

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего профессионального образования

**«Финансовый университет при Правительстве Российской
Федерации»**

Факультет «Финансы и кредит»

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»

_____ Б.Б.Рубцов

«___» _____ года

(число) (месяц) (год)

Выпускная квалификационная работа

Копышева Артура Юрьевича

на тему:

«Корпоративное финансирование с использованием ценных бумаг:
международный опыт и российская практика»

Специальность «Финансы и кредит»

Специализация «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

Научный руководитель:

Доцент Анненская Н.Е. _____

(подпись)

(подпись автора работы)

Опубликован на сайте www.mirkin.ru 20.07.2011

Москва - 2011

Содержание

Содержание	2
Введение	3
Глава 1. Потребности корпораций в финансировании и пути их удовлетворения.....	7
1.1. Сущность корпоративного финансирования и финансовые потребности корпораций	7
1.2. Внешние и внутренние источники корпоративного финансирования..	11
1.3. Характеристика акций и облигаций как инструментов привлечения финансовых ресурсов корпорациями и рынка данных инструментов.....	18
Глава 2. Детерминанты выбора между акциями и облигациями при привлечении корпоративного финансирования.....	36
2.1. Теория и зарубежная практика выбора между видами ценных бумаг при привлечении корпоративного финансирования	36
2.2. Практика выбора российскими компаниями между видами ценных бумаг для привлечения корпоративного финансирования.....	54
Глава 3. Процесс привлечения корпоративного финансирования посредством выпуска ценных бумаг и проблемы российских эмитентов при выходе на рынок ценных бумаг	62
3.1. Механизм привлечения корпоративного финансирования посредством выпуска ценных бумаг.....	62
3.2. Проблемы российских эмитентов при выходе на рынок ценных бумаг	71
Заключение	82
Список литературы	85

Введение

В настоящей работе речь пойдет о корпоративном финансировании с использованием ценных бумаг. Актуальность заявленной темы нельзя переоценить. Происходящие в настоящее время процессы дезинтермедиации и увеличения финансовой глубины экономик приводят к тому, что банковское финансирование постепенно теснится финансированием напрямую с рынка: все большее значение приобретают ценные бумаги как инструменты привлечения корпоративного финансирования. В условиях приближения российской экономики, финансовый рынок которой с каждым годом все больше и больше развивается, к западному образу все больше российских компаний начинают быть заинтересованными в использовании ценных бумаг для привлечения финансирования.

Однако выход на рынок капитала путем эмиссии ценных бумаг зачастую осложнен для российских компаний узостью национального финансового рынка с одной стороны и жесткими требованиями к эмитентам на зарубежных площадках (к выполнению которых российские компании оказываются не готовы) с другой стороны. В этих условиях особую актуальность приобретает подробное рассмотрение существующих трудностей российских эмитентов при использовании ценных бумаг для корпоративного финансирования, а также путей выхода из них, поскольку понимание проблемы и путей ее преодоления эмитентами может помочь им избежать ошибок и провести качественные и успешные размещения.

Мы приняли решение сузить поле исследования и сосредоточиться только на долгосрочных источниках привлечения корпоративного финансирования с использованием ценных бумаг – акциях и облигациях.¹ Наш выбор обоснован тем, что российской экономике присуща нехватка именно «длинных» денег, что делает привлечение капитала компаниями для инвестиционных целей особо остро стоящей и актуальной задачей.

¹ Не рассматривая краткосрочные источники, к которым, в частности, относятся векселя.

Мы считаем, что проблемы российских эмитентов на рынке акций и облигаций и пути их решения целесообразно рассматривать в связке с рассмотрением более широкого круга вопросов корпоративного финансирования с использованием ценных бумаг. В частности, вопросов сущности акций и облигаций как инструментов привлечения капитала, проблемы выбора между этими инструментами, механизма привлечения средств с использованием данных ценных бумаг, состояния рынка исследуемых инструментов в мире и в России. Наша точка зрения обоснована тем обстоятельством, что проблемы эмитентов кроются в сущности рассматриваемых инструментов и в механизме их использования. Кроме того, проблемы эмитентов и пути выхода из них формируются исторически и находятся на различных этапах решения в различных странах (а значит, зарубежный опыт может быть позаимствован для имплементации в российских условиях). В свете вышесказанного мы считаем необходимым понимание общего контекста рассматриваемого явления для нахождения ответов на вопросы, поставленные в настоящей работе.

Таким образом, целью настоящей работы является формулировка проблем российских эмитентов при использовании акций и облигаций в целях корпоративного финансирования и путей их решения. Цель работы будет достигнута через рассмотрение широкого спектра вопросов корпоративного финансирования с использованием ценных бумаг для получения достоверной картины происходящих в этой сфере процессов и явлений и формулирования обоснованных и доказанных выводов.

Для достижения поставленной цели нами будут решены следующие задачи:

- Мы рассмотрим, каковы финансовые потребности компаний, иными словами, для достижения каких целей компаниям требуются финансовые ресурсы;

- Нами будет проведен анализ преимуществ и недостатков кредитования как традиционного источника финансовых ресурсов в сравнении с финансированием посредством выпуска ценных бумаг;
- Мы проведем сравнение акций и облигаций с описанием существенных черт данных видов ценных бумаг;
- Нами будет проведен анализ детерминант, влияющих на выбор между акциями и облигациями для привлечения финансирования на основе анализа теории, а также зарубежной и российской практики;
- Опираясь на российское законодательство, мы раскроем механизм привлечения средств с использованием ценных бумаг;
- В целях иллюстрации теоретических постулатов мы осветим и проанализируем истории выхода на рынок ценных бумаг российских компаний;
- И в завершение нашего исследования мы рассмотрим проблемы, с которыми сталкиваются российские эмитенты при привлечении ресурсов с использованием ценных бумаг, и пути выхода из них, приблизившись тем самым к достижению цели настоящего исследования.

Согласно сформулированным выше цели и задачам, нами применена следующая логика построения настоящей работы:

В первой главе мы рассмотрим, что подразумевается под корпоративным финансированием с использованием ценных бумаг, каковы финансовые потребности корпорации, в чем преимущества и недостатки корпоративного финансирования с использованием ценных бумаг по сравнению с банковским кредитом, в чем сущность акций и облигаций и какова степень развитости рынка данных инструментов в мире (последний вопрос будет освещен на основе статистики самого развитого финансового рынка в мире – рынка США).

Вторая глава будет посвящена вопросу выбора между использованием акций и облигаций для привлечения финансирования на основе анализа теорий структуры капитала, а также иных детерминант. В качестве иллюстраций теоретических положений нами будут рассмотрены два практических примера, демонстрирующих логику выбора между акциями и облигациями российскими компаниями.

В третьей главе мы сосредоточимся на вопросе механизма привлечения средств путем размещения ценных бумаг, сформулируем проблемы российских эмитентов при осуществлении эмиссий акций и облигаций и выразим наше мнение относительно путей выхода из них.

Таким образом, объектом настоящего исследования является эмиссия акций и облигаций российскими эмитентами, а предметом – проблемы эмиссии и пути их разрешения. Теоретической основой исследования являются работы ученых в области корпоративного финансирования, теорий структуры капитала, практической основой – содержащаяся в открытом доступе статистическая и аналитическая информация. Методологией исследования является анализ теоретических разработок и практического материала для достижения целей настоящей работы.

Глава 1. Потребности корпораций в финансировании и пути их удовлетворения

1.1. Сущность корпоративного финансирования и финансовые потребности корпораций

Понятие корпоративного финансирования неразрывно связано с понятием корпорации. Согласно западному подходу, под корпорацией понимается юридическое лицо, отделенное и отличное от ее владельцев, которые наделены таким важным качеством, как ограниченная ответственность: акционеры (участники) имеют права на прибыль компании, но не несут персональной ответственности за ее долги.² Таким образом, западное понятие корпорации сравнимо с российским понятием хозяйственного общества.

Под корпоративным финансированием мы будем понимать особую работу финансового менеджера компании по обеспечению достаточного для нужд компании наличия капитала.³ Финансовый менеджер, выполняя работу по привлечению финансовых ресурсов, находится посередине между реальной экономикой и миром финансов, привлекая на финансовом рынке временно свободные средства инвесторов и размещая их в инвестиционные проекты своей корпорации.

Согласно довольно распространенной точке зрения, в задачу финансового менеджера входит покупка капитала на нужды компании по наименьшей возможной цене (при прочих равных условиях). Однако мы будем придерживаться несколько иного подхода в рамках настоящего исследования: финансовый менеджер выступает в роли продавца ценных бумаг компании, которые он пытается продать по наибольшей возможной цене. Продать бумаги дорого можно только при условии, что инвесторы убеждены в долгосрочном финансовом благополучии корпорации в

² www.investopedia.com

³ Corporate Finance: Theory and Practice Quiry P., Dallochio M., Le Fur Y., Salvi A. –John Wiley & Sons Ltd. – 2009.– 1036 с. – ISBN 978-0-470-72192-6., стр.1

постоянном увеличении ее стоимости. Иными словами, корпоративное финансирование – это продажа инвесторам будущих денежных потоков, материализованных в данный момент времени в ценной бумаге. Соответственно, приоритетом для финансового менеджера становится обеспечение таких потоков, а также максимизация стоимости компании. С этой глобальной целью связано грамотное, гармонично-структурированное корпоративное финансирование, характеризующееся обоснованным соотношением долга и акционерного капитала, должной гибкостью и диверсификацией.

Корпорация нуждается в корпоративном финансировании для удовлетворения определенных финансовых потребностей, основной из которых является необходимость финансировать деятельность компании, которая делится на инвестиционную и операционную. Иными словами, компании необходимо финансировать свои основные средства и оборотный капитал. Практика корпоративного финансирования заключается в том, что оборотный капитал финансируется краткосрочными кредитами и вексельными схемами, а инвестиционные проекты – с использованием долгосрочных источников, в том числе акций и облигаций.

Корпоративное финансирование с использованием ценных бумаг используется не только для финансирования инвестиций в расширение деятельности компании, но и для других типов проектов, оказывающих сильнейшее влияние на долгосрочную генерацию стоимости в компании. Так, сделки поглощения могут быть оплачены либо деньгами, либо акциями, либо в смешанной форме. Обычно оплата сделок поглощения происходит в акциях в моменты высокой оценки инвесторами акций на рынке. Так, до “dot com bubble” почти половина всех сделок в Европе оплачивалась акциями.⁴ Таким образом, выпуск акций может помочь компаниям реализовать такие

⁴ Corporate Finance: Theory and Practice Quiry P., Dallocchio M., Le Fur Y., Salvi A. –John Wiley & Sons Ltd. – 2009.– 1036 с. – ISBN 978-0-470-72192-6., стр. 877

проекты, как слияния и поглощения. Акции в таком случае становятся наличностью сделки.

Корпоративное финансирование с использованием ценных бумаг используется и в такой экзотической сделке как LBO.⁵ Популярность в Европе данных сделок была значительна до кризиса 2008 года – объем сделок составлял 140 млрд. дол.⁶ Однако с началом кризиса данный рынок сократился. В этих сделках внешний финансовый инвестор, а иногда и менеджмент, выкупает акции компании, становясь владельцем, используя для выкупа средства, полученные за счет выпуска долговых инструментов. Мотивация проведения таких сделок следующая: фонды private equity находят компании, недооцененные либо оцененные справедливо, однако имеющие потенциал для улучшения своих операционных показателей. Улучшение в операционных показателях происходит благодаря сильной мотивации менеджмента, т.к. чтобы обслуживать большой и дорогой в обслуживании долг (спред по которому в Европе был в среднем 300 базисных пунктов) менеджменту приходится быть эффективным, а повышенная мотивация приводит к тому, что интересы менеджмента коррелируют с интересами акционеров.

Привлекая корпоративное финансирование с использованием ценных бумаг, компания может получать также и косвенные преимущества, которые могут сильно влиять на положение дел в компании в долгосрочной перспективе. Так, зачастую мотивом финансирования с помощью ценных бумаг является обретение публичной истории, реклама, укрепление финансовой устойчивости (в случае выпуска акций), повышение прозрачности, рост эффективности за счет внедрения корпоративного

⁵ Scholes L. Wright M. Leveraged Buyouts and Recession [электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.qfinance.com/mergers-and-acquisitions-best-practice/leveraged-buyouts-and-recession?full>.

⁶ По данным www.nottingham.ac.uk/business/cmbor

управления, удержание талантливых сотрудников (в случае выпуска акций), предоставление акционерам ликвидности (в случае выпуска акций) и т.д.⁷

⁷Roadmap for an IPO: a guide to going public. – PriceWaterhouseCoopers. – 2010 [электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.pwc.com/us/en/transaction-services/publications/roadmap-for-an-ipo-a-guide-to-going-public-download.jhtml>., стр. 5

1.2. Внешние и внутренние источники корпоративного финансирования

Источники финансирования корпораций можно разделить на внутренние (реинвестирование нераспределенной чистой прибыли) и внешние.

Реинвестирование нераспределенной чистой прибыли

Каждая компания определяет, какую часть нераспределенной чистой прибыли по итогам года стоит распределить в виде дивидендов, а какую часть реинвестировать в бизнес. Реинвестирование нераспределенной прибыли является первым источником, к которому обращаются менеджеры для удовлетворения финансовых потребностей компаний.⁸ Реинвестирование собственных средств устраивает и акционеров, и кредиторов, и менеджеров.⁹ Для акционеров реинвестирование теоретически означает, что стоимость акций будет расти, т.к. реинвестирование повышает будущие денежные потоки компании. Для менеджеров реинвестирование означает большую свободу действий, т.к. снижается зависимость от внешних источников финансирования. Для кредиторов реинвестирование уменьшает риск невозврата долгов (в кредитном департаменте банка, где автор проходил преддипломную производственную практику, при формировании мнения о кредитной заявке учитывается доля чистой прибыли, реинвестируемой в бизнес). Однако у реинвестирования денежных потоков есть одна большая опасность: средства могут быть вложены неэффективно, т.е. инвестированы в проекты с доходностью ниже средневзвешенной стоимости капитала компании. В идеальном мире менеджерам стоило бы распределять всю чистую прибыль в виде дивидендов, а затем обращаться обратно к акционерам, чтобы привлечь ресурсы для по-настоящему выгодных проектов. Но в реальном мире из-за серьезных транзакционных издержек, это невозможно. В России существует еще большая опасность, что при

⁸Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов /Р.Брейли С. Майерс – М., ЗАО «Олимп—Бизнес».- 2010. - 1008с.- ISBN 978-5-9693-0089-7., стр.351

⁹ Corporate Finance: Theory and Practice Quiry P., Dallocchio M., Le Fur Y., Salvi A. –John Wiley & Sons Ltd. – 2009.– 1036 с. – ISBN 978-0-470-72192-6., стр.775

реинвестировании нераспределенной прибыли средства будут вложены недостаточно эффективно из-за низкого опыта российского менеджмента, а также вследствие воровства ввиду низкой транспарентности компаний. Расследования А.Навального в отношении ОАО АК «Транснефть» подтверждают, что российские менеджеры могут быть даже более оппортунистичными, нежели менеджеры, описанные в зарубежных учебниках корпоративных финансов.¹⁰

Внешние источники: банковское кредитование и финансирование с использованием ценных бумаг

Практика показывает, что компании не могут гармонично развиваться, опираясь только на внутренние источники. В жизненном цикле компании всегда наступает момент, когда она обращается к внешним источникам финансирования. Классифицировать внешние источники можно по двум критериям: есть ли посредник между инвестором и компанией или нет, а также является ли источник финансирования долговым и долевым. Согласно первой классификации, финансирование может быть обеспечено либо посредством банковского кредитования, либо посредством выпуска ценных бумаг. Согласно второй классификации, внешнее финансирование может быть либо долговым (выпуск облигаций, кредитование), либо долевым (выпуск акций).

Долговое финансирование с использованием ценных бумаг отличается от банковского кредитования рядом моментов. Во-первых, оно позволяет напрямую получить денежные средства от инвесторов, минуя посредника в лице банка, тем самым понизив стоимость финансирования из-за отсутствия платы посреднику. Кроме того, оно позволяет избежать серьезных ограничений на дальнейшую финансовую, инвестиционную и операционную деятельность, какие налагают банки в части ковенант, обеспечения и перевода оборотов по расчетным счетам. В-третьих, оно помогает компании обрести репутацию на рынке и управлять долгом, выкупая свои облигации

¹⁰ Как пилят в Транснефти [электронный ресурс]: – Электрон. дан. –navalny.livejournal.com/526563.html.

при благоприятном для компании изменении процентных ставок.¹¹ Следует сказать, что для обретения основной выгоды – снижения стоимости финансирования – необходимо, чтобы у выпуска долговых ценных бумаг была достаточная ликвидность, что достигается только, если выпуск достаточный по размеру. От величины выпуска зависит также и доля поступлений от выпуска, уплачиваемая за организацию корпоративного финансирования. В этой связи выпуск долговых ценных бумаг эффективен только для сравнительно крупных компаний. Следует также отметить, что долговое финансирование с использованием ценных бумаг требует раскрытия информации в большем объеме, чем требуют банки.

Важнейшими преимуществами кредитования являются скорость кредитования (рассмотрение кредитной заявки в банке происходит сравнительно быстро, в то время как организация размещения ценных бумаг занимает от двух до шести месяцев) и отсутствие ограничений по сумме кредита (финансовый рынок устанавливает для объема выпуска ценных бумаг нижнюю границу).¹² Кроме того, при банковском кредитовании отсутствует необходимость привлекать сторонних консультантов (организаторов, андеррайтеров), раскрываемая информация не поступит в распоряжение третьих лиц, упрощен доступ к опции реструктуризации долга (достаточно получить согласие кредитного комитета, а не оговаривать условия реструктуризации с большим количеством инвесторов).¹³ В свете сигнальной теории и теории асимметрии информации необходимо отметить, что привлечение средств в банке показывает рынку, что банк, получивший при рассмотрении кредитной заявки доступ к большему объему информации, чем компания раскрывает на рынке, уверен в платежеспособности компании, что является положительным сигналом, посылаемым компаний на рынок.

¹¹ Берзон Н. Выбор долговых источников финансирования компании: банковский кредит или облигационный заем /Н Берзон// Корпоративный финансовый менеджмент. - №2, 2006 г. – С. 13-21.

¹² Corporate Finance: Theory and Practice Quiry P., Dallochio M., Le Fur Y., Salvi A. –John Wiley & Sons Ltd. – 2009.– 1036 с. – ISBN 978-0-470-72192-6., стр. 509

¹³ Берзон Н. Выбор долговых источников финансирования компании: банковский кредит или облигационный заем /Н Берзон// Корпоративный финансовый менеджмент. - №2, 2006 г. – С. 13-21.

Что касается предпочтений инвесторов при выборе между кредитованием и долговым финансированием с использованием ценных бумаг, следует отметить, что происходящий в последние десятилетия постепенный процесс дезинтермедиации и усиления финансовой глубины в мировом масштабе привел к понижению доли банковского кредитования и росту доли корпоративных займов в структуре долгового финансирования. В частности, Европа, относящаяся к банковско-ориентированным экономикам, постепенно становится рыночно-ориентированной. Так, доля банковского кредитования в общем объеме рынка финансирования капитала (capital financing market) в Европе с 31% в 1993 году снизилась до 28% в 2010 году, причем в 2010 году объем корпоративного рыночного долга стал примерно равен банковским активам.¹⁴ Согласно исследованию McKinsey&Company, темп роста объемов долговых корпоративных ценных бумаг в мире в последние 10 лет опережал темп роста объемов банковских депозитов. Данную динамику целесообразно представить в следующей таблице:¹⁵

Таблица 1. Мировые финансовые активы

Год	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Корпоративные долговые бумаги, трлн. долл.	24	27	28	31	34	37	42	48	51
Депозиты банков, трлн. долл.	34	36	38	40	43	45	51	56	61

Необходимо заметить, что за указанный промежуток времени мировой объем обращающихся долговых ценных бумаг вырос больше чем в 2 раза. Объем банковских депозитов (основы для кредитования) вырос в 1,8 раза. Из этой динамики выделяется скачок в величине депозитов в 2008 году – с 56 до

¹⁴ Corporate Finance: Theory and Practice Quiry P., Dallocchio M., Le Fur Y., Salvi A. –John Wiley & Sons Ltd. – 2009.– 1036 с. – ISBN 978-0-470-72192-6. стр. 264

¹⁵ Global capital markets: entering a new era [электронный ресурс]: www.mckinsey.com/mgi/. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.google.ru/url?sa=t&source=web&cd=3&ved=0CDEQFjAC&url=http%3A%2F%2Fwww.mckinsey.com%2Fmgi%2Freports%2Fpdfs%2Fgcm_sixth_annual_report%2Fgcm_sixth_annual_report_full_report.pdf&rct=j&q=43.%09Mapping%20global%20capital%20markets%3A%20fifth%20annual%20report%20%20&ei=9gnYTdvkE43pOYi28eEP&usg=AFQjCNGuzuR9NE-JRWPI70YMdYqdYBjJMA&cad=rja.

