятий (за исключением стратегических отраслей и ряда крупнейших акционерных обществ) фактически не играет ключевой роли. Если дирекция и часть внешних крупных акционеров могут быть отнесены к «активным» группам акционеров, то к наиболее «пассивным» группам акционеров относятся именно государство и рядовые работники предприятий.

Примером согласованного использования государства как акционера в корпоративном конфликте негосударственных субъектов может быть случай дополнительной эмиссии акций Саянского алюминиевого завода (СаАЗ). Хотя проблемы корпоративного контроля в алюминиевой отрасли имеют многогранный финансово-политический характер, представляет интерес собственно технология. Так, увеличение весной 1998 г. уставного капитала СаАЗ в 2,5 раза (открытая подписка) привело к снижению доли государства с 15 до 6,15% и доли частной Trans-World Group (TWG) ниже блокирующего пакета. Дополнительная эмиссия была выкуплена компаниями группы «Сибирский алюминий», куда входит и СаАЗ. Хакасский фонд имущества выступил на стороне группы, проголосовав своим пакетом за эмиссию. Инициированное TWG судебное разбирательство не изменило ситуации, так как СаАЗ затем

---

<sup>1</sup> Хорошев С. Реформа собственности// Журнал для акционеров.-1998.-№ 2.-с.44-46.



безвозмездно передал государству часть акций для восстановления 15-процентной доли государства (6,15 % из которых затем проданы на приватизационном конкурсе)<sup>1</sup>.

Выделим наиболее существенные тенденции, связанные с процессом концентрации собственности на акционерный капитал предприятия.

Если указанный процесс имеет место, то рано или поздно — и по мере развития правовой базы — формируется относительно прозрачная система корпоративного контроля с доминирующими «ядрами» акционеров. Наиболее важным здесь является вопрос о роли концентрированной собственности в повышении эффективности корпоративного управления в пост-приватизационный период.

Очень часто именно концентрированная собственность (концентрированный контроль) в разных формах указывается в качестве основного экономического механизма корпоративного контроля, который формирует базу для реального влияния инвесторов, сам по себе усиливает правовую защиту акционеров.

Однако существует и немало примеров, подтверждающих деятельность мажоритарных собственников (как менеджеров, так и аутсайдеров) в ущерб интересам развития акционерных обществ. Набор обвинений достаточно стандартен: неоправданное раздробление предприятия, распродажа или сдача в аренду активов в ущерб акционерам и предприятию, стремление взять под свой контроль только финансовые потоки и экспортные операции, отношение к своему пакету акций как объекту спекуляции, использование пакета как залога под кредиты и т.д. В особенности это касалось финансовых институтов, ставших акционерами в ходе и после приватизации.

Не только акционеры, имеющие контрольный пакет акций предприятия могут нанести существенный урон бизнесу. Это также относится и менеджерам предприятия, субъектам, сохраняющим или установившим контроль в акционерном обществе. Диапазон вариантов поведения чрезвычайно широк: от

---

<sup>1</sup> [www.iet.ru](http://www.iet.ru)\ Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Структура собственности и проблемы корпоративного контроля в российской экономике. Институт экономики переходного периода. Отчет по гранту US AID. М.:1999.

создания «центров прибыли» вне акционерного общества (чаще всего в оффшорной компании за рубежом), но в интересах развития общества, до различных схем выкачивания средств корпорации на собственные счета за рубеж.

Одним из интересных примеров попытки захвата контроля является конфликт в 1997 г. между РАО «Газпром» и группой «ОНЭКСИМбанка» — «МФК-Ренессанс». Последняя проводила интенсивную скупку акций и «охоту» за доверенностями на голосование для участия в общем собрании акционеров РАО «Газпром». Целью группы был захват 1 из 11 мест в совете директоров РАО «Газпром», причем в тот период это место было фактически блокирующим (остальные делились пополам между РАО и государством). Этот захват, тем не менее, не удался, группа в итоге отступила<sup>1</sup>.

Сохраняющаяся на многих предприятиях доминирующая роль менеджеров в управлении предприятием порождает следующие проблемы в эффективном развитии корпоративного управления предприятием:

- конфликт в структуре управления предприятием (между руководством и внешними акционерами) негативно сказывается на финансово-экономическом положении предприятий, т.к. «стороны» стремятся к получению краткосрочных доходов, не заботясь о долгосрочных перспективах развития бизнеса;

- конфликты менеджеров (акционеров) и внешних акционеров (инвесторов) могут негативно повлиять на правомерность принятых в акционерном обществе решений или блокировать принятие последних;

- есть опасность, что полученные, от инвесторов средства могут быть использованы на скупку собственных акций эмитента, просто переведены на счета других компаний и лиц в России и за рубежом, а не на долгосрочное развитие предприятия;

- незаинтересованность в раскрытии информации о предприятии отталкивает иностранных инвесторов (а для раскрытия информации по международным стандартам необходим и переход на международные стандарты бухгалтерского учета).

---

<sup>1</sup> www.iet.ru\ Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Структура собственности и проблемы корпоративного контроля в российской экономике. Институт экономики переходного периода. Отчет по гранту US AID. М.:1999.

Менеджеры российских предприятий должны осознавать, что потребность в инвестициях может быть удовлетворена только если:

- компания имеет стабильную репутацию (сюда входят финансовые показатели, прозрачность, отношение к акционерам и кредиторам и т.д.);
- недостаточная репутация компании подкреплена имущественными гарантиями. Для менеджеров это ведет, в частности, к осознанию неизбежного обмена «власти (собственности)» на «инвестиции».

#### Анализ перспектив рынка долговых ценных бумаг в России.

Рынок корпоративных облигаций в России в настоящее время практически отсутствует. Основной причиной этому, конечно, был рынок ГКО/ОФЗ, который оттягивал на себя большую часть финансовых ресурсов, будучи высокодоходным (доходность даже в валюте не падала ниже 18%) и до некоторых пор самым надежным.

Около пяти лет рынок ГКО/ОФЗ был гигантской скалой, в тени которой все остальные облигации были просто незаметны, и поэтому сегодня они довольно плохо известны.

Летом 1999г. на ММВБ были размещены корпоративные облигации крупнейших российских компаний — РАО «Газпром» и НК «ЛУКОЙЛ», позже к ним присоединилась Тюменская нефтяная компания (ТНК). Объем эмиссии составлял 2,5—3 млрд. руб. Номиналы были неявно привязаны к курсу доллара, т.е. облигации застрахованы от валютных рисков и фактически номинированы в долларах. Доходность к погашению составила

11,5—12,5% годовых<sup>1</sup>.

Публичное размещение облигаций ЛУКОЙЛа, Газпрома и Тюменской нефтяной компании можно охарактеризовать как попытку преодолеть

традиционную изолированность российского фондового рынка от процессов финансирования производственного сектора экономики и осуществить размещение в соответствии с общепринятой практикой.

Можно сказать, что это первое появление на рынке корпоративных облигаций, предложенных российским инвесторам. Конвертируемые облигации НК «ЛУКОЙЛ», выпущенные в октябре 1997 г., для российских инвесторов были практически недоступны: облигации торговались на Лондонской бирже и размещались среди западных инвесторов. При эмиссии облигаций большие надежды возлагались на рублевые средства нерезидентов, высвобождавшиеся при реструктуризации ГКО/ОФЗ. Однако расчет на деньги от реструктуризации ГКО/ОФЗ не оправдался, их владельцы не стали вкладывать средства ни в акции, ни в облигации российских эмитентов, сочтя, видимо, предлагаемые условия непривлекательными.

Действительно, облигации, выпущенные внутри страны, не могут иметь рейтинг выше, чем суверенный рейтинг страны. Данные облигации вообще не имели никакого рейтинга, что также явилось серьезным недостатком. В основном эти облигации были обращены к иностранным инвесторам, а с их позиции ценные бумаги не могли иметь рейтинг выше, чем долгосрочный российский рейтинг, т.е. на уровне ССС.

Между тем на развитых фондовых рынках облигации, имеющие рейтинг ниже ВВВ—, имеют статус высокорискованных и доходности по ним значительно превышают 12% (в валюте), их еще называются junk bonds (мусорные облигации). Поэтому доходности, предложенные российскими эмитентами, не соответствовали уровню этих облигаций.

Кроме того, junk bonds в США выпускают новые, малоизвестные и т.д. компании. В России же облигации были выпущены крупнейшими компаниями, их кредитоспособность не ставилась под сомнение, тем более учитывая относительно небольшие объемы эмиссии. Однако приходится мириться с тем, что кредитный рейтинг самой России столь низок, что любые облигации автоматически попадают в разряд junk bonds.

---

<sup>1</sup> Кафиев Ю. Корпоративные облигации в России — что приживется из мирового опыта? // Рынок ценных бумаг.-1999.-№21.-с.18-22.

Результаты размещения в целом нельзя признать удачными. Около 60% облигаций Газпрома было выкуплено структурами, связанными с эмитентом, т.е. компании реально не удалось привлечь деньги. В случае с НК «ЛУКОЙЛ» период размещения был продлен с 30 до 70 дней из-за отсутствия спроса, весь пакет был куплен иностранным инвестором. В этом нет ничего плохого, поскольку выкуп пакетов облигаций андеррайтерами — стандартная ситуация на Западе, но в данном случае никаких деталей не сообщалось<sup>1</sup>.

Наиболее удачным было размещение облигационного займа ТНК, которая учла опыт РАО Газпром и НК «ЛУКОЙЛ» и предложила инвесторам более выгодные условия — обеспеченные поставками нефти облигации с возможностью отзыва (инвесторами) после двух лет (облигации РАО «Газпром» и НК «ЛУКОЙЛ» были необеспеченными).

Тем не менее в целом выпуск и размещение относительно долгосрочных корпоративных облигаций российских компаний, причем в условиях нестабильности на фондовом рынке нужно признать большим успехом. Ряд компаний уже объявили о намерении последовать их примеру. Облигации ТНК уже включены в список бумаг, торгуемых на ММВБ. Таким образом, на российском фондовом рынке появляется новый инструмент — облигации корпораций<sup>2</sup>.

Однако с учетом сложившихся реалий финансирование долгосрочных корпоративных потребностей по приемлемой для эмитентов цене едва ли будет возможно в ближайшее время. Тем не менее, результаты состоявшихся размещений дают основание полагать, что краткосрочные корпоративные обязательства будут представлять определенный интерес для инвесторов. В этом направлении уже движется ряд крупных российских компаний, включая Магнитогорский металлургический комбинат, АО «Сибнефть», дочернюю компанию «Нестле» в России. Все они предполагают выпуск рублевых облигаций со сроком погашения от 6 месяцев до года<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Жемчугов А. Рынку нужны коммерческие бумаги// Рынок ценных бумаг.-1999.-№21.-с.23-26.

<sup>2</sup> Кафиев Ю. Корпоративные облигации в России — что приживется из мирового опыта? // Рынок ценных бумаг.-1999.-№21.-с.18-22.

<sup>3</sup> Жемчугов А. Рынку нужны коммерческие бумаги// Рынок ценных бумаг.-1999.-№21.-с.23-26

Существующий в настоящее время порядок регулирования выпусков эмиссионных ценных бумаг делает выпуски краткосрочных облигаций неэффективными для эмитента.

Во-первых, для регистрации каждого нового выпуска облигаций требуется составление и регистрация проспекта эмиссии ценных бумаг. Это связано с финансовыми и временными затратами.

Во-вторых, до регистрации выпуска эмитенту необходимо заплатить налог на операции с ценными бумагами в размере 0,8% от объема эмиссии по номиналу.

Вместе с тем на рынке существует объективная экономическая потребность в краткосрочных долговых инструментах:

- российские промышленные предприятия, включая крупнейшие, постоянно испытывают острую потребность в оборотных средствах, покрыть которую современная банковская система не в силах;

- необходимо найти замену существовавшим государственным краткосрочным инструментам, позволяющую управлять ликвидностью, соблюсти разумный баланс между надежностью, ликвидностью и доходностью инвестиций.

Еще одним способом краткосрочного финансирования оборотных средств, помимо долговых эмиссионных ценных бумаг можно назвать выпуск векселей предприятий. Несмотря на простоту выпуска и обращения (не требуется регистрации проспекта эмиссии, уплаты налога на операции с ценными бумагами), существуют некоторые трудности биржевой торговли векселями, связанные прежде всего со сложностями организации, проистекающими из особенностей учета прав собственности по векселям, нерешенностью ряда вопросов налогообложения, а также с документарной формой векселя.

В начале 2000 года Ассоциацией участников вексельного рынка и ММВБ было объявлено о начале проекта по выпуску векселей на стандартных условиях — биржевых коммерческих бумаг<sup>1</sup>.

Новый инструмент представляет собой альтернативу корпоративным облигациям, это в сравнении с последними более дешевая для предприятий форма заимствования, т.к., как уже говорилось, векселя не облагаются налогом на

---

<sup>1</sup> Тягай С. ММВБ нашла замену ГКО// Коммерсант.-2000.-№5.-с.7

операции с ценными бумагами и не имеют временных издержек по регистрации в ФКЦБ.

Предполагается, что новые векселя будут обращаться на ММВБ в той же системе, в которой обращались ГКО и ОФЗ. Их эмитентами смогут выступить крупнейшие российские предприятия.

Пока не ясно, какой доходностью будут обладать новые бумаги, однако, скорее всего, она будет выше доходности корпоративных облигаций.

Выпуск такого рода инструментов может содействовать решению следующих экономических задач:

- создание необходимых организационных форм финансирования оборотных средств российских компаний, как следствие перераспределение финансовых потоков в реальный сектор;

- перераспределение рублевой ликвидности в рамках фондового рынка, что снизит предложение рублевой массы и давление на национальную валюту на валютном рынке, у участников рынка появится необходимый инструмент для краткосрочных инвестиций;

- вытеснение денежных суррогатов, используемых в «серых» вексельных схемах;

- препятствие бегству капиталов, создавая привлекательные условия для инвестирования средств внутри страны;

- увеличение денежной составляющей оборотных средств предприятий страны.

Однако помимо положительных сторон у векселей имеется серьезный недостаток — документарная форма обращения и, соответственно, серьезные риски, связанные с хранением и подделкой.

### Выход российских предприятий на фондовый рынок США

По мере развития американского фондового рынка и роста его капитализации все больше компаний стараются получить доступ к его ресурсам. Выход на американский фондовый рынок дает возможность получения

значительных инвестиций через привлечение множества институциональных и индивидуальных американских инвесторов.

Для этого иностранная компания должна осуществить выпуск американских депозитарных расписок (ADR), которые котировались бы на одной из бирж или внебиржевом рынке США, американской компании необходимо приобрести статус публично торгуемой корпорации.

В настоящее время в России сложилась ситуация, при которой торговля акциями ведется в основном по небольшому количеству эмитентов, так называемых «голубых фишек», рынок же акций мелких и средних предприятий абсолютно неликвиден, несмотря на то что эти предприятия также остро нуждаются в инвестициях и их акции в основной своей массе недооценены, учитывая их прибыльность, перспективы развития.

Принципиально иная картина сложилась на фондовом рынке США, где как нигде в мире, получили распространение механизмы инвестирования в небольшие перспективные фирмы. Американский фондовый рынок и структурирован так, что торговля акциями мелких и средних предприятий занимает заметное место на рынке ценных бумаг.

Интерес американских инвесторов к акциям мелких и средних фирм позволяют последним, используя развитые американские биржевые механизмы, сравнительно легко привлекать значительные суммы капитала.

Широко известным способом выхода на американский фондовый рынок является выпуск ADR.

Регистрация ADR на американской бирже связана с ощутимыми финансовыми затратами, также компания-эмитент должна уже торговаться на местном фондовом рынке, отвечать строгим критериям, касающимся суммы минимальных суммарных активов, степени ликвидности на местном фондовом рынке, годового оборота, финансовой стабильности эмитента.

Этот путь является в подавляющем большинстве случаев для мелких и средних фирм неосуществимым, он приемлем лишь для крупных. Не случайно, из всех российских компаний свои ADR в Нью-Йорке выпустили лишь два десятка крупнейших — «ЛУКОЙЛ», «Мосэнерго», «Татнефть», «Сургутнефтегаз»,



«Вымпелком», «Черногорнефть» и др., и ни одно из средних предприятий, не говоря уже о мелких.

Существует иной путь привлечения инвестиций для среднего российского предприятия с рынка ценных бумаг США — более доступный по затратам и сравнительно более быстрый. Речь идет о выходе небольших и средних российских фирм на фондовый рынок США через обратное поглощение американской публично торгуемой shell-корпорацией.

Shell-корпорация — это американская компания, которая в свое время провела первичное размещение акций и получила статус публично торгуемой, но затем из-за неблагоприятных рыночных условий или под влиянием других факторов распродала все свои активы в покрытие обязательств, прекратила активную деятельность и превратилась в спящую компанию (shell — по-английски «оболочка», «скорлупа», «пустышка»). Не обремененная ни долгами, ни судебными разбирательствами, ни какими-либо еще неприятными для поглощающей компании «неожиданностями», эта компания, несмотря на прекращение активных операций, не утрачивает статуса публично торгуемой и подает все текущие отчеты в Комиссию по ценным бумагам США (SEC)<sup>1</sup>.

Приобретение подобной компании позволит владельцам российского предприятия получить доступ к американскому фондовому рынку.

Принцип используемого механизма можно определить следующим образом: shell-корпорация формально приобретает иностранное предприятие в обмен на 85—95% своих акций, т.е. владельцы российского предприятия передают контроль над своей фирмой американской публичной компании, а сами таким образом приобретают 85—95% последней.

В результате этого образуется некая холдинговая структура с головной американской публично торгуемой компанией, контролируемой бывшими владельцами российского предприятия, и производственным филиалом, продолжающим коммерческую деятельность в России. Баланс и форма прибылей и убытков у данной структуры консолидируются, головная американская фирма

---

<sup>1</sup> Чепец П. Public shell: выход российских предприятий на фондовый рынок США// Рынок ценных бумаг.-1999.-№17.-с.11-15.

(бывшая shell-корпорация) показывает в своих финансовых отчетах информация о деятельности, активах, оборотах, прибылях и др. своего российского филиала. Акции американской компании наполняются экономическим содержанием, приобретают ценность, т.к. из недействующей фирма становится полноценно функционирующей компанией с филиалом за рубежом. Акции бывшей shell-корпорации (ныне контролируемой изначально владельцами российской компании), получившие реальную оценку, начинают торговаться на американском фондовом рынке.

Сам механизм осуществления обратного слияния выглядит примерно следующим образом<sup>1</sup>. За определенную денежную компенсацию руководство shell-корпорации проводит необходимые мероприятия для принятия решения собрания акционеров о дополнительной эмиссии акций, увеличивающей их количество в несколько раз, таким образом, чтобы доля изначально владельцев сократилась до 5—10% (это является их «ценой продажи» статуса публично торгуемой компании).

Как только это сделано, shell-корпорация «поглощает» российскую компанию, оплатив «покупку» частью акций новой эмиссии, которые передаются владельцам поглощаемой компании.

