

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего профессионального образования
**«Финансовый университет при Правительстве Российской
Федерации» (Финуниверситет)**

Факультет «Финансы и кредит»

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»

_____ Б.Б.Рубцов

(подпись)

«__» _____ года
(число) (месяц) (год)

Выпускная квалификационная работа

Козловой Марии Владимировны

на тему:

«Управление акционерным капиталом публичных компаний»

Специальность «Финансы и кредит»

Специализация «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

Научный руководитель:

К.э.н. доцент Андрианова Л.Н. _____

(подпись)

(подпись автора работы)

Дипломная работа опубликована на сайте www.mirkin.ru 26.07.2011

Москва – 2011

Содержание

Содержание	2
Введение	3
1. Теоретические аспекты управления акционерным капиталом публичных компаний	9
1.1. Содержание понятий «публичная компания» и «акционерный капитал»	9
1.2. Характеристика механизма управления акционерным капиталом	15
1.3. Реализация целей компании посредством управления акционерным капиталом.....	24
2. Эволюция подходов к регулированию и надзору в сфере банковской деятельности Базельского комитета по банковскому надзору.....	46
2.1. Базель-I.....	46
2.2. Базель-II	52
2.3. Базель-III.....	55
3. Анализ влияния норм Базеля-III на уровень достаточности акционерного капитала российских публичных банков.....	63
3.1. Состояние внедрения норм Базельского комитета по банковскому надзору в России	63
3.2. Оценка количественного влияния норм Базеля-III на уровень достаточности акционерного капитала российских публичных банков...	70
Заключение	79
Список литературы	81

Введение

Мировой финансовый кризис выявил несовершенство регулирования и надзора в сфере банковской деятельности. Начиная с 2003 года, банки по всему миру на фоне роста мировой экономики увеличили использование сложных финансовых инструментов с непрозрачной структурой, активно инвестировали средства в активы сомнительного качества, имели низкие значения собственного капитала и были нацелены на получение краткосрочных прибылей в ущерб долгосрочной стабильности. Дефолты на рынке ипотечного кредитования США выступили спусковым крючком для возникновения и разрастания банковского кризиса, который развился в кризис ликвидности и трансформировался в общеэкономический кризис. Если бы не вмешательства центральных банков, мировая банковская система могла прийти на пике кризиса в сентябре 2008 года в состояние коллапса.

Когда острая фаза кризиса миновала, стали анализироваться причины возникновения критической ситуации на финансовом рынке и роль банков в ее становлении. Результатом анализа стало понимание мировым сообществом несовершенства регулирования и надзора за банковской деятельностью, которое позволило банкам забыть о своей роли «кровеносной системы» экономики¹ и сконцентрироваться на получении прибыли в ущерб интересам общества и своих вкладчиков. С целью недопущения повторения кризисной ситуации на финансовом рынке на глобальном уровне было принято решение о необходимости ужесточения надзора за банками и ограничения путей для нарушения банками своих прямых функций и обязанностей.

Реализация этой миссии была поручена Базельскому комитету по банковскому надзору, и в декабре 2010 года свет увидел документ «Базель-III: глобальная регулятивная архитектура для обеспечения устойчивости

¹ Федяшин, А. Обама: вот куда я поведу Америку. Хочет она этого или нет [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : РИА Новости, 2009. – Режим доступа: <http://www.trend.az/world/wnews/1430935.html>, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 25.02.2009.

банков и банковских систем». Базель-III стал третьим в серии изданных Базельским комитетом по банковскому надзору документов, направленных на регулирование банковской деятельности в глобальном масштабе. Каждая последующая версия рассматриваемых стандартов отличалась от предыдущей включением в себя большего количества вопросов, более глобальным взглядом на банковскую систему, а также ужесточением требований к банкам с целью создания прочной глобальной банковской архитектуры.

Документы Базельского комитета по банковскому надзору адаптируются и внедряются в качестве законов надзорными органами по всему миру, в том числе и в России, что делает крайне актуальным вопрос влияния новых стандартов Базеля-III на российскую банковскую систему и на отдельные кредитные организации. Вопросу влияния Базеля-III на российский банковский сектор будет посвящено данное исследование.

Рассматривать российский банковский сектор в ракурсе изучаемой проблемы во всем его масштабе представляется нам некорректным в силу неизбежности обобщений, которые приведут к проблеме усреднения влияния изучаемых факторов, а средние значения не являются надежной опорой для формирования верного мнения о рассматриваемой проблеме. В этой связи нами принято решение сконцентрироваться в рамках изучения данной проблемы на узкой части российского банковского сектора, представленной публичными банками.

Кроме того, нам представляется некорректным рассматривать влияние стандартов Базеля-III на всю деятельность публичных банков, т.к. стандарты Базеля-III подразумевают необходимость внедрения в банках различного рода узкоспециализированных подразделений, формирования и представления в надзорные органы особых форм отчетности, развитие новых для российских банков подходов к оценке своих активов, и другие вопросы. В этой связи мы приняли решение ограничить круг рассматриваемых

вопросов влиянием Базеля-III на акционерный капитал банков, являющихся публичными компаниями, а именно вопросом потребности в увеличении акционерного капитала в свете изменений оценки качества активов и качества собственного капитала банков, внедряемых Базелем-III.

И наконец, в рамках настоящей работы мы приняли решение сконцентрироваться на оценке потребности в дополнительном акционерном капитале не всех публичных банков России, а только двух – ОАО Сбербанк России и ОАО Банка ВТБ. Наш выбор обоснован тем, что два указанных банка обладают размером акционерного капитала, в несколько раз превышающим размер капитала других российских публичных банков. Следовательно, в случае увеличения уровня акционерного капитала российскими публичными банками под влиянием Базеля-III объем дополнительных эмиссий указанных публичных банков составит подавляющую часть от общего объема эмиссий.

Таким образом, целью настоящего исследования является определение того, как внедрение стандартов Базеля-III повлияет на необходимость управления акционерным капиталом в сторону его увеличения российскими банками, являющимися публичными компаниями, а также какова примерная количественная оценка потребности в дополнительном акционерном капитале российских публичных банков в свете внедрения в России Базеля-III.

Объектом исследования в этом случае выступит акционерный капитал российских банков, являющихся публичными компаниями, а предметом исследования – влияние Базеля-III на акционерный капитал российских публичных банков.

Для достижения цели исследования необходимо решить следующие задачи:

- Во-первых, необходимо рассмотреть сущность понятий «публичная компания» и «акционерный капитал» для верного понимания того, что собой представляют публичные банки, а также какую часть пассива их баланса следует рассматривать в качестве акционерного капитала.

- Во-вторых, важным является вопрос процесса и целей управления акционерным капиталом. Осознание узости вопроса потребности в увеличении акционерного капитала публичных банков в свете Базеля-III привело нас к пониманию необходимости рассмотрения в широком смысле вопросов того, как осуществляется управление акционерным капиталом в публичных компаниях и какие цели преследуют компании, управляя акционерным капиталом. Как мы увидим далее, эти цели обширны и разнообразны, а публичные банки даже в процессе наращивания капитала при переходе к Базелю-III не ограничиваются желанием приспособиться к новым требованиям регулятора, но преследуют попутно и иные цели.