61 трлн. долл. Данный факт объясняется желанием инвесторов найти «тихую гавань» в период кризиса, а также агрессивной политикой коммерческих банков по привлечению клиентов. Таким образом, без учета 2008 года рост ресурсной базы банков составил 1,65 раза.

Продолжая рассказ о дезинтермедиации, нельзя не привести мнение Я.М.Миркина, согласно которому прогнозную динамику глубины финансовых активов мира к 2020 можно описать следующей таблицей:¹⁶

Таблица 2. Прогноз финансовой глубины мировой экономики

Показатель в целом по миру, %	2008 год	2020 год
Банковские депозиты/ВВП	100	110-120
Ценные бумаги/ВВП	192	310-330

Согласно прогнозу, банковские ресурсы будут расти с темпом в 10 раз меньшим, чем темп роста объема обращающихся ценных бумаг. Таким образом, прогнозируется продолжение процесса дезинтермедиации и усиления финансовой глубины мировой экономики.

Далее рассмотрим динамику объемных показателей российского финансового рынка в разрезе корпоративных долговых ценных бумаг и банковских кредитов нефинансовым организациям. Согласно обзору финансового рынка за первое полугодие 2010 года и обзору финансового рынка за 2010 год, подготовленным Департаментом исследований и информации Банка России, динамику данных показателей можно представить в виде таблицы (данные даются на конец периода, в процентах к ВВП):^{17 18}

¹⁶Среднесрочный прогноз развития финансовой системы России (2010-2015гг.): аналитический доклад/ колл. авторов под руководством д.э.н., проф. Миркина Я.М. – М., 2010 [электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.ecsocman.edu.ru/data/2010/11/16/1214796593/1Аналитический%20доклад.pdf>, свободный., стр.37

¹⁷ Обзор финансового рынка: первое полугодие 2010 года. - М., 2010. – №2(69). [электронный ресурс]: Департамент исследований и информации Банка России. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.cbr.ru/analytics/fin_r/fin_mark_01-2010.pdf, свободный. стр. 1

Таблица 3. Динамика некоторых объемных показателей финансового рынка России

Год	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Объем корпоративных долговых ценных бумаг (% к ВВП)	3%	10%	12%	13%	13%	15%	15%
Объем банковских кредитов нефинансовым организациям (% к ВВП)	10%	20%	20%	25%	35%	40%	40%

Анализирую данную таблицу, нельзя сказать, что в России происходит процесс дезинтермедиации. Данный факт объясняется недостаточной глубиной финансового рынка России. Однако Я.М.Миркин пишет, что «динамика финансовой глубины российской экономики будет следовать за мировой; российская финансовая система является частью глобальных финансов и повторяет фундаментальные тенденции, связанные с ними».¹⁹ Таким образом, по мере развития российской экономики будет и нарастать глубина финансовой системы. Данная таблица показывает нарастание этой глубины: в частности, объем корпоративных долговых инструментов продемонстрировал рост с 3% к ВВП в 2000 году до 15% к ВВП в 2010 году. Также стоит отметить, что, по прогнозам Я.М.Миркина, активы банковского сектора в структуре российских финансовых активов к 2015 году сократятся с 39% до 35%.²⁰

Подчеркнем, что в выборке проанализированной таблицы долговые ценные бумаги включают кроме облигаций и другие корпоративные долговые бумаги. Фактически доля облигаций в 2010 году составляла 5-6%

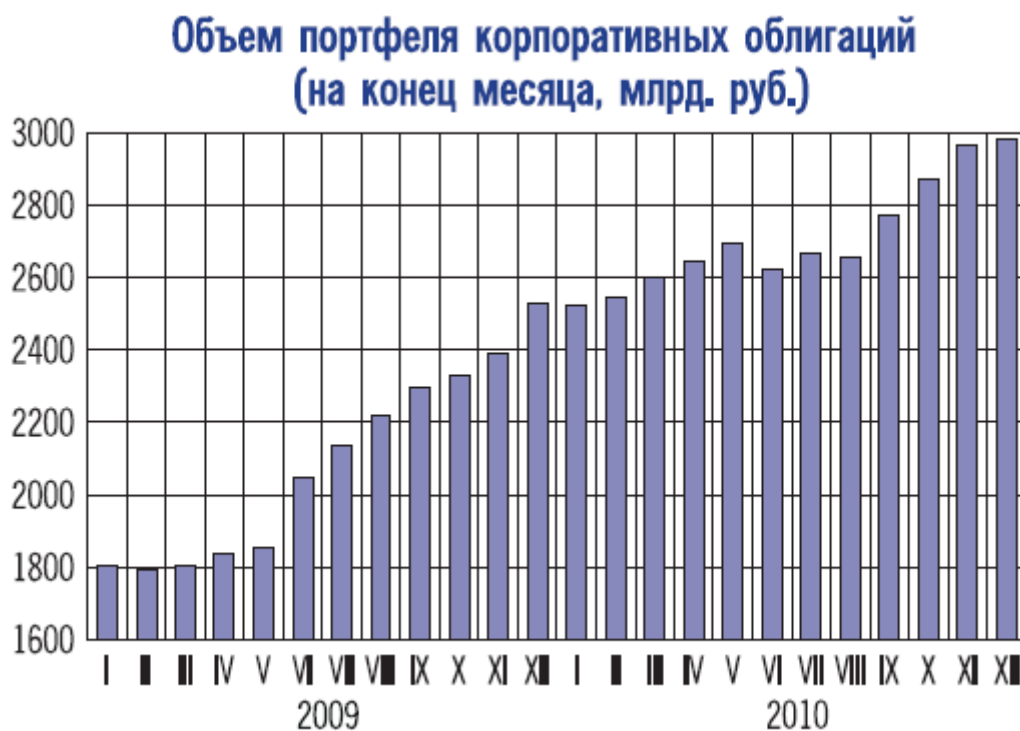
¹⁸ Обзор финансового рынка: годовой обзор за 2010 год. - №1(70). [электронный ресурс]: Департамент исследований и информации Банка России. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.cbr.ru/analytics/fin_r/fin_mark_2010.pdf, свободный, стр. 1

¹⁹ Среднесрочный прогноз развития финансовой системы России (2010-2015гг.): аналитический доклад/ колл. авторов под руководством д.э.н., проф. Миркина Я.М. – М., 2010 [электронный ресурс] <http://www.ecsocman.edu.ru/data/2010/11/16/1214796593/1Аналитический%20доклад.pdf>, стр. 38

²⁰ Среднесрочный прогноз развития финансовой системы России (2010-2015гг.): аналитический доклад/ колл. авторов под руководством д.э.н., проф. Миркина Я.М. – М., 2010 [электронный ресурс] <http://www.ecsocman.edu.ru/data/2010/11/16/1214796593/1Аналитический%20доклад.pdf>, стр 39

по отношению к ВВП: 2600млрд. руб.²¹/44939 млрд. руб.²² Но стоит отметить, что доля рынка облигаций в России растет, что доказывает следующий рисунок:²³

Рисунок 1. Объем портфеля корпоративных облигаций, 2009 - 2010



²¹ Средний объем рынка корпоративных облигаций в 2010 году.

²² ВВП России в 2010 году по данным Росстат

²³ Обзор финансового рынка: годовой обзор за 2010 год. - №1(70). [электронный ресурс]: Департамент исследований и информации Банка России. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.cbr.ru/analytics/fin_r/fin_mark_2010.pdf., свободный, стр. 26

1.3. Характеристика акций и облигаций как инструментов привлечения финансовых ресурсов корпорациями и рынка данных инструментов

Рассмотрев вопросы, связанные с преимуществами и недостатками долгового финансирования с использованием ценных бумаг по отношению к банковскому кредитованию, перейдем к рассмотрению характеристик ценных бумаг, используемых для привлечения финансирования корпорациями: акций и облигаций, а также к характеристике рынка данных инструментов в мире и в России.

Как было сказано ранее, ценные бумаги, эмитируемые компаниями, можно разделить на долговые и долевые. Долговые бумаги представлены облигациями и векселями (последние не рассматриваются в настоящей работе), долевые – обыкновенными и привилегированными акциями. И акции, и облигации являются по российскому законодательству эмиссионными ценными бумагами. Согласно федеральному закону «О рынке ценных бумаг», эмиссионная ценная бумага – это любая ценная бумага, характеризующаяся одновременно рядом признаков: она закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, размещается выпусками и имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.²⁴

Облигация предоставляет ее держателю вознаграждение, которое не зависит от результатов деятельности компании и которое прописывается в условиях размещения. Купонные платежи держатель получит независимо от результатов деятельности компании. Облигация имеет дату погашения, которая также закреплена в контракте. В случае банкротства эмитента держатель данной бумаги имеет преимущество в получении платежей перед акционерами.

²⁴ О рынке ценных бумаг: федер. закон : [от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ : в посл. ред. от 07.04.2011г.] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

Доход держателя акции зависит от успешности деятельности компании. Если результаты деятельности неудовлетворительны, то акционерам не выплачиваются дивиденды, и скорее всего к тому же нет дохода от прироста курсовой стоимости (так как курсовая стоимость акций зависит от новостей из компании). В случае банкротства держатели акций возмещают свой вклад в последнюю очередь после удовлетворения требований всех прочих кредиторов.

Другими словами, акционеры полностью подвержены бизнес-рисуку, тогда как кредиторы имеют приоритетное право на потоки доходов, генерируемые компанией. И только после того, как кредиторы полностью вознаграждены, оставшиеся доходы идут акционерам. Компенсацией для акционеров за больший риск является наличие права голоса по вопросам корпоративного управления и стратегии развития.²⁵

Акции

Акции постепенно становятся важнейшим инструментом финансирования российских компаний. Данные по объемам выпусков акций (первичных и вторичных) на российском рынке приведены в следующей таблице:²⁶

Таблица 4. Выпуск акций российскими компаниями

Год	2007	2008	2009	2010	2011(прогноз) ²⁷
Объем привлеченных средств, млрд. долл	45	5	18	6,7	20-30

Уменьшение эмиссионной активности в 2010 по сравнению с 2009 годом объясняется влиянием негативных факторов (обострением проблем с

²⁵ Corporate Finance: Theory and Practice Quiry P., Dallocchio M., Le Fur Y., Salvi A. –John Wiley & Sons Ltd. – 2009.– 1036 с. – ISBN 978-0-470-72192-6.стр. 482

²⁶ Обзор финансового рынка: первое полугодие 2010 года. - М., 2010. – №2(69). [электронный ресурс]: Департамент исследований и информации Банка России. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.cbr.ru/analytics/fin_r/fin_mark_01-2010.pdf, свободный.

²⁷ Russian IPO market could grow to \$30 bln [электронный ресурс]: www.rbcnews.ru 25.02.2011. – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.rbcnews.com/komment/komment.shtml?2011/02/25/33180102>.

обслуживанием суверенного долга некоторых стран Еврозоны, высокой волатильности на мировых товарных рынках), которые понизили «аппетиты» инвесторов к риску в глобальном масштабе, что привело к оттоку капитала с развивающихся рынков, в том числе российского. Снижение объемов привлечения в 2008 году вызвано мировым финансовым кризисом. Стоит, однако, отметить, что по некоторым прогнозам 2011 год может стать «прорывом» для российских компаний с объемом привлечения до 30 млрд. долл. Мы считаем более реалистичной цифру в 15 млрд. долл. ввиду отмены некоторых публичных размещений российскими компаниями.²⁸

Что касается непосредственно первичных размещений (IPO), то в 2010 году рынок IPO показал впечатляющий рост по сравнению с 2008 и 2009 годом. По данным портала Offerings.ru, объемы новых выпусков акций в России имеют следующие значения:²⁹

Таблица 5. Выпуск акций российскими компаниями

Год	2007	2008	2009	2010	2011(январь-май)	2011(прогноз)
Объем выпусков, млрд. долл.	23	2,6	1,3	6,7	6,2 ³⁰	10-15 ³¹

В продолжение рассуждения об особенностях акций, стоит заострить внимание читателя на двух понятиях – размещенных и объявленных акциях.³² Размещенные акции – это уже проданные инвесторам акции. Они составляют величину уставного фонда акционерного общества. Объявленные

²⁸Russian IPOs in London: successful, planned, postponed [электронный ресурс]: www.telegraph.co.uk – March 28, 2011. – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.telegraph.co.uk/finance/markets/8411129/Russian-IPOs-in-London-successful-planned-postponed.html>.

²⁹ Перезагрузка: обзор российского рынка публичных размещений акций (январь-декабрь 2010) [электронный ресурс]: www.offerings.ru. – Электрон. дан. – режим доступа: [http://www.offerings.ru/netcat_files/File/IPO_2010\(1\).pdf](http://www.offerings.ru/netcat_files/File/IPO_2010(1).pdf), свободный.

³⁰ По данным агентства Offerings.ru

³¹ По данным агентства Offerings.ru

³² Буренин А. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: учебное пособие/Буренин А.Н. – М.: Федеративная Книготорговая Компания, 1998. —352 с.- ISBN. 978-5-905094-01-9., стр. 68

акции – это акции, которые акционерное общество вправе размещать дополнительно к уже размещенным. Количество объявленных акций определяется в уставе. Ценность объявленных акций заключается в упрощении процедуры увеличения уставного капитала акционерного общества. Так, если акционеры наделяют правом проводить дополнительные эмиссии акций в пределах количества объявленных акций совет директоров, то он может принимать решения об увеличении уставного фонда в объеме, не превышающем стоимость объявленных акций, без созыва собрания акционеров. К примеру, у компании ОАО «Ростелеком» количество обыкновенных акций (5,900,000,00 штук) в несколько раз превышает количество размещенных (728,696,000 штук).³³

При выпуске акций, менеджеры должны сознавать, зачем инвестор обычно инвестирует в данный инструмент. Основной мотив для акционера инвестировать в акции – получение дохода. Доход по акциям может быть получен в двух формах – в виде прироста курсовой стоимости или в виде дивидендов. Отсюда есть такие 2 понятия, как акции роста и акции дохода.³⁴ Компании, чьи акции являются акциями роста, рефинансируют почти всю прибыль, тем самым сокращая дивиденды до минимума, и как результат, акционеры получают доход только в форме прироста курсовой стоимости. Акции дохода – это акции тех компаний, значительную часть дохода по которым инвесторы получают в виде дивиденда. В основном это зрелые компании без особых перспектив для роста (у которых нет новых проектов с положительной чистой приведенной стоимостью). В свете сигнальной теории, необходимо грамотно подходить к изменению дивидендной политики: так, например, объявление об увеличении уровня дивидендных выплат дает рынку сигнал о том, что инвестиционных перспектив у компании мало, что может повлиять на цену акции.

³³ По данным официального сайта ОАО «Ростелеком», [Электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: www.rt.ru/centr-invest/stock_market/our_shar/2.php.

³⁴ Corporate Finance: Theory and Practice Quiry P., Dallochio M., Le Fur Y., Salvi A. –John Wiley & Sons Ltd. – 2009.– 1036 с. – ISBN 978-0-470-72192-6., стр. 530

Российская практика подтверждает теорию. Рассмотрим телекоммуникационный сектор. Компании сектора характеризуются невысокими темпами роста, что отчасти компенсируется неплохими дивидендными выплатами. Дивидендная доходность телекоммуникационных операторов на российском рынке традиционно одна из самых высоких (до 10%). Лидер сектора ОАО «Ростелеком» по итогам 2010 года выплатит около 1,5 млрд. рублей дивидендов (при чистой прибыли 5,1 млрд. рублей).³⁵

Необходимо отметить, что из-за рыночной конъюнктуры, акции дохода могут становиться акциями роста и наоборот. Так, до кризиса денежные потоки крупнейших российских компаний стали превышать инвестиционные потребности, поэтому компании стали выплачивать более щедрые дивиденды (несмотря на слабую традицию дивидендных выплат в России и на отсутствие проработанных дивидендных политик в большинстве компаний). Но во время кризиса денежные потоки сильно уменьшились, из-за чего уровень дивидендных выплат сильно сократился. Так, дивиденды пятерки крупнейших металлургических компаний в 2009 году были в 17 раз ниже уровня 2008 года.³⁶

Акции выпускаются обычно с одним голосом для одной акции. Однако, в некоторых странах, например в Голландии и Швеции, акционерные общества могут выпускать несколько типов акций, имеющих различное количество голосов, что позволяет определенным акционерам усилить контроль над компанией. Российские компании также прибегают к такой практике. В частности, в проспекте эмиссии компании «Яндекс» указано, что для предотвращения возможности недружественного поглощения компания разделила акции на несколько типов: «у акций класса А 1 голос, у В – 10, у С – 9. На бирже предлагаются только акции класса А. Бумаги двух других

³⁵ Дивидендный монитор 09 февраля 2011[электронный ресурс]: www.bm.ru. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.bm.ru/common/img/uploaded/analit/2011/file_1078.pdf, свободный.

³⁶ Дивидендный монитор 09 февраля 2011[электронный ресурс]: www.bm.ru. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.bm.ru/common/img/uploaded/analit/2011/file_1078.pdf, свободный.

классов можно продать только существующим акционерам «Яндекса», а если кто-то попытается продать их внешним инвесторам, акции автоматически конвертируются в акции класса А».³⁷

Важным показателем оценки привлекательности акций для инвесторов является показатель P/E – соотношение рыночной капитализации к чистой прибыли компании, или же отношение цены акции к чистой прибыли на одну акцию. Является одним из часто используемых коэффициентов для оценки привлекательности акций компании. Однако стоит использовать данный показатель для оценки акций компании, только если сравнимые компании имеют такой же рост дохода на акцию и такой же риск в части операционных и финансовых активов.³⁸ Данный коэффициент показывает, переоценена ли компания на рынке или нет. Например, рыночная цена акций ОАО «Ростелеком» в апреле 2011 года составила 170 рублей за акцию.³⁹ Чистая прибыль по итогам 2010 года составила около 5,1 млрд.руб. Размещено около 728 млн. акций. Следовательно, показатель P/E равен 24, что является достаточно высоким показателем, говорящим о возможной переоцененности акций компании. В целом по России показатель P/E , посчитанный по 100 российским компаниям, составляет 7,7, что значительно уступает данному показателю в Китае, Бразилии и Индии – 14,5; 10,5; 18,4 соответственно.⁴⁰ Причина – высокие страновые риски и сконцентрированность иностранных инвесторов на других развивающихся рынках. Для сравнения, данный показатель по американскому рынку не опускался в последние годы ниже 12, что говорит о постоянном интересе инвесторов к американскому рынку и эффективности американского финансового рынка.⁴¹

³⁷ Перед IPO «Яндекс» ввёл защитные меры против недружественного поглощения.- Ведомости. – 17.05.2011.