Одновременно с «поглощением» прежний совет директоров и руководство shell-корпорации подаются в отставку и заменяются акционерами компании-клиента или их представителями. Таким образом, российская компания превращается в холдинг с американской публично торгуемой компанией в качестве его головной структуры, полностью подконтрольной владельцам «поглощенной».

Вариант обратного поглощения shell-корпорации для большинства небольших и средних фирм России, в отличие от прямого пути первичного размещения (выпуск ADR), является единственной возможностью стать американской публично торгуемой компанией. Для них другой путь остается практически закрытым из-за некоторых практически непреодолимых барьеров,

---

<sup>1</sup> Чепец П. Public shell: выход российских предприятий на фондовый рынок США// Рынок ценных бумаг.-1999.-№17.-с.11-15.

таких как высокая стоимость юридических, бухгалтерских услуг, комиссионных андеррайтеров, а также жестких требований регулирующих положений и др.

Выделим преимущества, которые дает статус публично торгуемой американской компании владельцам российского предприятия.

1. Основное преимущество — привлечение капитала. Статус публично торгуемой корпорации позволяет российской компании привлекать значительные средства через акционерное финансирование, т.е. продажу своих акций на американских биржах и внебиржевом рынке стать частью фондового рынка США.

Изначальные владельцы, сохраняя за собой контрольный пакет акций своего предприятия, могут осуществить финансирование программ по расширению, диверсификации производства, модернизации производственных мощностей. Получив определенную репутацию на фондовом рынке, компания может обратиться в американский банк с целью получения кредита. Залогом могут послужить собственные акции предприятия.

2. Высокая ликвидность акций. В настоящее время в России сложилась такая ситуация, когда даже явно недооцененные акции большинства мелких и средних компаний малоликвидны: их трудно продать крупным пакетом в короткие сроки, не «обвалив» при этом их рынок и не понеся значительных потерь.

3. Приобретая высокую ликвидность, акции становятся средством платежа. Акции компаний, торгуемые на фондовом рынке США (как выпущенные изначально, так и дополнительные эмиссии), могут быть использованы как средство платежа для поглощения других компаний, технологического переоснащения, оплаты консалтинговых, маркетинговых услуг, рекламных и PR-кампаний и других расходов, а также выплаты дивидендов акционерам. Не использованные при этом денежные средства могут быть направлены на расширение производственной деятельности, что приводит к росту цены на акции, их ликвидности, повышая их привлекательность в качестве платежного эквивалента<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Чепец П. Public shell: выход российских предприятий на фондовый рынок США// Рынок ценных бумаг.-1999.-№17.-с.11-15.

4. Увеличение рыночной стоимости компании. На рынке США акций российских компании оцениваются выше, чем на местном рынке. Попав на фондовый рынок США компания начнет развиваться, курс ее акций вырастет, таким образом увеличивается капитал прежних и новых владельцев.

В России при существовании политических рисков, макроэкономической нестабильности недостатке информации акции мелких и средних фирм, зарегистрированных в форме открытых акционерных обществ, не становятся ликвидными, покупаются и продаются большими пакетами обычно для получения контроля, а не с целью инвестиций. Это и является основной причиной снижения реальной стоимости мелких и средних российских компаний, лишает их возможности привлечь инвестиции для финансирования программ расширения и модернизации производства.

5. Повышение имиджа компании. Получив кредитный рейтинг и статус публично торгуемой компании США, раскрывая информацию о своей деятельности в форме предоставления отчетов в SEC, компания значительно повышает свой кредитный рейтинг и получает возможность привлекать банковские кредиты и открывать кредитные линии на более выгодных условиях, чем на внутреннем рынке. Повышение имиджа и статус публично торгуемой компании играет немаловажную роль в укреплении деловых отношений с зарубежными партнерами.

Кроме того, высокая ликвидность акций и их реальная оценка открывают таким корпорациям возможность со временем выпускать свободно обращающиеся на рынке долговые обязательства (облигации), в том числе конвертируемые в обыкновенные акции, и, таким образом, привлекать дополнительный капитал в значительных объемах.

6. Средство поощрения работников компании. Акции российской компании, свободно обращающиеся на американском фондовом рынке, опционы на их покупку по фиксированной цене, могут служить дополнительным средством поощрения руководящих и рядовых сотрудников, выступая в качестве денежного

эквивалента и инструмента привлечения талантливых специалистов, повышения лояльности и компенсационных выплат наиболее ценных работников<sup>1</sup>.

7. Являясь схемой долгосрочного финансирования отдельных предприятий, данная программа в государственном масштабе расширяет привлечение иностранного капитала в экономику России, позволяя множеству индивидуальных американских инвесторов, приобретать акции американских холдингов, контролируемых российскими структурами и оперирующих исключительно на территории России.

Помимо преимуществ, у данной схемы есть и определенные недостатки. Это, прежде всего, потеря 100%-го владения предприятием и возросшая прозрачность компании (эти недостатки являются таковыми скорее с точки зрения российских владельцев предприятий). Действительно, с одной стороны, предприятие заинтересовано задекларировать минимальную сумму прибыли, являясь налогоплательщиком в Российской Федерации. С другой стороны, являясь частью фондового рынка США, американской публичной компанией, необходимо максимально улучшать финансовые показатели хозяйственной деятельности.

Следует также отметить, что предприятию, решившему воспользоваться схемой с public shell, стоит обратить особое внимание на некоторые приведенные далее аспекты.

Данная схема, как указывалось выше, представляется менее затратной, чем выпуск ADR, но тем не менее требует отвлечения немалых средств из хозяйственного оборота. Разумеется, предприятия, не располагающие указанной суммой, могут обратиться за долгосрочным кредитом в банк. Однако в настоящее время большинство банков выдает только краткосрочные коммерческие кредиты. Более того, при банковском кредитовании потенциальному заемщику необходимо соблюсти целый ряд формальностей (представление годовых отчетов, утвержденных налоговой инспекцией балансов, перевод счетов в кредитующий банк и т.д.), представить доказательства своей платежеспособности и найти обеспечение под кредит. В предлагаемой схеме планируется поглощение

---

<sup>1</sup> Чепец П. Public shell: выход российских предприятий на фондовый рынок США// Рынок ценных бумаг.-1999.-№17.-с.11-15.

российского предприятия иностранной компанией и представление совместной отчетности, в которой будут отражены полученные банковские кредиты и залог ликвидных активов заемщика. Маловероятно, что информация о большой задолженности по кредитам и заложенных активах будет способствовать повышению реальной оценки бывшей shell-корпорации и быстрому росту в цене ее акций на американском фондовом рынке. Таким образом, для начала успешного выхода на фондовый рынок США предприятию, желающему участвовать в данной схеме, необходимо иметь недорогостоящий источник финансирования без отягощения в виде предоставления какого-либо обеспечения.

Один из важных вопросов, которые предстоит решить российскому предприятию при выходе на американский фондовый рынок, — это соответствие проводимых операций нормам валютного регулирования. Акционеры (участники) поглощаемого российского предприятия приобретают акции новой эмиссии shell-корпорации, номинированные в долларах. В соответствии с п. 10 ст. 1 закона «О валютном регулировании и валютном контроле» приобретение ценных бумаг, выраженных в иностранной валюте, является портфельной инвестицией, т.е. операцией, связанной с движением капитала. Согласно п. 2 ст. 6 того же закона валютные операции с движением капитала осуществляются российскими резидентами только в порядке, устанавливаемом Центральным банком российской федерации. Это, значит, что для приобретения акций shell-корпорации российским предприятиям необходимо будет получение разрешений Банка России, порядок выдачи которых определяется различными нормативными актами, в частности Письмом ЦБ РФ № 12-524 от 6 октября 1995 г. и Положением ЦБ РФ № 82-П от 20 июля 1999 г. В них приведен перечень документов, которые необходимо представить для рассмотрения вопроса о предоставлении лицензии (разрешения) на совершение валютных операций с движением капитала<sup>1</sup>.

Поглощение российского предприятия американской shell-корпорацией потребует соответствующих согласований с регулирующими органами, например с Министерством по антимонопольной политике, у которого также существуют определенные требования по представлению документации (антимонопольное

---

<sup>1</sup> Трещев С. Комментарий юриста (к статье Чепец П. Public shell: выход российских предприятий на фондовый рынок США) США// Рынок ценных бумаг.-1999.-№17.-с.16.

право). Необходимо четкое соблюдение требований корпоративного законодательства, например в части, касающейся одобрения крупных сделок, т.к. данная сделка впоследствии может быть оспорена.

Руководству предприятия необходимо тщательно продумать все налоговые последствия заключения подобной сделки.

#### Автоматизация подготовки инвестиционных предложений

Сегодня многие промышленные предприятия находятся в кризисном положении, которое усугубляется возможностью введения внешнего управления или конкурсного производства. Единственным способом избежать этого является объективный анализ допущенных ошибок, разработка антикризисных мероприятий и плана стратегического развития в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Привлечение внешнего финансирования для развития предприятий становится сегодня наиболее актуальной задачей. Анализ экономической ситуации в стране показывает, что, несмотря на существующие проблемы в экономике, создаются определенные предпосылки для прямых инвестиций в промышленность.

Для оценки инвестиционной привлекательности предприятий и эффективности предполагаемых инвестиций, как правило, требуется группа экспертов, обладающих специальными знаниями в различных областях экономики (маркетинг, финансовый и управленческий учет, инвестиции, налоговое планирование и т.д.). Такими кадрами обладают консалтинговые фирмы, которые оказывают такого рода услуги предприятиям. Однако стоимость этих услуг сегодня многим предприятиям недоступна.

Поэтому единственной возможностью, самостоятельно, рассчитать и проанализировать инвестиционный проект, провести анализ финансово-хозяйственной деятельности для оценки инвестиционной привлекательности своего предприятия, разработать стратегический план развития, с помощью собственных специалистов, является их обучение современным методам инвестиционного проектирования и использование специальных компьютерных программ, которые в той или иной степени помогают решить поставленные

задачи. Основные требования, которые предъявляются к компьютерным программам такого класса:

- проводить ретроспективный анализ финансово-хозяйственной деятельности с целью определения наиболее слабых мест в деятельности различных подразделений предприятия;
- проводить расчет и всесторонний анализ бизнес-плана инвестиционного проекта;
- подготавливать технико-экономическое обоснование кредита, в случае привлечения внешних источников финансирования;
- оценивать влияние внешних факторов и внутренних параметров на общую эффективность проекта;
- проводить сравнительную оценку для отбора наиболее перспективного варианта проекта;
- быстро выполнять все рутинные вычислительные операции;
- на основании расчета и анализа подготавливать документацию по проекту для представления ее потенциальному инвестору или кредитору.

Сегодня на российском рынке существует около десятка компьютерных программ для расчета и сравнительного анализа инвестиционных проектов, как отечественных, так и зарубежных. Среди отечественных можно назвать - " Project Expert " фирмы "ПРО-ИНВЕСТ КОНСАЛТИНГ" , "Инвестор" фирмы "ИНЭК", "Альт-Инвест" фирмы "Альт" (Санкт-Петербург), FOCCAL фирмы "ЦентрИнвестСофт", "ТЭО-ИНВЕСТ" Института проблем управления РАН; среди зарубежных - COMFAR (Computer Model for Feasibility Analysis and Reporting) и PROPSPIN (Project Profile Screening and Pre-appraisal Information system), созданные в UNIDO - Организации Объединенных Наций по промышленному развитию.

Хотелось бы выделить три основные отечественные программы в той иерархической последовательности, которую они занимают на сегодняшний день — " PROJECT EXPERT 6.0 Professional" , "ИНВЕСТОР" и "АЛЬТ-ИНВЕСТ".



Прежде всего, следует отметить, что сегодня эти программы, кроме их основного предназначения, с успехом используются для разработки финансовой модели и стратегического плана развития промышленных предприятий.

В основе этих компьютерных программ лежат методические подходы UNIDO по проведению промышленных технико-экономических исследований, а также отечественные "Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования", утвержденные Госстроем, Минэкономки, Минфином РФ в 1994 г.

Основными критериями для сравнения программных продуктов являлись:

#### **функциональные возможности**

1. использование современной методики расчета, основанной на имитационной модели денежных потоков;
2. комплексный подход к решению различных аспектов инвестиционного проектирования (ретроспективный анализ финансово-хозяйственной деятельности, планирование инвестиционной, операционной и финансовой деятельности, сравнительный анализ и т.п.);
3. детальное описание параметров проекта (шаг и горизонт расчета, номенклатура продукции и т.п.);
4. возможность описания экономического окружения (инфляция, курс валют, налоги и т.п.);
5. аналитические возможности (полнота набора показателей эффективности инвестиций, финансовых и производственных показателей);
6. оформление результатов.

#### **эксплуатационные и технические характеристики**

1. совместимость с операционными системами;
2. возможность передачи данных в стандартные приложения MS Excel и MS Word;
3. язык программирования, требования к аппаратному обеспечению.

#### **интерфейс**

1. простота и скорость ввода данных;
2. указатель ошибочных действий пользователя при вводе данных;

3. многооконный режим ввода данных и отображения результатов;
4. наглядность результатов;
5. графика.

#### **«Закрытость» пакета**

Этот термин означает невозможность изменения пользователем формул и алгоритмов, по которым происходят вычисления в программном пакете. К «закрытым» следует отнести пакеты, написанные на каком-либо языке программирования, к «открытым» - пакеты, написанные на базе электронных таблиц, где пользователь имеет возможность изменить алгоритм расчета. «Закрытость» пакета может быть как достоинством, так и недостатком в зависимости от целей, которые стоят перед инвестором или реципиентом. Квалифицированные пользователи могут создавать довольно сложные и разнообразные сценарии реализации проекта, используя гибкие возможности открытой системы. В то же время такие возможности пакета несут в себе угрозу ошибок. Отметим, что в «закрытых» пакетах возможность ошибок часто возникает из-за неправильного понимания пользователем возможностей пакета и экономического смысла проводимых действий (отсутствует возможность проследить по каким формулам проводится расчет, отсутствует контекстная и смысловая помощь по различным таблицам или показателям).

#### **«Стоимостное» содержание программ.**

Под этим термином понимается наличие всех перечисленные выше требований, которые входят в цену одной программы по прайс-листу фирмы. Если для получения требуемых свойств необходимо дополнять программу дополнительными модулями, которые естественно требуют дополнительных затрат, то это будет оговариваться отдельно, чтобы поставить все программы в одинаковые условия. По этой причине производится оценка по показателю «функциональные характеристики/цена».

\* \* \*

Большинство крупных российских предприятий было создано в процессе приватизации. Данное обстоятельство можно назвать определяющим в фактором

их последующего развития. На развитие фондового рынка существенное влияние оказывает структура владения акциями и борьба за контроль над преуспевающими предприятиями, приносящими прибыль, многие из которых были государственными. Новые эмиссии осуществляются в большинстве случаев не с целью привлечения инвестиций в производство, а с целью формирования иной структуры собственности, увеличения присутствия той или иной финансовой группы в какой-либо конкретной отрасли.

Основными проблемами большинства крупных российских акционерных обществ остаются:

- консерватизм мышления администрации, непринятие новых форм хозяйствования;
- основная цель управления — сохранить контроль над предприятием любой ценой, как следствие — непринятие финансирования за счет увеличения акционерного капитала;
- упование лишь на бюджетное финансирование, нежелание развивать новые производства, диверсифицировать номенклатуру выпускаемой продукции.

Важнейшая функция, которую должен выполнять рынок ценных бумаг — перераспределение финансовых ресурсов между отраслями экономики, между конкретными предприятиями — работает слабо.

Развитие рынка корпоративных акций тормозят такие факторы, как нерешенность проблем защиты прав акционеров, недостаточный уровень развития инфраструктуры фондового рынка, недостаточная прозрачность рынка, преобладание внебиржевой торговли и др.

Тем не менее, у российского рынка ценных бумаг существует значительный потенциал для развития и роста (как качественного, так и количественного). В процессе приватизации было создано много акционерных обществ, акции большинства из них недооценены. Регулирующими органами (Правительством г. Москвы, Московским региональным отделением ФКЦБ России) разрабатываются и внедряются в жизнь проекты по выводу предприятий на рынок ценных бумаг, проводится разъяснительная работа о данных проектах для населения,

предпринимаются попытки органов власти по улучшению инвестиционного климата в отдельных регионах и в стране в целом.

Для второй половины 90-х гг. характерна тенденция острейших корпоративных конфликтов между менеджерами и внешними акционерами. Основным фактором сглаживания противоречий может служить постепенное слияние функций менеджеров и акционеров в российских акционерных обществах.

О рынке корпоративных облигаций российских предприятий можно сказать, что он практически не существует. Основная причина этому — существование рынка государственных облигаций, который оттягивал на себя основную массу инвестиционных ресурсов страны.

Летом 1999 года несколько крупных российских эмитентов разместили свои облигации на ММВБ, сделав попытку преодолеть оторванность рынка ценных бумаг от реального сектора экономики. Однако результаты выпусков облигаций таких известных эмитентов, как РАО «Газпром» и НК «ЛУКОЙЛ», нельзя признать удачными. Основными проблемами при размещении облигаций можно считать ошибочность расчета на средства нерезидентов, относительно невысокая доходность при довольно значительном сроке обращения, отсутствие официального рейтинга ценных бумаг и др.

Другим способом финансирования краткосрочного дефицита оборотных средств можно назвать выпуск векселей предприятий. Объявленный Ассоциацией участников вексельного рынка и ММВБ проект по выпуску векселей на стандартных условиях — биржевых коммерческих бумаг имеет, на мой взгляд, определенные перспективы и преимущества по сравнению с привлечением инвестиционных ресурсов путем эмиссии облигаций. К положительным сторонам можно отнести отсутствие необходимости уплаты налога на операции с ценными бумагами, регистрации проспекта эмиссии; недостатками же являются документарная форма обращения векселя, проблемы хранения и передачи.

Описанный в данной главе способ выхода российских предприятий на фондовый рынок США путем обратного поглощения американской публично торгуемой shell-корпорации является для средних по размеру предприятий

практически единственным возможным способом выхода на фондовый рынок США из-за меньшей величины первоначальных затрат по сравнению с выпуском американских депозитарных расписок. Статус публично торгуемой американской компании дает следующие преимущества первоначальным владельцам российского предприятия: привлечение капитала, высокая ликвидность собственных акций, увеличение стоимости компании, повышение ее имиджа, возможность получать кредиты зарубежных банков и др. Одновременно с этим необходима тщательная проработка налоговых последствий, получение всех необходимых согласований в государственных органах, учет всех тонкостей корпоративного законодательства.

## **2.2. Анализ инвестиционной деятельности российских предприятий**

### Проблемы перераспределения собственности в российских акционерных обществах

В новейшей российской истории можно выделить следующие основные этапы перераспределения собственности:

- спонтанный приватизационный процесс (1987-1991 гг.);
- массовая приватизация 1992-1994 гг.;
- пост-приватизационное перераспределение собственности (концентрация распыленных акций приватизированных предприятий с 1993 г. как наиболее общий процесс, залоговые аукционы 1995 г., войны “олигархов” 1997 г., переход от наиболее нецивилизованных к легальным процедурным технологиям корпоративного контроля и перераспределения акционерного капитала в 1996-1999 гг.)<sup>1</sup>.