- В-третьих, рассмотрение Базеля-III и его влияния на банковский сектор без рассмотрения сущности и влияния его предшественников – Базеля-I и Базеля-II – также является слишком узкой и ограниченной темой. Сравнение между собой норм всех трех «Базелей» приведет нас к пониманию вектора развития норм банковского регулирования и надзора, что интересно с содержательной точки зрения. А сравнение норм Базеля III и Базеля-II даст нам ключ к ответу на вопрос, как изменится оценка достаточности капитала банков при переходе от Базеля-II к Базелю-III, что приблизит нас к достижению цели данного исследования.

- И в-четвертых, с применением математического аппарата и всего объема накопленных знаний необходимо провести количественный анализ влияния перехода к Базелю-III на ОАО

Сбербанк России и ОАО Банк ВТБ, что станет ключевым фактором в достижении цели настоящей работы.

Таким образом, нами реализована следующая логика настоящего исследования. В первой главе рассматриваются общетеоретические вопросы сущности понятий «публичная компания» и «акционерный капитал» и раскрывается содержание процесса и целей управления акционерным капиталом публичных компаний. Вторая глава посвящена рассмотрению норм Базельского комитета по банковскому надзору в динамике: анализируются тенденции качественного изменения требований БКБН с течением времени в свете изменения общеэкономической ситуации, детально рассматриваются нормы Базеля-III. И третья глава дает ответ на вопрос, на каком этапе находится внедрение норм Базеля-III в России и как повлияет внедрение Базеля-III на достаточность капитала ОАО Сбербанка России и ОАО Банка ВТБ.

Настоящая работа актуальна по ряду причин, основной из которых является следующая. Российские публичные банки в случае потребности в увеличении уровня акционерного капитала вследствие внедрения Базеля-III должны будут провести дополнительные эмиссии акций. Зарубежные банки в этот же период также будут размещать пакеты акций: по подсчетам Базельского комитета по банковскому надзору, потребность в капитале 94 крупнейших банков из 27 стран-участниц соответствующего исследования составит 577 миллиардов евро. Соответственно, зарубежные фондовые площадки могут быть закрыты в среднесрочной перспективе для российских эмитентов. Одновременно и российский фондовый рынок может оказаться закрытым для новых эмитентов вследствие влияния внешних факторов: в США в 2011-2012 годах ожидается волна дефолтов в секторе коммерческой недвижимости, что может привести к новому витку кризиса на фондовом рынке США, который неизбежно (в силу глубокой зависимости российского фондового рынка от движения зарубежных рынков, особенно американского)

приведет к падению российского рынка и его медленному восстановлению, что выльется в спад РРО-активности эмитентов. Тем самым перед российскими публичными банками встанет вопрос, как нарастить капитал: сократив выплаты дивидендов, или отказавшись от инвестиционных программ, или попросив финансовой поддержки у государства? Понимание этих проблем, раннее обнаружение потенциальных трудностей российских публичных банков и определение путей выхода из них может сыграть положительную роль в укреплении стабильности российского банковского сектора, что делает настоящую работу крайне актуальной.

Теоретической основой настоящего исследования являются работы представителей теорий структуры капитала, практикующих специалистов в области корпоративных финансов, исследования Базельского комитета по банковскому надзору и международное и российское законодательство. Методология, примененная в рамках данного исследования, была почерпнута из материалов Базельского комитета по банковскому надзору, а также в ходе консультаций с представителями банковского сообщества.

1. Теоретические аспекты управления акционерным капиталом публичных компаний

1.1. Содержание понятий «публичная компания» и «акционерный капитал»

Слово «компания» заимствовано из французского языка и первоначально обозначало общество, группу людей, проводящих вместе время или объединенных общим интересом. Впоследствии понятие приобрело экономический смысл и стало обозначать коммерческую организацию, осуществляющую предпринимательскую деятельность. В российском праве термин «компания» не закреплен. По нашему мнению, синонимом данного понятия в российском праве является термин «коммерческая организация». Согласно Гражданскому кодексу, под коммерческой организацией понимается организация, которая:

- имеет в собственности, хозяйственном ведении или оперативном управлении обособленное имущество и отвечает по своим обязательствам этим имуществом;
- может от своего имени приобретать и осуществлять имущественные и личные неимущественные права, нести обязанности, быть истцом и ответчиком в суде;
- преследует извлечение прибыли в качестве основной цели своей деятельности;
- самостоятельно осуществляет на свой риск деятельность, направленную на систематическое получение прибыли от пользования имуществом, продажи товаров, выполнения работ или оказания услуг.²

² Гражданский кодекс Российской Федерации: федер. закон : [от 30 нояб. 1994 г. №51-ФЗ : в посл. ред. от 19 апр. 2011 г.] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс». – Статьи 2, 48, 50.

Публичная компания – это разновидность компании, обладающая определенными только ей присущими характеристиками. В Великобритании «Закон о компаниях» 2006 года (“Companies Act 2006”) выделяет два типа компаний – частные (private) и публичные (public).³ Согласно данному закону, только публичная компания имеет право разделять свой уставный капитал на определенное количество долей (акций), предлагаемых неограниченному кругу инвесторов, и несет обязанность соблюдать требования к размеру уставного капитала, который должен составлять не менее 50,000 фунтов стерлингов или эквивалента этой суммы в евро.⁴

В Соединенных Штатах Америки существует «Модельный закон о корпорациях» 2005 года («2005 Model Business Corporation Act»), разработанный Комитетом по корпоративному законодательству секции предпринимательского права Американской ассоциации юристов. Закон был адаптирован и соблюдается 24 штатами. Согласно этому закону, под публичной корпорацией понимается корпорация, акции которой прошли листинг на национальной фондовой бирже или регулярно торгуются на рынке, поддерживаемом одним и более членами одной из национальных ассоциаций торговцев ценными бумагами.⁵

В Европейском союзе разработана единая классификация фирм по правовому положению, которая применяется в законодательстве всех стран – членов Европейского союза. Согласно этой классификации, выделяются два

³ Companies Act 2006 : Act of the United Kingdom Parliament : [от 8 нояб. 2006 : в посл. ред. от 15 окт. 2010 г.] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – L: The National Archives, 2011. – Режим доступа: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>, свободный. – Статьи 4, 755, 763.

⁴ Companies Act 2006 Explanatory Notes [Электронный ресурс] : Explanatory Notes enacted by the United Kingdom Parliament. – Электрон. дан. – L: The National Archives, 2011. – Режим доступа: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/notes/contents>, свободный.

⁵ 2005 Model Business Corporations Act : Committee on Corporate Laws of the American Bar Association : [от 20 июня 2005 г. : в посл. ред. от 20 июня 2005 г.]. – Электрон. дан. – US: American Bar Association, 2011. – Режим доступа: <http://apps.americanbar.org/buslaw/committees/CL270000pub/nosearch/mbca/home.shtml>, свободный. – Статья 1.40 (18A).