³⁸ Corporate Finance: Theory and Practice Quiry P., Dallochio M., Le Fur Y., Salvi A. –John Wiley & Sons Ltd. – 2009.– 1036 с. – ISBN 978-0-470-72192-6., стр. 539

³⁹ По данным www.rt.ru

⁴⁰ По данным vernimmen.com

⁴¹ По данным www.sifma.org

Таблица 6. Показатель P/E на фондовом рынке США



Отдельно следует привести статистику по привилегированным акциям. Привилегированные акции – это особый тип акций, не предоставляющих (за исключением ряда вопросов) права голоса, но предоставляющих право на получение фиксированных дивидендов и преимущественное право на имущество компании при ее ликвидации. Доля размещенных привилегированных акций несравнима с долей обыкновенных акций. На ММВБ в котировальном списке А1 из 31 выпуска акций только 2 выпуска привилегированных акций; в А2 – 1 из 8; в Б - 2 из 63.⁴² Столь небольшое количество акций данной категории объясняется низким уровнем доверия российских инвесторов к этому инструменту. Низкий уровень доверия объясняется отсутствием права голоса у владельцев привилегированных акций, что часто становится почвой для ущемления их прав. Примером ущемления прав может служить кейс ОАО «АК «Транснефть», которая отказывается увеличивать выплаты по привилегированным акциям, мотивируя это тем, что «по ним и так много платят», а если будут платить больше, то ОАО «АК «Транснефть» меньше ресурсов сможет направить на благотворительность.⁴³ Стоит напомнить, что ОАО «АК «Транснефть» до сих пор не раскрыла сведения о том, какую благотворительность осуществляла компания.

⁴² По данным www.micex.ru

⁴³ Transneft Says Higher Dividends Would Deprive Orphans, Sick - 19 апреля 2011 [электронный ресурс]: www.bloomberg.com. – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.bloomberg.com/news/2011-04-19/transneft-says-increased-dividends-would-deprive-orphans-sick.html>.

На фондовом рынке США также присутствует превалирование обыкновенных акций по сравнению с привилегированными, однако оно не столь существенно:⁴⁴

Таблица 7. Объемы выпусков привилегированных и обыкновенных акций в США

Год	Объем выпущенных обыкновенных акций, млрд. долл.	Объем выпущенных привилегированных акций, млрд. долл.
2005	160,5	29,9
2006	157,2	33,4
2007	187,5	60,0
2008	164,7	77,9
2009	254,6	9,6

Как видим, отношение объемов выпусков привилегированных акций к объемам выпусков обыкновенных акций в США варьировалась от 3 до 46% в течение 2005-2009 годов. Отмечу, что значительное сокращение выпусков в 2009 году объясняется необходимостью ввиду кризиса меньше платить дивидендов (которые в общем случае по привилегированным акциям платить надо обязательно). Рост объемов выпусков привилегированных акций до кризиса 2008 года объясняется повышенным «аппетитом» инвесторов к риску в 2007 и 2008 годах.

Облигации

По экономическому смыслу облигация – это «срочная долговая ценная бумага, удостоверяющая отношение займа между ее владельцем и эмитентом».⁴⁵ Согласно федеральному закону «О рынке ценных бумаг», облигация – это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо

⁴⁴ По данным www.sifma.org

⁴⁵ Буренин А. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: учебное пособие/Буренин А.Н. – М.: Федеративная Книготорговая Компания, 1998. —352 с.- ISBN. 978-5-905094-01-9., стр. 79

иные имущественные права. Доходом по облигации является процент и/или дисконт.⁴⁶

В 2010 году рынок облигаций в России в целом демонстрировал позитивные тенденции: снижалось количество дефолтов, росли котировки ценных бумаг, росли объемы вторичных торгов, происходило снижение процентных ставок на рынке. Однако наблюдался и ряд негативных тенденций: ухудшение в ряде сегментов финансового рынка Европы, ослабление рубля в мае 2010. В итоге наиболее свежая обработанная Банком России статистика по первичному рынку облигаций выглядит следующим образом:^{47 48}

Таблица 8. Объемы размещения облигаций на ММВБ

Показатель	1-е полугодие 2009 г.	2-е полугодие 2009 г.	1-е полугодие 2010 г.	2-е полугодие 2010 г.
Объем размещения на ММВБ, млрд. руб.	342,1	566,1	295,1	562,7
Количество новых выпусков, шт.	48	106	64	90

Портфель обращающихся облигаций на середину 2010 года составлял около 2642 млрд. руб., на конец 2010 года – около 2979 млрд. руб.

Говоря о российском рынке облигаций, нельзя не упомянуть о таком понятии как еврооблигации. Российская компания имеет две альтернативы на

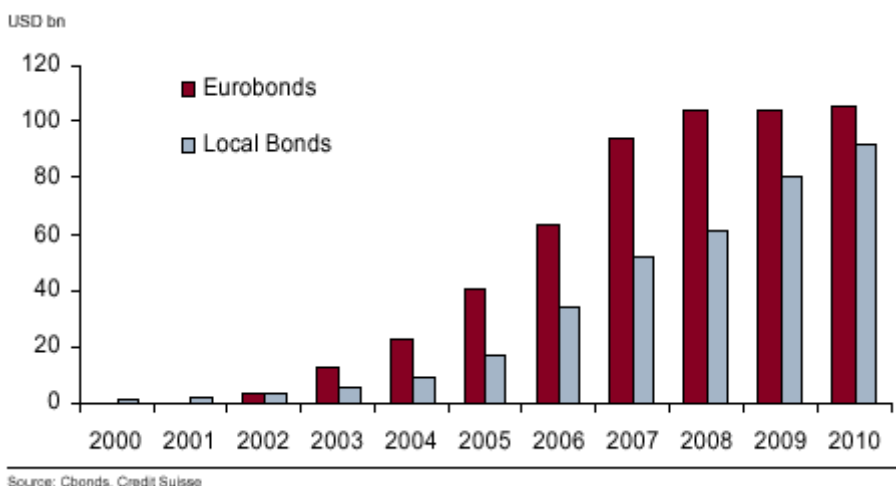
⁴⁶ О рынке ценных бумаг: федер. закон : [от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ : в посл. ред. от 07.04.2011г.] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

⁴⁷ Обзор финансового рынка: первое полугодие 2010 года. - М., 2010. – №2(69). [электронный ресурс]: Департамент исследований и информации Банка России. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.cbr.ru/analytics/fin_r/fin_mark_01-2010.pdf, свободный. стр. 16

⁴⁸ Обзор финансового рынка: годовой обзор за 2010 год. - №1(70). [электронный ресурс]: Департамент исследований и информации Банка России. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.cbr.ru/analytics/fin_r/fin_mark_2010.pdf, свободный

российском рынке: либо провести эмиссию облигаций на ММВБ, либо выпустить еврооблигации, получив тем самым доступ к иностранным инвесторам. Российский рынок корпоративных облигаций представляет собой следующую картину:⁴⁹

Рисунок 2. Капитализация корпоративного облигационного рынка России



На текущий момент рынок классических и еврооблигаций примерно сравнялись, несколько же лет назад рынок еврооблигаций значительно превосходил рынок облигаций, обращающихся на ММВБ. Это связано с узостью российского фондового рынка и интересом иностранных инвесторов к российским эмитентам в докризисный период в связи с повышенным «аппетитом» инвесторов к риску.

Следует упомянуть еще ряд особенностей, присущих облигациям, обращающимся на российском рынке. Во-первых, в России распространены облигации с правом отзыва облигации эмитентом до наступления срока погашения. Как правило, эмитент отзывает облигацию, когда уровень процентных ставок на рынке упал, чтобы выпустить новую бумагу под более низкий процент. Чтобы сделать такое условие выгодным, эмитент предусматривает условия выкупа бумаги по цене выше номинала либо продает по более низкой цене. Так, в России в 2010 году средний заявленный

⁴⁹ Fixed Income Research 12 January 2011 Emerging Europe Corporate Outlook for 2011 [электронный ресурс]: – Электрон. дан. – <http://www.credit-suisse.com/researchandanalytics>., стр. 56

срок обращения новых выпусков корпоративных облигаций составил 4,2 года. При этом фактические сроки заимствования посредством корпоративных облигаций более коротки из-за наличия оферт на выкуп облигаций эмитентом до наступления даты погашения – 3 года.⁵⁰

В России большинство выпусков корпоративных облигаций – купонные. Так, в 2010 году только 2 % (взвешены по объему размещения) выпусков были бескупонные. Анализируя облигации, выпущенные на ММВБ в 2011 году, можно сделать вывод, что среди купонных облигаций наиболее популярны бумаги с купонами, выплачиваемыми два раза в год.⁵¹

Заметим, что среднесрочная и долгосрочная бескупонные облигации, согласно теории корпоративных финансов, могут быть удобными для эмитента, т.к. не требуют ежегодного отвлечения средств для обслуживания долга.⁵² Но в России такие бумаги не популярны ввиду повышенного риска бумаги: в частности, из-за большей подверженности процентному риску.

Показатели доходности российских облигаций доказывают верность теории корпоративных финансов, которая гласит, что доходность облигаций зависит от кредитного рейтинга, срока до погашения (чем он больше, тем больше доходность) и рыночной конъюнктуры (например, изменения рыночной процентной ставки).⁵³ Средняя доходность корпоративных облигаций составила в 2010 году 8,31 % годовых, уменьшившись с 19% в 2009 году (благодаря снижению ЦБ РФ рыночных процентных ставок и улучшению кредитного качества совокупного портфеля обращающихся корпоративных облигаций). Анализ спредов показывает, что под воздействием позитивных факторов за период, прошедший после кризиса

⁵⁰ Обзор финансового рынка: первое полугодие 2010 года. - М., 2010. – №2(69). [Электронный ресурс]: Департамент исследований и информации Банка России. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.cbr.ru/analytics/fin_r/fin_mark_01-2010.pdf, свободный., стр. 16

⁵¹ По данным www.micex.ru

⁵² Буренин А. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: учебное пособие/Буренин А.Н. – М.: Федеративная Книготорговая Компания, 1998. —352 с.- ISBN. 978-5-905094-01-9., стр. 81

⁵³ Кредитный рейтинг зависит от соотношения долга и EBITDA, уровня рентабельности активов, уровня волатильности доходов, размера компании, соотношения между EBIT и процентными платежами, отсутствием/наличием субординированности долга.

2008 года, спреды между высоколиквидными корпоративными облигациями и ОФЗ, и высоколиквидными корпоративными облигациями и региональными облигациями постепенно сужались и к середине 2010 года составили около 1 и 0,4 процентных пункта соответственно. Для сравнения: спред между корпоративными облигациями и ОФЗ составлял в середине 2009 года порядка 5 процентных пунктов.⁵⁴

Отметим, что доходность облигации стоит рассчитывать как доходность к погашению (YTM), которая является внутренней нормой доходности. Ценность для эмитента этого показателя следующая: доходность, рассчитанная таким образом, показывает настоящую предналоговую цену займа. Отсюда вытекает вывод, что доходность, с которой торгуются облигации эмитента в текущий момент, является настоящей стоимостью рефинансирования.

Если обратиться к американскому рынку, то становится очевидной важность рейтингов:⁵⁵

Рисунок 3. Спреды между корпоративными облигациями и US Treasuries



Как видим, спред между бумагами AAA и BBB+ достигает одного процента, а в период кризисных явлений – 2%.

⁵⁴ Обзор финансового рынка: первое полугодие 2010 года. - М., 2010. – №2(69). [электронный ресурс]: Департамент исследований и информации Банка России. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.cbr.ru/analytcs/fin_r/fin_mark_01-2010.pdf, свободный., стр. 17

⁵⁵ По данным www.sifma.org

Следует подчеркнуть, что компании при эмиссии облигаций должны предоставлять установленное обеспечение. Согласно федеральному закону «О рынке ценных бумаг», погашение основного долга может быть гарантировано эмитентом, материнской компанией, обеспечением, гарантиями.⁵⁶ Обеспечение облигации может быть осуществлено не только благодаря наличию определенных активов, денежный поток от реализации которых идет на погашение облигаций с обеспечением в случае банкротства. Классический вид облигации предполагает, что успех именно бизнес-активности компании является важнейшим обеспечением по облигации. Но своеобразным обеспечением может служить и очередность, по которой производятся выплаты по бумагам разных выпусков.⁵⁷ Так, старший долг (senior debt) имеет то преимущество для инвестора, что погашение в случае ликвидации идут в первую очередь по отношению к младшему, субординированному долгу (subordinated debt). К сожалению, в России данное разделение на старший и младший долг пока слабо распространено. На Западе субординированный долг дает возможность инвесторам выбрать уровень риска, который они готовы принять, а, следовательно, компания получает доступ к реальной диверсификации финансирования, удовлетворяя потребности инвесторов.⁵⁸

Отдельно следует остановиться на рассмотрении конвертируемых облигаций. Конвертируемая облигация дает право держателю этой бумаги обменять ее на одну или более акций эмитента в течение заранее заданного конверсионного периода. Конвертируемая облигация схожа с облигацией с прикрепленным варрантом, однако в конвертируемой облигации варрант неотделим от облигации. Конвертируемые облигации на настоящий момент в России не пользуются особой популярностью. Так, из 40 выпусков

⁵⁶ О рынке ценных бумаг: федер. закон : [от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ : в посл. ред. от 07.04.2011г.] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

⁵⁷ Corporate Finance: Theory and Practice Quiry P., Dallochio M., Le Fur Y., Salvi A. –John Wiley & Sons Ltd. – 2009.– 1036 с. – ISBN 978-0-470-72192-6., стр.511

⁵⁸ Corporate Finance: Theory and Practice Quiry P., Dallochio M., Le Fur Y., Salvi A. –John Wiley & Sons Ltd. – 2009.– 1036 с. – ISBN 978-0-470-72192-6., стр. 539

облигаций, произведенных на ММВБ в 1 квартале 2011 года, все 40 являются неконвертируемыми.⁵⁹ Данное обстоятельство объясняется тем, что российский рынок находится в стадии развития, поэтому более сложные продукты не пользуются популярностью среди инвесторов и поэтому эмитенты не выпускают их, боясь, что те будут неликвидны.

Как пример: 20 апреля 2011 года «Национальный резервный банк» (НРБ) рассчитывал привлечь 160 млн. долл. путем выпуска собственных облигаций, конвертируемых в акции ОАО «Аэрофлот. Российские авиалинии», принадлежащие банку. Планируемая доходность была установлена в диапазоне 4,25–5% годовых. Однако пришлось отложить выпуск данных бумаг. Согласно комментарию делового издания «Коммерсантъ», «конвертируемые облигации – сложный инструмент, сопряженный с рисками как банка, так и ОАО «Аэрофлот. Российские авиалинии». По предложенной доходности инвесторов не заинтересовали бумаги с таким уровнем риска. Экзотические инструменты в принципе пугают инвесторов, поскольку в запутанной схеме больше возможностей для обхода выполнения ее условий, а доходность в 4,25–5% годовых кажется крайне непривлекательной, учитывая неоднозначность положения самого банка».⁶⁰

На самом развитом финансовом рынке мира – американском – популярность данной ценной бумаги среди эмитентов можно отобразить следующей таблицей:⁶¹

Таблица 9. Выпуски классических и конвертируемых облигаций в США

Год	Объем выпуска классических облигаций, млрд. долл.	Объем выпуска конвертируемых облигаций, млрд. долл.
2000	587,5	49,6
2001	776,1	78,3

⁵⁹ По данным www.micex.ru

⁶⁰ По данным «Коммерсантъ» от 04.05.2011

⁶¹ По данным www.sifma.org

2002	636,7	30,5
2003	775,8	72,7
2004	780,7	32,5
2005	752,8	30,1
2006	1 058,9	62,8
2007	1 128,3	76,4
2008	707,2	42,0
2009	901,9	33,0

Приведенная таблица показывает, что с 2000 по 2009 гг. объемы выпусков конвертируемых облигаций составляли от 2 до 10% от объемов выпусков классических облигаций. Стоит отметить, что объемы выпусков конвертируемых облигаций возрастали в периоды высокой оценки рынка акций, но в послекризисные годы (2002, 2008-2009) инвесторов отпугивала достаточная сложность данного инструмента, из-за чего объемы выпусков сокращались.

Сравнение объемов эмиссии акций и облигаций

Обратимся к статистике по самому развитому финансовому рынку – американскому – для того, чтобы понять динамику привлечения корпоративного финансирования посредством выпуска долевых и долговых ценных бумаг. Целесообразно представить данные в следующей таблице:⁶²

Таблица 10. Объемы выпусков долевых и долговых ценных бумаг в США

Год	Объем новых выпусков долговых бумаг, млрд. долл.	Объем выпусков долевых бумаг, млрд. долл.	Общая сумма, млрд. долл.
1990	168,8	23,9	192,7
1991	281,2	75,9	357,1
1992	386,3	101,8	488,1
1993	535,2	130,8	666,0
1994	389,8	76,9	466,7
1995	441,4	97,1	538,5
1996	584,3	151,9	736,2
1997	784,5	153,4	937,9
1998	1 107,3	152,7	1 260,0
1999	1 083,7	191,7	1 275,4
2000	1 020,3	204,5	1 224,8
2001	1 399,4	169,7	1 569,1
2002	1 329,6	154,0	1 483,6
2003	1 750,6	156,3	1 906,9
2004	1 997,4	202,7	2 200,1
2005	2 437,6	190,4	2 628,0

⁶² По данным www.sifma.org

2006	2 793,0	190,5	2 983,5
2007	2 488,2	247,5	2 735,7
2008	933,8	242,6	1 176,4
2009	1 113,5	264,2	1 377,7

Согласно представленной таблице, видно, что выпуски долговых бумаг в США в разы превосходят выпуски долевых бумаг. Правда это можно объяснить тем, что долговые бумаги через некоторое время погашаются, и компании рефинансируются, выпуская новые долговые бумаги. Вторая особенность – непрекращающаяся тенденция к росту выпусков ценных бумаг. Интересно, что, согласно исследованию McKinsey Global Institution, финансовые активы США из-за кризиса потеряли около 5,5 трлн. дол. стоимости, причем в основном из-за снижения стоимости акций.⁶³ Тем не менее, предыдущая таблица показала, что выпуск новых акций в США даже не упал. Согласно тому же отчету, в 2008 году в США финансовая глубина достигла 385% ВВП, 21 % к ВВП составила стоимость акционерного капитала (причина – кризис, в течение которого снизилась стоимость акций компаний США), 41% к ВВП составила стоимость обращающихся долговых ценных бумаг корпораций. Для наглядности обратимся к нижеприведенному рисунку, который показывает соотношение чистого долга к рыночной стоимости акций компаний США:⁶⁴

⁶³ Global capital markets: entering a new era [электронный ресурс]: www.mckinsey.com/mgi/. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.google.ru/url?sa=t&source=web&cd=3&ved=0CDEQFjAC&url=http%3A%2F%2Fwww.mckinsey.com%2Fmgi%2Freports%2Fpdfs%2Fgcm_sixth_annual_report%2Fgcm_sixth_annual_report_full_report.pdf&rct=j&q=43.%09Mapping%20global%20capital%20markets%3A%20fifth%20annual%20report%20%20&ei=9gnYTdvkE43pOYi28eEP&usg=AFQjCNGuzuR9NE-JRWPI70YMdYqdYBjMA&cad=rja., стр. 9

⁶⁴ По данным www.vernimmen.com

Рисунок 4. Структура капитала в США



Уровень долга в компаниях США (красная линия) в периоды роста экономики находился ниже 30% по отношению к капитализации компаний (что является сбалансированным показателем). Однако в периоды кризисов (2001-2002, 2007-2008) котировки акций серьезно падали, а котировки долговых бумаг из-за меньшего риска оставались почти неизменными, что приводило к резким скачкам во время кризисов доли долга в структуре капитала. И отсюда вытекают данные по финансовой глубине американской экономики, которые говорят о том, что в 2008 году акции по отношению к ВВП составляли 21% (в 2 раза ниже облигаций). По состоянию же на январь 2011 год капитализация главных биржевых площадок США составляет больше 15 трлн. долл.⁶⁵, причем по состоянию на май 2011 года капитализация рынка США составляла 17 трлн. долл., что говорит о превышении рынком акций 100% ВВП.

Проводя сравнение с российским рынком, необходимо отметить, что капитализация российского рынка акций составляла по состоянию на 2010 год около 67% по отношению к ВВП.⁶⁶ Однако, согласно исследованию McKinsey Global Institution, в развитых странах постепенно замедлится

⁶⁵ По данным www.world-exchanges.org

⁶⁶ Обзор финансового рынка: годовой обзор за 2010 год. - №1(70). [электронный ресурс]: Департамент исследований и информации Банка России. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.cbr.ru/analytics/fin_r/fin_mark_2010.pdf., свободный, стр. 1

динамика усиления финансовой глубины, а усилится динамика усиления финансовой глубины на развивающихся рынках.⁶⁷ Так, прогнозируется, что к 2015 году капитализация российского рынка акций составит 80-90% по отношению к ВВП.