В настоящее время, на мой взгляд, наметилась тенденция к постепенной стабилизации прав собственности, упорядочиванию ее структуры. Появляются явные или скрытые полюса корпоративного контроля, управления предприятием, основанные на праве собственности в уставном капитале предприятия или на реальной власти в компании. Это обстоятельство можно назвать основным

---

<sup>1</sup> www.iet.ru Радыгин А.Д., Энгов Р.М. Структура собственности и проблемы корпоративного контроля в российской экономике. Институт экономики переходного периода. Отчет по гранту US AID. М.:1999.

позитивным итогом сложного процесса формирования пост-приватизационной структуры собственности в России.

По оценкам ФКЦБ, в 1996 г. борьба за контроль завершилась в 25 % российских корпораций, в начале 1998 г. - в 50 %. Хотя даже в 1997-1998 гг. еще не приходится говорить о реальном экономическом эффекте такой стабилизации (тем более что перераспределение продолжалось, и система в целом оставалась нестабильной)<sup>1</sup>.

Приведем некоторые примеры нарушения прав акционеров, типичные для менеджеров российских акционерных обществ в 1994-1996 гг.: информация об общем собрании акционеров не доводится до акционеров в установленном порядке или умышленно задерживается; устанавливается минимальная величина пакета акций, позволяющая претендовать на избрание в управляющие органы акционерного общества; вводится голосование поднятием рук вместо голосования по принципу «одна акция - один голос»; регистратором устанавливаются разнообразные высокие сборы за регистрацию сделок с акциями, за предоставление копий документов; избранные органы управления обществом подменяются «карманными» советами директоров, состоящими из директора, главного бухгалтера и некоторых других руководителей акционерного общества; препятствия продаже акций предприятия третьим лицам (под угрозой увольнения); манипуляции с реестром акционеров накануне собраний; эмиссия и размещение новых выпусков акций подставным лицам без ведома акционеров по заниженной цене; продажа имущества предприятия по заниженной стоимости через подставных лиц (фирмы) без ведома акционеров и т.д. Автору известны случаи, когда директор крупного предприятия опечатывал реестр акционеров предприятия, объявлял его закрытым, и никакие документы (передаточные распоряжения, заявления на предоставление выписок по счету акционера и др.) не принимались и не выдавались.

Практически все предприятия в России, выступающие в качестве инвесторов на рынке ценных бумаг, приобретают акции других компаний с целью получения контроля, участия в дружественной организации для выполнения

---

<sup>1</sup> Там же

каких-либо задач в процессе финансово-хозяйственной деятельности, для других подобных целей, т.е. для формирования необходимой структуры собственности, но не для получения дивидендов, не для повышения эффективности управления собственной ликвидностью. Данная тенденция, на наш взгляд, в настоящее время является определяющей на российском рынке акций.

В связи с этим, хотелось бы выделить наиболее общие направления пост-приватизационного перераспределения собственности в 1993-1999 гг.:

- агрессивная скупка на вторичном рынке различных по размеру пакетов акций конкретных предприятий с целью получения контроля (у работников, инвестиционных институтов и т.п.);
- попытки различных финансовых групп повлиять на совершение сделок с пакетами акций конкретных предприятий, остающиеся у федеральных и региональных властей;
- вовлечение предприятий в холдинги или финансово-промышленные группы на добровольной или административной основе.

При этом для первых лет пост-приватизационного перераспределения собственности (1993 - 1996 гг.) наиболее характерны самые разнообразные приемы, связанные со сделками на первичном (приватизационном) и вторичном рынке. Хотя и применительно к 1997-1999 гг. нельзя сказать об очень заметном прогрессе в области защиты прав акционеров, но именно в этот период - 1993-1996 гг. - нарушения корпоративного законодательства как следствие борьбы за контроль приобрели наиболее нецивилизованные формы (вычеркивание неугодного акционера из реестра, голосование на общем собрании акционеров поднятием рук, а не по принципу «одна акция — один голос» и др.).

Следует также отметить, что указанные процессы характерны преимущественно для той части российских предприятий, по поводу которых, во-первых, потенциально могли возникнуть конкурентные отношения между прежним руководством и внешними акционерами (т.е. рентабельных или перспективных), и, во-вторых, сама дирекция имела конкретные стратегические планы на будущее. Если же дирекция продолжала пассивное существование, мало

интересуясь дальнейшей судьбой акционерного общества, то перспективами предприятия могли стать в лучшем случае — поглощение аутсайдером, в худшем — использование активов предприятия дирекцией для личных нужд.

По сути, базовым конфликтом всех этих лет был конфликт между старыми менеджерами, ожесточенно отстаивающими свои позиции, и потенциальными «захватчиками» контроля. Это касалось большинства российских предприятий, хотя и по разным причинам (финансовые потоки и прибыль, ведение счетов, экспортная ориентация, земельный участок и иная недвижимость, сегмент рынка или отраслевая специализация, представляющие интерес для зарубежной компании аналогичного профиля и др.).

В России борьба менеджеров за контроль (помимо абсолютно незаконных методов) осуществлялась с помощью следующих методов (некоторые из которых стали невозможны из-за появившихся правовых ограничений)<sup>1</sup>:

- покупка акций акционерного общества на приватизационных конкурсах и аукционах;
- опцион на 5 % акций и закрытая подписка (первый вариант льгот) или закрытая подписка (второй вариант льгот) в процессе приватизации;
- покупка акций принадлежащими менеджменту фирмами (фондами);
- выкуп акций акционерного общества самим обществом, в том числе с последующей продажей выкупленных акций работникам и администрации (ее компаниям) для увеличения доли «инсайдеров» в ущерб внешним акционерам (по данным одного из опросов ФКЦБ, в 1995 г. из 172 опрошенных акционерных обществ 41 % респондентов отметил факт скупки своих акций. При этом 62 % из компаний, которые скупала свои акции, указывали, что акции были проданы затем работникам и администрации<sup>2</sup>).
- контроль части или всех акций работников (через коллективный траст в форме закрытого акционерного общества и др.);
- траст на управление госпакетом акций;

---

<sup>1</sup> www.iет.ru\ Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Структура собственности и проблемы корпоративного контроля в российской экономике. Институт экономики переходного периода. Отчет по гранту US AID. М.:1999.

<sup>2</sup> www.iет.ru\ Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Структура собственности и проблемы корпоративного контроля в российской экономике. Институт экономики переходного периода. Отчет по гранту US AID. М.:1999.



- контроль за реестром акционеров (особенно для акционерных обществ с числом акционеров менее 500), а также ограничения доступа к реестру акционеров или манипуляции им;

- изменение размера уставного капитала АО, в том числе целенаправленное уменьшение (разводнение) доли конкретных внешних акционеров через размещение акций новых эмиссий на льготных условиях среди администрации и работников, а также «дружественных» внешних акционеров;

- общая стратегии распыления акционерного капитала в целом для затруднения скупки акций потенциальным «захватчиком»;

- покупка остаточных пакетов акций в ходе денежной приватизации (многие менеджеры увеличивали «свои» пакеты даже в том случае, если не было конкуренции аутсайдеров);

- скупка акций работников;

- введение различных материальных и административных санкций по отношению к работникам-акционерам, намеревающимся продать свои акции «постороннему» покупателю;

- альянсы менеджеров-акционеров с «дружественными» аутсайдерами;

- привлечение местных властей для введения административных ограничений деятельности «чужих» посредников и фирм, скупающих акции работников;

- судебные иски, «поддерживаемые» местными властями;

- введения ограничений (квот) владения акциями в уставе;

- организация контроля за рынком акций конкретного акционерного общества (через инфраструктуру и др.).

- использование асимметрии информации в борьбе с «захватчиками» или имеющимися уже внешними акционерами;

- организация размещения дополнительных эмиссий по принципу «узкого горла» (в недоступных местах и в ограниченный период времени);

- осуществление фиктивных банкротств с последующей скупкой продаваемых активов.

Очевидно, что стратегия и мотивы существенно различаются в зависимости от субъекта, заинтересованного в конкретном пакете.

Большинство из указанных приемов с равным успехом применялась и аутсайдерами, заинтересованными в захвате контроля. Если для эмитентов рынок ценных бумаг является прежде всего одним из способов консолидации собственного контроля, то мотивы аутсайдеров гораздо более многообразны. В частности, мотивы инвестирования в корпоративные ценные бумаги коммерческих банков в 1992-1998 гг. (при всех известных правовых и финансовых ограничениях) можно сгруппировать следующим образом<sup>1</sup>:

- установление контроля над конкретным перспективным приватизируемым предприятием (чаще всего для ведения счетов, контроля финансовых потоков, экспортной выручки и т.п.);

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

- скупка акций приватизированных предприятий в пользу крупных иностранных и отечественных инвесторов (комиссионный доход или курсовая разница при перепродаже пакета акций);

- политика поглощений для последующей минимальной реструктуризации и перепродажи;

- получение пакета акций в качестве компенсации за долги;

- перераспределение в свою пользу части доходов от продажи акций, принадлежащих государству;

- обладание своеобразным "страховым фондом" (учитывая, что государство не допустит банкротства промышленных гигантов и, скорее всего, пойдет даже на субсидии или какие-то льготы, которыми может воспользоваться и внешний акционер);

- владение акциями крупнейших промышленных АО для создания имиджа серьезного инвестора.

---

<sup>1</sup> [www.iet.ru](http://www.iet.ru)\ Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Структура собственности и проблемы корпоративного контроля в российской экономике. Институт экономики переходного периода. Отчет по гранту US AID. М.:1999.

Что касается других институциональных инвесторов, например чековых инвестиционных фондов, то они в силу своего происхождения стали держателями относительно крупных пакетов акций приватизированных предприятий. Чаще всего эти фонды выполняли брокерские функции: перепродавали акции целенаправленно менеджерам предприятий или передавали последним акции в траст, составляли портфели для иностранных инвесторов. Некоторые фонды действовали как портфельные инвесторы спекулятивной направленности. Только очень небольшая часть этих фондов, созданных опять же крупными корпорациями, являлась долгосрочным держателем пакета акций материнской корпорации в интересах консервации контроля.

Анализируя инвестиционную деятельность российских предприятий на рынке ценных бумаг, нельзя не коснуться темы защиты прав инвесторов, которая со времен начала приватизации была и остается наиболее актуальной.

Как указывалось выше, к наиболее часто встречающимся нарушениям прав акционеров можно отнести широко распространенные действия менеджеров по бесконтрольной «перекачке» активов акционерного общества в свои личные компании и на свои счета в России и за рубежом, а в лучшем случае – установление себе за пределами высоких окладов (при многомесячных невыплатах заработной платы рядовым работникам-акционерам и/или невыплате дивидендов). Причиной такой поведения может являться, прежде всего, неустойчивая ситуация в области корпоративного контроля.

К сожалению, в настоящее время ФКЦБ России не дано право проверки финансово-хозяйственной деятельности эмитента. Если при проверках профессиональных участников инспекторами отдела контроля Московского РО ФКЦБ России запрашиваются данные бухгалтерского учета, некоторые первичные документы по сделкам с ценными бумагами, то при проверке эмитентов проверяющим не дано такого права. Вследствие этого невозможно проверить факты нарушения прав акционеров, указанных выше, со стороны администрации предприятия.

Проводя оценку деятельности российской компании как инвестора, я хотел бы остановиться на характеристике некоторых сегментов рынка ценных бумаг, куда предприятие может инвестировать свободные денежные средства.

### Рынок государственных ценных бумаг

С 1994 по 1998 г. в России наблюдалась странная ситуация, когда государственные ценные бумаги, традиционно считающиеся самыми надежными, оказывались в тоже самое время и самыми доходными. Это в корне противоречило основным принципам фондового рынка и, в конце концов, это противоречие разрешилось: самые надежные и доходные ценные бумаги оказались самыми ненадежными и самыми убыточными.

Замораживание ГКО/ОФЗ коснулось физических лиц в меньшей степени, чем остальных инвесторов, поскольку физическим лицам по мере наступления срока погашения выплачивалось 100% средств. Более того, учитывая практически неограниченные возможности Центрального банка погашать внутренние долги за счет эмиссии, можно предположить, что физические лица и впредь будут исправно получать свои деньги. Но при этом нельзя утверждать, что физические лица не понесли потерь, учитывая более чем трехкратную девальвацию практически сразу после 17 августа<sup>1</sup>.

Замороженные ГКО/ОФЗ были обменяны на новые ценные бумаги, однако большой интерес к ним проявлен не был. Торги этими бумагами были организованы главным образом для того, чтобы оживить оборот огромной массы новых облигаций, оказавшихся на руках владельцев ГКО/ОФЗ.

Новые заимствования ГКО/ОФЗ также оказались непривлекательными для инвестора. Дополнительным фактором низких оборотов на рынке государственных ценных бумаг стало ограничение доходности, введенное банком России с момента возобновления вторичных торгов государственными облигациями на уровне 120% годовых, или двукратной величины ставки рефинансирования, с целью предотвращения массированного сброса ГКО/ОФЗ<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup>Кафиев Ю. Что должен знать частный инвестор?// Рынок ценных бумаг.-1999.-№7.-с.9-11

<sup>2</sup> Кулак Р., Храпченко Л. Обзор конъюнктуры рынка ГКО/ОФЗ/ОБР// Рынок ценных бумаг.-2000.-№2.-с.18

Инвестируя свободные денежные средства в новые государственные ценные бумаги, предприятие должно оценить возможную доходность, прогнозы инфляции, объем кратко- и среднесрочной задолженности государства, общую финансовую и политическую ситуацию и насколько высока угроза нового невыполнения государством своих обязательств.

Пока приходится делать вывод о том, что рынок государственных ценных бумаг не представляет интереса для частных инвесторов и, по-видимому, достаточно долго не будет представлять.

### Рынок акций российских предприятий

Говоря о современном состоянии рынка акций, можно констатировать, что в настоящее время предприятия инвестируют лишь в акции 5—6 эмитентов, таких как РАО «ЕЭС России», ЛУКОЙЛ, Ростелеком, Мосэнерго, Газпром и в несколько меньшей степени Сургутнефтегаз, у которых разница между ценой покупки и продажи не превышает 1—2%. Одной из основных причин является, разумеется, августовский кризис, однако необходимо подчеркнуть, что и до августа ликвидность российского рынка была довольно низкой и лишь малое число акций представляло интерес с точки зрения краткосрочных вложений.

Можно предположить, что в ближайшее время ситуация вряд ли кардинально изменится, т.к. российским инвесторам, скорее всего, не удастся значительно увеличить капитализацию (и ликвидность) российского рынка акций. Положительных тенденций в возрождении рынка акций можно ожидать только с ростом числа акций, доступных для кратко- и среднесрочного вложения роста капитализации эмитентов, а это, в свою очередь, возможно путем привлечения сбережений населения на рынок ценных бумаг, создания благоприятного инвестиционного климата в целом по стране.

Например, в июле 1998 г., согласно официальным данным РТС, разница цен на покупку и продажу акций из списка РТС-1 (всего 87 акций) характеризовалась следующими значениями (См. таблицу 2):

### ***Распределение эмитентов по значению спреда в РТС-1***

Таблица 2

| <i>Значение спреда (процентной разницы между ценами покупки и продажи)<br/>(%)</i> | <i>Число эмитентов с данным значением спреда</i> |
|--|--|
| Меньше 1   | нет  |
| 1-5  | 7 акций  |
| 5-10   | 6 акций  |
| 10-20  | 10 акций   |
| 20-50  | 9 акций  |
| 50-100   | 18 акций   |

Источник: Кафиев Ю. Частный инвестор в России// Рынок ценных бумаг.-1999.-№11.-с.11

Таким образом, только у 50 акций из 87 разница между покупкой и продажей была меньше 100%. а у остальных она превышала 100% и доходила до нескольких тысяч процентов, так что эти акции были совершенно неликвидными. (Собственно говоря, по-настоящему ликвидных акций, т.е. имеющих спред менее 1%, как это принято считать на развитых рынках, в РТС-1 вообще не было).

В РТС-2 ситуация, естественно, была еще хуже (всего здесь котировалось 273 акции):

#### *Распределение эмитентов по значению спреда в РТС-1*

Таблица 3

| <i>Значение спреда (процентной разницы между ценами покупки и продажи)<br/>(%)</i> | <i>Число эмитентов с данным значением спреда</i> |
|--|--|
| Меньше 10  | нет  |
| 10-20  | 2 акции  |
| 20-50  | 9 акций  |
| 50-100   | 7 акций  |
| 100-200  | 30 акций   |

Источник: Кафиев Ю. Частный инвестор в России// Рынок ценных бумаг.-1999.-№11.-с.11

Из оставшихся 225 акций 70 акций вообще не имели котировок на покупку, а у остальных спрэды превышали 200%, причем у большинства акций она достигала тысяч процентов.

К концу 1998 г. ситуация только ухудшилась и число более или менее ликвидных акций сократилось, до минимума.

Для сравнения приведем аналогичные данные о рынке акций США (См. таблицу 4).

***Обыкновенные акции эмитентов США, спрэд по малым лотам (1997г.)***

Таблица 4

| <i>Показатель рыночной капитализации (млн. долл.)</i> | <i>Количество эмитентов</i> | <i>Доля на американском рынке, %</i> | <i>Спрэд, %</i> |
|---|-----------------------------|--------------------------------------|-----------------|
| до 10   | 1009                        | 0,36                                 | 6,55            |
| от 10 до 25   | 754                         | 0,89                                 | 4,07            |
| от 25 до 50   | 613                         | 1,59                                 | 3,03            |
| от 50 до 75   | 362                         | 1,6                                  | 1,86            |
| от 75 до 100  | 202                         | 1,27                                 | 1,46            |
| от 100 до 500   | 956                         | 15,65                                | 1,13            |
| от 500 до 1000  | 238                         | 12,29                                | 0,76            |
| от 1000 до 1500                                       | 202                         | 8,87                                 | 0,65            |
| свыше 1500  | 180                         | 57,48                                | 0,52            |

Источник: Кафиев Ю. Частный инвестор в России// Рынок ценных бумаг.-1999.-№11.-с.11

Таким образом, на рынке США являются в высокой степени ликвидными (спрэд менее 1%) акции, занимающие не менее 70% рынка, а неликвидных акций, по российским меркам, здесь вообще нет.

Необходимо подчеркнуть, что данные относятся именно к торговле малыми лотами, предназначенными для мелких инвесторов, для которых условия покупки-продажи обычно заметно хуже, чем для крупных инвестиционных компаний. Тем не менее и они оказываются вполне привлекательными.

Как следует из вышеприведенного распределения эмитентов США, спрэд и размер капитализации обратно пропорциональны друг другу. Эта же более или менее очевидная тенденция характерна и для российского рынка акций (с некоторыми исключениями).

Модель современного российского фондового рынка в значительной мере является смешением американской и немецкой моделей рынка ценных бумаг. Признаками американского рынка являются инфраструктура рынка акций (наличие регистраторов), реализации права собственности на ценные бумаги (именные ценные бумаги в России), существование крупных инвестиционных компаний и т.д. Смешение функций коммерческих и инвестиционных банков, активное участие коммерческих банков на фондовом рынке — прообраз немецкой модели фондового рынка. Такой конгломерат родился как в силу естественных причин, так и в результате разногласий между Центробанком и Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ).