вида компаний – публичного типа и частного типа. Капитал компании публичного типа образуется путем публичной подписки на акции.⁶

Таким образом, зарубежное законодательство разграничивает два типа компаний – частного и публичного типа, при этом только компания публичного типа имеет право предлагать свои акции неограниченному кругу инвесторов путем размещения акций на организованном рынке ценных бумаг (фондовой бирже).

В российском законодательстве понятие публичной компании не закреплено,⁷ однако существует ряд косвенных источников, указывающих на идентичную трактовку этого термина в России. В частности, в Концепции развития корпоративного законодательства 2005 года говорится, что различие между «публичной» и «непубличной» компанией должно определяться фактом размещения и/или обращения акций компании среди неопределенного круга лиц.⁸ Второй косвенный источник – Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», в котором определены следующие понятия:

- публичное размещение ценных бумаг, т.е. размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение ценных бумаг на торгах фондовых бирж и/или иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг; и
- публичное обращение ценных бумаг, т.е. обращение ценных бумаг на торгах фондовых бирж и/или иных организаторов

⁶ Герчикова, И.Н. Менеджмент : учебник для вузов / И.Н. Герчикова. – 4-е изд., перераб. и доп. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2008. – 511 с. – ISBN 978-5-238-01095-3. – Стр. 56-57.

⁷ Молотников, А.Е. Публичные компании : основные особенности и перспективы дальнейшего развития / А.Е. Молотников // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – М., 2008. – № 12 (55).

⁸ Концепция развития корпоративного законодательства на период до 2008 года [Электронный ресурс] : [одобрена Правительством Российской Федерации 18 мая 2006 г.]. – Электрон. текстовые дан. (286 Кб). – М. : Министерство экономического развития Российской Федерации, 2005. – Режим доступа: <http://www.economy.gov.ru/wps/wcm/connect/78e09f00409d9588a854e92c73e16b99/kontceptciya.doc?MOD=AJPERES&CACHEID=78e09f00409d9588a854e92c73e16b99&CACHE=NONE>, свободный. – Загл. с экрана. - Стр. 22.

торговли на рынке ценных бумаг, обращение ценных бумаг путем предложения ценных бумаг неограниченному кругу лиц, в том числе с использованием рекламы.⁹

Обобщив вышесказанное, приходим к выводу, что в общемировой практике под «публичной компанией» понимается коммерческая организация, осуществляющая предпринимательскую деятельность, чьи акции свободно обращаются на организованном рынке ценных бумаг среди неограниченного круга инвесторов.¹⁰ Соответственно, в отношении кредитных учреждений публичным является банк, чьи акции обращаются на фондовом рынке.

К рассмотрению содержания понятия «акционерный капитал» перейдем через исследование понятия «акционерное общество». Согласно Гражданскому кодексу, акционерным обществом признается коммерческая организация, уставный капитал которой разделен на определенное число акций, удостоверяющих обязательственные права участников общества (акционеров) по отношению к обществу.¹¹ От некоммерческих организаций акционерное общество отличает получение прибыли в качестве основной цели своей деятельности, от полного товарищества и товарищества на вере – отсутствие полной имущественной ответственности акционеров своим личным имуществом по обязательствам общества, от обществ с

⁹ О рынке ценных бумаг : федер. закон : [от 22 апр. 1996 г. №39-ФЗ : в посл. ред. от 7 апр. 2011 г.] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс». – Ст. 2.

¹⁰ Следует сделать оговорку, что зачастую публичными компаниями называют компании государственного сектора экономики (от англ. public companies) (см. напр. Соколов, А. Публичный сектор французской экономики на примере железнодорожной отрасли [Электронный ресурс] / А.Соколов, Н.Фоломеев. – Электрон. дан. – М. : Институт комплексных стратегических исследований, 2002. – Режим доступа: www.icss.ac.ru/userfiles/file/public_pdf685.pdf, свободный. – Загл. с экрана), – однако, в рамках данного исследования под публичными компаниями понимаются именно компании, чьи акции обращаются на фондовой бирже.

¹¹ Гражданский кодекс Российской Федерации: федер. закон : [от 30 нояб. 1994 г. №51-ФЗ : в посл. ред. от 19 апр. 2011 г.] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс». – Ст. 96.

ограниченной ответственностью – одинаковая номинальная стоимость всех размещенных акций.

Акционерные общества создаются открытого и закрытого типа. Открытое акционерное общество вправе проводить открытую подписку на выпускаемые им акции и осуществлять их свободную продажу с учетом требований законодательства. Общество, акции которого распределяются только среди его учредителей или иного, заранее определенного круга лиц, признается закрытым обществом. Такое общество не вправе проводить открытую подписку на выпускаемые им акции либо иным образом предлагать их для приобретения неограниченному кругу лиц.¹² Соответственно, публичными компаниями являются открытые акционерные общества, которые использовали свое право на проведение открытой подписки на выпускаемые ими акции и провели листинг на одной из фондовых бирж, тем самым предложив свои акции неограниченному кругу инвесторов.

Уставный капитал акционерного общества разделен на акции. Под акцией понимается именная эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.¹³

Согласно Энциклопедии банковского дела и финансов, существует два понятия – акционерный капитал (share capital) и капитал акционеров (shareholders' equity). Под акционерным капиталом, согласно Энциклопедии, понимается часть капитала корпорации, представленная выпущенными и оплаченными акциями, в отличие от «заемного капитала», представленного

¹² Об акционерных обществах : федер. закон : [от 26 дек. 2005 г. №208-ФЗ : в посл. ред. от 1 янв. 2011 г.] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс». – Ст. 7.

¹³ О рынке ценных бумаг : федер. закон : [от 22 апр. 1996 г. №39-ФЗ : в посл. ред. от 7 апр. 2011 г.] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс». – Ст. 2.

облигациями и краткосрочными займами. Под капиталом акционеров, согласно Энциклопедии, понимается превышение активов над пассивами корпорации, или бухгалтерская стоимость требований владельцев на соответствующую долю в активах предприятия после ликвидации задолженности.¹⁴

В российской практике под акционерным капиталом в ряде случаев понимаются выпущенные и оплаченные акции,¹⁵ а в других случаях – превышение активов над пассивами, т.е. собственный капитал.¹⁶

В связи с отсутствием единого общепризнанного русскоязычного эквивалента термина “shareholders’ equity” в российском деловом обороте мы считаем справедливым трактовать его как «акционерный капитал» (при этом термин share capital, или charter capital в этом случае может быть переведен как «уставный капитал»). Тем самым термин «акционерный капитал» в рамках настоящего исследования является эквивалентом понятия «собственный капитал».

Таким образом, акционерный капитал (shareholders’ equity) – это капитал, находящийся в распоряжении акционеров после удовлетворения требований всех прочих кредиторов. Численно он равен чистым активам общества.

¹⁴ Энциклопедия банковского дела и финансов : пер. с англ. / Под ред. Чарльза Дж.Вулфела. – С: Корпорация «Федоров», 2000. – 1584 стр. – ISBN 5-88833-064-7. – Стр. 603.