⁶⁷ Global capital markets: entering a new era [электронный ресурс]: www.mckinsey.com/mgi/. – Электрон. дан. – режим доступа:
http://www.google.ru/url?sa=t&source=web&cd=3&ved=0CDEQFjAC&url=http%3A%2F%2Fwww.mckinsey.com%2Fmgi%2Freports%2Fpdfs%2Fgcm_sixth_annual_report%2Fgcm_sixth_annual_report_full_report.pdf&rct=j&q=43.%09Mapping%20global%20capital%20markets%3A%20fifth%20annual%20report%20%20&ei=9gnYTdvkE43pOYi28eEP&usg=AFQjCNGuzuR9NE-JRWPI70YMdYqdYBJjMA&cad=rja., стр. 8

Глава 2. Детерминанты выбора между акциями и облигациями при привлечении корпоративного финансирования

2.1. Теория и зарубежная практика выбора между видами ценных бумаг при привлечении корпоративного финансирования

Как было сказано в предыдущей главе, финансовый менеджер находится между миром финансов и реальной экономикой при привлечении корпоративного финансирования. Таким образом, тема данной дипломной работы лежит на стыке макро- и микроэкономики. Предыдущая глава была посвящена больше макроэкономическим сторонам данной темы. В частности, из предыдущей главы читатель узнал на уровне макростатистики, в каких пропорциях привлекается финансирование в России и в США за счет привилегированных и обыкновенных акций, за счет классических и конвертируемых облигаций. В настоящей главе мы рассмотрим, как можно объяснить данную макроэкономическую статистику, сконцентрировавшись на микроэкономических аспектах темы. Мы проанализируем, как финансовый менеджер выбирает между видами ценных бумаг при привлечении корпоративного финансирования, каковы детерминанты, которые влияют на порядок выпуска ценных бумаг, на пропорцию между долевыми и долговыми бумагами, на стратегии привлечения финансирования с помощью выпуска ценных бумаг.

Выбор в пользу той или иной ценной бумаги зависит в первую очередь от преимуществ, которые компания получит, привлекая финансирование тем или иным способом. Как было сказано в первой главе, важнейшая цель компании – долгосрочная максимизация стоимости. Финансовый менеджер компании, выбирая структуру капитала, а также порядок выпуска ценных бумаг, основывает свой выбор на возможности долгосрочной максимизации стоимости компании, что эквивалентно минимизации стоимости финансирования.

Какова должна быть структура капитала, в каком порядке должна компания выпускать ценные бумаги, чтобы можно было минимизировать стоимость финансовых ресурсов? Ответ на эти вопросы искало не одно поколение ученых и практиков. Рассмотрим наиболее интересные теоретические наработки, разработанные известными экономистами – среди них Модильяни, Миллер, Фама, Майерс, Майлуф.

Гипотеза эффективных рынков

Гипотеза эффективных рынков говорит нам о том, что фактически, средневзвешенная стоимость финансирования зависит в первую очередь не от того, в какой пропорции между долевыми и долговыми источниками финансирования распределено финансирование, а от риска бизнеса, какой ведет компания. Модильяни и Миллер в подтверждение данной идеи доказали, что инвестор не будет больше платить за ценные бумаги компании с долгом, чем за ценные бумаги компании без долга, ведь он может сам брать в долг, тем самым реплицируя структуру капитала фирмы с долгом. Невзирая на то, что заемный капитал дешевле обходится фирме, нежели акционерный,⁶⁸ средневзвешенная стоимость финансирования компании не зависит от структуры капитала, так как с ростом доли заемного капитала в структуре финансирования акционеры будут требовать более высокую ожидаемую ставку доходности по акциям, что отыграет введение большего количества более дешевого ресурса. Вывод: в своей основе стоимость финансирования зависит от риска бизнеса, а не от конкретных ценных бумаг, с помощью которых привлечено финансирование.⁶⁹ Это приводит к пониманию, что существует спред запрашиваемой доходности по всем ценным бумагам (и акции и облигации) между бумагами менее рискованной компании и более рискованной.

⁶⁸ Вследствие пониженного риска заемного капитала в сравнении с акционерным капиталом в связи с очередностью удовлетворения требований кредиторов в ситуации ликвидации компании.

⁶⁹ Modigliani, F.; Miller, M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment/ F. Modigliani, M. Miller//American Economic Review, 1958. - №48 (3)., Стр. 268, 271

Искажения гипотеза эффективных рынков

Однако гипотеза эффективных рынков является лишь гипотезой. Фактически на рынках присутствуют значительные искажения, поэтому вопрос «какова должна быть структура капитала, а также в каком порядке должна компания выпускать ценные бумаги, чтобы можно было минимизировать стоимость финансовых ресурсов?» остается в силе. Среди существующих искажений на рынке, которые влияют на выбор между конкретными ценными бумагами, необходимо выделить: особенности налогообложения, потенциальные издержки банкротства, асимметрия информация на рынке, необходимость стимулирования менеджмента, стремление менеджеров поддерживать рейтинг и финансовую гибкость компании, сигнальные свойства информации, стремление менеджеров повысить финансовую устойчивость компании, «подражание» конкурентам.

Рассмотрим эти искажения, чтобы понять, как они влияют на выбор финансовыми менеджерами тех или иных ценных бумаг при привлечении корпоративного финансирования.

Первое искажение – корпоративные налоги. Как известно, процентные платежи являются расходами по финансовой деятельности и вычитаются при определении налогооблагаемой прибыли, следовательно, чем больше компания привлекает финансирования посредством долговых инструментов, тем больше так называемый эффект налогового щита, благодаря которому доходность собственного капитала выше. Поэтому как акционеры, так и финансовые менеджеры заинтересованы в выпуске долговых ценных бумаг. Стоит отметить, что влияние корпоративных налогов на выбор источника финансирования легло в основу известной сегодня теории компромисса, или *tradeoff model*.⁷⁰

Второе искажение, описываемое в рамках *tradeoff model*, говорит, что любое увеличение в уровне долга увеличивает риск будущего возможного

⁷⁰ Corporate Finance: Theory and Practice Quiry P., Dallocchio M., Le Fur Y., Salvi A. –John Wiley & Sons Ltd. – 2009.– 1036 с. – ISBN 978-0-470-72192-6., стр. 694

банкротства, поэтому приведенную стоимость издержек банкротства и финансовых трудностей (прямых и косвенных) следует вычесть из полученной стоимости компании.⁷¹ Практически это выражается следующим образом: чем больше компания полагается на долговые источники финансирования, тем каждый новый заем инвесторы готовы предоставить с большей ценой финансирования (пропорционально росту вероятности, что данная компания обанкротится из-за роста долга). Следовательно, полезен тот уровень долга, при котором стоимость фирмы наибольшая при балансировке с одной стороны приведенной стоимости налогового щита, а с другой стороны приведенной стоимости издержек финансовых трудностей. С ростом доли долга средневзвешенная стоимость финансирования снижается, рентабельность собственного капитала растет, а в какой-то момент дополнительный рост долга начинает осознаваться инвесторами как рост рискованности, из-за чего средневзвешенная стоимость финансовых ресурсов начинает расти – и в этом случае компании выгодно понизить долю долга.

Следующий кластер искажений, влияющих на выбор видов ценных бумаг при корпоративном финансировании, имеет место из-за неэффективности рынков вследствие асимметрии информации. Из этой идеи исходят разработанная Майерсом в 1984 году теория порядка финансирования, или *pecking order theory*,⁷² и теория агентских отношений. Обе теории гласят, что существует асимметрия информации между менеджерами компании и инвесторами. Менеджеры лучше знают, как у них обстоят дела в компании, нежели инвесторы, поэтому инвесторы, из-за того, что не обладают полной информацией, требуют, чтобы их риск, выходящий из неопределенности, либо полноценно вознаграждался, либо сокращался. Аутсайдеры всегда предполагают, что инсайдеры никогда не раскрывают

⁷¹ Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов /Р.Брейли С. Майерс – М., ЗАО «Олимп—Бизнес».- 2010. - 1008с.- ISBN 978-5-9693-0089-7., стр. 469

⁷² Corporate Finance: Theory and Practice Quiry P., Dallochio M., Le Fur Y., Salvi A. –John Wiley & Sons Ltd. – 2009.– 1036 с. – ISBN 978-0-470-72192-6., стр. 701

всю имеющуюся информацию. Отсюда риск для компании – увеличение стоимости финансирования и меньшие объемы привлеченного капитала. Проблемы с асимметрией информации наиболее актуальны для небольших компаний, для стартапов, для контролируемых несколькими акционерами компаний. Реальный мир также говорит о том, что при выпуске акций компании приходится раскрывать больше информации, чем при выпуске других бумаг. Долговые инструменты имеют в таком случае сравнительное преимущество перед акциями.

По перечисленным причинам, согласно pecking order theory, менеджеры сначала полагаются на внутренние ресурсы, очевидная стоимость которых равна нулю. Когда собственных источников недостаточно – менеджеры используют безрисковое долговое финансирование, т.е. хорошо обеспеченные кредиты или финансирование посредством выпуска обеспеченных облигаций. Если этих источников недостаточно, тогда компании выпускают более рискованные долговые ценные бумаги. Однако когда и этих источников оказывается не достаточно, менеджеры прибегают к выпуску гибридных инструментов и, в конечном счете, к привлечению акционерного капитала.

Стоит отметить, что согласно теории агентских отношений, конвертируемые облигации являются в какой-то степени «панацеей» для компании (однако на практике конвертируемых облигаций выпускается значительно меньше классических – что было показано на основе статистики по рынку США), поскольку у конвертируемых облигаций есть полезные для компании черты:

- Во-первых, разрешается конфликт интересов между акционерами и кредиторами. В случае, если у компании большая доля долгового финансирования в структуре капитала, кредиторы предполагают, что менеджеры постараются увеличить богатство акционеров, ущемляя интересы кредиторов, из-за чего у менеджеров будет дефицит средств,

какие они могли бы вложить в проекты с положительной чистой приведенной стоимостью, поэтому кредиторы соглашаются предоставить долговое финансирование только в виде конвертируемых облигаций, которые защищают кредиторов. Так, если трансфер стоимости от кредиторов к акционерам произойдет, тогда кредиторы просто конвертируют свои бумаги и станут новыми акционерами, причем произойдет трансфер стоимости от старых акционеров к новым;

- Во-вторых, разрешается конфликт интересов между акционерами и менеджерами. Погашать наличностью облигации для менеджера хуже, чем конвертировать, а конвертация произойдет только, если цена акции вырастет.

Теория агентских отношений объясняет полезность долговых ценных бумаг ввиду присущей им возможности стимулирования менеджмента. Механизм прост (был описан в первой главе в рассуждениях о LBO): корпоративные менеджеры особо заинтересованы в успехе в профинансированных за счет долга проектах, т.к. долг надо обслуживать согласно графику.

Однако при большем, чем достаточно, уровне долга (помимо других недостатков долга) компании грозит потеря финансовой гибкости. Поэтому менеджеры стремятся оставить место для маневра (*unused debt capacity*) – возможность обратиться к долговому финансированию в тот момент, когда средства понадобятся под какой-либо новый проект, причем быстро и дешево.⁷³

Искажение гипотезы эффективных рынков вытекает и из природы взаимодействия компании с внешним миром: так называемая сигнальная теория утверждает, что любое корпоративное действие менеджера – это

⁷³ Fosberg R. Debt capacity and debt financing/ Richard H Fosberg//Journal of Business & economics. - William Paterson University, 2008., стр. 21

сигнал рынку⁷⁴. Если сигнал положительный – то, скорее всего, он будет иметь положительное воздействие на котировки акций компании и на стоимость рефинансирования долговых ценных бумаг компании. И наоборот. Следует привести примеры сигналов. Так, дополнительный выпуск акций сигнализирует о том, что менеджеры полагают, что акции компании в данный момент переоценены, поэтому компаниям приходится продавать новые акции с дисконтом (т.е. с увеличенной стоимостью этого ресурса). Негативный сигнал в данном случае подтверждается практикой – в Европе цена акций снижается в среднем на 3 процента после объявления о новом выпуске акций. В то же время выпуск облигаций не является негативным сигналом – ведь облигации менее рискованны. При выпуске долгового инструмента для финансирования инвестиционного проекта, компания показывает рынку, что считает будущие доходы достаточными для погашения долга. А финансирование за счет реинвестирования прибыли еще более положительный сигнал: решение о таком финансировании посылает сигнал рынку о хороших инвестиционных перспективах компании. Частное размещение (private placement) ценных бумаг также является положительным сигналом рынку (ведь их легче реструктурировать в случае финансовых затруднений, и к тому же такое размещение увеличивает контроль компании аутсайдерами). Решение о выпуске гибридных ценных бумаг посылает двоякий сигнал: с одной стороны, они надежны (да и выпускаются для удовлетворения потребности инвесторов в наличии надежного, но и доходного инструмента), но с другой стороны, выпуск гибридов говорит рынку о том, что компания не надеется привлечь инвесторов традиционными способами. Есть специфичные ситуации, например, ситуации, в которые попадают быстрорастущие компании. Быстрорастущая компания не хочет выпускать много акций, так как, скорее всего, они недооценены, да и к тому же выпуск новых акций посылает негативный сигнал рынку,

⁷⁴ Corporate Finance: Theory and Practice Quiry P., Dallochio M., Le Fur Y., Salvi A. –John Wiley & Sons Ltd. – 2009.– 1036 с. – ISBN 978-0-470-72192-6., стр. 638

способствующий еще большей недооценке акций компании, поэтому конвертируемые облигации являются выходом из этой ситуации.

Существуют также и другие детерминанты, которые влияют на выбор между видами ценных бумаг при привлечении корпоративного финансирования:⁷⁵

- Зачастую структура капитала конкурентов показывает тот уровень долга, который нельзя переступать: в противном случае во время циклического спада позиция компания будет более уязвимой, чем позиция конкурентов. Это так называемое «подражательное» поведение.

- Теория жизненного цикла говорит о том, что на определенных этапах жизни компании менеджеры будут подключать новые источники финансирования. Стартап финансируется частным образом. По мере того, как компания развивается и растет, можно привлекать банковские кредиты. Далее следует первичное размещение акций, и только после этого размещение облигаций.

- Компании с высокими фиксированными издержками заинтересованы не увеличивать точку финансовой безубыточности, тем самым держать долг на приемлемом уровне.

По нашему мнению, важнейшим детерминантом выбора между видами ценных бумаг при привлечении корпоративного финансирования является так называемый финансовый контекст момента.⁷⁶ Финансовые менеджеры живут в режиме реального времени, и как следствие, их действия являются откликом на текущую рыночную ситуацию. Из этого следует, что стоит выпускать акции, когда рынок акций «бычий» и оценка акций высока, и выпускать долговые инструменты и выкупать обратно свои акции в моменты

⁷⁵ Corporate Finance: Theory and Practice Quiry P., Dallochio M., Le Fur Y., Salvi A. –John Wiley & Sons Ltd. – 2009.– 1036 с. – ISBN 978-0-470-72192-6., стр. 746

⁷⁶ "Some new ideas on capital structure", Malcolm Becker, Jeffrey Wurgler [электронный ресурс]: – Электрон. дан. – The Vernimmen.com, режим доступа: <http://www.vernimmen.com/html/research/research08.html>.

«медвежьего» рынка и низких оценок акций компании.⁷⁷ Описанный подход является в настоящее время наиболее распространенным в современной теории корпоративных финансов – timing hypothesis.

Мировая практика выбора между видами ценных бумаг при привлечении корпоративного финансирования

Проанализировав возможные детерминанты, которые влияют на выбор видов ценных бумаг при привлечении корпоративного финансирования согласно теории, перейдем к вопросу, как на практике финансовые менеджеры выбирают между видами ценных бумаг.

Согласно опросам корпоративных финансовых менеджеров Европы и Америки, главными факторами, определяющими выбор между инструментами финансирования, являются:⁷⁸

- Влияние решения о выборе инструмента финансирования на финансовую гибкость компании (таким образом, финансирование посредством выпуска ценных бумаг предпочтительней банковского, а в то же время, выпуск долевых ценных бумаг более выгоден, нежели выпуск долговых; к тому же нельзя забывать об unused debt capacity – пространстве для маневра) - 75 % опрошенных менеджеров отметили данный пункт;
- Влияние решения на кредитный рейтинг (что также сдерживает менеджеров сильно полагаться на долговое финансирование) - ухудшение кредитного рейтинга гарантирует увеличение стоимости финансирования для компании – 60% опрошенных менеджеров отметили данный пункт;
- Налоговой щит - 50 % опрошенных менеджеров отметили данный пункт;
- Присутствие волатильности в доходах компании (что уменьшает возможность компании обращаться к долговому финансированию) – 50% опрошенных менеджеров отметили данный пункт.

⁷⁷Why do firms issue equity? [электронный ресурс]: The Vernimmen.com letter N° 30 - February 2008. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.vernimmen.com/letter/newsletter-articles-finance/letter_30.php#recherche.

⁷⁸ Corporate Finance: Theory and Practice Quiry P., Dallochio M., Le Fur Y., Salvi A. –John Wiley & Sons Ltd. – 2009.– 1036 с. – ISBN 978-0-470-72192-6., стр. 765

Опросы менеджеров также показывают, что такие озвученные выше идеи, как структура капитала конкурентов и приведенная стоимость издержек банкротства не влияют на выбор источников финансирования.

Другое исследование было проведено в США: были опрошены 300 финансовых менеджеров⁷⁹ в частности по вопросам мотивации при проведении IPO. Согласно результатам данного исследования, важнейшими мотивами для этих менеджеров были:

- Обретение репутации (при листинге компания становится еще более узнаваемой), а также
- Возможность использовать акции в будущих сделках слияний и поглощений.

В рамках данного исследования было также сделано ценное замечание насчет времени выхода на рынок ценных бумаг: опрошенные финансовые менеджеры подтвердили использование рассмотренного выше теоретического постулата *timing hypothesis*: выходить на рынок стоит в моменты рыночного подъема.

В подтверждение теории *timing hypothesis* американские исследователи Диттмар и Такор пришли к мнению, что компании выпускают акции при одновременном наличии двух условий: акции в данный момент как минимум не недооценены, а ожидания инвесторов в отношении успешности проектов, которые должны быть профинансированы, согласуются с ожиданиями менеджеров в отношении успешности этих проектов.⁸⁰ Эмпирическое исследование покрыло около 8000 выпусков акций, при которых реальные EPS компаний были выше прогнозных (что воодушевляет инвесторов принимать новые проекты менеджеров). Вывод исследования: компании,

⁷⁹ RESEARCH: IPO theory and practice [электронный ресурс]: The Vernimmen.com newsletter № 20. - November 2006. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.vernimmen.com/letter/newsletter-articles-finance/letter_20.php#recherche.

⁸⁰ Why do firms issue equity? [электронный ресурс]: The Vernimmen.com letter № 30 - February 2008. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.vernimmen.com/letter/newsletter-articles-finance/letter_30.php#recherche.

которые высоко оценены рынком и для которых инвестиционные ожидания инвесторов и менеджеров согласуются, в 4 раза более склонны выпускать новые акции, чем долговые инструменты, а компании в противоположной позиции в 2 раза более склонны выпускать долговые инструменты. Еще один аргумент Диттмара и Такора в пользу данного вывода заключается в том, что инвестиционные расходы увеличиваются чаще после привлечения капитала путем выпуска акций, чем после выпуска нового долга. Возможно, читателям настоящего исследования идея того, что акционерный капитал обычно выпускается только в случае необходимости финансировать новые проекты, покажется противоречащей *timing hypothesis*, ведь новые инвестиционные проекты не зависят напрямую от переоцененности рынка акций. Но на наш взгляд, эти расхождения можно свести к практическому совету: во время переоцененности рынка и во время переоцененности акций компании финансовым менеджерам стоит использовать данную выгодную рыночную конъюнктуру – необходимо убедить инвесторов в инвестиционной привлекательности компании. К тому же не стоит забывать, что при переоцененности автоматически снижается стоимость финансирования, и, как следствие, некоторые проекты обретают положительную чистую приведенную стоимость.