Противоречивость развития российской модели сыграла не последнюю роль в обвале российского рынка акций в августе 1998 года, существование же подобного рода противоречий можно назвать одним из основных сдерживающих факторов в развитии российского рынка акций.

Российские инвесторы, являясь частью фондового рынка, также занимают промежуточное положение между немецкими и американскими коллегами. В результате массовой приватизации в начале 90-х годов в России появилось огромное количество акционеров (сравнимое с числом американских инвесторов), действующих в рамках типично американской инфраструктуры, однако российские инвесторы в то же время по своим инвестиционным предпочтениям



более схожи с немецкими, поскольку предпочитают консервативные виды вложений и после крушения финансовых пирамид 1993—1994 гг. больше заботятся о сохранении, чем о приращении капитала. Учитывая современную нестабильность на российском фондовом рынке можно предположить, что в обозримом будущем поведение и инвестиционные предпочтения российских предприятий-инвесторов будут, в первую очередь, тяготеть к немецкой модели.

Подводя итог вышесказанному, можно отметить, что рост инвестиций со стороны предприятий в ценные бумаги не будет автоматическим, необходима комплексная программа по развитию отечественного рынка ценных бумаг, согласованные действия правительства, регулирующих органов, Центробанка и участников рынка ценных бумаг. Самыми необходимыми предпосылками являются:

- положительные тенденции в развитии экономики в целом;
- совершенствование инфраструктуры рынка;
- появление новых надежных инструментов вложения;
- повышение прозрачности рынка, улучшение информационного обеспечения;
- совершенствование нормативной базы, особенно по вопросам защиты прав инвесторов;
- увеличение капитализации российских эмитентов, увеличение числа акций с небольшим спрэдом, повышение ликвидности российского рынка акций.

#### Новые инструменты инвестирования — двойные складские свидетельства Гохрана России

Как уже отмечалось выше, российскому рынку ценных бумаг для его дальнейшего развития необходимо появление новых инструментов. Идея выпуска двойных складских свидетельств Гохрана России является попыткой создать новые возможности для инвестирования средств российскими предприятиями.

Изыскав способы сохранить драгоценный металл, прибегая к услугам, например, банковских хранилищ, предприниматели начали искать способы

совершения операций с подобными активами, избегая при этом физическую передачу самого актива, изъятие его из сейфа, т.е. так, чтобы права на приобретенное золото возникали без его фактического вручения покупателю или залогодержателю.

Для решения подобной проблемы можно использовать различные способы, например передавать покупателю ключ от сейфа, а можно прибегнуть к товарораспорядительным ценным бумагам, т.е. секьюритизировать актив в виде драгоценного металла и таким образом значительно облегчить передачу прав собственности на актив. В России к товарораспорядительным ценным бумагам отнесены складские свидетельства, которые вполне подходят для решения обозначенной задачи.

Остается подобрать соответствующее хранилище, иными словами, определить кого-то на роль товарного склада, способного обеспечить сохранность и нести ответственность.

Идея, чтобы в качестве такого склада, выдающего складские свидетельства, выступил Гохран России, появилась уже около четырех лет назад, с тех пор так складские свидетельства и не были законодательно легитимированы<sup>1</sup>.

По надежности хранения ценностей Гохран мог бы составить непобедимую конкуренцию хранилищам коммерческих банков, а ответственность за утрату ценностей будет нести государство, что повышает рейтинг надежности хранилища.

Основным документом, регулирующим правоотношения Гохрана и владельца ценностей, является договор хранения, который должен заключаться по примерной форме, утвержденной Гохраном. На основании договора владельцу драгоценного металла выдается двойное складское свидетельство (ДСС Гохрана России).

Оказывая услуги по хранению ценностей, Гохран может выполнять функции, аналогичные функциям специализированных регистраторов на рынке ценных бумаг: предоставление выписок из реестра учета о состоянии лицевого счета владельца ДСС Гохрана, справок о движении ценных бумаг в реестре,

---

<sup>1</sup> Гудков Ф., Бауэр В. Золотой варрант — великая идея Гохрана России // Рынок ценных бумаг.-2000.-№3.-с.21-23.

справок о наличии в реестре учета фактического количества свидетельств, внесение изменений в реестр при передаче прав собственности на свидетельство, при обременении ценностей залогом и другие операции в реестре учета свидетельств.

Основопологающим документом, определяющим правила выдачи, обращения и погашения ДСС Гохрана, явилось Положение «О двойных складских свидетельствах Гохрана России», которое было разработано на основании ГК РФ и других актов российского законодательства с учетом тенденций развития законодательной базы по этому направлению<sup>1</sup>.

Ценности российского производства, передаваемые на хранение, должны соответствовать установленным ГОСТам и техническим условиям Российской Федерации, классификатору алмазного сырья, а слитки иностранного производства должны иметь статус Good Delivery и соответствовать требованиям международных стандартов Лондонской ассоциации участников рынка драгоценных металлов.

В иных случаях статус и оценка стоимости ценностей устанавливаются после проведения их экспертизы или аттестации специалистами и средствами Гохрана России за счет поклажедателя.

По положению в качестве поклажедателей ценностей, претендующих на получение ДСС Гохрана России, могут выступать юридические лица по российскому законодательству, в том числе субъекты добычи и производства драгоценных металлов коммерческие банки или иные корпоративные структуры, владеющие ценностями на правах собственности или доверительного управления. Поклажедатели не должны иметь ограничений по правоспособности владения ценностями, совершению сделок хранения ценностей, сделок, направленных на отчуждение этих ценностей, а также на обременение ценностей правами третьих лиц. Перечень документов, подтверждающих права собственности, устанавливается Гохраном России.

В соответствии с положением права, удостоверенные двойным складским свидетельством Гохрана России либо его частями, принадлежат лицу, указанному

---

<sup>1</sup> Гудков Ф., Бауэр В. Золотой варрант — великая идея Гохрана России // Рынок ценных бумаг.-2000.-№3.-с.21-23

в них в качестве поклажедателя, или лицу, назначенному его приказом (распоряжением) в порядке, предусмотренном действующим законодательством для ордерных ценных бумаг.

Таким образом, характер ордерной ценной бумаги ДСС Гохрана предполагает, что эти ценные бумаги будут находиться на руках у их владельцев, а передача прав собственности будет осуществляться исключительно на основании непрерывного ряда передаточных надписей, расположенных на оборотной стороне свидетельства.

При предъявлении на склад складского свидетельства или обеих частей двойного складского свидетельства для целей востребования ценностей (Гохран России будет выдавать ценности лишь при условии, что на складском и залоговом свидетельствах (либо только на складском, если двойное свидетельство не было разделено) соблюден непрерывный ряд передаточных надписей. Последняя передаточная надпись должна быть сделана в пользу лица, предъявляющего соответствующее свидетельство Гохрану России.

Выдача и погашение ДСС Гохрана подчиняются строгим правилам. Ведется учет их движения путем внесения записей в реестр выданных свидетельств. Обеспечивается абсолютное соответствие ценностей, указанных в свидетельстве, тем, которые фактически находятся в хранилище. Государство несет ответственность в случае повреждения или утраты ценностей, сданных на хранение Гохрану России.

При использовании складских свидетельств во взаиморасчетах, востребование золота из хранилища не потребуется. Оно может храниться там постоянно. Поэтому в расчетных отношениях между предприятиями стоимость этой ценной бумаги будет приближаться к рыночной цене означенного в ней металла.

Перспективной точкой приложения двойных складских свидетельств Гохрана России является банковское кредитование под залог помещенного на хранение золота. Нужно понимать, что залоговая стоимость означенного в свидетельстве золота будет оценена банкирами несколько ниже его рыночной стоимости, а сумма кредита и процентов будет ниже залоговой стоимости.

Перспективной точкой приложения двойных складских свидетельств Гохрана России является банковское кредитование под залог помещенного на хранение золота. Очевидно, что залоговая стоимость означенного в свидетельстве золота будет оценена банком несколько ниже его рыночной стоимости, а сумма кредита и процентов будет ниже залоговой стоимости.

В настоящее время сумма кредита и процентов по нему не превышает 60-70% рыночной цены заложенного имущества. Золото имеет сравнительно высокую ликвидность, поэтому кредит может выдаваться из расчета 90-95% от суммы предмета залога. Высокий показатель коэффициента обеспечения открывает перспективы для спекулятивного рынка таких ценных бумаг, как складские части, отделенные от ДСС Гохрана России.

В заключении хотел бы отметить, что в настоящее время некоторые вопросы обращения двойных складских свидетельств Гохрана России не урегулированы законодательно:

1. Нет четкого представления по поводу налогообложения операций с этими ценными бумагами, учитывая специфику их товарного наполнения.
2. Не определено распространение на возникающие правоотношения, законодательства о валютном регулировании, и в частности Закона «О валютном регулировании и валютном контроле». Скорее всего здесь потребуются разъяснения со стороны Банка России.
3. Не определена методика бухгалтерского учета операций со складскими свидетельствами Гохрана.

\*\*\*

В настоящее время можно говорить о наметившейся тенденции к постепенной стабилизации прав собственности, упорядочиванию ее структуры. Появляющиеся явные или скрытые «полюса» управления предприятием основаны на праве собственности в уставном капитале предприятия или на реальной власти в компании.

Одна из основных целей российских предприятий при выходе на рынок ценных бумаг — приобретение акций других компаний с целью получения контроля, т.е. для формирования необходимой структуры собственности, но не для получения дивидендов, не для повышения эффективности управления собственной ликвидностью.

Базовым конфликтом являлся и до сих пор является конфликт между менеджерами предприятия и внешними акционерами за контроль над деятельностью предприятия.

Применительно к защите прав инвесторов, можно сказать, что российскому рынку потребуется длительное время для того, чтобы превратиться в надежный, стабильный финансовый механизм.

Защита прав инвесторов должна основываться на решении следующих основных задач: совершенствование законодательства в области защиты прав инвесторов; повышение прозрачности фондового рынка, совершенствование системы раскрытия информации; развитие инфраструктуры финансового и фондового рынков; оптимизация налогообложения инвестиций. Отдельного решения требуют вопросы защиты прав инвесторов схем коллективного инвестирования.

Основное противоречие рынка российских государственных ценных бумаг — одновременно повышенная доходность инструментов и высокая надежность — было разрешено в августе 1998 года: Правительство объявило дефолт по внутреннему долгу. В результате, в настоящее время рынок государственных ценных бумаг стал неликвиден, и инвесторы не проявляют особого интереса к новым бумагам, выпущенным взамен старым.

Современный рынок акций российских предприятий также нельзя назвать ликвидным. Предприятия вкладывают средства в акции лишь нескольких крупных эмитентов, так называемых «голубых фишек», которые имеют по сравнению с другими акциями наименьшую разницу между ценой покупки и ценой продажи, и могут быть рассмотрены с точки зрения краткосрочных вложений.

Новым перспективным инструментом инвестирования могут стать двойные складские свидетельства Гохрана России. Появление таких ценных бумаг в обращении позволит значительно упростить сделки с драгоценными металлами на территории России, а также открывает возможности для спекулятивных операций с данными инструментами, возможности повышения ликвидности залога при банковском кредитовании, упрощения процедуры взыскания на имущество, переданное в залог.

### **2.3 Анализ взаимодействия предприятия с профессиональными участниками рынка ценных бумаг**

Важным аспектом взаимодействия предприятия с профессиональными участниками является создание негосударственных пенсионных фондов для обеспечения своих работников дополнительными пенсиями, гарантирования сбережений сотрудников, дополнительное стимулирование работников. Как известно, сам по себе негосударственный пенсионный фонд (НПФ) не является профессиональным участником, поэтому речь в данном параграфе пойдет о взаимодействии с управляющей компанией НПФ.

Как известно, в большинстве развитых стран наряду с государственным (обязательным) пенсионным обеспечением, возможно и дополнительное добровольное пенсионное обеспечение — из средств самих застрахованных и/или работодателей в рамках коллективных и индивидуальных трудовых договоров. Оно уже существует в России в рамках негосударственных пенсионных фондов.

История НПФ началась с сентября 1992 г., когда был издан Указ Президента РФ "О негосударственных пенсионных фондах". Без малого шесть лет они просуществовали в правовом вакууме, аккумулируя довольно большие средства без адекватной защиты прав будущих пенсионеров. Долгожданный закон "О негосударственных пенсионных фондах" был принят 7 мая 1998 г.

Немало фондов только по названию были негосударственными пенсионными, а фактически не отличались от финансовых структур, наводнивших

в то время финансовый рынок, и предлагали финансовые услуги (выпуск различных суррогатов ценных бумаг на предъявителя, залоговые операции с квартирами пожилых людей, финансово-кредитные операции под огромные проценты, привлечение средств населения для проведения торгово-закупочных операций), весьма далекие от классических пенсионных выплат. От деятельности подобных структур пострадали не только многие люди, но и авторитет самих негосударственных пенсионных фондов.

Хотя, конечно, были НПФ, стремящиеся работать по реальным пенсионным схемам и заинтересованные в упорядочении ситуации в области негосударственного пенсионного обеспечения. В последующем в основном они получили лицензии Инспекции НПФ.

Разработчики "Концепции реформы системы пенсионного обеспечения в РФ" рассчитывали на активное участие предприятий, работодателей в становлении в нашей стране дополнительного пенсионного обеспечения, которое позволило бы облегчить нагрузку на государственную пенсионную систему. Пока большинство предприятий не усматривает выгоды от участия в профессиональных пенсионных системах, у некоторых компаний просто нет возможности из-за неблагоприятного финансового состояния. Правда, крупные предприятия для расширения своих финансовых и трудовых возможностей заинтересованы создавать собственную инфраструктуру, в том числе социальную. Поэтому они учреждают и поддерживают НПФ, даже если им сейчас это невыгодно.

По данным Инспекции негосударственных пенсионных фондов при Министерстве труда и социальной защиты населения, на начало 1998г. в России действовали 275 таких фондов, в том числе в Москве - 111, Санкт-Петербурге - 21, Самарской и Нижегородской областях - по 10, Ростовской - 9. Суммарные активы всех НПФ составили 7,3 млрд. новых рублей, что вдвое больше, чем на начало 1997 г. Число участников (будущих пенсионеров) превысило 2 млн. В 1997 г. 139 фондов (53%) производили пенсионные выплаты, 187 тыс. человек получили дополнительную пенсию на общую сумму 240,6 млн новых рублей. Средняя дополнительная пенсия составила 105,9 рублей, максимальная - свыше



1000 рублей. При этом основные тенденции определяли 26 крупнейших НПФ (10%), на которые приходится свыше 86% всех средств, 81% пенсионных резервов, около 48% участников и 84% всех пенсионных выплат<sup>1</sup>.

Ситуация в этой сфере существенно изменилась за три последних года. В конце 1995 г. большинство фондов представляли собой индивидуальные накопительные схемы - индивидуальные лицевые счета, открытые частными лицами в банках или иных финансовых учреждениях и не связанные с предприятиями. Профессиональных фондов, которые предприятия создали по месту труда, было примерно 10%. Практически не было корпоративных фондов, которые охватывали бы несколько предприятий в пределах одной отрасли или финансово-промышленной группы. Эта первая волна НПФ достигла приличных объемов пенсионных выплат, но затормозилась в приросте пенсионных взносов.

Фонды переориентировались с работы преимущественно с частными вкладчиками на работу в основном с юридическими лицами. Так, на конец 1996 г. 87% всех пенсионных взносов внесли 1,5-2 тыс. вкладчиков - предприятий, фирм и организаций, а 13% взносов - 300 тыс. частных лиц. В 1998 г. основу негосударственного пенсионного обеспечения (НПО) составляли корпоративные фонды, созданные финансово-промышленными группами, крупными предприятиями или предприятиями одной отрасли.

Учредителями НПФ в основном стали крупные промышленные предприятия ("Газпром", Новолипецкий металлургический комбинат, "Лукойл", "Микомс", Рослеспром, Росконверсия), банки (Сбербанк, Инкомбанк, Мосбизнесбанк, Токобанк, Российский кредит, Московский городской банк) и финансово-промышленные группы. Большой интерес к созданию НПФ проявили страховые компании, ЧИФы, краевые и областные комитеты профсоюзов, администрации краев и областей, комитеты по управлению имуществом и управления социальной защиты населения.

В десятку лидеров по величине совокупных активов в 1998 г. входили НПФ "Сургутнефтегаз" (1,9 млрд новых рублей), "ЛУКОЙЛ-Гарант" (1,5 млрд), "Газфонд" (1,3 млрд), НПФ электроэнергетики (302 млн), "Уголь" (205 млн),

---

<sup>1</sup> [www.fipreg.ru/spr/](http://www.fipreg.ru/spr/) Справочник "Социально-экономические проблемы России"

"ГАЗ" (107 млн), "Интеррос-Достоинство" (64 млн), "Тепло" (60 млн), "Стимул-фонд" (58 млн), "АвтоВАЗ" (56 млн). Им отроду было по 2-3 года<sup>1</sup>.

Такие фонды были закрыты для тех, кто не принадлежал к корпорации, не говоря уже о частных лицах. Скажем, НПФ "Интеррос-Достоинство" был ориентирован на работу внутри ФПГ "Интеррос". Среди его вкладчиков были "Онэксимбанк", "Роснефтеимпекс", "Союзтранс", "Норильский никель" и др. Взносы в эти фонды в пользу своих работников чаще всего делало само предприятие. С помощью пенсии оно дополнительно стимулировало работников, привязывало их к себе.

Существуют также региональные НПФ. Их немного, и перспективы лучше у фондов из промышленно развитых регионов с сильной региональной властью. Особенность сферы деятельности таких фондов была в том, что наиболее устойчивые отрасли (газовая, нефтяная и электроэнергетическая) обслуживались не областными, а корпоративными фондами (РАО "ЕЭС", "ЛУКОЙЛ" и др.).

Таким образом, накануне финансового кризиса августа 1998 г. в России лидировали НПФ, имевшие мощных учредителей, которые с самого начала наделили их немалыми средствами, поставляли участников и вкладчиков. Финансовое благополучие таких фондов напрямую зависело от положения учредителей и приближенных к ним клиентов, а не от ситуации, сложившейся на рынке пенсионных услуг.

К осени 1998 г. услугами негосударственных пенсионных фондов могли воспользоваться в основном работники крупнейших предприятий, финансово-промышленных групп и банков. А создание полноценного негосударственного пенсионного обеспечения, которое облегчило бы нагрузку в целом на государственную пенсионную систему и обеспечило бы многим россиянам весомую прибавку к государственной пенсии, осталось задачей будущего.

Важнейшим остается вопрос о защите прав вкладчиков, прав пенсионеров. Без защиты прав пенсионеров не повысится доверие к негосударственной пенсионной системе, она не станет солидным участником рынка. В свою очередь, рыночная стабильность, рост инвестиций и дополнительное пенсионное

---

<sup>1</sup> [www.fiperg.ru/spr/](http://www.fiperg.ru/spr/) Справочник "Социально-экономические проблемы России"

обеспечение в крупных масштабах появятся тогда, когда повысится доверие к НПФ и увеличатся вложения в них. Без защиты прав пенсионеров негосударственная пенсионная система не может отвечать и более общим социально-экономическим целям.