¹⁵ Акционерам и инвесторам [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : ОАО «Мосэнергосбыт», 2011. – Режим доступа: http://www.mosenergosbyt.ru/portal/page/portal/site/shareholder_investor/stock_capital, свободный. – Загл. с экрана.

¹⁶ Отчет о деятельности 2009 [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : ОАО «Лукойл», 2010. – Режим доступа: http://www.lukoil.ru/static_6_5id_218_.html, свободный. – Загл. с экрана. – Стр. 122.

1.2. Характеристика механизма управления акционерным капиталом

Выводом из первого параграфа первой главы служит определение процесса управления акционерным капиталом как процесса целенаправленного воздействия с помощью определенных приемов и методов на собственный капитал акционерного общества с целью получения определенного результата.

Субъектом управления акционерным капиталом являются органы управления акционерным обществом. Во всех странах мира в публичных компаниях существует трехступенчатая иерархия органов управления, которая в российском законодательстве закреплена как общее собрание акционеров, совет директоров и правление. Общее собрание акционеров является высшим органом управления общества. В его компетенцию входит принятие ключевых решений по вопросам управления акционерным капиталом, в частности по вопросам увеличения уставного капитала общества путем размещения дополнительных акций, приобретения обществом части акций в целях сокращения их общего количества, а также по вопросам выплаты дивидендов по результатам первого квартала, первого полугодия, девяти месяцев и финансового года.¹⁷ При этом правление реализует данные решения на практике, а совет директоров осуществляет функции контроля за реализацией решения общего собрания акционеров.

Акционерным капиталом можно управлять в двух направлениях – увеличивать его и уменьшать. Процесс увеличения акционерного капитала путем прибавления к нему нераспределенной прибыли отчетного финансового года и уменьшения путем списания резервов и нераспределенной прибыли для компенсации убытка текущего года является пассивным управлением акционерным капиталом. В противовес, процесс

¹⁷ О рынке ценных бумаг : федер. закон : [от 22 апр. 1996 г. №39-ФЗ : в посл. ред. от 7 апр. 2011 г.] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс». – Ст. 48.

управления количеством находящихся в обращении акций является активным управлением акционерным капиталом. Последнее и станет предметом нашего исследования в рамках настоящего параграфа.

Начнем с характеристики процесса увеличения уставного капитала. Увеличить уставный капитал можно путем увеличения номинальной стоимости акций (влияние на размер уставного капитала в пассиве баланса компании) и путем дополнительной эмиссии акций. В рамках данной работы мы рассмотрим второй способ.

Сразу следует оговориться, что увеличить акционерный капитал путем дополнительной эмиссии можно не только эмитируя новые акции. Можно также выпускать глобальные депозитарные расписки, опционы эмитента и конвертируемые облигации, поскольку все три способа являются фактически эмиссией акций.

Рассмотрим процесс увеличения акционерного капитала публичных компаний путем дополнительного выпуска акций. Отметим, что акционерное общество становится публичным не сразу после своего создания. Для того чтобы стать публичным, акционерное общество должно провести листинг своих акций на одной из фондовых бирж мира. Когда компания впервые проходит процедуру листинга и ее акции начинают обращаться на бирже и быть предлагаемыми неограниченному кругу инвесторов, компания получает статус публичной, а процесс первого в жизни компании листинга на бирже называется первичным размещением ценных бумаг (Initial Public Offering, IPO). В рамках данной работы процесс IPO рассмотрен не будет, т.к. не является операцией публичной компании (компания становится публичной уже после IPO). Наше внимание сосредоточится на процессе второго и последующих размещений, или PPO (Primary Public Offering).¹⁸

¹⁸ Следует подчеркнуть, что понятие PPO не стоит путать с понятием вторичного размещения акций (Secondary Public Offering, SPO), поскольку под SPO понимается предложение большого пакета акций, которые уже ранее были размещены на бирже (предлагаемый пакет акций мог принадлежать

Согласно российскому законодательству, процесс первичной и каждой последующей эмиссии акций (а также облигаций и опционов эмитента) включает следующие этапы:

- принятие решения о размещении ценных бумаг;
- утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг;
- государственную регистрацию выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг и регистрацию проспекта ценных бумаг;
- размещение ценных бумаг;
- государственную регистрацию отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг.¹⁹

Первый шаг – принятие решения о размещении ценных бумаг. Компания может принять решение о размещении дополнительного выпуска акций, только если у компании имеется соответствующий резерв объявленных акций. Объявленные акции – это акции, которые общество вправе размещать дополнительно к уже размещенным. Их количество, номинальная стоимость и категории (типы) закреплены в уставе общества и утверждаются общим собранием акционеров.²⁰

Приняв решение о размещении дополнительных акций, компания должна утвердить данное решение. Решение о выпуске (дополнительном

институциональным инвесторам, которые решили его продать, и доход от продажи этого пакета пойдет продавцам пакета, а не компании-эмитенту). Подробнее см. Glossary [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – US: Financial Industry Regulatory Authority, 2011. – Режим доступа: <http://www.finra.org/Glossary/P011153>, свободный. – Загл. с экрана.

¹⁹ Об утверждении стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг : приказ ФСФР : [от 25 янв. 2007 №07-4пз-н] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс». – Пп. 2.1.1, 2.1.3.

²⁰ Об акционерных обществах : федер. закон : [от 26 дек. 2005 г. №208-ФЗ : в посл. ред. от 1 янв. 2011 г.] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс». – Ст. 27.

выпуске) ценных бумаг хозяйственного общества утверждается советом директоров (наблюдательным советом) общества и подписывается лицом, занимающим должность единоличного исполнительного органа эмитента.²¹

Далее следует этап государственной регистрации выпуска. Государственная регистрация выпусков (дополнительных выпусков) ценных бумаг осуществляется федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг (Федеральной службой по финансовым рынкам) на основании предоставленных эмитентом документов, в том числе проспекта ценных бумаг.²² Регистрирующий орган проводит проверку предоставленных документов и на ее основании принимает решение об осуществлении государственной регистрации выпуска ценных бумаг, о необходимости внесения изменений или дополнений в проспект ценных бумаг и иные документы или о мотивированном отказе от государственной регистрации выпуска.

Если выпуск успешно прошел процедуру государственной регистрации, то следующим шагом эмитента становится размещение ценных бумаг. Размещение ценных бумаг включает в себя совершение сделок, направленных на отчуждение ценных бумаг их первым владельцам, и внесение приходных записей по лицевым счетам или по счетам депо первых владельцев.²³ На этапе размещения ценных бумаг основным действующим лицом становится андеррайтер эмитента – инвестиционный банк (брокерско-

²¹ Об утверждении стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг : приказ ФСФР : [от 25 янв. 2007 №07-4пз-н] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс». – Пп. 2.3.2, 2.3.5.

²² Об утверждении стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг : приказ ФСФР : [от 25 янв. 2007 №07-4пз-н] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс». – Пп. 2.4.1.

²³ Об утверждении стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг : приказ ФСФР : [от 25 янв. 2007 №07-4пз-н] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс». – Пп. 2.5.1.