В продолжение рассуждения о детерминантах выбора между видами ценных бумаг на практике нельзя не упомянуть о следующем интересном исследовании, опубликованном Иво Вэлшем в 2004 году: исследовании американских публичных компаний с 1962 по 2000 годы. Согласно исследованию, 40% изменений в структуре капитала происходило благодаря изменениям в цене акций компаний, а 60% из-за необъясненных выпусков акций и выкупов акций.⁸¹ Отсюда автор пришел к выводу, что в реальности у финансовых менеджеров нет фиксированной идеальной структуры капитала, которой они следуют, либо они измеряют ее отличным методом, нежели

⁸¹ Some new ideas on financial structure, Ivo Welch. [электронный ресурс]: The Vernimmen.com. – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.vernimmen.com/html/research/research15.html>.

рычаг: например, на основе рейтинга, максимально допустимого уровня debt/EBITDA, процентного покрытия. Необходимо отметить, что данная гипотеза согласуется с практикой рейтинговых агентств при присвоении рейтингов и кредитных офицеров банков при решении о выдаче кредитов. Так, неудовлетворительное процентное покрытие или превышение соотношения debt/EBITDA над пороговыми уровнями автоматически влияет на рейтинг компании, что приведет к удорожанию стоимости долгового финансирования (и как следствие, вырастет стоимость долевого финансирования). Результаты этого исследования согласуются с опросами корпоративных менеджеров США и Европы, результаты которых были описаны выше.

Еще одно практическое исследование показало, что наиболее успешные интернациональные группы привлекают очень мало долгового финансирования(!): 35 интернациональных групп, котируемых на фондовых биржах, с капитализацией более 40 млрд. евро и P/B ratio больше 3, с высоким уровнем генерации богатства, в среднем имеют debt/EBITDA в районе 0.1.⁸² У Apple – 1.7, у L'Oréal – 0.6, у Coca Cola – 0.3. Лорен Фрезар в 2010 показал, что фирмы с достаточно большими запасами денежной наличности отвоевывают долю рынка у своих конкурентов, у которых недостаточно резервов наличности. А достаточные резервы могут быть только при невысоком финансовом рычаге. Отсюда можно сделать практический вывод: низкий финансовый рычаг дает компании дополнительную гибкость и большее пространство для маневра, поэтому при привлечении финансирования из внешних источников необходимо стараться опираться на акционерный капитал.

На основе анализа теории и данных практических исследований сформулируем наше мнение о том, как именно стоит выбирать между видами

⁸² Why successful group have so low a debt level? [электронный ресурс]: The Vernimmen.com newsletter № 56. – January 2011. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.vernimmen.com/letter/newsletter-articles-finance/letter_56.php#faq.

ценных бумаг при привлечении корпоративного финансирования. Можно назвать это стратегиями корпоративного финансирования с использованием ценных бумаг.

Стратегии корпоративного финансирования с использованием ценных бумаг

Представим шкалу, где на одном полюсе лежит компания, которая использует только внутренние источники и банковские кредиты для финансирования своей деятельности, а на другом конце шкалы – большую корпорацию, финансируемую в том числе и за счет акций, облигаций и гибридов. Первая компания в процессе своего развития будет стремиться к положению второй компании. Данный факт неопровержим отмеченными ранее в первой главе процессами дезинтермедиации и усиления глубины финансового рынка. Публичность дает много преимуществ (при условии, что для компании эта публичность естественна). Степень готовности компании к публичности можно понять, проанализировав относительный размер компании и характер роста. Эти две характеристики показывают, достаточный ли будет объем размещаемых ценных бумаг для того, чтобы они были ликвидными. В первой главе было сказано, что если предполагаемый объем выпущенных ценных бумаг не будет достаточным, то компании стоит обратиться к банковскому финансированию (естественно, если это возможно). Следовательно, большую роль играет жизненный цикл компании, в течение которого, при условии, что компания гармонично развивается, она все больше должна становиться публичной, тем самым получая дополнительные преимущества от получения финансирования не через посредников, а напрямую от множества инвесторов. В таком случае, действительно, финансирование будет происходить в следующей последовательности: стартап финансируется частным образом, по мере развития компания сможет привлечь банковские кредиты, далее, по мере развития и роста, возможен выпуск самых простых ценных бумаг: скорее всего это будет private placement акций среди ограниченного числа инвесторов и выпуск облигаций. На этой стадии начинают действовать

законы рынка, описанные ранее: возможные сигналы, необходимость сокращать асимметрию информации. С момента выпуска первых ценных бумаг компания идет к большей публичности, а поэтому ей просто необходимо начинать жить как публичной компании. Так, практика показывает, что, намереваясь провести первичное предложение акций широкому кругу инвесторов, компания начинает готовиться к этому в среднем за два года. Поэтому, принимая решение стать более публичной, компания должна понимать, будут ли дополнительные издержки покрыты дополнительными выгодами. Важно отметить, что компания должна становиться более прозрачной для убеждения инвесторов, что действительно будущие проекты будут доходны, а риск компании действительно такой, каким его характеризуют менеджеры. В таком случае, классически работает *pecking order theory* (ценные бумаги выпускаются в следующем порядке: обеспеченные облигации, менее надежные облигации, гибриды, акции). Использование долга необходимо ввиду налогового щита, но всегда стоит обращать внимание, как дополнительный долг повлияет на рейтинг, на финансовую гибкость (которая в числе прочего выражается наличием резервов наличности), а также на пространство для маневра. Параллельно при принятии решений о корпоративном финансировании используется наиболее адекватная с нашей точки зрения теория – *timing hypothesis*. Асимметрия информации негативно влияет на стоимость финансирования компании согласно *pecking order theory*, но финансовый контекст момента может сгладить данные негативные тенденции: так, на бычьем рынке велика вероятность, что инвесторы приобретут акции, несмотря на то, что *pecking order theory* утверждает, что компания еще не снизила асимметрию информации. Классический пример – акции ВТБ были проданы рынку на пике предкризисного ажиотажа за 0,116 рублей, а за полгода снизились до 0,08 рублей (март 2008), а на дне кризиса котировались за 0,02 рубля.⁸³

⁸³ По данным www.micex.ru

Итак, выпуск акций в широкое обращение можно проводить только, если подходит момент. Как еще один пример справедливости timing hypothesis стоит отметить неудачи российских компаний при выходе на IPO в 2011 году: с января по май 6 сделок было отменено, в частности IPO компании «Вертолеты России» (компания не смогла закрыть книгу заявок). Эксперты считают, что причина неудачи «Вертолетов России» кроется в общем падении на рынке.⁸⁴

Timing hypothesis хорошо объясняет тот факт, почему в США в объемах выпусков акций максимальную долю занимают вторичные дополнительные размещения (capital increase, или secondaries).⁸⁵

Таблица 11. IPO/SPO в США

Год	Объем первичных предложений акций, млрд. долл.	Объем дополнительных выпусков акций, млрд. долл.
2005	62,6	97,8
2006	57,9	99,3
2007	91,1	96,4
2008	11,0	153,7
2009	26,9	227,7

Данная таблица говорит о том, что компаниям стоит активно отслеживать рыночную конъюнктуру. Как пример, после кризиса инвесторы недоверчиво относились к первичным предложениям акций (ввиду асимметрии информации более значительной, чем по дополнительным размещениям), в то же время, стоимость долговых инструментов выросла, поэтому следствием стало повышение активности эмитентов на рынке capital increase, т.е. дополнительных размещений.

Ключевой момент в истории жизни компании – первичное предложение акций широкому кругу инвесторов. Еще раз стоит подчеркнуть,

⁸⁴ По данным агентства Offerings.ru

⁸⁵ По данным www.sifma.org

что IPO – это поворотный момент для любой компании, поэтому необходимо менеджерам точно оценить степень готовности своей компании. Есть несколько вопросов, которые стоит себе задать:

- Обгоняет ли компания средние темпы роста по отрасли? Инвесторы должны быть убеждены, что после IPO компания будет успешна. Наиболее важные факторы, которые это определяют: привлекательный конкурентоспособный продукт с большим рынком, опытная команда менеджеров, позитивный тренд в финансовых результатах компании, благоприятные финансовые перспективы, продуманный бизнес-план, надежные системы внутреннего контроля.
- Достигла ли компания в своем развитии точки, в которой перспективы поддержания значительных объемов продаж и тренд роста доходов по настоящему хороши?
- Достаточно ли интересны продукты компании для потребителей?
- Готова ли компания ежеквартально раскрывать информацию согласно законодательству?
- Достаточно ли сильна команда, которая руководит компанией? Достаточно ли ей доверяют аутсайдеры?
- Будет ли стоимость IPO перевешена преимуществами IPO? На этот вопрос, однако, можно ответить только через несколько лет после проведения IPO.⁸⁶

Гибридные долговые инструменты стоит выпускать, если невозможно больше выпускать долг (например, если это может ухудшить рейтинг) и пока нецелесообразно выпускать акции (например, если чувствуется, что рынок их недооценит). В такой ситуации конвертируемая облигация будет лучшим средством. В отношении конвертируемых облигаций можно сделать следующий вывод: они подходят для быстрорастущих компаний, для

⁸⁶Roadmap for an IPO: a guide to going public. – PriceWaterhouseCoopers. – 2010 [электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.pwc.com/us/en/transaction-services/publications/roadmap-for-an-ipo-a-guide-to-going-public-download.jhtml>.

компаний с большой долей долга в структуре капитала или чьи активы достаточно рискованны.⁸⁷

Привилегированные акции стоит выпускать только после того, как обыкновенные акции обращаются на бирже и являются ликвидными. Правило простое: выпуск разных видов акций не имеет такого же положительного эффекта, как выпуск разных видов облигаций, т.к. ликвидность для держателей облигаций обычно менее важна, чем ликвидность для держателей акций. Преимущество привилегированных акций состоит только в том, что они позволяют компании, которой нужно финансирование (или скажем, если компания испытывает трудности с привлечением финансирования из-за трудностей в бизнесе, но у нее есть шансы поправить ситуацию), привлечь новых инвесторов, представляя им специальные преимущества. Обычно это оборачивается повышенной стоимостью данного источника финансирования (доходность выше, чем по обыкновенным акциям) из-за их пониженной ликвидности по сравнению с обыкновенными акциями; к тому же понимание данных ценных бумаг не просто, из-за чего они торгуются с явным дисконтом. Привилегированные акции, как показала статистика по рынку США, стоит выпускать, когда у инвесторов повышается «аппетит» к риску.

Таким образом, конвертируемые облигации и привилегированные акции стоит выпускать компаниям, если ими они могут удовлетворить особые потребности инвесторов (потребность в определенном уровне доходности при определенном уровне риска). Хорошей альтернативой привилегированным акциям являются субординированные долговые инструменты. Рейтинговые агентства также частично их признают за собственный капитал (т.к. они в основном долгосрочно размещаются среди

⁸⁷ так называемая *matching hypothesis* объясняет конвертируемые облигации с той позиции, что они позволяют компании эмитировать ценные бумаги, денежные потоки по которым увязаны с денежными потоками компании. Наиболее очевидно это объяснение на примере быстрорастущих компаний с волатильным кэш-флоу.

институциональных инвесторов, ищущих повышенную доходность и меньше заботящихся о ликвидности); к тому же данные ценные бумаги позволяют улучшить финансовую устойчивость, не размыть собственность, да и к тому же процентные платежи относятся на расходы. Выпуск таких бумаг полезен только для крупных компаний, разные виды ценных бумаг которых находятся в обращении. К сожалению, на российском рынке таких бумаг нет.

2.2. Практика выбора российскими компаниями между видами ценных бумаг для привлечения корпоративного финансирования

Детерминанты структуры капитала в России

В настоящем параграфе рассмотрим особенности российской практики выбора компаниями между акциями и облигациями при привлечении корпоративного финансирования.

Для начала определим важнейшие детерминанты структуры капитала в российских компаниях. Для этого обратимся к исследованию структуры капитала в России, опубликованному Ильей Ивановым в 2010 году.⁸⁸ Согласно исследованию, проведенному эмпирическим путем по данным 700 компаний, в России распространены следующие детерминанты структуры капитала:

- Прибыльность компании влияет на структуру капитала: чем более компания прибыльна, тем меньше она опирается на долговые ресурсы. Подтверждается, таким образом, pecking order theory. Следовательно, гипотеза Лорена Фрезара, согласно которой наиболее успешные компании привлекают мало долговых ресурсов,⁸⁹ актуальна и в российских условиях.
- Величина материальных активов не имеет выраженной корреляции со структурой капитала, хотя по логике должна коррелировать с величиной долга. И.Иванов приходит к выводу, что причина этого – плохое качество материальных активов российских компаний как обеспечения: материальным активам присуща сложность реализации. Плохое обеспечение – одна из проблем российских должников – будет рассмотрена в следующей главе в параграфе, посвященном проблемам выхода российских эмитентов на рынок ценных бумаг.

⁸⁸ Иванов И. Capital structure determinants of Russian public companies/Ilya Ivanov// Корпоративные финансы. - М., 2010. - №1(13).

⁸⁹ Why successful group have so low a debt level? [электронный ресурс]: The Vernimmen.com newsletter № 56. – January 2011. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.vernimmen.com/letter/newsletter-articles-finance/letter_56.php#faq.

- Размер компании не имеет влияния на уровень долга в очень больших компаниях, однако, коррелирует с размерами компаний меньших размеров. Это говорит о том, что есть порог, после которого увеличение размера компании не влияет на простоту получения долгового финансирования. Таким образом, работает trade-off model.
- Жизненный цикл компании в России оказывает неопределенное действие на структуру капитала. Информация искажена ввиду наличия на рынке сильно перекредитованных монополистов. К тому же искажено влияние жизненного цикла ввиду слабого развития equity-финансирования на ранних стадиях жизненного цикла. Private equity, венчурное финансирование и бизнес-ангелы слабо развиты в России, из-за чего повышен уровень долга на ранних стадиях жизненного цикла. А средние по размеру компании недополучают долгового финансирования, поскольку вследствие доминирования на рынке монополистов, риск данных компаний оценивается банками выше, чем был бы при более конкурентной экономике.
- Непрозрачность экономических отношений приводит к большому влиянию кредитных рейтингов, а также к большому влиянию отчетности по зарубежным стандартам бухгалтерского учета и к дисконту в ценах акций для компаний, в которых имеется один большой акционер.⁹⁰

Опыт выхода на рынок ценных бумаг российских компаний

Рассмотрим на примере двух компаний, как в России компании в течение своего жизненного цикла привлекали финансирование на рынке ценных бумаг. Данные истории покажут, насколько теория и зарубежная практика оправдывают себя и в России.

В 2010 году группа компания Mail.ru провела IPO на Лондонской бирже на сумму 912 млн. долл. Компания является лидером Рунета – ей

⁹⁰ Иванов И. Capital structure determinants of Russian public companies/Ilya Ivanov// Корпоративные финансы. - М., 2010. - №1(13).

принадлежат доли во большом количестве российских интернет-компаний (Мой мир, Одноклассники, ВКонтакте, Мэйл.ру и другие), а также доля в Facebook. Согласно финансовой отчетности и проспекту ценных бумаг, компания всегда финансировалась за счет собственных средств – средств крупнейших акционеров, можно их назвать бизнес-ангелами.⁹¹ На заемное финансирование полагались мало и редко (ввиду того, что денежный поток у Интернет-компаний не всегда стабилен, а также не всегда достаточно материальных активов для предоставления обеспечения). Так, доля кредитов и займов на протяжении 2007 – 2010 годов всегда составляла меньше 5% по отношению к собственному капиталу. Для продолжения своей экспансии группа компаний выбрала момент, когда рынок окончательно окреп (то есть, согласно *timing hypothesis*, когда рынок стал готов справедливо оценить компанию) – и тогда вышла на IPO в Лондоне (доступ к акциям иностранные инвесторы получили через глобальные депозитарные расписки).

«ВТБ капитал» оценивал компанию в \$4,95-5,44 млрд. на основе прогнозной выручки группы в \$299 млн. и EBITDA в \$102,7 млн.⁹² Ценовой диапазон, определенный компанией, составил \$23,7—\$27,7 за бумагу. Во время *road shows* стало ясно, что компания сможет разместить свои бумаги по верхней границе ценового диапазона и привлечь даже больше, чем рассчитывали инвестбанки: так, книга заявок уже на второй день *road show* была полностью заполнена.⁹³ А по итогам всех *road shows* переподписка на бумаги компании превысила объем предложения в 20 раз. Цена размещения GDR Mail.ru Group в ходе IPO на Лондонской фондовой бирже (LSE) составила \$27,7, что соответствует верхней границе предварительного ценового диапазона.⁹⁴ Компанию рынок оценил в \$5,71 млрд., что даже

⁹¹ По данным corp.mail.ru

⁹² IPO Mail.ru Group может стать самым успешным российским размещением/RBC daily 08.11.2010 [Электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.rbcdaily.ru/2010/11/08/media/525043>

⁹³ Спрос на акции Mail.ru Group превысил предложение уже на второй день *road show*/Ведомости 26.10.2010 [Электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа:

http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/248478/mailru_group_narashvat.

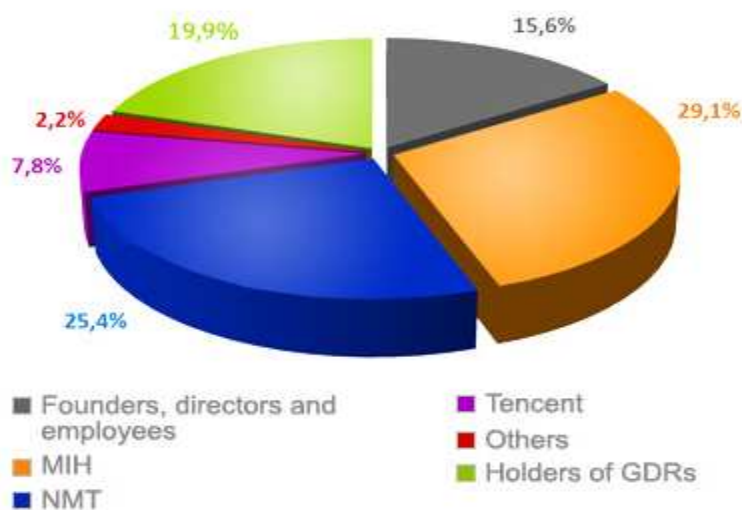
⁹⁴ IPO Mail.ru Group может стать самым успешным российским размещением/RBC daily 08.11.2010

[Электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.rbcdaily.ru/2010/11/08/media/525043>

больше, чем самый оптимистичный прогноз инвестбанков. Таким образом, компания сумела убедить инвесторов в перспективах своих инвестиционных планов – работает описанная выше теория Диттмара и Такора. Инвесторами в основном стали фонды, специализирующиеся на инвестициях в Интернет-компаниях.⁹⁵ На момент написания исследования структура акционерного капитала группы выглядит следующим образом:⁹⁶

Рисунок 5. Структура акционерного капитала группы компаний Mail.ru

Shareholder structure as at 26 April 2011, % economic interest



Первоначальные основатели владеют 15,6% акций. В свободном обращении находится около 20 % акционерного капитала. Остальной частью владеют разные юридические лица, выступившие на определенных этапах развития компании бизнес-ангелами. Все средства, полученные от публичного предложения акций, группа компаний потратила на продолжение экспансии в Рунете, в частности, на увеличение своей доли в ВКонтакте.⁹⁷

Безусловно, данное публичное размещение прошло успешно. Заметим, что компания была рынком оценена правильно. На следующем рисунке

⁹⁵ По данным агентства Offerings.ru

⁹⁶ По данным corp.mail.ru

⁹⁷ Mail.ru Group предварительно объявила ценовой коридор для размещения/Коммерсант 01.11.2010[Электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.kommersant.ru/doc.aspx?DocsID=1528845&NodesID=4>

представлена динамика движения цены на ГДР после публичного размещения:

Рисунок 6. Динамика цены ГДР группы компаний Mail.ru



После публичного размещения цена бумаги значительно выросла (что можно объяснить повышенным интересом инвесторов к акциям компании, а также дисконтом при размещении, который стимулирует инвесторов покупать бумаги при первичном размещении). В течение года наблюдалась значительная волатильность, однако средняя цена за бумагу в целом находится рядом с ценой первичного предложения. Таким образом, данное первичное размещение стало удачей как для эмитента, так и для инвесторов.