НПФ является некоммерческой организацией, его главная цель — сбор средств для выплаты дополнительной пенсии. Имея дело с "длинными" деньгами, он обязан заботиться об их сохранении и приросте. Узаконено важнейшее правило о том, что фонды обязаны инвестировать пенсионные резервы исключительно с целью их сохранения и прироста в интересах участников (будущих пенсионеров). Считается, что это правило нарушено, если фонд распоряжается этими резервами для каких-либо иных целей, неважно — личных целей управляющего или общественно полезных, скажем, дает заем Фонду обязательного медицинского страхования на льготных условиях.

Чтобы отделить риски, связанные с деятельностью самого НПФ (сбор пенсионных взносов, учет пенсионных обязательств, выплата пенсий и т.п.), от рисков инвестирования на финансовом рынке, в законе предусмотрено разделение функций. НПФ разрешено самостоятельно вкладывать пенсионные резервы только в государственные ценные бумаги, ценные бумаги субъектов Федерации и помещать на банковские депозиты (заметим — такие объекты были названы до финансового кризиса), а в рискованные активы (корпоративные ценные бумаги и т.п.) — обязательно через управляющую компанию. Она несет ответственность перед фондом и участниками за надлежащее управление активами, но не за обязательства фонда.

На НПФ распространено правило фондового рынка - обязательное разделение хранения активов и управления ими. Хранить сертификаты ценных бумаг, учитывать переход прав на них и выполнять распоряжения клиентов доверено депозитарию<sup>1</sup>.

Пенсионные взносы и накопления согласно закону являются собственностью фонда, а не вкладчика или участника (будущего пенсионера), что на первый взгляд вызывает недоверие. Но сделано это для защиты участников.

---

<sup>1</sup> См. Федеральный закон "О негосударственных пенсионных фондах" от 07.05.98г. № 75-ФЗ

Действительно, если бы взносы оставались в собственности предприятия-вкладчика, оно могло бы использовать их для своих финансовых нужд при банкротстве или просто для погашения долгов. Ведь предприятие отвечает по своим долгам всем принадлежащим ему имуществом. При банкротстве вкладчика в соответствии с законодательством будущие пенсионеры должны были бы встать в единую очередь наряду со всеми его кредиторами. Вряд ли бы им что-нибудь досталось.

Если разорится сам фонд, на пенсионные резервы не может быть обращено взыскание по долгам фонда, управляющего и депозитария. Различными запретами ограничены и сами возможные долги. Перед вкладчиками и участниками пенсионный фонд отвечает по своим обязательствам всем принадлежащим ему имуществом. При ликвидации фонда пенсионные резервы направляются на удовлетворение требований вкладчиков и участников, а средства от реализации имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности, - на удовлетворение требований всех кредиторов в соответствии с очередностью<sup>1</sup>.

Право собственности на пенсионные резервы необходимо также для облегчения управления портфелем, иначе по каждому инвестиционному решению пришлось бы спрашивать разрешения у многочисленных вкладчиков или заключать с ними договоры доверительного управления.

Передача пенсионных резервов в собственность НПФ нужна еще и потому, что иначе было бы трудно управлять ими как единым портфелем. По каждому инвестиционному решению пришлось бы спрашивать разрешения у многочисленных вкладчиков или заключать с ними трастовые договоры на управление.

Однако такая передача права собственности не означает, что вкладчики и участники теряют "текущие" права на эти средства до наступления пенсионного возраста участников.

Во-первых, если фонд внес без согласия участника или вкладчика изменения в свои правила, которые ущемляют его интересы, закон дает ему право расторгнуть пенсионный договор, получить выкупную сумму или перевести ее в

---

<sup>1</sup> [www.fiper.ru/spr/](http://www.fiper.ru/spr/) Справочник "Социально-экономические проблемы России"

другой НПФ<sup>1</sup>. Такой подход стимулирует развитие конкуренции на рынке пенсионных услуг и рост доверия потенциальных вкладчиков к фондовому рынку и к самим фондам. Однако до принятия закона "О негосударственных пенсионных фондах" переход вкладчиков и участников из одного НПФ в другой (скажем, при смене места работы) был формально не запрещен, но практически невозможен из-за высоких штрафов, которые фактически конфисковывали накопления участников. Огражден ли перевод денег от штрафов с принятием закона, осталось неясным, поскольку в законе об этом ничего не сказано, как и о штрафных санкциях при изъятии участником средств из сферы пенсионного обеспечения до наступления пенсионного возраста.

Во-вторых, вкладчики и участники вправе получать информацию о состоянии солидарных или именных пенсионных счетов. Именной пенсионный счет отражает движение пенсионных взносов и выплат пенсий отдельному участнику, солидарный - всем участникам, в пользу которых вносит средства данный вкладчик. Снабжать вкладчиков и участников такими сведениями фонд обязан не реже одного раза в год. С такой же периодичностью он должен публиковать в периодической печати отчет о своей деятельности. Все это повышает информационную прозрачность пенсионных фондов, позволяет эффективнее их контролировать.

С выходом "Программы пенсионной реформы в РФ" благополучие НПФ попало в зависимость от того, удастся ли фонду стать уполномоченным по обслуживанию обязательного накопительного уровня государственной пенсии. В Программе записано, что для развития конкуренции, повышения эффективности инвестирования пенсионных резервов предполагается после 2005 г. предоставить гражданам возможность по своему выбору направлять часть обязательных страховых пенсионных взносов на именные накопительные пенсионные счета, открываемые ими в уполномоченных негосударственных пенсионных фондах. В уполномоченные НПФ планируется также перечислять страховые взносы по дополнительному тарифу<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> См. Федеральный закон "О негосударственных пенсионных фондах" от 07.05.98г. № 75-ФЗ

<sup>2</sup> [www.fiprf.ru/spr/](http://www.fiprf.ru/spr/) Справочник "Социально-экономические проблемы России"

Говоря о перспективах развития негосударственных пенсионных фондов в России можно предположить, что в будущем отраслевые НПФ, скорее всего, будут развиваться "замкнуто", в рамках и интересах своей отрасли, незначительно влияя на территории. Межотраслевое слияние маловероятно. В дальнейшем они, скорее всего, будут специализироваться и займут ведущее место в профессиональных пенсионных системах, оставаясь "придатком" породившей их отрасли.

Негосударственные пенсионные фонды, независимые от конкретных предприятий или отраслей по-прежнему будут занимать незначительное место, предоставляя всем желающим — гражданам, отдельным работодателям и предприятиям — возможность воспользоваться услугами негосударственного пенсионного обеспечения. Сегодня их потенциал невелик, в дальнейшем какие-то из них могут быть поглощены корпорациями или трансформируются в территориальные фонды.

Пока доля территориальных негосударственных пенсионных фондов мала, их существование в основном обусловлено согласием местных администраций участвовать в формальном учредительстве. Причины — недостаточная профессиональная подготовка работников таких фондов, незнание руководителями регионов принципов негосударственного пенсионного обеспечения и т.п.

Тем не менее специалисты именно с выходом на территории связывают перспективы НПФ, если фонды сами проявят инициативу и будут, во-первых, находить способы сближения с руководителями регионов и территорий для разработки и реализации территориальных программ НПО; во-вторых, проводить целенаправленную работу по информированию этих руководителей и депутатов местных законодательных собраний о необходимости, целях и возможностях НПО; в-третьих, сотрудничать с департаментами социальной защиты администраций и искать партнеров среди банков и страховых компаний<sup>1</sup>.

Интересные перспективы для развития российского фондового рынка связывают некоторые экономисты с развитием негосударственного пенсионного

---

<sup>1</sup> [www.fiper.ru/spr/](http://www.fiper.ru/spr/) Справочник "Социально-экономические проблемы России"

обеспечения. Во время реформы чилийской экономики рынок капиталов был весьма вялым до 1982 года - года появления таких институциональных инвесторов, как частные пенсионные фонды. Весь мир с удивлением смотрел на эту новинку: полностью частные пенсионные фонды. И так же, как и в любом другом секторе экономики, слово "частные" означало одновременно разнообразие, новизну, доступность, риск, жесткую конкуренцию, постоянное улучшение качества обслуживания. Но чилийские частные пенсионные фонды решили не только задачу пенсионного обслуживания одновременно они оживили и стабилизировали фондовый рынок Чили. Возможно, что с усилением такого мощного институционального инвестора наметятся положительные тенденции в развитии рынка ценных бумаг в России<sup>1</sup>.

Поскольку в настоящее время Пенсионный фонд России с трудом справляется с существующими выплатами государственных пенсий, ему в помощь потребуются новые институты. Но времени на их создание не остается ни по демографическим, ни по экономическим причинам, а основные плательщики взносов (накопительных и страховых) в Пенсионный фонд — крупные предприятия с большим числом сотрудников — уже создали собственными НПФ и готовы к подобным дополнительным услугам.

Для успешного развития системы негосударственного пенсионного обеспечения необходима тщательно продуманная налоговая политика государства, предоставляющая льготы негосударственным пенсионным фондам, одновременно исключая возможные "лазейки" для сокрытия прибыли предприятий.

Налоговые льготы стали мощным стимулом роста негосударственного пенсионного обеспечения в США<sup>2</sup>. Предприятия вычитают из налогооблагаемой прибыли наравне с зарплатой взносы в лицензированные НПФ. Их инвестиционный доход не облагается налогом на прибыль в течение накопительного периода. Участники фондов освобождены от подоходного налога на пенсионные взносы также на весь накопительный период - до начала выплат пенсий.

---

<sup>1</sup> [www.fiper.ru/spr/](http://www.fiper.ru/spr/) Справочник "Социально-экономические проблемы России"

<sup>2</sup> Там же

\*\*\*

Одним из основных и необходимых аспектов взаимодействия предприятий с профессиональными участниками рынка ценных бумаг является использование услуг негосударственных пенсионных фондов. Внося взносы за своих работников, компании «привязывают» последних к себе, расширяют сферу предоставляемых финансовых услуг.

Пока большинство предприятий не проявляют интереса к участию в профессиональных пенсионных системах. Крупные предприятия, создавая собственную социальную инфраструктуру, учреждают и поддерживают негосударственные пенсионные фонды, даже если им сейчас это невыгодно.

Основное место в сфере предоставления услуг негосударственного пенсионного обеспечения будут занимать фонды, учрежденные крупными корпорациями, независимые же фонды, скорее всего, отойдут на второй план и не смогут составить достойную конкуренцию крупным корпоративным межрегиональным фондам, оказывающим услуги преимущественно своим настоящим и бывшим сотрудникам.

Взаимодействуя с негосударственным пенсионным фондом, предприятие:

- стимулирует своих сотрудников, предоставляя дополнительные льготы;
- конкурирует с внешними финансовыми институтами за сбережения своих сотрудников;
- повышает свой имидж, привлекая таким образом квалифицированных специалистов для работы на самом предприятии.



## **Глава 3. Возможности рынка ценных бумаг для российских предприятий**

### **3.1. Текущее состояние рынка ценных бумаг Московского региона**

Российский фондовый рынок в конце 1999 начале 2000 года показывает значительный потенциал к росту. Превратится ли в дальнейшем этот рост в спекулятивную игру, будут ли присутствовать на рынке лишь акции крупнейших сырьевых и энергетических компаний, или рынок ценных бумаг станет инструментом привлечения инвестиций для многих средних промышленных компаний, зависит, в том числе и от политики государства, направленной на стимулирование выхода российских предприятий на рынок ценных бумаг.

Интерес рынка (в первую очередь западных инвесторов) к российским предприятиям на сегодняшний день значителен. За 1999 год биржевой оборот по акциям российских эмитентов только в одной Германии составил 8,7 млрд. евро, что в 1,5 раза больше оборота внутри России (5,7 млрд. евро). Довольно значительными был оборот торговли ADR на акции российских эмитентов в Великобритании и США: 6,4 и 1,4 млрд. евро соответственно<sup>1</sup>. Приведенные цифры говорят также о том, что крупнейшие экспортно-ориентированные компании в большей степени заинтересованы в западных инвесторах, обладающих значительными финансовыми ресурсами. В то же самое время средние успешно работающие компании, не имеющие возможности выпускать депозитарные расписки, еще не осознали для себя необходимость и важность работы на национальном рынке ценных бумаг. Задача государства — создать благоприятные условия для начала этого процесса. Более того, внутренний рынок обладает огромными внутренними ресурсами, в первую очередь, это сбережения населения. Именно их необходимо направлять в реальный сектор экономики.

С этой целью в Москве уже более двух лет реализуется комплексная программа привлечения средств населения в эмиссионные ценные бумаги. Создана система фондовых центров, предназначенных специально для работы с

---

<sup>1</sup> Аналитические материалы Московского РО ФКЦБ России.

населением. В 1999 г. был принят Закон г. Москвы «О льготах по подоходному налогу с физических лиц», согласно которому доходы населения по операциям с эмиссионными ценными бумагами освобождались от уплаты подоходного налога в той его части, которая идет в бюджет Москвы. В настоящее время на рассмотрении в Мосгордуме находится законопроект о внесении изменений и дополнений в указанный закон, предусматривающий полное освобождение от налогообложения доходов физических лиц, полученных от продажи эмиссионных ценных бумаг, котирующихся у организаторов торговли, имеющих соответствующую лицензию ФКЦБ России. В рамках реализации этого закона Московским РО ФКЦБ России ведется перечень организаций, клиентам — физическим лицам которых предоставляется указанная льгота.

В настоящий момент в Перечень включено **205** организаций-заявителей, из них:

1. **86** кредитных организаций (81 банк, 4 филиала и 1 небанковская кредитная организация);
2. **100** некредитных организаций (включая 3 филиала);
3. **11** управляющих компаний ПИФов, с **19** ПИФами.

Количество активно работающих физических лиц, имеющих ненулевые счета по денежным средствам и ценным бумагам и регулярно совершающих сделки на рынке ценных бумаг, через организации, включенные в Перечень в III квартале 99г. **10 500** человек. Количество активно работающих физических лиц в IV квартале 99г. через данные организации — около **13 000** человек. Таким образом, в IV квартале 99г., количество активно работающих инвесторов — физических лиц выросло примерно на **23%**, что непосредственно связано с применением льготы по подоходному налогу.

Суммарные объемы операций физических лиц с ценными бумагами за III квартал 99г. через организации, включенные в Перечень, составили **3 611 729** тыс. рублей. Суммарные объемы операций физических лиц с ценными бумагами за IV квартал 99г. через организации, включенные в Перечень, составили **16 015 432** тыс. рублей. Таким образом, объем операций в IV квартале 99г. вырос на **343%**.

Следует заметить, что, несмотря на льготу по подоходному налогу, общий объем налоговых отчислений в бюджеты всех уровней в IV квартале составил **436 296 тыс. руб.** и вырос по сравнению с III кварталом на **109 %** (в III квартале объем налоговых отчислений составил **208 842 тыс. руб.**). Причем необходимо отметить, что рост налоговых отчислений произошел равномерно, как на федеральном уровне, так и на уровне бюджета г. Москвы. Так отчисления в бюджет города увеличились на **102%**, а в федеральный – на **115%** (См. Приложение 1). Проанализировав данные цифры, можно сделать вывод о том, что введение налоговых льгот для физических лиц при операциях с ценными бумагами, является мощным рычагом развития фондового рынка в регионе и стимулирования выхода предприятий на рынок ценных бумаг.

Еще одним инструментом, с помощью которого государство может начать работу по стимулированию выхода российских компаний на фондовый рынок, могут стать пакеты акций акционерных обществ, находящиеся или закрепленные в собственности государства. Так инвестиционный портфель города Москвы состоит из пакетов акций (долей) более 600 предприятий. Это огромный финансовый ресурс, который используется сегодня в Москве крайне неэффективно. Так в 1999 году получено дивидендов на общую сумму чуть более 100 млн. рублей. При этом затрачено в этом же году на инвестиции в уставные капиталы предприятий - 550 млн. рублей. Более того, соотнеся полученные дивиденды с предполагаемой стоимостью городского портфеля (28 млрд. рублей), можно получить годовую доходность в 0,3%, которая далека от потенциально достижимых норм доходности.

Еще более незначительными выглядят цифры полученных городом дивидендов от управления пакетами акций на фоне налоговых отчислений в городской бюджет от операций на рынке ценных бумаг со средствами физических лиц, осуществленных в 1999 году профессиональными участниками рынка ценных бумаг, включенными в Перечень организаций, работающих с населением (см. Приложение 2).

Характерной особенностью последних лет является постоянное увеличение числа зарегистрированных выпусков ценных бумаг. По данным Московского РО

ФКЦБ России за период с 8 июля 1997 г. по 31 марта 2000 г. в отделение поступило 48 246 заявлений на государственную регистрацию (из них 25 538 заявлений на регистрацию выпусков и 22 708 заявлений на регистрацию отчетов об итогах выпуска ценных бумаг) от московских эмитентов и эмитентов со всех 11 подведомственных территорий. Примерно 17% заявлений приходится на открытые акционерные общества, остальные – на закрытые<sup>1</sup>.

Стоит отметить, что увеличивалось также количество и объем дополнительных выпусков ценных бумаг, зарегистрированных в Московском РО ФКЦБ России (см. Приложение 3). Однако количество открытых подписок, зарегистрированных эмитентами, невелико, что говорит о том, что большинство выпусков носило технический характер и не имели целью привлечение инвестиций.

Приведенная статистика указывает на неуклонный рост числа зарегистрированных выпусков ценных бумаг, из которых значительная часть приходится на дополнительные эмиссии. Можно также сделать следующие выводы:

- конъюнктура российского фондового рынка на начало 2000 года относительно благоприятна для выхода «новых» эмитентов;
- в экономике находится значительный объем финансовых ресурсов, который при определенных условиях может быть направлен в реальный сектор через выпуск предприятиями корпоративных ценных бумаг;
- государство должно стимулировать выход предприятий на рынок ценных бумаг, в первую очередь, через эффективное управление принадлежащими ему пакетами акций.

### **3.2. Анализ инвестиционная привлекательности портфеля акций г. Москвы**

---

<sup>1</sup> Аналитические материалы Московского РО ФКЦБ России.

В настоящее время Москва в лице Департамента государственного и муниципального имущества г. Москвы (ДГМИ) владеет пакетами акций (долями) **622 предприятий**. Правовой статус пакетов акций 105 предприятий до сих пор не урегулирован, их принадлежность является предметом переговоров с Российским фондом федерального имущества (РФФИ).

Вследствие того, что акции большинства предприятий не имеют биржевой котировки, а независимая оценка пакетов акций (долей) не проводилась, точная и достоверная оценка городского портфеля отсутствует. Проведение оценки осложняется отсутствием в ДГМИ отчетности всех 622 предприятий. Однако существует несколько способов приблизительно оценить рыночную стоимость принадлежащей городу собственности.