дилерская компания) – или синдикат андеррайтеров, который осуществляет операции по реализации ценных бумаг конечным инвесторам.

По окончании размещения акций эмитент представляет в регистрирующий орган отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг, который регистрирующий орган может зарегистрировать, направить на доработку, а также в отношении которого регистрирующий орган может вынести мотивированное решение отказать в государственной регистрации. В случае осуществления регистрации отчета об итогах выпуска ценных бумаг, процесс размещения акций признается завершенным.

Несколько слов о раскрытии информации в процессе размещения акций. В российском законодательстве предусмотрено, что на всех этапах размещения выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг, сопровождающегося регистрацией проспекта ценных бумаг, эмитент должен раскрывать соответствующие сведения в уполномоченных на то федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг информационных агентствах.²⁴ В зарубежном законодательстве предусмотрено прямо обратное. В частности, в законе Сарбана-Оксли, регулирующем вопросы эмиссии ценных бумаг в США, предусмотрен т.н. «тихий период», длящийся от момента принятия решения о выпуске ценных бумаг и подачи заявления на регистрацию выпуска ценных бумаг и проспекта эмиссии до момента получения одобрения Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC) и государственной регистрации выпуска ценных бумаг.²⁵ Во время «тихого периода» компаниям запрещается распространять информацию о возможном размещении ценных бумаг и излишне

²⁴ Об утверждении положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг : приказ ФСФР : [от 10 окт. 2006 г. №06-117/пз-н] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

²⁵ Roadmap for an IPO: a guide to going public [Электронный ресурс]. – US: PricewaterhouseCoopers LLP, 2010. – Режим доступа: <http://www.pwc.com/us/en/transaction-services/publications/roadmap-for-an-ipo-a-guide-to-going-public.jhtml>, свободный. – Загл. с экрана. – 104 стр. – Стр. 16.

контактировать с прессой, т.к. это может подогреть интерес инвесторов к ценным бумагам и привести к неоправданно высокой цене предложения на них. Разрешается только публикация в прессе материалов, связанных с обычной деятельностью компании.²⁶

Таков механизм увеличения акционерного капитала за счет дополнительной эмиссии акций (а также эмиссии ГДР, опционов эмитента и конвертируемых облигаций). Теперь рассмотрим процесс его уменьшения. Как и в случае с увеличением акционерного капитала, существует два способа уменьшения акционерного капитала – путем уменьшения номинальной стоимости акций (влияние на размер уставного капитала в пассиве баланса компании) и путем выкупа собственных акций у акционеров. В данной работе мы рассмотрим второй способ.

Выкуп собственных акций – это уменьшение находящегося в обращении числа акций эмитента путем их приобретения эмитентом. Акции, выкупленные обществом, поступают в его распоряжение. Указанные акции не предоставляют право голоса, не учитываются при подсчете голосов, по ним не начисляются дивиденды. Согласно российскому законодательству, выкупленные акции (их еще иногда называют казначейскими) должны быть реализованы по цене не ниже их рыночной стоимости не позднее чем через один год со дня перехода права собственности на выкупаемые акции к обществу, в ином случае общее собрание акционеров должно принять решение об уменьшении уставного капитала общества путем погашения указанных акций.²⁷ Выкуп акций может быть осуществлен в короткий срок, а может быть объявлено, что компания планирует выкупить определенный

²⁶ Answers [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – US: U.S. Securities and Exchange Commission, 2011. – Режим доступа: <http://www.sec.gov/answers/quiet.htm>, свободный. – Загл. с экрана.

²⁷ Об акционерных обществах : федер. закон : [от 26 дек. 2005 г. №208-ФЗ : в посл. ред. от 1 янв. 2011 г.] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс». – Ст. 76, п. 6.

объем акций в течение нескольких лет (как это было в случае с Microsoft Corporation).²⁸

Согласно российскому законодательству, каждый акционер - владелец акций определенных категорий (типов), решение о приобретении которых принято, вправе продать указанные акции, а общество обязано приобрести их. В случае если общее количество акций, в отношении которых поступили заявления об их приобретении обществом, превышает количество акций, которое может быть приобретено обществом, акции приобретаются у акционеров пропорционально заявленным требованиям.²⁹ Зарубежная практика гораздо более гибка в этом вопросе. В рассмотренных в ходе подготовки работы зарубежных источниках указывается, что выкупить собственные акции можно несколькими путями:

- Выкуп акций на открытом рынке. Используя этот популярный метод, компания покупает на рынке свои собственные акции наравне с другими инвесторами. Несмотря на присутствие правовых ограничений по объему выкупаемых ценных бумаг, этот метод является очень востребованным, поскольку дает эмитенту большую гибкость в принятии решений о выкупе;
- Датский (голландский) аукцион. В ходе датского аукциона компания, выкупающая собственные акции, заранее объявляет количество акций, которое она собирается выкупить, срок подачи заявок на участие в аукционе, дату проведения аукциона и ценовой диапазон цены одной акции, в границах которого компания планирует

²⁸ Microsoft Announces Share Repurchase Program and Increases Quarterly Dividend [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – US: Microsoft Corp., 2008. – Режим доступа: <http://www.microsoft.com/presspass/press/2008/sep08/09-22dividend.mspx>, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 22.09.2008.

²⁹ Об акционерных обществах : федер. закон : [от 26 дек. 2005 г. №208-ФЗ : в посл. ред. от 1 янв. 2011 г.] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс». – Ст. 72, п. 4, абз. 3.

осуществить выкуп. Акционеры могут подать заявки на выкуп, указав любое количество акций и цену в пределах диапазона. Компания удовлетворяет заявки либо по цене отсечения, которую рассчитывает как самую низкую цену, при которой удастся выкупить весь планируемый объем эмиссии, либо по цене, указанной в заявках на выкуп акций, двигаясь от наибольшей цены из поданных заявок на выкуп к наименьшей;

- Предложение о выкупе по фиксированной цене. В рамках этого метода компания объявляет, что выкупит определенное количество акций по фиксированной цене, и удовлетворяет заявки акционеров о выкупе акций по этой цене до достижения желанного объема выкупа;³⁰

- Пропорциональное предложение. При использовании этого метода у всех акционеров выкупается пропорциональный объем акций. Тем самым сохраняется в неизменном виде структура собственников компании;³¹

- Выкуп с использованием производных финансовых инструментов. Существует ряд стратегий по выкупу собственных акций с использованием деривативов, в частности путем продажи компанией опциона пут на собственные акции.³²

³⁰ Mauboussin, M.J. Clear Thinking about Share Repurchase [Электронный ресурс] / Michael J. Mauboussin. – Электрон. дан. – US: Paul Johnson, 2006. – Режим доступа: – <http://www.cpatcolumbia.com/MM%20LMCM%20reports/Clear%20Thinking%20about%20Share%20Repurchase.pdf>, свободный. – Загл. с экрана.

³¹ Artill, P. Share buybacks [Электронный ресурс] / Peter Artill // Student Accountant Journal. – Электрон. дан. – US: ACCA, 2009. – Режим доступа: – http://www.accaglobal.com/pubs/students/publications/student_accountant/archive/sa_feb09_atrill.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 02.2009.