Вторая показательная компания – Русское море. Деятельность ведет с 1998 года. Занимается производством и реализации рыбной продукции. Компания гармонично и стабильно развивалась с даты основания: начав с постройки завода в Подмосковье, компания постепенно расширила свое присутствие и на текущий момент занимает 10% рынка рыбной продукции.⁹⁸ Согласно отчетности, изначально компания финансировалась за счет средств собственников и за счет банковского финансирования. Дальше компания

⁹⁸ По данным www.russiansea.ru

достигла в своем развитии момента, при котором можно использовать рыночное долговое финансирование (как говорилось ранее, размер выпуска имеет значение из-за ликвидности), и в 2007 году на ММВБ были выпущены облигации, позволившие привлечь 2 млрд. рублей. Судя по информации компании, деньги были нужны для пополнения оборотных средств и на дальнейшее развитие (то есть на инвестиционные цели). Таким образом, компания диверсифицировала свой портфель обязательств. После размещения облигаций сократилась доля кредитов в капитале компании, что позволило компании снизить средневзвешенную стоимость финансирования.⁹⁹

Во время кризиса некоторые инвесторы воспользовались правом досрочного погашения (на сумму около 1,2 млрд. рублей), котировки облигаций компании значительно снизились – порой до уровня 50% от номинала.¹⁰⁰ На фоне падения рынка облигаций компания удовлетворила свои вновь возникшие потребности в финансировании, обратившись обратно в банки: Сбербанк и ВТБ предоставили кредиты на сумму более 4 млрд. долл. Обеспечением по данным кредитам выступили акции дочерних обществ компании в сумме около четверти активов компании.¹⁰¹

Со временем рыночные процентные ставки начали снижаться, и компания постепенно доразмещала ранее выкупленные облигации. А в 2010 году компания решила провести IPO на РТС и ММВБ – в свободное обращение должно было поступить 19% акций. Компания намеревалась направить полученные средства на инвестиции в производственные мощности, развитие аквакультуры, частичное погашение долга и увеличение оборотного капитала, необходимое для увеличения объемов продаж.¹⁰²

⁹⁹ Следует подчеркнуть, что российская практика изобилует примерами, когда компании, выпустив облигации на значительную сумму, полностью отказывались от кредитования.

¹⁰⁰ По данным www.micex.ru

¹⁰¹ Наличие залога не мешает проведению IPO «Русского моря»/Ведомости 15.04.2010[Электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/2010/04/09/230928>

¹⁰² По данным www.russiansea.ru

Почему компания выбрала именно выпуск акций? Мотивы очевидны: нежелание для дальнейшего развития перегружать баланс долговыми инструментами, что автоматически увеличивает риск бизнеса и как следствие стоимость ресурсов. Кроме того, момент был подходящий (рынок был «бычий»).

Первоначально компания рассчитывала привлечь 200 млн. долл.¹⁰³ Однако в начале апреля 2010 года диапазон размещения акций в ходе IPO был определен как 6-8 долл. за бумагу.¹⁰⁴ То есть компания снизила ожидания и заявила, что сможет привлечь 130—170 млн. долл. (снижение оценки связано с раскрытием информации о том, что четверть активов компании находится в залоге у Сбербанка и ВТБ)¹⁰⁵. По итогам же road shows цена предложения составила 6 долл. за одну обыкновенную акцию. Таким образом, компании пришлось размещать акции по нижней границе ценового коридора. К сожалению, на этом беды компании не кончились: из-за новостей из Греции рынок стал «медвежьим», и компанией было привлечено средств только на 90 млн. долл.¹⁰⁶ К тому же после размещения цена акций стала стремительно падать: за полгода цена упала с 174 до 70 рублей за акцию.

О чем это говорит? Во-первых, в очередной раз подтверждается справедливость timing hypothesis. Во-вторых, компания и обслуживающие размещение инвестбанки неправильно действовали: во время переоцененности рынка не успели разместиться по максимальной цене, а затем уже на «медвежьем» рынке зачем-то стали выпускать акции.

¹⁰³ «Русское море» объявило ценовой диапазон первичного публичного предложения/www.offerings.ru 08.04.2010 [Электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.offerings.ru/review/news/news_3922.html

¹⁰⁴ «Русское море» объявило ценовой диапазон первичного публичного предложения/www.offerings.ru 08.04.2010 [Электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.offerings.ru/review/news/news_3922.html

¹⁰⁵ Наличие залога не мешает проведению IPO «Русского моря»/Ведомости 15.04.2010[Электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/2010/04/09/230928>

¹⁰⁶ Весенние размещения российских компаний не оправдали ожидания эмитентов/Ведомости. - 05.05.2010 [Электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/2010/04/30/233084>

Безусловно, компании были нужен свежий акционерный капитал, но надо правильно выбирать время и оперативно реагировать на рыночную конъюнктуру.

Глава 3. Процесс привлечения корпоративного финансирования посредством выпуска ценных бумаг и проблемы российских эмитентов при выходе на рынок ценных бумаг

В заключительной главе настоящего исследования рассмотрим 2 вопроса – механизм корпоративного финансирования с использованием ценных бумаг и проблемы, с которыми сталкиваются российские эмитенты при выходе на рынок ценных бумаг.

3.1. Механизм привлечения корпоративного финансирования посредством выпуска ценных бумаг

Процесс привлечения корпоративного финансирования начинается с желания компании выпустить ценные бумаги. После того, как возникло данное желание, компания должна провести внутреннюю подготовку к выпуску бумаг. Обычно эта внутренняя подготовка заключается в юридической реструктуризации бизнеса, составлении консолидированной отчетности по МСФО, создании корпоративного управления. Длительность периода, который потребуется компании на прохождение этого этапа, может составлять от одного месяца до двух лет. При выпуске долговых ценных бумаг, как правило, данный этап имеет длительность от одного месяца до полугода. Практика показывает, что в одиночку компания со столь серьезными задачами справиться не может (к тому же организация выпуска ценных бумаг отрывает менеджмент от основной деятельности). По этой причине компания обращается к инвестбанкам, которые становятся организаторами привлечения финансирования с использованием ценных бумаг. Также на данном этапе компании стоит озаботиться о получении рейтинга одного или двух всемирно признанных рейтинговых агентств (это обязательное условие для успешности выпуска облигаций).

Второй этап процесса корпоративного финансирования с использованием ценных бумаг заключается в проведении прединвестиционного исследования эмитента (т.н. due-diligence), в процессе которого инвестбанк удостоверяется в стабильности финансового,

налогового и юридического положения эмитента. По результатам due-diligence инвестбанк решает, стоит или не стоит принимать участие в организации корпоративного финансирования данной компании. Основываясь на результатах due-diligence, инвестбанк проводит оценку компании и возможный ценовой коридор, по которому будут предлагаться акции. На практике данный этап в среднем составляет 1,5 месяца, но может затянуться.

Следующий этап состоит в окончательном установлении параметров выпуска ценных бумаг, после чего готовится инвестиционный меморандум, который потребуется для предварительных переговоров с потенциальными инвесторами. Предварительные переговоры помогают скорректировать параметры готовящегося выпуска ценных бумаг в сторону приближения к потребностям рынка. По длительности данный этап и все последующие этапы составляют в среднем по времени от пары недель до месяца.

Далее необходимо договориться с прочими сторонами, задействованными в сделке: с андеррайтерами, биржей, депозитарием, регулятором. На данном этапе готовятся документы, необходимые для государственной регистрации выпуска ценных бумаг. Согласно федеральному закону «О рынке ценных бумаг» и стандартам эмиссии, необходимо принять решение о выпуске, утвердить решение и провести государственную регистрацию выпуска. Заметим, что «государственная регистрация выпуска сопровождается регистрацией их проспекта в случае размещения эмиссионных ценных бумаг путем открытой подписки или путем закрытой подписки среди круга лиц, число которых превышает 500».¹⁰⁷

После завершения работы, связанной с регистрацией, начинается маркетинговый этап, центральной частью которого являются road shows. Во

¹⁰⁷ О рынке ценных бумаг: федер. закон : [от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ : в посл. ред. от 07.04.2011г.] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

время road shows происходит так называемый book-building, по результатам которого определяются окончательные параметры сделки. Успешность сделки зависит от времени проведения маркетингового этапа. Вспоминая timing hypothesis и неудачи Русского моря, описанные в предыдущей главе, становится очевидным, что уверенная маркетинговая политика и правильность выбранного времени являются ключом к успеху при выпуске ценных бумаг.

Следующие два этапа – это собственно размещение ценных бумаг среди инвесторов, а также регистрация отчета об итогах выпуска (согласно законодательству, ценные бумаги должны быть размещены в течение года после регистрации выпуска, а количество размещенных ценных бумаг должно быть зарегистрировано в отчете об итогах выпуска).

Так выглядит процесс организации привлечения корпоративного финансирования с использованием ценных бумаг. Для более глубокого понимания данного процесса необходимо заострить внимание на важности роли инвестбанков в организации данного процесса. Инвестбанки проводят всю работу, связанную с:¹⁰⁸

- Организацией: организуют сделку, т.е. выбирают тип предложения в зависимости от объема предполагаемого привлечения и времени, выбирают, на каком рынке будет происходить привлечение, контактируют с регуляторами, готовят необходимую документацию.
- Информацией: проводят предынвестиционное исследование компании, ее перспектив и стратегии; представляют информацию о компании рынку через обзоры аналитиков; проводят встречи с потенциальными инвесторами (роуд-шоу и встречи «один на один»).

¹⁰⁸ Corporate Finance: Theory and Practice Quiry P., Dallocchio M., Le Fur Y., Salvi A. –John Wiley & Sons Ltd. – 2009.– 1036 с. – ISBN 978-0-470-72192-6., стр. 594

- Распределением: устанавливают цены, распределяют ценные бумаги среди конечных инвесторов, поддерживают ликвидность.
- Андеррайтингом. Андеррайтинг может быть на базе bought-deal (банки покупают ценные бумаги у эмитента и продают их инвесторам), твердых условий (банки обязаны выкупить ценные бумаги, если на них будет недостаточный спрос), лучших усилий (банки гарантируют, что предпримут все возможное, чтобы продать ценные, но не обязуются выкупить эмиссию). Стоит подчеркнуть, что андеррайтинг на базе лучших условий подрывает доверие инвесторов.

Практика показывает, что если компания является организатором сделки, то обычно она является и главным андеррайтером по этой сделке. Обратимся к следующей таблице, отражающей рейтинг организаторов и андеррайтеров IPO в России в 2010 году:¹⁰⁹

Таблица 12. Организаторы и андеррайтеры IPO в России в 2010

Рейтинг	Организатор	Рейтинг	Андеррайтер
1	JPMorgan	1	Ренессанс Капитал
2	Ренессанс Капитал	2	Тройка Диалог
3	Goldman Sachs	3	ВТБ Капитал
4-5	BNP Paribas	4	JPMorgan
4-5	Credit Suisse	5	Goldman Sachs
6	Тройка Диалог	6	Morgan Stanley
7	UBS	7	UBS
8	Morgan Stanley	8	ING Bank
9	ВТБ Капитал	9-11	BOC Int.
10	BofA Merrill Lynch	9-11	BofA Merrill Lynch

В обоих списках присутствуют одни и те же инвестбанки. Однако есть одно отличие: вверху таблицы андеррайтеров присутствуют в основном российские инвестбанки ввиду того, что на российском рынке у российских инвестбанков больше финансовых ресурсов, то же время как в рейтинге организаторов в топе рейтинга присутствуют больше американские инвестбанки ввиду большей многогранности их опыта организации IPO.

¹⁰⁹ По данным агентства Offerings.ru

Как на рынке IPO, так и на рынке привлечения долгового финансирования организаторы и андеррайтеры обычно те же самые, что подтверждается следующей таблицей, отражающей рейтинг организаторов и андеррайтеров корпоративных облигаций:¹¹⁰

Таблица 13. Организаторы и андеррайтеры корпоративных облигаций в России в 2010 году

Рейтинг	Организатор	Рейтинг	Андеррайтер
1	ВТБ Капитал	1	Сбербанк России ОАО
2	Сбербанк России ОАО	2	ВТБ Капитал
3	ИК Тройка Диалог	3	ИК Тройка Диалог
4	Райффайзенбанк	4	Райффайзенбанк
5	Газпромбанк	5	ФК УРАЛСИБ

Еще одна важная роль инвестбанков – снижение влияния проблемы асимметрии информации на стоимость ценных бумаг. В условиях отсутствия асимметрии информации цена ценной бумаги должна равняться приведенной стоимости удостоверенных ей денежных потоков, однако асимметрия информации на рынке реальна и удерживает компании от продажи своих ценных бумаг по справедливой стоимости (как в большую, так и в меньшую сторону). Проблему асимметрии информации косвенно устраняет андеррайтинг на базе твердых условий: в этом случае инвестбанк верит в успех предложения и убежден, что цена предложения не завышена.¹¹¹

По данным опросов финансовых менеджеров, основным критерием выбора андеррайтера является репутация андеррайтера (90% опрошенных финансовых менеджеров считает это основным критерием выбора андеррайтера). Популярность такого мнения среди финансовых менеджеров является результатом того, что андеррайтер играет громадную роль в снижении асимметрии информации, базирующуюся на нехватке знаний инвестора о компании, которая будет компенсирована доверием к андеррайтеру. Интересно отметить, что клиентская база андеррайтера-

¹¹⁰ По данным агентства Cbonds.ru

¹¹¹ RESEARCH: IPO theory and practice [электронный ресурс]: The Vernimmen.com newsletter № 20. - November 2006. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.vernimmen.com/letter/newsletter-articles-finance/letter_20.php#recherche.

инвестбанка и другие сервисы, согласно данному опросу, являются факторами второстепенной важности.¹¹²

Заметим, что объем информации, нужный инвестору для принятия инвестиционного решения, зависит от уже имеющегося у него объема информации, риска инвестора, от количества и целевой группы инвесторов. Проспект ценных бумаг является важнейшим документом, предоставляющим инвесторам требующуюся им информацию о показателях финансово-экономической деятельности эмитента, о рыночной капитализации эмитента и его обязательствах, о целях эмиссии и направлениях использования привлеченных средств, о рисках эмитента и т.д.¹¹³

Государственная регистрация выпуска является серьезным препятствием для эмитента, желающего срочно выйти на рынок ценных бумаг, ввиду того, что регистрация занимает около 1 месяца. Поэтому эмитент заинтересован в способах, которые бы сократили время выхода на рынок. У эмитента существуют следующие возможности: полочная регистрация¹¹⁴ и выпуск биржевых облигаций.

Суть полочных регистраций заключается в следующем. По российскому законодательству, после регистрации выпуска необходимо завершить размещение в течение года.¹¹⁵ Следовательно, можно зарегистрировать выпуск, а выходить на рынок по мере надобности, руководствуясь финансовым контекстом момента. Брейли и Майерс пишут: «Полочная регистрация сокращает затраты времени на организацию нового выпуска, придает большую гибкость и способствует снижению издержек, связанных с подпиской. Такая регистрация больше всего подходит для

¹¹² RESEARCH: IPO theory and practice [электронный ресурс]: The Vernimmen.com newsletter № 20. - November 2006. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.vernimmen.com/letter/newsletter-articles-finance/letter_20.php#recherche.

¹¹³ О рынке ценных бумаг: федер. закон : [от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ : в посл. ред. от 07.04.2011г.] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

¹¹⁴ Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов /Р.Брейли С. Майерс – М., ЗАО «Олимп—Бизнес».- 2010. - 1008с.- ISBN 978-5-9693-0089-7., стр. 386

¹¹⁵ О рынке ценных бумаг: федер. закон : [от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ : в посл. ред. от 07.04.2011г.] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

выпуска займов крупными фирмами и меньше всего – для высоко рискованных или сложных ценных бумаг и небольших компаний».¹¹⁶ Заметим, что полочная регистрация используется в основном при выпуске облигаций, а не акций.

Биржевые облигации являются уникальным инструментом, способствующим российским компаниям в оперативном получении финансовых ресурсов на срок до 3 лет. Эмиссия биржевых облигаций не требует государственной регистрации выпуска, проспекта ценных бумаг и отчета об итогах выпуска. Необходимо, чтобы выполнялся ряд условий: срок до погашения не больше 3 лет, размещение путем открытой подписки, и самое главное, присутствие в котировальных списках биржи, на которой эмитент хочет разместить данные биржевые облигации, других бумаг эмитента (акций и/или облигаций). По данным Cbonds.ru за первый квартал 2011 года, общий объем размещений биржевых облигаций составил 49,5 млрд. рублей. Для сравнения, выпуск всех корпоративных облигаций нефинансового сектора составил 111 млрд. руб., выпуск всех корпоративных облигаций – 263 млрд. руб. В России биржевые облигации в основном эмитируют финансовые институты.¹¹⁷

Продолжая рассмотрение особенностей процесса привлечения корпоративного финансирования, необходимо остановиться на вопросе установления цены выпуска. Важным понятием является т.н. букбилдинг: прежде чем определить условия андеррайтинга, инвестбанки анализируют намерения инвесторов в отношении объема спроса на ценные бумаги и цен. Это помогает определить, насколько возможно размещение, и если возможно, то какая цена будет справедливой. Кроме букбилдинга могут использоваться и другие приемы определения цены предложения, однако в современном мире букбилдинг является основным. Два основных

¹¹⁶ Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов /Р.Брейли С. Майерс – М., ЗАО «Олимп—Бизнес».- 2010. - 1008с.- ISBN 978-5-9693-0089-7., стр. 386

¹¹⁷ По данным агентства Cbonds.ru

альтернативных приема – это предложение по фиксированной цене и аукцион.¹¹⁸

Обращаясь к российской практике, необходимо сказать, что ведущая российская площадка ММВБ предлагает следующие способы определения цены выпуска акций:¹¹⁹

Таблица 14. Технологические схемы определения параметров выпуска акций, принятые на ММВБ

Цель эмитента	Технологические схемы	Для чего используется	Описание процесса реализации схемы
Размещение акций с контролем состава инвесторов по заранее определенной единой цене	Размещение в режиме переговорных сделок по заранее определенной эмитентом цене размещения	Классическое IPO при размещении акций	В течение времени сбора заявок участники торгов и их клиенты подают на биржу заявки на покупку определенного пакета акций по цене, заранее определенной эмитентом. Андеррайтер анализирует полученные заявки и заключает сделки
Гарантированное размещение с контролем состава инвесторов при отсутствии требований по единой цене	Публичное размещение с продажами андеррайтера в режиме переговорных сделок	Размещение акций по SPO андеррайтера	Андеррайтер выкупает весь пакет ценных бумаг на себя, и продает их заранее выбранным инвесторам, которые, выставляя заявки, указывают в них цену покупки. Андеррайтер анализирует полученные заявки и заключает сделки по ценам, указанным в заявках
Привлечение максимального объема денежных средств и определение рыночной цены (единая цена)	Аукцион по цене отсечения	Размещение акций при соблюдении требований о единой цене	Участники подают на биржу заявки, указывая планируемый объем и цену приобретения. Биржа формирует список заявок, на основе которого эмитент определяет цену размещения. Андеррайтер выставляет заявку на продажу по данной единой цене, система автоматически удовлетворяет заявки

Технологические схемы определения параметров облигационного выпуска на ММВБ сводятся к следующему:¹²⁰

¹¹⁸ Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов /Р.Брейли С. Майерс – М., ЗАО «Олимп—Бизнес».- 2010. - 1008с.- ISBN 978-5-9693-0089-7., стр. 384

¹¹⁹ Вывод акций и облигаций на фондовую биржу ММВБ [электронный ресурс]: – Электрон. дан. – www.micex.ru.