В рамках реализации проекта «Московские эмитенты на рынке ценных бумаг» ДГМИ г. Москвы проведена оценка 108 пакетов акций, принадлежащих г. Москве. Теоретической основой для оценки послужили общепринятые подходы, используемые при оценке стоимости компании. Оценка проводилась на основе трех общепринятых методов: доходного, затратного и сравнительного.

Ориентировочная рыночная стоимость указанных 108 пакетов акций составляет 12 млрд. рублей или 440 млн. долларов. Вычленение из совокупности нестандартных по стоимости пакетов акций (АМО «ЗИЛ», ОАО «Совинцентр» и некоторых других) и экстраполяция полученного значения на все 622 предприятия позволяют определить ориентировочную рыночную стоимость принадлежащих г. Москве пакетов акций (долей), которая составляет **28 млрд. Рублей<sup>1</sup>**.

Существует и другой подход к оценке. Сумма уставных капиталов 622 предприятий составляет 16,9 млрд. рублей, а суммарная величина взносов г. Москвы в уставные капиталы – 7,3 млрд. рублей. Анализ продаж пакетов акций приватизированных предприятий за 1993-99 гг., проведенный на основе данных специализированного государственного предприятия (СГУП) по продаже государственного и муниципального имущества г. Москвы, показал, что 1 рубль уставного капитала продавался инвесторам не менее чем за 3-4 рубля (см.

---

<sup>1</sup> Аналитические материалы Московского РО ФКЦБ России

Приложение 4). Таким образом, согласно данному подходу, стоимость принадлежащих городу пакетов акций (долей) составляет также порядка **28 млрд. рублей** или, примерно, **1 млрд. долларов**<sup>1</sup>.

Правительство Москвы владеет пакетами акций (долями) предприятий, представляющих практически все основные отрасли городского хозяйства. Однако особо следует выделить участие города в предприятиях **строительства** (свыше 28% от всех предприятий), **торговли и общественного питания** (почти 17%), **легкой и пищевой промышленности** (10%) и **транспорта** (8%). Такая структура достаточно определенно свидетельствует о приоритетах развития экономики города. Однако экономическая конъюнктура постоянно изменяется, и соответственно этому город должен менять отраслевую структуру портфеля. К сожалению, этого не происходит. Например, большинство предприятий пищевой промышленности на сегодня способны развиваться самостоятельно, тогда как наука продолжает остро нуждаться в городском финансировании (вместе с народным образованием и социальным обеспечением – менее 7% от всех предприятий) (См. Приложение 5).

Низкий уровень качества корпоративного управления, исторически сложившийся на российских предприятиях, ставит большинство акционеров перед выбором: приобретать крупный пакет акций или не участвовать в капитале вообще. К сожалению, почти в **половине предприятий (45%)** Москва вынуждена «играть роль статиста», так как ее доля составляет менее 25% уставного капитала.

Любого акционера, в первую очередь, интересует величина дивидендов, выплачиваемая на принадлежащий ему пакет акций. Абсолютная величина полученных за 1998 г. дивидендов составила **свыше 100 млн. рублей**. Это существенно выше сумм, полученных в предыдущие годы. Объем полученных дивидендов в долларовом выражении<sup>2</sup> более реально отражает динамику доходов города от участия в капитале предприятий. В этом случае пик дивидендных доходов пришелся на 1996 г. (см. Приложение 6), хотя динамика 1998 г. также имеет положительную тенденцию.

---

<sup>1</sup> Аналитические материалы Московского РО ФКЦБ России

<sup>2</sup> Пересчет в доллары США производился по среднегодовому курсу на конец периода, за который были начислены дивиденды.

Однако более важным показателем эффективности управления является относительная доходность на вложенный капитал. Если стоимость городского портфеля акций составляет 28 млрд. рублей, а общая сумма полученных за 1998 г. дивидендов – 103 млн. рублей, то **относительная доходность не превышает 0,4%**.

Налоги должны платить все предприятия, независимо от того, владеет город пакетом их акций или нет. Однако в отношении предприятий, контрольный пакет акций которых принадлежит г. Москве, можно сказать, что именно город сыграл решающую роль в создании нового налогоплательщика. Таким образом, налоги, уплаченные такими предприятиями, можно с некоторой долей условности также рассматривать как финансовую отдачу.

Однако не все предприятия с долей города могут приносить прибыль, быть независимыми от бюджетного финансирования «по своей природе». Из зависимых от бюджета предприятий необходимо выделить градообразующие и/или социально значимые. Эти предприятия, несмотря свою убыточность, являются неотъемлемой частью городского хозяйства и действительно нуждаются в поддержке города. Очевидно, что в отношении таких предприятий вопрос финансовой отдачи, в том числе выплаты дивидендов, должен отходить на второй план. Каждое такое предприятие является уникальным либо по количеству работников, либо по виду выпускаемой продукции и т.д. Критерии оценки его эффективности должны быть соответствующими. **Пакеты акций (долей) градообразующих и социальных предприятий должны составить костяк инвестиционного портфеля города.**

Использование средств города (в форме вноса в уставный капитал) предприятиями, способными самостоятельно привлекать ресурсы с финансового рынка, является необоснованным. Получается, что вместо того, чтобы давать средства тем, кто в них нуждается, город финансирует те предприятия, которым это не нужно. Пакеты акций (доли) таких предприятий необходимо продавать, перекладывая инвестиционную нагрузку с бюджета города на частных инвесторов.

Некоторые крупные предприятия постепенно начинают переориентироваться на привлечение инвестиций с рынка ценных бумаг. Хотя такая форма привлечения средств еще недостаточно распространена, многие предприятия уже сейчас выходят на биржи, создавая «историю котировок». Катализатором этого процесса может стать **продажа пакетов акций крупных «рыночных» предприятий именно через биржи, создание ликвидного рынка ценных бумаг таких предприятий.**

Показатель прибыльности предприятия также играет существенную роль при выборе инвестором привлекательных компаний. При этом инвестор, конечно, рассматривает не только абсолютные показатели прибыльности предприятия, но и относительные показатели — показатели, характеризующие эффективность управления, как например, рентабельность собственного капитала.

Тем не менее, анализ прибыльности портфеля г. Москвы позволяет выявить, что 28% предприятий с долей города — убыточны по результатам своей деятельности, что в большинстве случаев, является эквивалентом неэффективного управления предприятием, признаком балласта в портфеле города. Всего по городскому пакету - 71,5% предприятий завершили 3 кв. 1999 г. с положительными финансовыми результатами, 28,5% - с отрицательными (См. Приложение7).

Сравнительный анализ прибыльности предприятий с долей города, показывает, что основная часть городских пакетов сконцентрирована в предприятиях с объемом прибыли до 100 млн. руб. - 69,8%. Средний объем прибыли по предприятиям с долей города за 3 кв. 1999г. составил 4,3 млн. руб.(См. Приложение7).

Рентабельность собственного капитала<sup>1</sup> — показатель отражающий эффективность использования собственного капитала предприятия, в том числе и

---

<sup>1</sup> Методика расчета рентабельности собственного капитала: (стр.140 гр.3 ф.2 – стр.№150 гр.3 ф.2) / (стр.№490 гр.4 ф.1 – стр.№390 гр.4 ф.1 – стр.№244 гр.4 ф.1 – стр.№252 гр.4 ф.1 + стр.№640 гр.4 ф.1 + стр.№650 гр.4 ф.1)



эффективность акционерного капитала. То есть рентабельность собственного капитала — показывает насколько эффективно используются средства инвесторов, что, конечно, существенно влияет на инвестиционную привлекательность предприятия (См. Приложение 8).

На представленной диаграмме видно, что 74,23% предприятий в портфеле города имеют положительную рентабельность собственного капитала по итогам 3-х кварталов 1999 г. Однако, нормальному уровню рентабельности собственного капитала - 20% и выше, соответствуют только 19,2% предприятий с долей города.

Отраслевой разрез предприятий с долей г. Москвы по данному показателю во многом отражает структуру портфеля г. Москвы, в котором, например, доминирует строительная отрасль.

Как видно из диаграммы Приложения 8, большинство предприятий, показавших положительную рентабельность собственного капитала, сконцентрировано в отраслях строительства, торговли и пищевой промышленности, что частично характеризует отраслевой состав инвестиционно привлекательных предприятий в портфеле г. Москвы.

Однако следует помнить, что инвестиционная привлекательность предприятия складывается из совокупности факторов, ряд которых не учитывался в анализе (структура собственности, рыночные позиции предприятий).

Проведя краткий анализ портфеля г. Москвы в целом, можно сделать вывод: в настоящее время лишь малая часть портфеля — приблизительно менее 10% всех предприятий, может быть привлекательна для инвесторов на рынке ценных бумаг.

### **3.3. Анализ проекта «Московские эмитенты на рынке ценных бумаг»**

В июле 1997 года Правительством Москвы был принят концептуальный документ, определивший основные направления дальнейшего развития московского фондового рынка – “Комплексная программа развития рынка

корпоративных ценных бумаг с целью привлечения инвестиций в экономику города”. В этой программе в числе прочих важных задач впервые был поставлен вопрос о необходимости проведения работы с московскими эмитентами с целью дальнейшего их выхода на организованный рынок ценных бумаг. Начать эту работу предлагалось, прежде всего, с тех предприятий, где город имеет возможность влиять на принятие управленческих решений через пакет акций, находящийся у него в собственности.

Необходимость проведения такой работы была продиктована сложившейся экономической ситуацией, которая требует от государства принятия практических мер по развитию отечественного фондового рынка, призванных обеспечить приток инвестиций в реальное производство. Однако государство может взять на себя лишь инициацию процесса. В дальнейшем эту инициативу должны перехватить профессиональные участники рынка ценных бумаг, которые начнут работу по выводу акций заинтересованных в этом предприятий на фондовый рынок.

До начала непосредственной реализации проекта по выводу московских предприятий на рынок ценных бумаг структурными подразделениями Правительства Москвы совместно с Московским РО ФКЦБ России была проделана большая подготовительная работа<sup>1</sup>:

- разработана и утверждена система показателей для проведения комплексного анализа финансово-экономического состояния хозяйствующих субъектов с долей города, по которой осуществляется ежеквартальный мониторинг их деятельности. Московским РО ФКЦБ России совместно с ДГМИ в рамках утвержденной методики создана автоматизированная система мониторинга финансово-хозяйственной деятельности московских предприятий;

- введены дополнительные формы статистической отчетности для хозяйствующих субъектов с долей города. В течение 1999 года структурные подразделения Правительства Москвы могли запрашивать из Мосгоркомстата отчетность, позволяющую получать более подробную и точную информацию о

---

<sup>1</sup> [www.mosfund.ru](http://www.mosfund.ru)\ Московские эмитенты на рынке ценных бумаг

финансовом состоянии тех предприятий, где город имеет долю в уставном капитале;

- утверждено Положение об обязательном порядке проведения текущего наблюдения и аудиторских проверок деятельности хозяйствующих субъектов, имеющих в уставном капитале долю города Москвы. Необходимость введения в действие дополнительных требований к порядку проведения аудиторских проверок предприятий с долей города продиктована тем обстоятельством, что существующие стандарты аудиторской деятельности предусматривают лишь аудит правильности составления бухгалтерской отчетности. При этом обоснованность финансовой политики предприятия оказывается вне внимания аудитора. Утвержденное положение позволяет не только оценить эффективность работы предприятия, но также способствует повышению прозрачности их деятельности и повышению привлекательности предприятия для потенциальных инвесторов;

- реализуется утвержденная Правительством Москвы городская программа массового просвещения населения в области инвестиций и рынка ценных бумаг (рекламно-имиджевая стратегия Правительства Москвы). С целью просвещения различных общественных слоев были организованы и проведены различные семинары, конференции, пресс-конференции;

- под патронажем Правительства Москвы подписано трехстороннее соглашение между Московским РО ФКЦБ России, международным рейтинговым агентством Standard&Poor's и Московской межбанковской валютной биржей о проведении в Москве пилотного проекта оценки качества корпоративного управления российских эмитентов. В проекте участвуют два московских акционерных общества - ОАО "Мостотрест" - крупнейшее предприятие, участвующее в строительстве третьего транспортного кольца в Москве, и ОАО "Дербеневка" (доля города 25,5%) — основной производитель дрожжей на территории России<sup>1</sup>.

Началом практического решения задачи по активизации обращения акций московских предприятий на рынке ценных бумаг стало 1 декабря 1999 года, когда

---

<sup>1</sup> Аналитические материалы Московского РО ФКЦБ России

на пресс-конференции, посвященной 160-летию Московской биржи, было официально объявлено о начале проекта “Московские эмитенты на рынке ценных бумаг”.

Тогда в информационных окнах торговых систем РТС, МФБ, ММВБ и АК&М появилась информация о 10 открытых акционерных обществах с долей города (Рот Фронт, Дербеневка, Краснопресненский сахарорафинадный завод, Детский мир, Автокомбинат № 1, Совинцентр, АМО ЗИЛ, ОАО "Оптовые продовольственные рынки Москвы", Торговый центр "Тишинка", ОАО "Оптоворозничный рынок "Садовод") и расчетная цена их акций. Расчетные цены акций этих предприятий выставили пять уполномоченных профессиональных участников (Банк Москвы, Тройка Диалог, Инвестиционная фирма ОЛМА, компания "Атон", Объединенные финансы), заключивших с Департаментом государственного и муниципального имущества г. Москвы соглашения об оказании консультационных услуг<sup>1</sup>.

По замыслу проекта работа будет проходить в два этапа. Первый - подготовительный, в ходе которого агентство «АК&М», Российская торговая система, ММВБ и Московская фондовая биржа будут размещать в своих системах информацию о предприятиях и цену предложения, по которой собственник предполагает продавать акции. Уполномоченные брокеры будут собирать заявки с указанием количества акций и цены, по которым инвесторы готовы осуществить сделки. Инвесторы, проявившие интерес к указанным акциям, оставляют уполномоченным профессиональным участникам рынка ценных бумаг заявки с указанием количества акций и цены, по которой они хотели бы заключить сделку. Заявочные цены бумаг из списка московских эмитентов в индикативном режиме будут выставляться уполномоченными агентами, заключившими соглашения с ДГМИ г. Москвы. Такое маркетинговое исследование позволит определить инвестиционную привлекательность акций различных акционерных обществ и диапазон цен на них в порядке предварительного аукциона.

---

<sup>1</sup> [www.mosfund.ru](http://www.mosfund.ru), \ Московские эмитенты на рынке ценных бумаг \ Отзыв прессы \ Лебедев А. Путевка на рынок. Московские власти хотят расстаться с лучшими предприятиями\ \ Время МН (03-12-1999).

С учетом собранной информации будет проведена работа по повышению инвестиционной привлекательности акционерных обществ. После проведения анализа рыночного спроса собственник будет принимать решения в отношении своих пакетов.

На втором этапе по акциям тех предприятий, на которые спрос окажется высоким и где город имеет существенную долю, будет инициироваться прохождение процедуры листинга на фондовых биржах для дальнейшего обращения акций. Сделки с этими акциями будут проводиться в обычном порядке. Брокеры, отобранные по конкурсу, смогут работать по акциям московских предприятий в режиме маркет-мейкеров. Пока бумаги этих предприятий нельзя включить в листинг ни одной из торговых площадок. Они не пройдут ни по количеству акционеров, ни по собственному капиталу даже в листинг категории "Б" (низколиквидные акции) РТС. Однако в РТС не исключают, что если на акции будет спрос, для них разработают отдельную торговую систему<sup>1</sup>.

Отбор предприятий для проекта "Московские эмитенты на рынке ценных бумаг" был проведен Московским РО ФКЦБ России совместно с ДГМИ.

В начале февраля 2000 года ДГМИ утвердил список 98-ми открытых акционерных обществ с долей города, котировки акций которых предполагалось выставить в торговых системах в рамках реализации 2-го этапа проекта по организации котировок. Московское региональное отделение ФКЦБ России провело работу по оценке акций предложенных акционерных обществ. С 10 апреля 2000 года расчетные цены акций отобранных акционерных обществ появились в информационных окнах торговых систем.

По состоянию на 21 апреля 2000 года в информационных окнах торговых систем выставлены акции 108 акционерных обществ с долей г. Москвы, 68 из которых активно котируются<sup>1</sup>.

К этому времени расширилось и число уполномоченных профессиональных участников рынка ценных бумаг, подписавших с ДГМИ соглашение об оказании

---

<sup>1</sup> [www.mosfund.ru](http://www.mosfund.ru) \ Московские эмитенты на рынке ценных бумаг \ Отзыв прессы \ Тягай С. \ Московское правительство вышло на фондовый рынок \ \ Коммерсант Daily (03-12-1999).

консультационных услуг. В список уполномоченных были включены: Восточно-европейская инвестиционная компания, Вашъ финансовый попечитель, АКБ "Первый инвестиционный", Алор-Инвест, Московский инвестиционно-фондовый центр. Кроме того, в Проекте участвует порядка 20 независимых профессиональных участников, которые выставляют котировки от своего имени и за свой счет. Большинство из них котирует акции АМО «ЗИЛ»<sup>2</sup>.

Согласно регламенту, на ММВБ котировки выставляются в рублях, тогда как в заявках ДГМИ г. Москвы цены указаны в долларах США. Поэтому профессиональные участники вынуждены менять котировки соответственно изменению курса доллара. Этим объясняется нереально большое количество котировок на продажу, выставленных на этой бирже за все время реализации проекта. Если нивелировать влияние этого фактора, то наибольшее количество котировок выставлено в РТС: 192 на продажу и 78 на покупку (См. Приложение9).

Отдельно следует выделить интерес, проявляемый инвесторами к АМО «ЗИЛ». На сегодня профессиональными участниками было выставлено в общей сложности 99 котировок на продажу и 53 котировки на покупку.

Помимо АМО «ЗИЛ», большой интерес у инвесторов вызывают такие предприятия, как Гостиничный комплекс «Центральный» (14 котировок на продажу/ 10 котировок на покупку), ОАО «Холодильник 5-6» (17/5), Лианозовский молочный комбинат (9/2) и др<sup>3</sup>.