³² Corporate Share Repurchase Program [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – US: PNC Corporate Services, 2011. – Режим доступа: <https://www.pnc.com/webapp/unsec/Requester?resource=/wps/wcm/connect/1cc0d3804e5c6d348c938ffc6d63>

1.3. Реализация целей компании посредством управления акционерным капиталом

Рассмотрев процесс увеличения и уменьшения акционерного капитала публичных компаний, перейдем к третьей, завершающей части первой главы, и остановимся на вопросе, какие цели преследуют компании, увеличивая или уменьшая уставный капитал. Анализ литературы по данному вопросу привел нас к пониманию, что цели компаний можно разделить на два больших блока: цель увеличения стоимости компании и прочие цели.

Начнем с рассмотрения цели увеличения стоимости компании. И первым освещенным вопросом будет одна из самых животрепещущих дискуссий в области корпоративных финансов, в которой на протяжении последних 80 лет приняли участие подавляющее большинство выдающихся ученых и практиков: дискуссия об оптимальной структуре капитала компании.

Вспомним структуру управления акционерным обществом. Владельцами компании являются ее акционеры, текущее управление компанией осуществляется наемными менеджерами, которые действуют в интересах собственников бизнеса – акционеров – и могут быть уволены в случае, если интересы акционеров не соблюдаются. Следовательно, управление компанией в целом и ее акционерным капиталом в частности имеет в своей основе цель максимально удовлетворить интересы собственников бизнеса. А основным желанием собственника является постоянный рост стоимости компании, ведь чем дороже стоит компания, тем дороже акционер может продать свои акции и получить большую доходность на вложенные средства. А стоимость компании – это приведенные к настоящему моменту будущие денежные потоки, дисконтированные по

ставке доходности, запрашиваемой инвесторами, т.е. по средней ставке привлечения капитала WACC (weighted average cost of capital).³³

WACC рассчитывается как сумма ставки привлечения средств акционеров, взвешенной на долю акционерного капитала в структуре капитала, и ставки привлечения средств кредиторов, взвешенной на долю заемного капитала в структуре капитала компании.

Задача менеджмента компании – сделать так, чтобы денежные потоки компании были максимальными, а ставка дисконтирования – минимальной. Минимизация ставки дисконтирования легла в основу трех теорий оптимальной структуры капитала – теории «идеального рынка», теории компромисса и теории порядка финансирования. Каждая из этих теорий старалась определить, какой должна быть структура капитала, чтобы ставка дисконтирования будущих денежных потоков была минимальной, а приведенная стоимость компании – максимальной. Все три теории предлагали компаниям перестраивать свою политику управления капиталом, делая целью достижение оптимальной структуры капитала компании. Соответственно, применительно к управлению акционерным капиталом целью компаний должно было стать такое его увеличение и уменьшение, которое бы привело структуру капитала к оптимуму и позволило максимизировать стоимость компании.

Первой появилась теория «идеального рынка». Ее в 1958 году опубликовали в своей статье «Цена капитала, корпоративные финансы и теория инвестиций» Франко Модильяни и Мертон Миллер.³⁴ Модильяни и Миллер вводят следующие характеристики «идеального рынка»:

³³ Corporate Finance Theory and Practice / P. Vernimmen [et. al.] – Second Edition. – UK: John Wiley & Sons, 2009. – 1059 p. – ISBN 978-0-470-72192-6. – P. 682.

³⁴ Modigliani, F The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / Franco Modigliani, Merton Miller // The American Economic Review. – US: American Economic Association, 1958. – Jun 1958 (Vol. 48, No. 3). – Pp. 261-297.

- Компании могут выпускать только два вида ценных бумаг – безрисковый долг и акции;
- Финансовые рынки свободны от трений;
- Не существует корпоративного и индивидуального налогообложения;
- Не существует транзакционных издержек;
- Фирмы не могут банкротиться;
- Инсайдеры и аутсайдеры имеют одинаковую информацию о компании.³⁵

В данных условиях, как доказывают Модильяни и Миллер, не существует оптимальной структуры капитала, а взвешенная стоимость привлечения капитала (WACC) остается одинаковой вне зависимости от долговой политики компании. То есть если есть две компании, у которых одинаковый размер капитала (равный активам) и одинаковые будущие денежные потоки, но разная структура пассива баланса, то стоимость этих компаний одинаковая, а если бы это было бы не так, то появилась бы возможность для арбитража, который вернул бы систему в состояние равновесия. Вот как доказывают этот подход Модильяни и Миллер.

Предположим, существует две компании, X и Y, которые идентичны во всем, кроме структуры капитала: компания X не имеет долга, а компания Y имеет 80,000 долга по ставке 5% годовых (при этом единицы измерения не важны). Предположим, что WACC компании Y меньше, чем WACC компании X (а значит, стоимость компании Y будет выше),³⁶ при этом

³⁵ Corporate Finance Theory and Practice / P. Vernimmen [et. al.] – Second Edition. – UK: John Wiley & Sons, 2009. – 1059 p. – ISBN 978-0-470-72192-6. – P. 685.

³⁶ Подобное предположение основывается на следующей идее. В реальном мире (по законодательству всех стран, где есть акционерная форма собственности) в случае банкротства компании кредиторы имеют преимущественное право на активы общества при его ликвидации, а требования акционеров

непосредственно ставка доходности по собственному капиталу у У будет больше, чем у Х, поскольку акционеры компании Х несут только операционный риск, а акционеры компании У несут операционный риск и риск структуры капитала (из-за долга).

Таблица 1 – Иллюстрация модели "идеального рынка"

	Компания Х	Компания У
Собственный капитал	200,000	120,000
Заемный капитал	0	80,000
Операционная прибыль	20,000	20,000
Процентные расходы	0	4,000
Чистая прибыль	20,000	16,000
Дивиденды ⁽¹⁾	20,000	16,000
Ставка доходности по собственному капиталу	10%	12%
Рыночная стоимость акционерного капитала ⁽²⁾	200,000	133,333
Рыночная стоимость долга	0	80,000
Стоимость компании ⁽³⁾	200,000	213,333
WACC ⁽⁴⁾	10%	9,4%

⁽¹⁾ – в предположении, что выплачивается 100% чистой прибыли;

удовлетворяются в последнюю очередь. Тем самым акционеры принимают на себя больше риска, а значит вправе рассчитывать на большую доходность, чем кредиторы. Поэтому компания, в структуре капитала которой больше доля акционерного капитала, должна иметь более высокую взвешенную стоимость капитала. Но как мы видели выше, в модели Модильяни Миллера рассматривается мир, в котором нет банкротств, поэтому далее мы будем доказывать, что наше предположение о неравенстве WACC компаний Х и У с позиции данной модели неверно.

(2) – в предположении, что горизонт выплаты дивидендов бесконечен; рассчитывается, как дивиденд разделить на ставку доходности по собственному капиталу;

(3) – рассчитывается, как сумма рыночной стоимости акционерного капитала и долга;

(4) – рассчитывается, как операционная прибыль разделить на стоимость компании.