- Аукцион по цене отсечения. Профучастники в заявках указывают цену, далее организатор с эмитентом определяют единую цену размещения, по которой исполняются заявки. Плюс: максимизация объема размещения. Минус: завышенный размер премии на аукционе.
- Аукцион по цене спроса. На основе заявок определяется минимальная цена размещения. Заявки удовлетворяются по указанным в них ценам. Плюс: максимизируется цена размещения. Минус: возможно возникновение неразмещенного остатка.
- Конкурс по определению купона. В заявках указываются размеры купона. На основе заявок устанавливается единая цена (размер купона). Плюс: фиксируется размер выручки эмитента. Минус: неопределенность с потоком будущих платежей.
- Размещение по определенной эмитентом цене размещения и ставке купона и доходности. Определяется объем и удовлетворяются заявки по единой цене. Плюс: размещение на условиях эмитента. Минус: возможно возникновение неразмещенного остатка.

Несмотря на то, что окончательные параметры выпусков ценных бумаг определяются посредством букбилдинга, сложно предугадать реальный спрос на ценные бумаги, поэтому компании предоставляют инвестиционным банкам т.н. опцион гриншу (overallotment option): если спрос будет ажиотажным, банк может продавать больше бумаг, чем ему выделено в синдикате андеррайтеров. А превышение лимита продаж выкупать у эмитента по первоначальной цене.

Говоря об установлении цены выпуска, стоит отметить следующую особенность: долевые ценные бумаги обычно размещаются с ценой ниже справедливой цены, рассчитанной при букбилдинге. Согласно опросу финансовых менеджеров, дисконт в среднем составляет 10%, что

¹²⁰ Вывод акций и облигаций на фондовую биржу ММВБ [электронный ресурс]: – Электрон. дан. – www.micex.ru.

обуславливает хорошую динамику котировок в первый день торгов.¹²¹ Большинство опрошенных менеджеров считают данный дисконт честной компенсацией инвесторам за риск инвестирования в первичное предложение акций (что объясняется теорией асимметрии информации). Вторая причина дисконта, указанная финансовыми менеджерами, – желание андеррайтеров привлечь интерес институциональных инвесторов.

3.2. Проблемы российских эмитентов при выходе на рынок ценных бумаг

В чем заключаются основные проблемы российских эмитентов, с которыми они сталкиваются, привлекая финансирование путем выпуска ценных бумаг? Если свести все проблемы к простой модели, то низкая ёмкость российского рынка не позволяет эмитентам ликвидно размещаться в России, что вызывает стремление российских компаний обратиться к зарубежным площадкам. А зарубежные рынки часто оказываются закрытыми для российских эмитентов ввиду жесткости требований к эмитентам, а если эмитенту все-таки удалось разместиться за рубежом, то он становится подверженным большому количеству разнообразных рисков.

Рассмотрим эти проблемы подробнее. В России действительно низкая ёмкость рынка, что подтверждается статистикой Банка России, согласно которой капитализация рынка акций составляет 67% к ВВП, доля корпоративных долговых бумаг – меньше 15% к ВВП:

¹²¹ RESEARCH: IPO theory and practice [электронный ресурс]: The Vernimmen.com newsletter № 20. - November 2006. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.vernimmen.com/letter/newsletter-articles-finance/letter_20.php#recherche.

Рисунок 7. Динамика объемных показателей российского финансового рынка (на конец периода, % к ВВП)



Напомним, что в США капитализация акций на 3-х основных биржах составляет на текущий момент больше 100% американского ВВП.

Первая причина низкой емкости российского рынка ценных бумаг лежит в том, что сбережения населения не превращаются в инвестиции в тех объемах, в каких они превращаются в инвестиции на развитых рынках. В России недостаточно участие физических лиц в рынке ценных бумаг. В пиковый 2007 год потенциальных инвесторов – физических лиц в России было только 5,3% населения, а финансово-активных граждан – 35%.¹²² Российскому населению присущи недоверие к финансовому рынку, а также сильная финансовая неграмотность. Недостаточность участия физических лиц в инвестировании в российские компании объясняется также концентрацией собственности, а также распространением практики инсайдерской торговли и манипулирования цен. Инвесторов отпугивает и качество Investor-Relations-служб компаний.¹²³

¹²² Кантолинский. М. Российская и международная инвестиционная практика/М.Кантолинский//Международно-правовые чтения. – Воронеж: ИПЦ ВГУ, 2010. – Вып.9. – С.87-93.

¹²³ Несмотря на рост активности российских компаний в области Investor relations, качество взаимодействия IR-служб с инвестиционным сообществом пока далеко от оптимального. [электронный ресурс]: www.interfax.ru [электронный ресурс] – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.group.interfax.ru/img/doc/IR-survey-221106.pdf>

Вторая причина – в спекулятивном характере иностранных инвестиций на российский рынок. По сравнению с Китаем и Чехией, ежегодно, начиная с 2000 года, Россия была более насыщена иностранными портфельными инвестициями в 1,5-2 и 7-10 раз соответственно. С прямыми инвестициями ситуация противоположная. Причем стоит отметить, что прямые инвестиции в России идут в основном в сырьевой сектор и в промышленность первого технологического передела.¹²⁴ Как следствие, глобальные макроэкономические диспропорции не сокращаются, а поддерживаются, а высокотехнологические и обрабатывающие предприятия недополучают длинных денег.

На низкий уровень притока прямого иностранного капитала влияет плохое качество корпоративного управления в компаниях-эмитентах. По данным Интерфакса, качество корпоративного управления является основным критерием инвестирования зарубежных фондов.¹²⁵ Увеличение качества корпоративного управления, большая прозрачность, открытость российских компаний может привести к активизации интереса западных инвесторов.

Согласно специальному отчету Financial Times, главные недостатки российской экономики носят структурный характер. Зависимость от сырьевых рынков и невозможность мобилизовать внутренние сбережения привели к подверженности к глобальному финансовому кризису, который ударил как раз по этим двум болевым точкам: снизились цены на экспортные товары и закрылись зарубежные рынки капитала для российских компаний.¹²⁶

¹²⁴ Среднесрочный прогноз развития финансовой системы России (2010-2015гг.): аналитический доклад/ колл. авторов под руководством д.э.н., проф. Миркина Я.М. – М., 2010 [электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа:

<http://www.ecsocman.edu.ru/data/2010/11/16/1214796593/1Аналитический%20доклад.pdf>, свободный.

¹²⁵ IR-bulletin, Март 2010. [электронный ресурс]: www.interfax.ru – Электрон. дан. – режим доступа:

<http://www.irconsulting.ru/DocumentBody.ashx?id=0d6d4860-6e51-4dec-bf0a-cb65f5816cbd>.

¹²⁶ Russia: special report [электронный ресурс]: The Financial Times – April 14, 2010. – Электрон. дан. – режим доступа: <http://media.ft.com/cms/c2dc381a-469b-11df-9713-00144feab49a.pdf>.

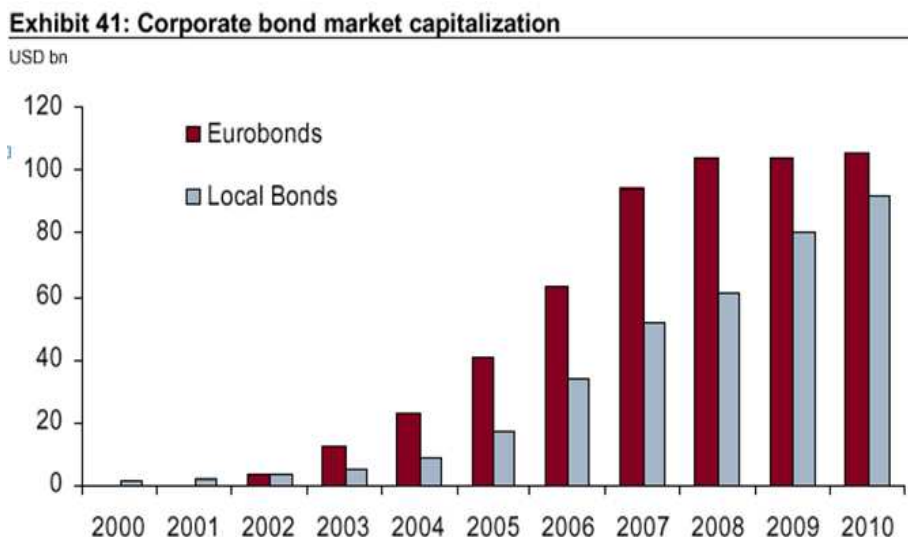
Проблема усугубляется тем, что в России Правительство не смогло улучшить инвестиционный климат. Так, сам Президент Д.А.Медведев признал, что в рейтинге инвестиционно привлекательных стран Россия упала на 120 место. По мнению Financial Times, причина кроется в том, что перед кризисом Правительство не предпринимало значимых шагов по улучшению инвестиционного климата, вследствие чего с началом кризиса иностранные инвесторы, специализирующиеся на развивающихся рынках, переключили свое внимание на Китай, Бразилию. Инвесторов отпугивает плохая инфраструктура, несбалансированность экономики, неэффективное правоприменение, экономические преступления, технические информационные барьеры, высокая монополизация, коррупция.¹²⁷ Поэтому абсолютно справедлив вывод Я.М.Миркина: «Конкурентоспособность национального финансового сектора во многом основывается на конкурентоспособности национальной экономики и привлекательности ее для вложения иностранных инвесторов».¹²⁸

Вследствие того, что ёмкость внутреннего рынка мала, российские эмитенты обращаются за финансированием на внешние рынки. Так выглядит структура распределения долгового финансирования между облигациями и еврооблигациями в России в последние годы:¹²⁹

¹²⁷ Russia: special report [электронный ресурс]: The Financial Times – April 14, 2010. – Электрон. дан. – режим доступа: <http://media.ft.com/cms/c2dc381a-469b-11df-9713-00144feab49a.pdf>

¹²⁸ Среднесрочный прогноз развития финансовой системы России (2010-2015гг.): аналитический доклад/ колл. авторов под руководством д.э.н., проф. Миркина Я.М. – М., 2010 [электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.ecsocman.edu.ru/data/2010/11/16/1214796593/1Аналитический%20доклад.pdf>, свободный, стр. 543

¹²⁹ Fixed Income Research 12 January 2011 Emerging Europe Corporate Outlook for 2011 [электронный ресурс]: – Электрон. дан. – <http://www.credit-suisse.com/researchandanalytics>., стр. 56



Пять-шесть лет назад у крупных компаний, стремящихся получить долговое финансирование в крупных размерах, фактически не было других альтернатив, кроме выпуска еврооблигаций. В 2010 году объемы выпусков облигаций и еврооблигаций почти сравнялись, однако рост объемов выпусков облигаций на внутреннем рынке объясняется тем, что с конца 2008 года сократилось кредитование реального сектора экономики, а параллельно закрылись внешние рынки долгового финансирования, поэтому компании были вынуждены (именно вынуждены!) проводить эмиссию облигаций на внутреннем рынке (к тому же российский рынок привлек спекулятивных инвесторов, т.к. котировки облигаций упали). Необходимо также отметить, что неумножение еврооблигационных выпусков является иллюзией: так, в 2009 году объем привлеченных средств на еврооблигационном рынке составлял половину от средств, направленных на погашение еврооблигаций: 21 млрд. долл. против 43 млрд. долл.¹³⁰

По рынку публичных предложений акций статистика не менее пугающая: в 2009 году 64% стоимостного объема рынка (6 из 12 размещений) были проведены на Лондонской фондовой бирже, в 2010 году на зарубежных площадках (Лондон, Нью-Йорк, Гонконг) было размещено

¹³⁰ Пестова А. Рынок корпоративных облигаций: «архимедов рычаг» российской финансовой системы/Пестова А./Банковское дело. – М., 2010. - №4. – С. 28-35., стр. 29

70% стоимостного объема рынка. По 2011 году рынок IPO выглядит следующим образом:¹³¹

Таблица 15. IPO Российских компаний в 2011 году

Компания-эмитент	Объем IPO, млн.\$	Торговая площадка
ВТБ	3 268,90	LSE, ММВБ, РТС
Номос-банк	718.2	LSE, ММВБ, РТС
Etalon Group	574.9	LSE
Мечел	528.0	ММВБ, РТС
ГМС групп	360.5	LSE
Русагро	330.0	LSE
Eurasia Drilling	240.0	LSE
Энел ОГК-5	151.4	ММВБ, РТС
Армада	20.1	ММВБ, РТС
WorldWide Papa's	19.7	Deutsche Borse

Приоритетными для российских компаний являются западные торговые площадки, в основном Лондонская фондовая биржа.

Таким образом, на данный момент России присуща модель, при которой крупные компании вынуждены финансироваться за рубежом, тогда как внутренний рынок финансирует по остаточному принципу компании малой и средней капитализации. Так, в 2010 году средний объем размещаемого выпуска облигаций на ММВБ составлял 5 млрд. руб., а сделки по размещению еврооблигаций «голубых фишек» - от 0,5 до 1 млрд. долл.¹³²

Действительно ли это негативный факт? По нашему мнению, данный факт является негативным, т.к. преимущественное финансирование за рубежом создает компаниям разного рода риски и проблемы.

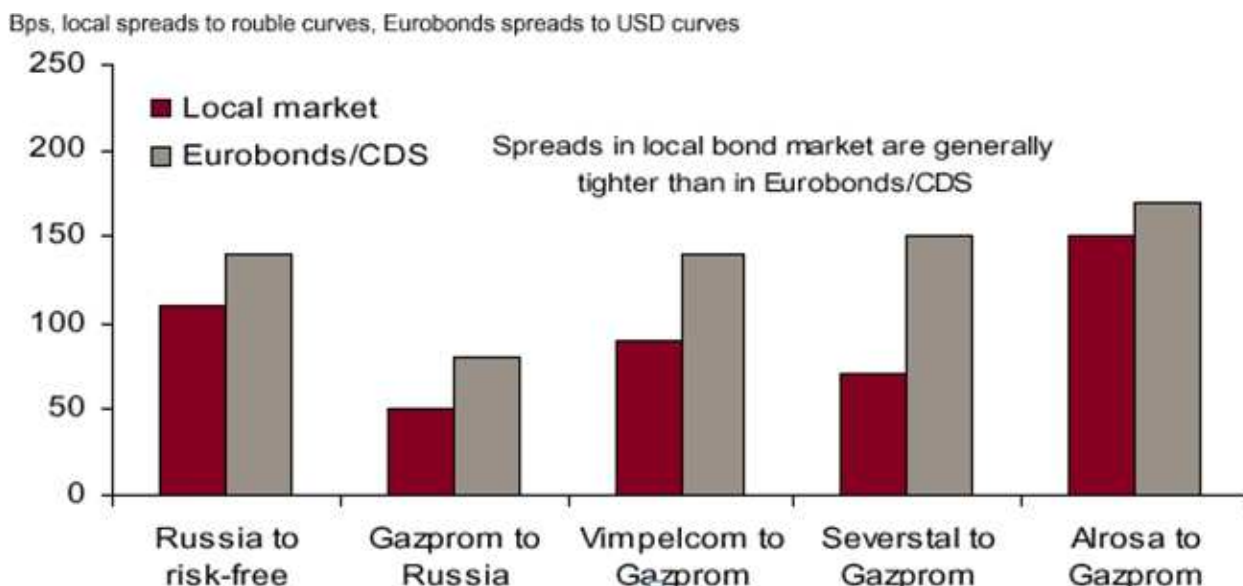
Во-первых, дороговизна финансирования. Так, спреды по еврооблигациям выше, чем по облигациям, выпускаемым на российском рынке, что доказывается следующим рисунком:¹³³

¹³¹ По данным агентства Offerings.ru

¹³² Орехов В. Рынок облигаций глазами эмитентов: возможности и перспективы/В.Орехов//Депозитариум. Рынок и услуги - №1(95) 2011

¹³³ Fixed Income Research 12 January 2011 Emerging Europe Corporate Outlook for 2011 [электронный ресурс]: – Электрон. дан. – <http://www.credit-suisse.com/researchandanalytics.>, стр. 56

Рисунок 9. Спрэды по еврооблигациям и облигациям российских эмитентов



По облигациям второго эшелона разница между спредами по бумагам одного эмитента может достигать целого процента.

Во-вторых, серьезной проблемой эмитентов при выходе на зарубежные рынки является увеличение подверженности котировок ценных бумаг тенденциям на глобальных рынках капитала и стихийному поведению инвесторов. Так, негативные новости по любой российской компании или в целом по стране могут привести к тому, что инвесторы будут сбрасывать бумаги всех российских компаний. А это ведет к срыву IPO/SPO акций, удорожанию стоимости финансирования посредством облигаций.

Серьезной проблемой является наложение серьезных ограничений (ковенант) на российские компании при долговом финансировании.¹³⁴ Ковенанты обычно привязываются к показателю EBITDA. В российских же компаниях присутствует волатильность доходов, поэтому ухудшение макроэкономической ситуации может провоцировать невыполнение ковенант, что влечет за собой понижение рейтинга, а как следствие – удорожание финансирования на зарубежных рынках.

¹³⁴ Пестова А. Рынок корпоративных облигаций: «архимедов рычаг» российской финансовой системы/Пестова А./Банковское дело. – М., 2010. - №4. – С. 28-35., стр. 33

Ухудшение рейтинга со всеми вытекающими последствиями является серьезной проблемой для российских эмитентов по той причине, что российские эмитенты больше полагаются на долговые источники финансирования, а не на долевые. Соответственно, у российских компаний повышен риск, вытекающий из структуры финансирования. Поэтому повышается риск, что рейтинг будет понижен в связи с негативными макроэкономическими тенденциями, а это в свою очередь также повышает стоимость финансирования.

На рейтинг также влияет качество корпоративного управления, в частности такие ее составляющие как структура собственности, сделки со связанными сторонами и независимость (отсутствие конфликта интересов) в принятии решений у совета директоров и правления. Уровень прозрачности структуры собственности ограничен у российских компаний небольшого и среднего размера. Сложно отследить все сделки со связанными сторонами. Политика собственников в плане уважения прав кредиторов нуждается в улучшении. Seriously влияние менеджеров на советы директоров. Улучшение практики российских компаний в данных вопросах приведет к улучшению рейтингов.¹³⁵

Серьезной проблемой для российских эмитентов (эмитентов облигаций) является и валютный риск. Так, существует вероятность ослабления рубля, что может привести к росту нагрузки по выплате купонного дохода в иностранной валюте.¹³⁶

Необходимо еще раз подчеркнуть трудность получения финансирования компаниями средней и малой капитализации. Достаточно вспомнить описанную во второй главе структуру капитала, присущую российским компаниям. Структурные диспропорции мешают этим

¹³⁵ Корпоративное управление в России, Казахстане и Украине: специальный отчет [электронный ресурс]: www.fitchratings.ru. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.fitchratings.ru/media/specialreports/issuers/Corporate_Governance_090309_RUS.pdf

¹³⁶ Брагин В. Облигации в год акций/В.Брагин// Рынок ценных бумаг. – М., 2010. - №12. – С.69-70., стр. 69

компаниям получить долговое финансирование. Одна из причин таких диспропорций – монополизация российского рынка публичного долга крупными компаниями. Эта ограниченность сформирована, в частности, спросом на долговые ценные бумаги банками, используя которые можно рефинансироваться в ЦБ РФ. В 2010 году 36% эмиссии облигаций пришлось на эмиссию облигаций банками. Возможно, стоит пересмотреть процедуру допуска бумаг в Ломбардный список Банка России. Расширяя данный список, можно сдвинуть диспропорции, которые приводят к ограниченности российского рынка облигаций.¹³⁷

Как решить сформулированные проблемы? Работа по их решению должна идти как на макроуровне, так и на уровне микроэкономики.