Основной проблемой, решение которой позволит в дальнейшем успешно развивать проект, является низкая эффективность управления пакетами акций, принадлежащими городу. Несмотря на то, что за последние несколько лет создан значительный задел в этой области, результаты управления городскими пакетами акций не утешительны. В 1999 году получено дивидендов на сумму чуть более 90 млн. рублей при том, что рыночная стоимость всего пакета акций составляет около 100 млрд. рублей<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Аналитические материалы Московского РО ФКЦБ России

<sup>2</sup> [www.mosfund.ru](http://www.mosfund.ru)\ Московские эмитенты на рынке ценных бумаг

<sup>3</sup> Аналитические материалы Московского РО ФКЦБ России

<sup>4</sup> Аналитические материалы Московского РО ФКЦБ России

В настоящее время остаются нерешенными следующие задачи:

- до сих пор нет достоверного и ежедневно актуализируемого реестра предприятий с долей города. Зачастую содержащиеся в реестре ДГМИ предприятия уже давно проданы СГУП, по некоторым предприятиям возбуждена процедура банкротства. Однако город в лице представителя собственника не обладает такой информацией, что, соответственно, не позволяет ему принимать адекватные управленческие решения;

- не работает институт представителей интересов города. На сегодняшний день из порядка 200 представителей аттестованы всего 71 человек, несмотря на то, что решение об обязательной аттестации было принято еще в 1998 году. На общих собраниях акционеров принимаются решения, идущие в разрез интересов города, происходит размывание пакетов акций, принадлежащих городу;

- отсутствует полная и достоверная информация о деятельности предприятий с долей города. В начале 1999 года распоряжением первого заместителя Премьера Правительства Москвы № 122-РЗП утверждена форма и порядок представления годовой отчетности предприятий с долей города Москвы. Однако на сегодняшний день информация собрана лишь по 77 акционерным обществам из порядка 600 предприятий с долей города. Отраслевые департаменты игнорируют это распоряжение и не принимают мер к обеспечению сбора отчетности по установленной форме;

- не налажено четкого взаимодействия между ДГМИ и отраслевыми департаментами и комитетами Правительства Москвы. Возникает ситуация, когда ДГМИ как представитель собственника не знает, что происходит на предприятии по причине информационного барьера со стороны отраслевых департаментов;

- нет четкой экономической политики города в отношении тех предприятий, где город имеет долю в уставном капитале. Такое положение является следствием отсутствия концептуальных подходов к участию города в том или ином предприятии;

- экономической политики по работе с предприятиями, имеющими долю города Москвы нет, потому, что не создана общегородская система экономического мониторинга, включающего, в том числе, анализ финансово-

хозяйственной деятельности предприятий с долевым участием города, на основании результатов которого вырабатывается эта политика;

- следствием отсутствия четкой городской политики в отношении предприятий с долей города является отсутствие бизнес-планов у этих предприятий, что фактически говорит об отсутствии перспектив их развития. Московским РО ФКЦБ России был проведен опрос 12 предприятий транспорта, имеющих в своем уставном капитале долю города Москвы на предмет наличия реализуемых или готовящихся к реализации стратегических планов развития компаний. Ни у кого таких не оказалось. Однако все эти предприятия получают льготное финансирование из бюджета города, имеют 50% льготу по уплате арендной платы за землю и т.д. Сложилась ситуация, при которой город, владея пакетом акций предприятия, дотирует его, не получая ничего взамен<sup>1</sup>.

\*\*\*

На основании вышеизложенного в целях дальнейшей реализации проекта городские власти должны, в первую очередь, обеспечить эффективное управление городским портфелем акций. Наведение порядка позволит перейти к практическим шагам по реализации проекта по выводу московских предприятий на фондовый рынок. Такими шагами, в первую очередь, должны стать решения о продаже на фондовом рынке пакетов акций предприятий, не являющихся градообразующими и социально значимыми, и не приносящими городу денежных и иных доходов.

Четкая позиция Правительства Москвы в отношении таких предприятий позволит дать практический толчок развитию проекта. В противном случае рынок ценных бумаг может потерять интерес к проекту, что грозит подрывом авторитета Правительства Москвы как надежного делового партнера.

Отметим ожидаемые выгоды для московских предприятий и экономики города Москвы в целом:

---

<sup>1</sup> Аналитические материалы Московского РО ФКЦБ России



1. Акции, пользующиеся высоким спросом, пройдут процедуру листинга и в дальнейшем будут свободно обращаться на торговых площадках, и, если рынок станет ликвидным, предприятия смогут размещать новые эмиссии, привлекая дополнительные средства и новых инвесторов.

2. В перспективе программа способна содействовать привлечению значительных инвестиционных ресурсов в экономику города.

3. Программа облегчит Москве привлечение средств — находящиеся в муниципальной собственности акции можно будет если не продать, то заложить.

4. Примеру «пионеров» смогут последовать другие предприятия города.

5. На сегодняшний день в близлежащих к Москве регионах существуют сотни эмитентов, потенциально готовых к выходу на организованный рынок. Удачному примеру Москвы могут последовать другие регионы, что открывает перспективы для профессиональных участников рынка ценных бумаг, работающих на рынке региональных долгов. Регионы, которые не платят по своим долгам, могут в обеспечение своей задолженности передавать акции региональных предприятий, находящихся в собственности администрации. Таким образом ускорится развитие инфраструктуры регионального фондового рынка, что также будет содействовать привлечению инвестиций в регион.

## Заключение

До последнего времени рынок ценных бумаг в России практически не имел точек пересечения с производственным сектором экономики и, следовательно, не выполнял свою важнейшую функцию — быть механизмом эффективного перераспределения капитала между секторами экономики и отдельными компаниями. Рынок акций российских компаний формировался в основном за счет ценных бумаг, выпущенных в процессе приватизации, так что корпоративные эмитенты оказались в своей массе отученными от этого источника увеличения собственного капитала, акции обменивались на ваучеры, средства от приватизационных аукционов уходили собственнику-государству, прибыль на вторичном рынке извлекали в основном финансовые институты. Публичные размещения акций носили единичный характер и были исключением, подтверждающим правило.

Рынок долговых обязательств являлся исключительно рынком государственного долга, и привлекаемые таким образом средства шли на финансирование бюджетного дефицита и рефинансирование долга, что также было весьма далеко от потребностей производящего сектора экономики. Более того, превращение государственных краткосрочных облигаций из инструмента преимущественно денежной политики в субститут налоговых поступлений поставило государство в заведомо невыгодные условия, так как бюджетные потребности фактически превращали государство в заложника покупателей, имевших возможность навязывать ему ценовые условия. Сложившиеся вследствие этого высокие ставки ГКО задавали ориентир «запредельной» цене рублевого кредита для реального сектора.

Таким образом, до последнего времени можно было говорить об отсутствии реального фундамента у российского фондового рынка. В отсутствие какой бы то ни было связи между финансовым и производственным секторами движение котировок акций и облигаций определялось главным образом динамикой притока средств извне: на рынке акций, по различным оценкам, доля средств нерезидентов

составляла до кризиса свыше 70%, на рынке государственного долга — около 30%.

Для создания эффективных механизмов рынка ценных бумаг, обеспечивающих переток инвестиций в реальный сектор экономики, необходим комплекс мер нормативно-законодательного, организационного, экономического, политического, социально-психологического характера, направленный на создание динамично развивающейся устойчивой системы функционирования российского фондового рынка.

Прежде всего необходимо повышение мотивации вложений инвесторов в ценные бумаги.

Для того, чтобы реализовать инвестиционный потенциал финансового рынка и использовать его для финансирования реального сектора экономики, помимо мер, направленных на защиту инвесторов, необходим комплекс мер, стимулирующих интерес предприятий-эмитентов к фондовому рынку для изыскания финансовых ресурсов и привлечения средств инвесторов.

При этом необходимо исходить из того, что чисто спекулятивный период на рынке ценных бумаг закончился. Инвесторов в гораздо большей степени, чем прежде, будут интересовать возможности получения дивидендов и прочих видов доходов от имеющихся у них корпоративных ценных бумаг, а следовательно, текущие и перспективные показатели работы предприятий-эмитентов.

Мерами, способствующими росту заинтересованности предприятий в выходе на фондовый рынок, должны стать:

- работа с эмитентами в целях создания благоприятных условий для привлечения ими средств инвесторов через финансовый рынок;
- работа над совершенствованием законодательства в целях обеспечения предприятиям возможности привлечения средств инвесторов с использованием возможностей фондового рынка;
- реструктуризация предприятий, основой проведения которой служит Федеральный закон “О несостоятельности (банкротстве)”;
- работа с иностранными инвесторами по улучшению понимания ими перспектив развития российского рынка ценных бумаг.

Вхождение в рынок предполагает, что эмитенты должны научиться использовать весь комплекс инструментов фондового рынка.

- разработка единой методологии оценки финансово-экономического состояния предприятий-эмитентов для целей фондового рынка, включая анализ хозяйственной деятельности предприятий;

- разработка индивидуальных программ (бизнес-планов) по выводу предприятий-эмитентов на фондовый рынок; выработку индивидуальных предложений по дальнейшей корпоративной политике предприятия, включая предложения по реструктуризации;

- дальнейшее развитие проектов регулирующих органов по выводу предприятий на фондовый рынок, по организации на рынке обращения новых перспективных инструментов;

- переучет основных фондов предприятий реального сектора с помощью современных бухгалтерских методик в целях снижения размера их недооцененности;

- переход на международную форму годовой консолидированной финансовой отчетности для крупных компаний-эмитентов с дальнейшей программой перехода на текущую финансовую отчетность в международных стандартах финансовой отчетности (МСФО или GAAP);

- оказание консультационной помощи эмитентам по переходу к международным стандартам финансовой отчетности.;

- разработка совместно с ведущими рейтинговыми агентствами методик определения рейтинга качества корпоративного управления;

- разработка и поддержка на правительственном уровне рейтинга качества корпоративного управления эмитента при осуществлении им инвестиционных программ или оказании финансовой помощи эмитентам в рамках правительственных программ;

- содействие развитию рынка корпоративных облигаций, которые будут выпускаться как под инвестиционные проекты, так и для финансирования оборотных средств компаний в ликвидной, регулируемой и низкорисковой форме.

В целях повышения привлекательности российского фондового рынка для инвесторов необходимо организовывать совместно с профессиональными участниками рынка ценных бумаг сети фондовых центров для операций с населением в российских регионах.

Основной формой расчетов во внебиржевой торговле стали платежи через оффшорные зоны, что позволяло участникам рынка уходить от контроля налоговых и регулирующих органов. Соответственно, котировки акций выставлялись в долларах США. Отсутствие мер со стороны государства в этом отношении вело к снижению прозрачности российского рынка, повышению его спекулятивного характера.

Необходима информационная поддержка рынка ценных бумаг:

- введение национального рейтинга российских ценных бумаг;
- создание системы государственной информационной поддержки рынка ценных бумаг и инвестиций в производство, обеспечение раскрытия позитивных сведений о российских предприятиях, ведение постоянных информационных кампаний, направленных на стимулирование инвестиций в российские ценные бумаги;
- подготовка и реализация программы просветительской деятельности среди населения, включающей в себя организацию регулярных программ о фондовом рынке для населения по радио и телевидению.

## Список литературы

- Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22.04.96г.  
Федеральный Закон «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26.12.95г.  
Федеральный закон "О негосударственных пенсионных фондах" от 07.05.98г. № 75-ФЗ  
Указ Президента РФ "О негосударственных пенсионных фондах"
1. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ.- М.: Перспектива, 1995.- 536 с.
  2. Миркин Я.М. Стратегия выхода предприятия на рынок ценных бумаг. - М.:Перспектива, 1995.- 217 с.
  3. Рынок ценных бумаг/ Под ред. Галановой В.А., Басовой А.И.- Москва: Финансы и статистика, 1998.-349с.
  4. Уткин Э.А. Антикризисное управление. - М.: Тандем, 1997.- 399с.
  5. Ческидов Б.М. Развитие банковских операций с ценными бумагами. - М.: Финансы и статистика, 1997.- 335с.
  6. Гудков Ф., Бауэр В. Золотой варрант — великая идея Гохрана России // Рынок ценных бумаг.-2000.-№3.-с.21-23.
  7. Жемчугов А. Рынку нужны коммерческие бумаги// Рынок ценных бумаг.-1999.-№21.-с.23-26.
  8. Идрисов А. Подготовка инвестиционного предложения// Рынок ценных бумаг.-1999.-№9.-с.5-9.
  9. Кафиев Ю. Корпоративные облигации в России — что приживется из мирового опыта? // Рынок ценных бумаг.-1999.-№21.-с.18-22.
  10. Кафиев Ю., Мишин Ю. Что должен знать частный инвестор?// Рынок ценных бумаг.-1999.-№7.- с.8-12
  11. Кафиев Ю. Частный инвестор в России// Рынок ценных бумаг.-1999.-№11.-с.10-13
  12. Кулак Р., Храпченко Л. Обзор конъюнктуры рынка ГКО/ОФЗ/ОБР// Рынок ценных бумаг.-2000.-№2.-с.16-21
  13. Ланягина К. Акции московских предприятий выводят на рынок// Рынок ценных бумаг.-2000.-№2.-с.30-31
  14. Мовсеян А., Огневцев С. Финансовый рынок и системный подход к анализу рынка корпоративных ценных бумаг// Деньги и кредит.- 1998г.- №4.- с. 47-52
  15. Перспективы двойных складских свидетельств Гохрана России. Оценки ведущих специалистов на рынке драгоценных металлов. // Рынок ценных бумаг.-2000.-№3.-с.24
  16. Трещев С. Комментарий юриста (к статье Чепец П. Public shell: выход российских предприятий на фондовый рынок США) США// Рынок ценных бумаг.-1999.-№17.-с.16.
  17. Тягай С. ММВБ нашла замену ГКО// Коммерсант.-2000.-№5.-с.7

18.Хорошев С. Реформа собственности// Журнал для акционеров.-1998.-№ 2.-с.44-46.

19.Чепец П. Public shell: выход российских предприятий на фондовый рынок США// Рынок ценных бумаг.-1999.-№17.-с.11-15.

Сайты в сети Интернет.

20.[www.iet.ru](http://www.iet.ru)\ Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Шмелева Н.А. Проблемы регулирования рынка корпоративных ценных бумаг. Институт экономики переходного периода. Отчет по гранту US AID. М.:1999.

21.[www.fiper.ru/spr/](http://www.fiper.ru/spr/) Справочник "Социально-экономические проблемы России"

22. [www.iet.ru](http://www.iet.ru)\ Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Структура собственности и проблемы корпоративного контроля в российской экономике. Институт экономики переходного периода. Отчет по гранту US AID. М.:1999.

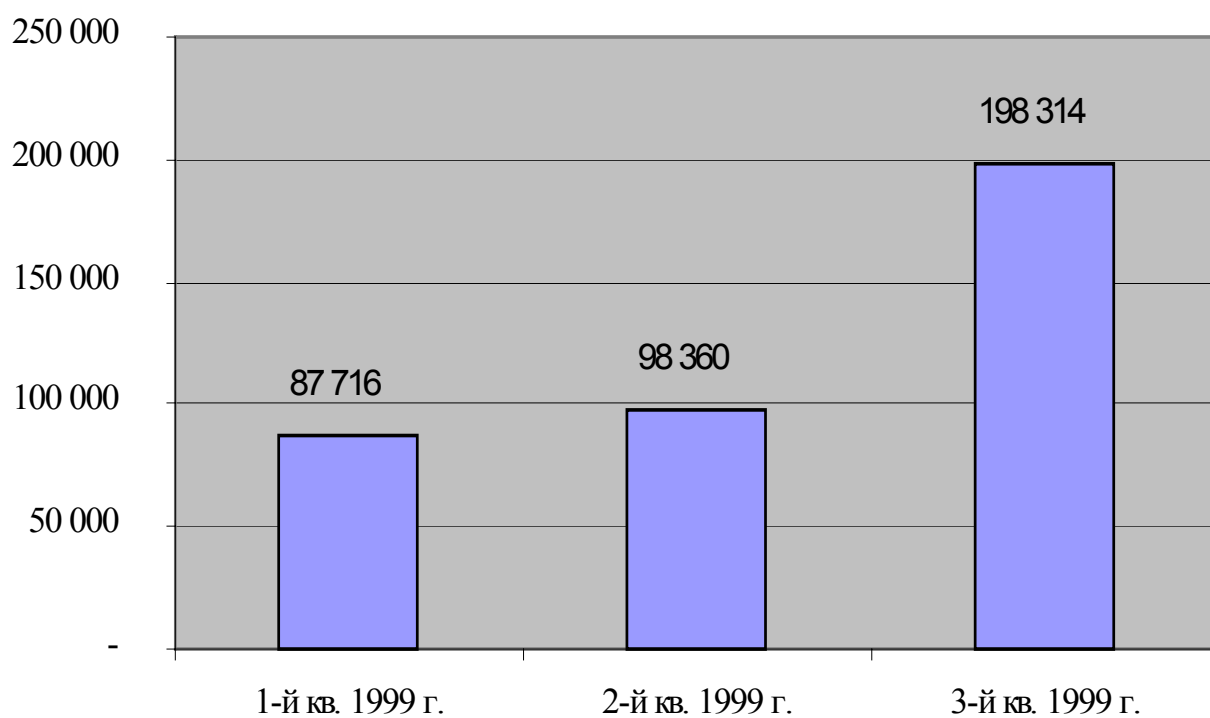
23. [www.mosfund.ru](http://www.mosfund.ru)\ Московские эмитенты на рынке ценных бумаг

24.[www.mosfund.ru](http://www.mosfund.ru)\ Московские эмитенты на рынке ценных бумаг \ Отзыв прессы\ Тягай С.\ Московское правительство вышло на фондовый рынок \ \ Коммерсант Daily (03-12-1999).

25. [www.mosfund.ru](http://www.mosfund.ru)\ Московские эмитенты на рынке ценных бумаг\ Отзыв прессы \ Лебедев А. Путевка на рынок. Московские власти хотят расстаться с лучшими предприятиями\ \ Время МН (03-12-1999).

В работе использованы аналитические материалы Московского регионального отделения ФКЦБ России.