Модильяни и Миллер продемонстрировали, что акционеры компании У (несмотря на то, что у них и так более высокая ставка доходности по собственному капиталу по сравнению с акционерами компании Х) могут добиться большей доходности на инвестиции при неизменном риске путем покупки акций компании Х. Делается это следующим образом. Если инвестор, владеющий 1% акций компании У (их рыночная стоимость 1,333), хочет поиметь большую доходность на инвестиции, то он должен:

- Продать свои акции компании У;
- Воспроизвести структуру «долг/собственный капитал» компании У пропорционально его доле в 1%, т.е. занять $1,333 * 80,000 / 133,333 = 1,333 * 60\% = 800$ по ставке 5%;
- Вложить все его ($800 + 1,333 =$) 2,133 в акции компании Х.

Риск инвестора остается таким же, как и до проведения этой операции: он по-прежнему подвержен операционному риску (он одинаков у компании Х и У) и финансовому риску (поскольку риск структуры капитала, которому он был подвержен, трансформировался в риск персональных заимствований). Объем вложенных собственных средств инвестора остался неизменным (1,333). Однако доход инвестора изменился. До продажи своего 1% акций компании У инвестор получал ежегодный дивиденд в размере 160 (рассчитан

как 1% от 16,000, направляемых на выплату дивидендов). А теперь он получает:

Дивиденды компании X	$2133 * 10\% = 213$
(Процентные платежи)	$(800 * 5\%) = (40)$
= Чистый доход	173

Т.е. теперь инвестор получает каждый год доход в сумме 173 (а не 160), при том, что объем вложенных им собственных средств и риск вложения остался одинаковым. Таким образом, акционеры компании У будут продавать свои акции, брать в долг и вкладывать все деньги в акции компании X, понижая тем самым стоимость собственного капитала компании У и увеличивая его у компании X. Эта ситуация арбитража в скором времени иссякнет, и стоимости компаний вновь придут в равновесие. Из этого Модильяни и Миллер делают вывод о том, что стоимость компании независима от структуры ее капитала.³⁷

С момента публикации данной теории в мировой экономической науке состоялось много дискуссий на тему ее справедливости. И результатом этих дискуссий стало появление теории компромисса.

Теория компромисса основывается на следующих идеях. Она отказывается от двух принципиальных допущений модели «идеальных рынков»: от отсутствия налогообложения и от отсутствия банкротств компаний. В модели компромисса компании могут банкротиться, а значит, стоимость привлечения средств акционеров выше, чем ставка доходности, запрашиваемая кредиторами, в связи с наличием порядка удовлетворения требований кредиторов при ликвидации компании, при котором кредиторы имеют более ранний приоритет, чем акционеры. Следовательно, возникает

³⁷ Corporate Finance Theory and Practice / P. Vernimmen [et. al.] – Second Edition. – UK: John Wiley & Sons, 2009. – 1059 p. – ISBN 978-0-470-72192-6. – Pages 685-687.

справедливое желание компаний использовать долг для финансирования своей деятельности, поскольку это дешевле.

Кроме того, за использование долга говорит возникновение так называемого «налогового щита». «Налоговым щитом» называется уменьшение размера налоговых обязательств компании, вызванное увеличением затрат, подлежащих вычету из облагаемого дохода (в нашем случае – процентных платежей). Дело в том, что государство разрешает выплачивать проценты за пользование заемными средствами до уплаты налога на прибыль, а дивиденды можно платить только из чистой прибыли. Компаниям налоговый щит дает то преимущество, что если компании для обеспечения требуемой инвесторами доходности нужно выплатить акционерам дивиденд в размере 20 единиц, то при ставке налога на прибыль 20% операционная прибыль должна быть как минимум:

$$X * 80\% = 20$$

$$X = 20 / 80\%$$

$$X = 25 \text{ единиц.}$$

А если компании нужно для обеспечения требуемой доходности вернуть кредиторам 20 единиц, то компании достаточно сгенерировать 20 единиц операционной прибыли. Иными словами, если компания генерирует определенное фиксированное количество операционной прибыли, то она может обеспечить кредиторам большую доходность, чем акционерам, поскольку до выплаты дивидендов акционерам компания должна заплатить налоги государству. А если компания существует за счет заемных средств, то она может обеспечить кредиторам требуемую доходность, имея меньше прибыли, чем ей пришлось бы иметь для обеспечения равного уровня доходности акционерам компании. В этой идее состоит суть такого явления как «налоговый щит».

Таким образом, вводя в «уравнение» такую переменную, как корпоративные налоги, теория компромисса говорит о том, что компании будут стараться увеличивать долю долга в финансировании компании, т.к. это дешевле.

Если подходить к вопросу «налогового щита» с позиции максимизации стоимости компании, то теория оценки говорит, что стоимость компании, оперирующей с использованием долга, равна стоимости аналогичной компании, работающей только за счет собственных средств, плюс текущая стоимость терминальной стоимости экономии на налогах при бесконечном горизонте планирования. То есть если у компании ожидаемые процентные расходы равны 5 единицам, а ставка налога на прибыль равна 20%, то стоимость компании при бесконечном горизонте планирования увеличивается на (5:20%), или на 25 единиц по сравнению с компанией, у которой нет заемных средств.³⁸

Однако в противовес этому стремлению компаний теория компромисса вводит еще одну переменную – издержки банкротства компаний. Суть введения данной переменной заключается в том, что с ростом объема долга компании увеличиваются процентные платежи, а процентные платежи кредиторам характеризуются тем, что их нужно осуществлять регулярно и вне зависимости от того, может компания себе это позволить или нет.³⁹ Соответственно, при росте объема заемного финансирования компания начинает рисковать тем, что в случае сезонного спада выручки или непредвиденного увеличения расходов⁴⁰ она будет не в состоянии справиться

³⁸ Corporate Finance Theory and Practice / P. Vernimmen [et. al.] – Second Edition. – UK: John Wiley & Sons, 2009. – 1059 p. – ISBN 978-0-470-72192-6. – P. 695.

³⁹ В противовес, дивиденды акционерам можно в какой-то год и не выплачивать, т.к. акционеры понимают, что в случае банкротства компании их требования будут удовлетворены в последнюю очередь, и поэтому они заинтересованы в долгосрочном успехе компании и готовы в какой-то период пожертвовать краткосрочными доходами.

⁴⁰ В ходе прохождения преддипломной практики автор данного исследования столкнулся с тем, что у одной компании, занимающейся бурением шахт, сезоном работы является период с ноября по апрель, поскольку с

с погашением процентных платежей и выплатой основной суммы долга. Увеличение риска, связанного с предоставлением средств такой компании, становится очевидным для акционеров и кредиторов, и они начинают требовать повышенной доходности. Это приводит к росту процентных ставок по вновь привлекаемым кредитам и повышенных требований к дивидендам, а значит, увеличивается отток ресурсов, ухудшается финансовое положение компании, увеличивается WACC и снижается стоимость компании.