Говоря о решении проблем на макроэкономическом уровне, необходимо отметить, что Правительством и институтами финансовых рынков должна проводиться работа по увеличению инвестиционной привлекательности российской экономики, работа по увеличению финансовой грамотности населения, устранению макроэкономических диспропорций. Для решения вопроса на макроэкономическом уровне принята программа Стратегии развития финансового рынка России до 2020 года, реализуется концепция превращения Москвы в международный финансовый центр, проводится работа по улучшению инвестиционного климата. По мнению Я.М.Миркина, необходима активная государственная политика, обеспечивающая рост финансовой глубины экономики, нормализацию инфляции на уровне 1-3% годовых посредством применения активной модели антимонопольного регулирования, нормализацию валютного курса путем отказа от искусственной фиксации курса валюты как способа борьбы с инфляцией, увеличение монетизации экономики. Необходимо создавать налоговые стимулы для долгосрочных инвесторов в

¹³⁷ Обзор «рынок корпоративных облигаций по итогам 2010 года»: заложники Ломбарда [электронный ресурс]: www.raexpert.ru. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.raexpert.ru/editions/bulletin/14march2011_obl.pdf.pdf

приоритетные отрасли экономики. Необходимо отказаться от политики выведения «избыточной» ликвидности из страны, которая выражается в поддержании чрезмерных валютных резервов. Необходимо решить проблему избыточной цены денег на основе государственной политики по противодействию немонетарным факторам инфляции.¹³⁸

Перечисленные меры могут помочь избавиться от макроэкономических диспропорций, что снизит риски российской финансовой системы, привлечет инвесторов, увеличит ёмкость и глубину финансового рынка. Как следствие, стоимость финансирования для российских эмитентов посредством ценных бумаг снизится, а потенциальные объемы привлечения возрастут. Важно также понимать, что избавление от макроэкономических диспропорций позволит также увеличить и срок, на какой привлекаются эмитентами финансовые ресурсы.

Говоря о решении проблем на микроэкономическом уровне, необходимо напомнить известную поговорку: «спасение утопающих – дело рук самих утопающих». Компании должны улучшать свое качество, проводя юридические реструктуризации (делая структуру собственности прозрачной для инвесторов), усиливая риск-менеджмент (развивая такие его направления, как управление валютным риском при обращении к иностранным инвесторам посредством выпуска еврооблигаций), переходя на МСФО, развивая информационную прозрачность, отношения с инвесторами и акционерами, улучшая корпоративное управление

Шаги в направлении решения этих проблем уже делаются. Так, переход на МСФО уже предрешен для эмитентов ценных бумаг на макроуровне: согласно федеральному закону «О консолидированной финансовой отчетности», организации, ценные бумаги которых допущены к

¹³⁸ Среднесрочный прогноз развития финансовой системы России (2010-2015гг.): аналитический доклад/ колл. авторов под руководством д.э.н., проф. Миркина Я.М. – М., 2010 [электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.ecsocman.edu.ru/data/2010/11/16/1214796593/1Аналитический%20доклад.pdf>, свободный, стр. 514-524

обращению на торгах фондовых бирж, обязаны будут представлять и публиковать консолидированную финансовую отчетность, начиная с отчетности за 2015 год.¹³⁹

Все перечисленные меры на уровне микроэкономики способствуют повышению качества компании, что ведет к большему интересу со стороны инвесторов, повышению рейтинга, понижению стоимости финансирования, увеличению срока, на который привлекаются финансовые ресурсы.

¹³⁹ О консолидированной финансовой отчетности: федер. закон : [от 27 июля 2010 г. № 208-ФЗ.] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

Заключение

У компании существуют разнообразные финансовые потребности – потребность в финансировании операционной и инвестиционной деятельности. Для их удовлетворения компании используют внутренние и внешние источники. Ограничив объем исследования долгосрочными источниками финансирования, мы рассмотрели (в контексте процесса дезинтермедиации и усиления финансовой глубины экономик мира) особенности акций, облигаций, а также преимущества и недостатки долгового финансирования с использованием ценных бумаг по сравнению с кредитованием. Среди главных достоинств ценных бумаг были отмечены возможность снизить стоимость финансирования и приобрести большую финансовую гибкость и независимость.

Приведенные в исследовании статистические данные по России показали, что объем финансирования компаний за счет долговых ценных бумаг вырос с 3% по отношению к ВВП в 2000 году до 15% по отношению к ВВП в 2010 году. Капитализация рынка акций также выросла и по состоянию на 2010 год составляла 67% по отношению к ВВП. Таким образом, налицо развитие финансовой системы России, насыщение финансовой глубины российской экономики. По прогнозам экспертов, к 2015 году капитализация рынка акций может составить до 80% по отношению к ВВП.

Во второй главе мы проанализировали, каковы детерминанты выбора компаний в пользу тех или иных ценных бумаг при привлечении финансирования. Были рассмотрены классические теории – pecking order, trade-off model, ЕМН, timing hypothesis. Были изучены практические исследования, опросы корпоративных менеджеров, посвященные проблеме выбора между видами ценных бумаг для привлечения корпоративного финансирования. Нами был сделан вывод, что компаниям приходится балансировать между преимуществами и недостатками одних ценных бумаг и преимуществами и недостатками других ценных бумаг. Мировая практика

показывает, что важнейшими детерминантами выбора структуры капитала являются увеличение/уменьшение финансовой гибкости, влияние на кредитный рейтинг, эффект налогового щита, волатильность денежных потоков компании, укрепление репутации, рыночная конъюнктура.

Детерминанты структуры капитала компаний развитых стран справедливы и для России. На практических примерах группы компаний Русское море и группы компаний Mail.ru было показано, как компании выбирали источники финансирования в течение своей жизни. Благодаря этим практическим примерам стало ясно, что важнейшими детерминантами, определяющими выбор компаний в пользу того или иного источника финансирования в России, являются рыночная конъюнктура (воле которой компании приходится подчиняться, либо которую компания использует в целях диверсификации и удешевления финансирования) и жизненный цикл компании.

В третьей главе мы рассмотрели сущность корпоративного финансирования как процесса и основные этапы данного процесса, показали, насколько важны инвестиционные банки в организации выпусков ценных бумаг. Нами были рассмотрены проблемы российских эмитентов при привлечении финансирования посредством выпуска ценных бумаг. Был сделан вывод о том, что основной причиной трудностей российских эмитентов являются структурные проблемы российской экономики: отсутствие эффективного механизма трансформации сбережений в инвестиции, низкая активность населения на финансовом рынке, спекулятивная сущность иностранных инвестиций, сырьевой характер экономики, низкая монетизация, неблагоприятный инвестиционный климат. Результатом этих проблем является низкая ёмкость рынка корпоративного финансирования, в результате чего крупные компании вынуждены обращаться за финансированием на зарубежные площадки, становясь подверженными валютному и конъюнктурному рискам, а компаниям средней

и мелкой капитализации не остается иного выхода, кроме как перегружать свои балансы кредитами.

Для решения данных проблем на макроуровне необходимо повышать конкурентоспособность российской экономики, проводить активную политику, направленную на усиление финансовой глубины, ликвидацию дисбалансов в экономике, улучшение инвестиционного климата. На микроуровне компании должны повышать прозрачность, улучшать корпоративное управление, риск-менеджмент, функции контактов с инвесторами и акционерами.

На этом выводе считаем наше исследование завершенным.

Список литературы

1. О рынке ценных бумаг: федер. закон: [от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ : в посл. ред. от 07.04.2011г.] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
2. О консолидированной финансовой отчетности: федер. закон : [от 27 июл. 2010 г. № 208-ФЗ.] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
3. Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг от 25 января 2007 г. N 07-4/пз-н [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс»
4. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов /Р.Брейли С. Майерс – М., ЗАО «Олимп—Бизнес».- 2010. - 1008с.- ISBN 978-5-9693-0089-7.
5. Буренин А. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: учебное пособие/Буренин А.Н. – М.: Федеративная Книготорговая Компания, 1998. —352 с.- ISBN. 978-5-905094-01-9.
6. Концепция развития города Москвы как национального и международного центра финансовых услуг [электронный ресурс] Национальная фондовая ассоциация.– Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.nfa.ru/docs/20090331.pdf>, свободный.
7. Среднесрочный прогноз развития финансовой системы России (2010-2015гг.): аналитический доклад/ колл. авторов под руководством д.э.н., проф. Миркина Я.М. – М.,2010 [электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.ecsocman.edu.ru/data/2010/11/16/1214796593/1Аналитический%20доклад.pdf>, свободный.
8. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 [утверждена Распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 октября 2008 г. № 2043-р]. [электронный ресурс]: www.fcsn.ru.

9. Берзон Н. Выбор долговых источников финансирования компании: банковский кредит или облигационный заем /Н Берзон// Корпоративный финансовый менеджмент. - №2, 2006 г. – С. 13-21.
10. Брагин В. Облигации в год акций/В.Брагин// Рынок ценных бумаг. – М., 2010. - №12. – С.69-70.
11. Иванов И. Capital structure determinants of Russian public companies/Ива Иванов// Корпоративные финансы. - М., 2010. - №1(13).
12. Кантолинский. М. Российская и международная инвестиционная практика/М.Кантолинский//Международно-правовые чтения. – Воронеж: ИПЦ ВГУ, 2010. – Вып.9. – С.87-93.
13. Корпоративное управление в России, Казахстане и Украине: специальный отчет [электронный ресурс]: www.fitchratings.ru. – Электрон. дан. – режим доступа:
http://www.fitchratings.ru/media/specialreports/issuers/Corporate_Governance_090309_RUS.pdf
14. Мартюшев С. Shareholder ID: от анализа прошлого к исследованию будущего базы акционеров/ С. Мартюшев //Рынок ценных бумаг. – М., 2010. - № 10. – С.58-63.
15. Михайловский В. Листинг на Гонконгской фондовой бирже/ Михайловский В/Рынок ценных бумаг. – М., 2010. - №6. – С. 16-18.
16. Несмотря на рост активности российских компаний в области Investor relations, качество взаимодействия IR-служб с инвестиционным сообществом пока далеко от оптимального. [электронный ресурс]: www.interfax.ru [электронный ресурс] – Электрон. дан. – режим доступа:
<http://www.group.interfax.ru/img/doc/IR-survey-221106.pdf>
17. Обзор «рынок корпоративных облигаций по итогам 2010 года»: заложники Ломбарда [электронный ресурс]: www.raexpert.ru. – Электрон. дан. – режим доступа:
http://www.raexpert.ru/editions/bulletin/14march2011_obl.pdf.pdf

18. Обзор финансового рынка: годовой обзор за 2010 год. - №1(70).
[электронный ресурс]: Департамент исследований и информации Банка России. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.cbr.ru/analytics/fin_r/fin_mark_2010.pdf., свободный
19. Обзор финансового рынка: первое полугодие 2010 года. - М., 2010. – №2(69). [электронный ресурс]: Департамент исследований и информации Банка России. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.cbr.ru/analytics/fin_r/fin_mark_01-2010.pdf, свободный.
20. Вывод акций и облигаций на фондовую биржу ММВБ [электронный ресурс]: – Электрон. дан. – www.micex.ru.
21. Дивидендный монитор 09 февраля 2011 [электронный ресурс]: www.bm.ru. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.bm.ru/common/img/uploaded/analit/2011/file_1078.pdf, свободный.
22. Орехов В. Рынок облигаций глазами эмитентов: возможности и перспективы/В.Орехов//Депозитариум. Рынок и услуги - №1(95) 2011
23. Осадчий М. Риски российского финансового сектора/М. Осадчий//Рынок ценных бумаг. - М., 2010. - №5. – С.40-42.
24. Пенкин С. Зарубежные заимствования российских компаний/С. Пенкин// вестник московского университета. - М., 2010. - № 1. - сер.6 Экономика. – С. 36-44.
25. Переагрузка: обзор российского рынка публичных размещений акций (январь-декабрь 2010) [электронный ресурс]: www.offerings.ru. – Электрон. дан. – режим доступа: [http://www.offerings.ru/netcat_files/File/IPO_2010\(1\).pdf](http://www.offerings.ru/netcat_files/File/IPO_2010(1).pdf), свободный.
26. Пестова А. Рынок корпоративных облигаций: «архимедов рычаг» российской финансовой системы/Пестова А.//Банковское дело. – М., 2010. - №4. – С. 28-35.

27. Солодухина А., Репин Д. В поисках решения загадки структуры капитала: поведенческий подход/А. Солодухина, Д. Репин//Корпоративные финансы. – М., 2008. - № 1(5).
28. IR-bulletin, Март 2010. [электронный ресурс]: www.interfax.ru– Электрон. дан. – режим доступа:
<http://www.irconsulting.ru/DocumentBody.ashx?id=0d6d4860-6e51-4dec-bf0a-cb65f5816cbd>.
29. «Русское море» объявило ценовой диапазон первичного публичного предложения/www.offerings.ru 08.04.2010 [Электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа:
http://www.offerings.ru/review/news/news_3922.html.
30. «Русское море» официально объявило о намерении провести IPO/www.offerings.ru 24.03.2010 [Электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.offerings.ru/review/news/news_3899.html.
31. IPO Mail.ru Group может стать самым успешным российским размещением/RBC daily 08.11.2010 [Электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.rbcdaily.ru/2010/11/08/media/525043>.
32. Mail.ru Group предварительно объявила ценовой коридор для размещения/Коммерсант 01.11.2010 [Электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа:
<http://www.kommersant.ru/doc.aspx?DocsID=1528845&NodesID=4>.
33. Весенние размещения российских компаний не оправдали ожидания эмитентов/Ведомости. - 05.05.2010 [Электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа:
<http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/2010/04/30/233084>.
34. Как пилят в Транснефти [электронный ресурс]: – Электрон. дан. – navalny.livejournal.com/526563.html.

- 35.Наличие залога не мешает проведению IPO «Русского моря»/Ведомости 15.04.2010[Электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/2010/04/09/230928>.
- 36.Размещение GDR Mail.ru Group обещает быть успешным/Ведомости 26.10.2010 [Электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/248301/voshla_v_koridor.
- 37.Спрос на акции Mail.ru Group превысил предложение уже на второй день road show/Ведомости 26.10.2010 [Электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/248478/mailru_group_narashvat.
- 38.Corporate Finance: Theory and Practice Quiry P., Dallochio M., Le Fur Y., Salvi A. –John Wiley & Sons Ltd. – 2009.– 1036 с. – ISBN 978-0-470-72192-6.
- 39.Fama E. Financing Decisions: Who Issues Stock?/Fama, French- Journal of Financial Economics. - №76, 2005.
- 40.Modigliani, F.; Miller, M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment/ F. Modigliani, M. Miller//American Economic Review, 1958. - №48 (3).
- 41.Roadmap for an IPO: a guide to going public. – PriceWaterhouseCoopers. – 2010 [электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.pwc.com/us/en/transaction-services/publications/roadmap-for-an-ipo-a-guide-to-going-public-download.jhtml>.
- 42."Some new ideas on capital structure", Malcolm Becker, Jeffrey Wurgler [электронный ресурс]: – Электрон. дан. – The Vernimmen.com, режим доступа: <http://www.vernimmen.com/html/research/research08.html>.
- 43.2011 Russian IPO surge underway [электронный ресурс]: www.rt.com. – Электрон. дан. – 26 января, 2011. - режим доступа: <http://rt.com/business/news/russia-ipo-hms-koks>.
- 44.ФАКТБОX-Russian IPO market hoping for a bumper 2011[электронный ресурс]: www.reuters.com. – Электрон. дан. – January 25, 2011. - режим

доступа: <http://www.reuters.com/article/2011/01/25/russia-ipos-idUSLDE70A1PU20110125>.

45. Financial analysis of Russian groups [электронный ресурс]: The Vernimmen.com newsletter № 54. – Электрон. дан. – November 2010. - режим доступа: http://www.vernimmen.com/letter/newsletter-articles-finance/letter_54.php#actualite.
46. Fixed Income Research 12 January 2011 Emerging Europe Corporate Outlook for 2011 [электронный ресурс]: – Электрон. дан. – <http://www.credit-suisse.com/researchandanalytics>.
47. Fosberg R. Debt capacity and debt financing/ Richard H Fosberg//Journal of Business & economics. - William Paterson University, 2008.
48. Global capital markets: entering a new era [электронный ресурс]: www.mckinsey.com/mgi/. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.google.ru/url?sa=t&source=web&cd=3&ved=0CDEQFjAC&url=http%3A%2F%2Fwww.mckinsey.com%2Fmgi%2Freports%2Fpdfs%2Fgcm_sixth_h_annual_report%2Fgcm_sixth_annual_report_full_report.pdf&rct=j&q=43.%09Mapping%20global%20capital%20markets%3A%20fifth%20annual%20report%20%20&ei=9gnYTdvkE43pOYi28eEP&usg=AFQjCNGuzuR9NE-JRWPI70YMdYqdYBJjMA&cad=rja.
49. Hybrid securities [электронный ресурс]: The Vernimmen.com newsletter №15. – April 2006. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.vernimmen.com/letter/newsletter-articles-finance/letter_15.php#actualite.
50. Mapping global capital markets: fifth annual report [электронный ресурс]: www.mckinsey.com/mgi/. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.google.ru/url?sa=t&source=web&cd=1&ved=0CCIQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.mckinsey.com%2Fmgi%2Freports%2Fpdfs%2Ffifth_annual_report%2Ffifth_annual_report.pdf&rct=j&q=43.%09Mapping%20global%20capital%20markets%3A%20fifth%20annual%20report%20%20&ei=9gnYTd

vkE43pOYi28eEP&usg=AFQjCNEo9HTRXxK_ms87tk8RGHh-
e8CIHA&cad=rja.

51. RESEARCH: IPO theory and practice [электронный ресурс]: The Vernimmen.com newsletter № 20. - November 2006. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.vernimmen.com/letter/newsletter-articles-finance/letter_20.php#recherche.
52. Russia: special report [электронный ресурс]: The Financial Times – April 14, 2010. – Электрон. дан. – режим доступа: <http://media.ft.com/cms/c2dc381a-469b-11df-9713-00144feab49a.pdf>.
53. Russia's IPO market expected to grow in 2011 [электронный ресурс]: www.rbcnews.com. – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.rbcnews.com/komment/komment.shtml?2011/02/25/33180102>.
54. Russian Business is Looking Abroad Again [электронный ресурс]: www.minyanville.com – April 25, 2011. – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.minyanville.com/businessmarkets/articles/russia-economy-russian-business-russia-news/4/25/2011/id/34125>.
55. Russian IPO market could grow to \$30 bln [электронный ресурс]: www.rbcnews.ru 25.02.2011. – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.rbcnews.com/komment/komment.shtml?2011/02/25/33180102>.
56. Russian IPOs in London: successful, planned, postponed [электронный ресурс]: www.telegraph.co.uk – March 28, 2011. – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.telegraph.co.uk/finance/markets/8411129/Russian-IPOs-in-London-successful-planned-postponed.html>.
57. Scholes L. Wright M. Leveraged Buyouts and Recession [электронный ресурс]: – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.qfinance.com/mergers-and-acquisitions-best-practice/leveraged-buyouts-and-recession?full>.
58. Some new ideas on financial structure, Ivo Welch. [электронный ресурс]: The Vernimmen.com. – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.vernimmen.com/html/research/research15.html>.

59. Transneft Says Higher Dividends Would Deprive Orphans, Sick - 19 апреля 2011 [электронный ресурс]: www.bloomberg.com. – Электрон. дан. – режим доступа: <http://www.bloomberg.com/news/2011-04-19/transneft-says-increased-dividends-would-deprive-orphans-sick.html>.
60. Why do firms issue equity? [электронный ресурс]: The Vernimmen.com letter N° 30 - February 2008. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.vernimmen.com/letter/newsletter-articles-finance/letter_30.php#recherche.
61. Why successful group have so low a debt level? [электронный ресурс]: The Vernimmen.com newsletter № 56. – January 2011. – Электрон. дан. – режим доступа: http://www.vernimmen.com/letter/newsletter-articles-finance/letter_56.php#faq.
62. corp.mail.ru [электронный ресурс]
63. www.banki.ru [электронный ресурс]
64. www.cbonds.ru [электронный ресурс]
65. www.cbr.ru [электронный ресурс]
66. www.investopedia.com [электронный ресурс]
67. www.micex.ru [электронный ресурс]
68. www.nottingham.ac.uk/business/cmbor [электронный ресурс]
69. www.offerings.ru [электронный ресурс]
70. www.rt.ru [электронный ресурс]
71. www.rts.ru [электронный ресурс]
72. www.rusbonds.ru [электронный ресурс]
73. www.russiansea.ru [электронный ресурс]
74. www.sifma.org [электронный ресурс]
75. www.vernimmen.com [электронный ресурс]
76. www.world-exchanges.org [электронный ресурс]