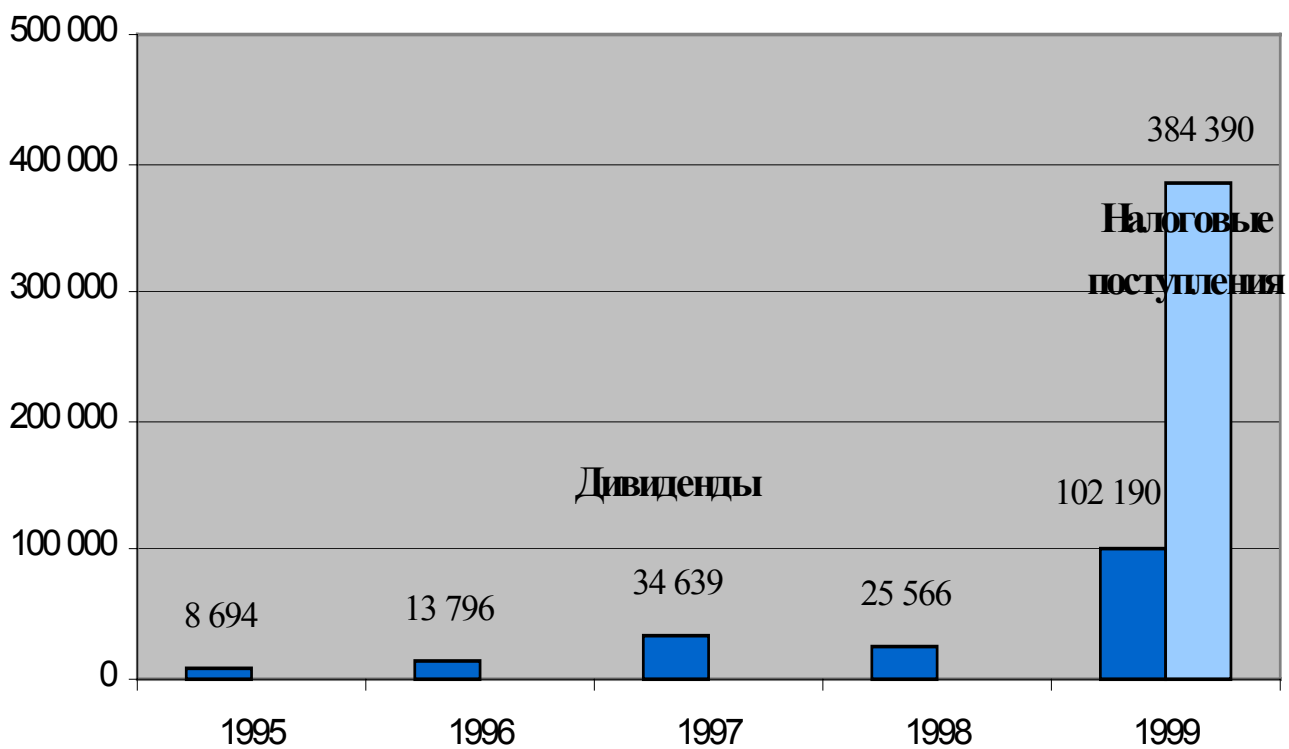
**Объем налоговых поступлений в городской бюджет по операциям физических лиц на рынке ценных бумаг, тыс.руб.**



<sup>1</sup> Аналитические материалы Московского РО ФКЦБ России

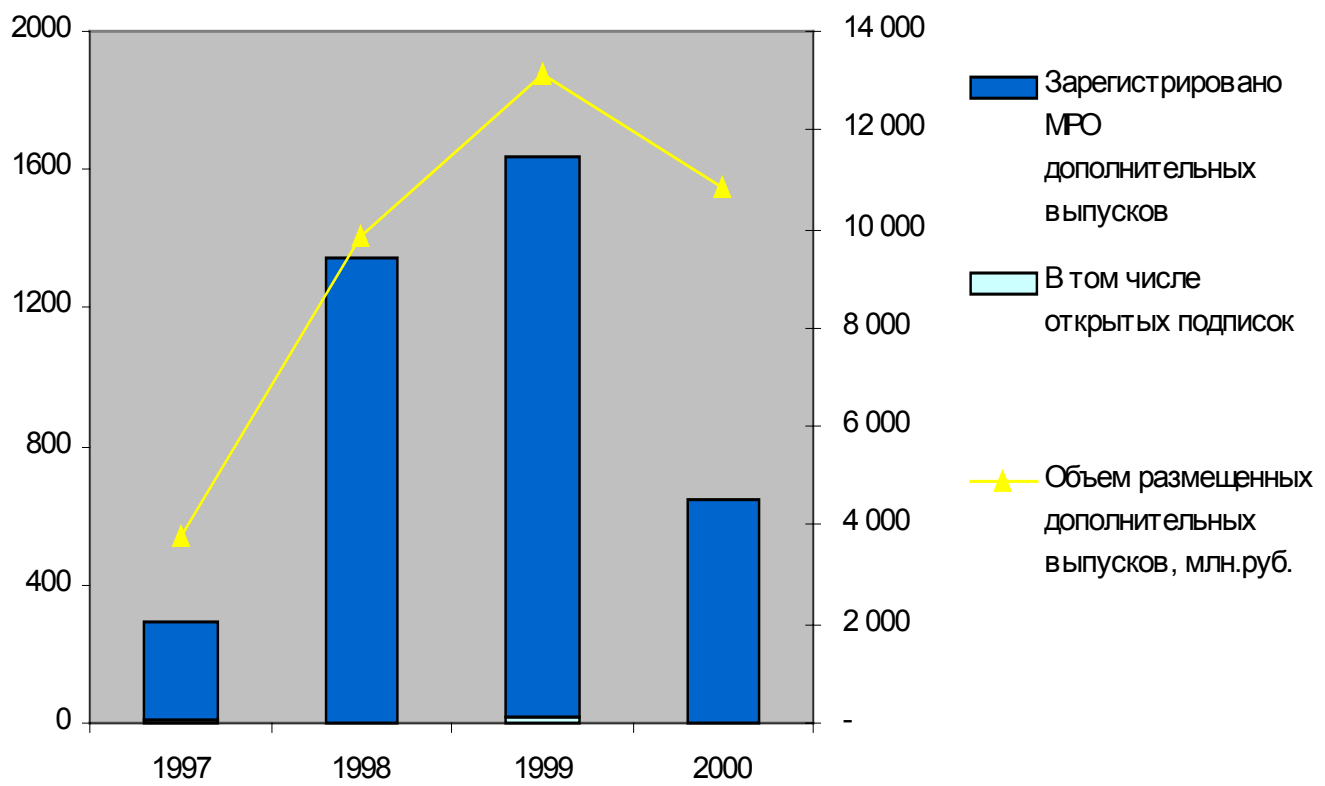


**Сравнительная таблица дивидендов по городскому пакету и налоговых поступлений по операциям физических лиц на рынке ценных бумаг, тыс. руб.**



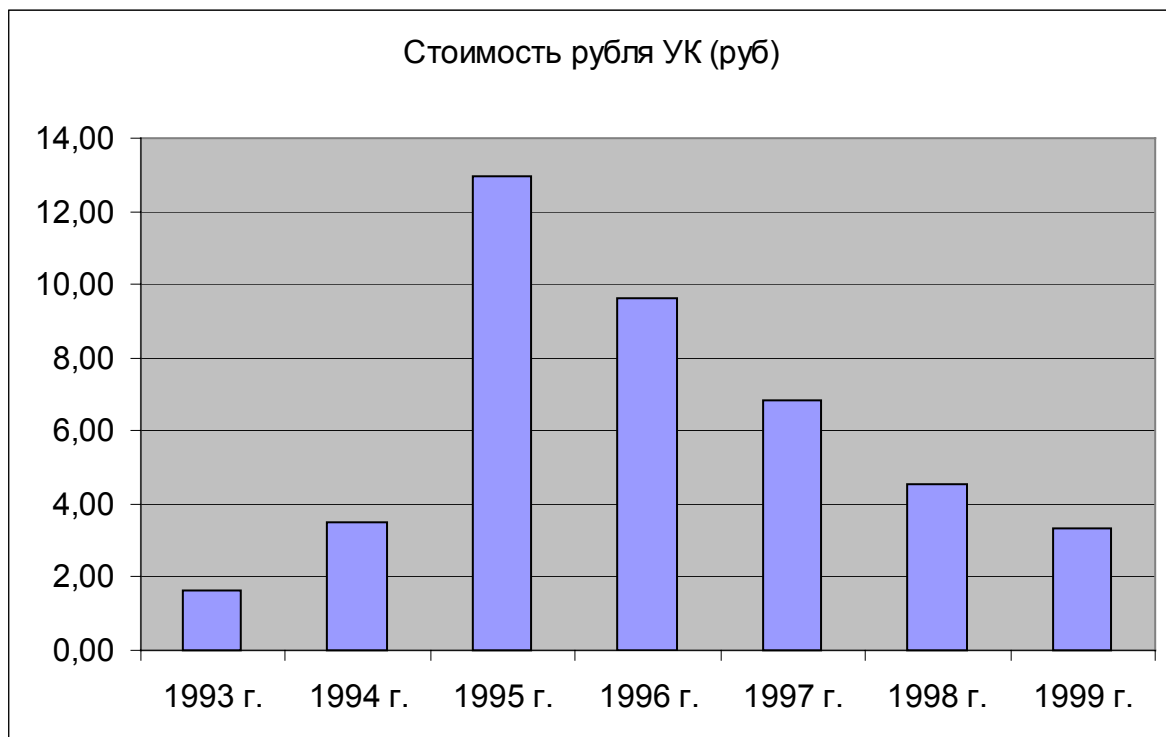
<sup>1</sup> Аналитические материалы Московского РО ФКЦБ России

Динамика регистрации и размещения дополнительных выпусков ценных бумаг



<sup>1</sup> Аналитические материалы Московского РО ФКЦБ России

**Данные по продажам пакетов акций за 1993-1999 гг.**

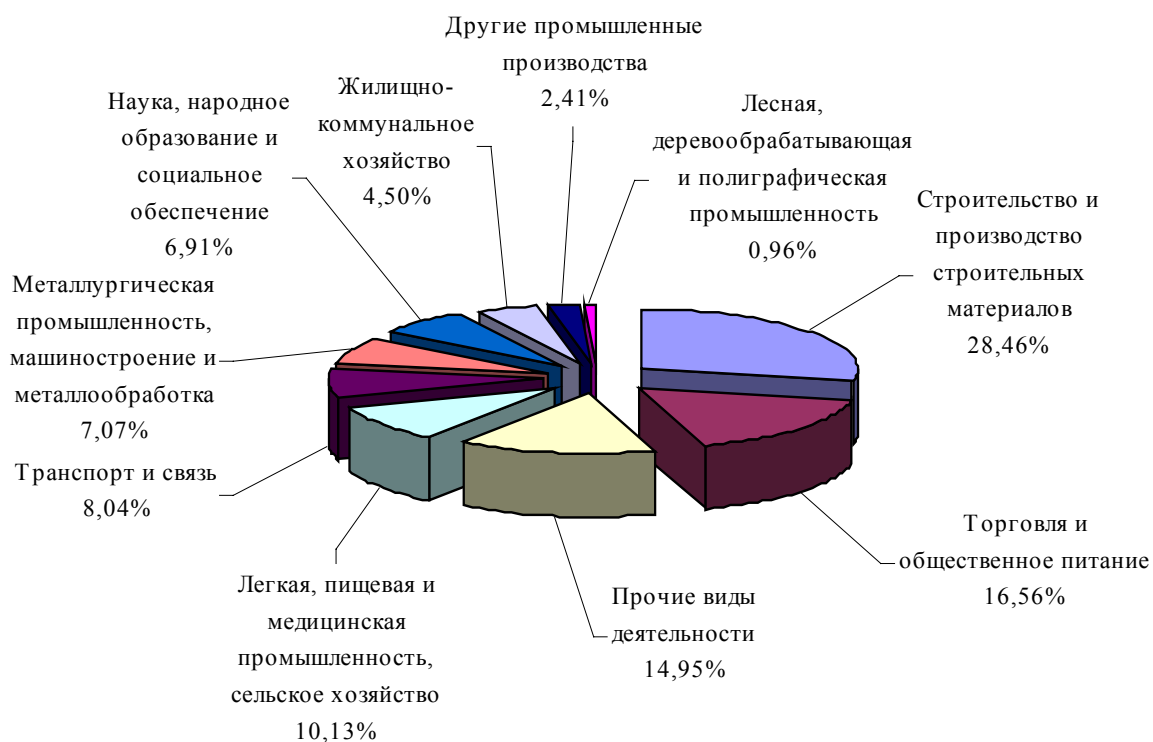


Примечания:

1. данные в деноминированных рублях;
2. из расчета убраны нестандартные предприятия (РАО ЕЭС России и т.д.);
3. методика расчета уставного капитала изменялась (до 1996 г. продавались пакеты акций, номинальная стоимость которых рассчитывалась в 1992 г.).

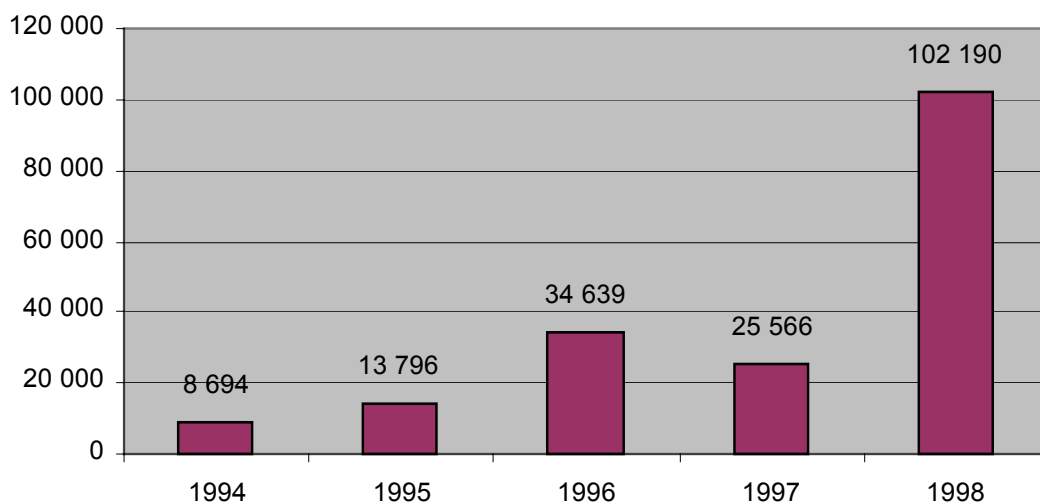
<sup>1</sup> Аналитические материалы Московского РО ФКЦБ России

### Отраслевое распределение предприятий с долей г. Москвы

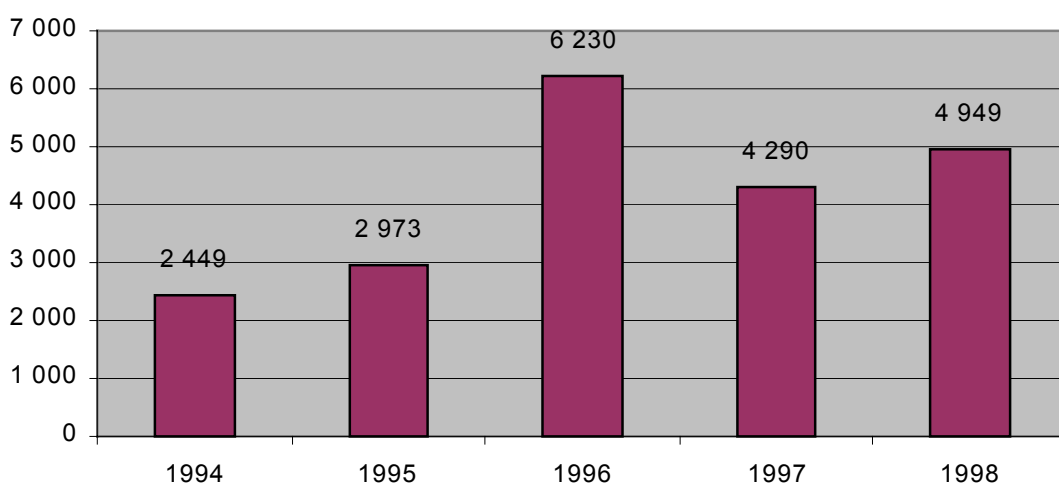


<sup>1</sup> Аналитические материалы Московского РО ФКЦБ России

Дивиденды по акциям г.Москвы, полученные за следующие периоды, тыс.руб.

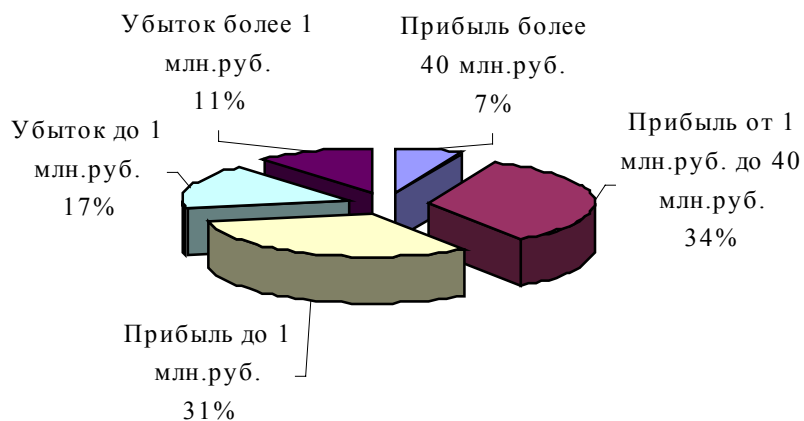


Дивиденды по акциям г.Москвы, полученные за следующие периоды, тыс.\$.

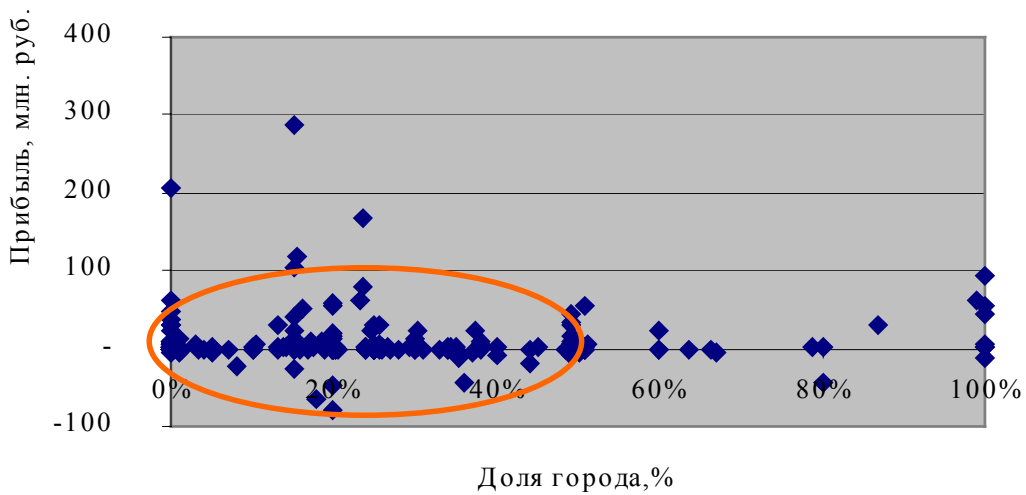


<sup>1</sup> Аналитические материалы Московского РО ФКЦБ России

**Распределение предприятий с долей города Москвы по  
прибыли, полученной за 3 кв. 1999 г.**

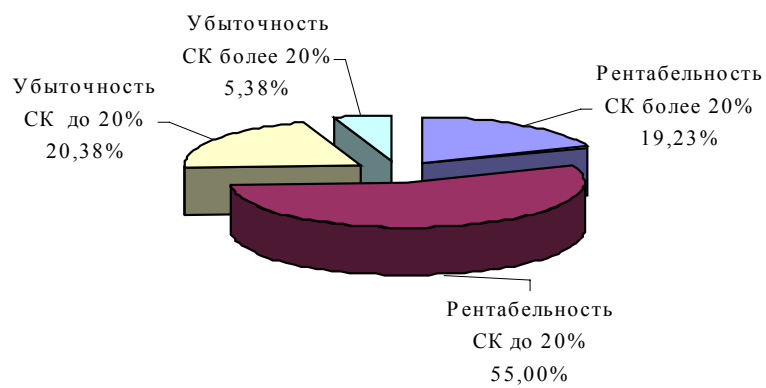


**Распределение прибыли предприятий за 3 кв. 1999г. по  
доли г. Москвы**



<sup>1</sup> Аналитические материалы Московского РО ФКЦБ России

Рентабельность собственного капитала предприятий с долей г. Москвы по итогам 3-х кв. 1999 г.



<sup>1</sup> В диаграмму не включены данные по предприятиям, имеющим отрицательные значения собственного капитала. Источник: Аналитические материалы Московского РО ФКЦБ России.

Распределение предприятий с долей г.Москвы по рентабельности Собственного капитала за 3 кв. 1999 г. (в отраслевом разрезе)