Таким образом, с позиции теории компромисса наравне с преимуществами эффекта «налогового щита» в уравнение должны быть внесены недостатки «издержек банкротства».⁴¹ При этом стоимость компании с долгом становится равна стоимости аналогичной компании без долга плюс текущая стоимость терминальной стоимости преимуществ эффекта «налогового щита» минус текущая стоимость терминальной стоимости «издержек банкротства».

Тем самым теория компромисса говорит, что до определенного момента компаниям выгодно наращивать долг, а после пересечения порога, когда недостатки заемного финансирования начнут превышать экономию от низких ставок и эффекта налогового щита, компаниям следует переключиться на привлечение акционерного капитала, поскольку при таком подходе стоимость компании максимизируется.

Теория компромисса также не была единогласно признана рынком, и ее развитием выступила теория порядка финансирования. Теория порядка

конца апреля в зонах бурения начинают идти дожди и тает снег. Из-за таяния снега транспортировку буровых установок становится невозможно осуществлять на снегоходах и по льду рек, и если работа по контракту не закончена до оттепели, то компания вынуждена транспортировать оборудование на вертолетах, что увеличивает (в ее случае) себестоимость работ на 15% по сравнению со стандартным уровнем.

⁴¹ Если детализировать, то «издержками банкротства» являются вызванные ухудшившимся финансовым положением сокращение расходов на НИОКР, на тренинги персонала и маркетинг, что приведет к ухудшению качества работы и потере клиентов, а также возросшие расходы на привлечение дополнительного финансирования и возможные издержки реструктуризации долга.

финансирования также исходит из концепции максимизации стоимости компании, но во главу угла ставит не издержки банкротства и выгоды «налогового щита», а концепцию издержек информационной асимметрии. Идея данной концепции в том, что менеджмент компании располагает гораздо большей информацией о состоянии компании, чем аутсайдеры, а недостаток информации вызывает у инвесторов опасения повышенного риска вложений, которые трансформируются в требование о повышенной доходности. Соответственно, компании прибегают к использованию источников финансирования, начиная с самого «дешевого», т.е. несущего в себе наименьшие издержки асимметрии информации, и заканчивая самым дорогим, при котором инвесторы требуют максимальную доходность. Согласно этой теории, самым «дешевым» с этой позиции источником финансирования являются собственные накопленные средства (нераспределенная прибыль), поскольку предоставляется менеджментом самому себе, а самым дорогим – средства, привлекаемые от новых акционеров.⁴²

Подводя итог, мы можем сказать, что теории «идеального рынка», компромисса и порядка финансирования дали толчок к изучению вопроса того, основываясь на каких предположениях компании должны строить свою политику привлечения финансирования (и соответственно, управления акционерным капиталом) в целях максимизации стоимости компании. В настоящее время данные теории часто оспариваются по итогам анализа эмпирических данных, им на смену приходят новые теории бихейвиористской направленности. Неизменным остается только стремление компаний найти оптимальное соотношение долга и собственного капитала и стремление ученых вывести универсальную формулу успеха.

Завершив рассмотрение цели максимизации стоимости публичной компании путем управления акционерным капиталом, перейдем к

⁴² В связи с приоритетностью удовлетворения требований кредиторов при ликвидации компании.

рассмотрению второго блока целей, которые можно охарактеризовать как более частные, «прочие» цели. К этому блоку целей относится и частный вопрос потребности в увеличении акционерного капитала публичными банками в связи с введением «Базеля-III».

Первая цель – это изменение уровня акционерного капитала с целью использования недооценки и переоценки акций компании фондовым рынком. Переоценка рынком акций – это ситуация, при которой текущая стоимость будущих денежных потоков компании (стоимость компании) меньше, чем оценка, даваемая этой величине внешними инвесторами. Случается это либо из-за асимметрии информации между менеджментом компании и инвесторами, либо из-за общего «перегрева» фондового рынка, когда значительный слой инвесторов хочет вкладывать деньги в акции, рассчитывая на увеличение их курсовой стоимости.⁴³ При идентификации менеджментом такой ситуации имеет смысл провести дополнительную эмиссию акций. Аналогично, когда компания убеждена, что ее акции недооценены рынком, то должно быть принято решение о выкупе собственных акций, поскольку, когда инвесторы вновь верно оценят ценные бумаги эмитента, то компания сумеет реализовать казначейские акции с прибылью.

Вторая цель – поглощение других компаний с использованием собственных акций дополнительного выпуска. Дело в том, что когда одна компания поглощает другую, то оплачивать покупку она может как деньгами (передавая акционерам таргета денежные средства в обмен на акции), так и своими акциями. Рассмотрим, какова техника подобных операций. Существует три вида операций по слиянию, при которых возможна оплата акциями:

⁴³ Как, например, в США в ходе бума на рынке эмиссионных бумаг Интернет-компаний в 2001 году.

- Юридическое слияние (legal merger), при котором одна компания поглощает другую компанию, включая ее в свою структуру, а взамен компанией-поглотителем для акционеров поглощенной компании выпускаются дополнительные акции. С юридической и налоговой точек зрения подобная бизнес-комбинация расценивается как передача активов и обязательств, оплаченная вновь выпущенными акциями компании-поглотителя, которые передаются экс-акционерам поглощенной компании. Публичными компаниями данная техника применяется довольно редко, т.к. чаще всего компания-поглотитель делает акционерам компании-таргета предложение о выкупе их акций;

- Вклад акциями (contribution of shares), при котором акционеры компании Б передают компании А свои акции компании Б в обмен на вновь выпущенные акции компании А. При этом обе компании продолжают существовать, но компания Б становится дочерним предприятием компании А, а экс-акционеры компании Б становятся акционерами компании А. С экономической точки зрения этот вид слияния близок по смыслу к продаже всей или части компании Б, финансируемой эквивалентным выпуском новых акций компании А, зарезервированных для экс-акционеров компании Б;

- Вклад активами (asset contribution), при котором компания Б передает компании А часть своих активов в обмен на акции компании А. Важным является то, что, в отличие от юридического слияния, при вкладе активами собственником акций компании А становится компания Б, а не акционеры компании Б. Если компания Б передает компании А все свои активы, то компания Б становится холдинговой компанией и, в зависимости от объема вклада своих активов, может приобрести контроль над компанией А.

Третья цель – стремление избежать недружественного поглощения.

Угроза недружественного поглощения – это ситуация, при которой акции

компания, находящиеся в свободной продаже на фондовом рынке, начинают тайно скупаться конкурирующей компанией. Нынешние акционеры компании, не согласные потерять контроль над бизнесом, могут применить так называемые «отравленные пилюли» (poison pills). «Отравленные пилюли» - это техника борьбы с недружественными поглощениями, которая делает эти поглощения чересчур дорогими для поглотителя и улучшает позиции текущих владельцев бизнеса в переговорах. Основная идея заключается в выпуске компанией дополнительных акций или финансовых инструментов, конвертируемых в обыкновенные акции при смене контроля над бизнесом. В случае смены контроля над бизнесом количество акций в обращении увеличивается, тем самым размывается доля поглотителя и ему приходится приобретать дополнительные пакеты акций для доведения своего пакета вновь до контрольного, что часто бывает слишком дорого. Первыми «пилюлями» были выпускаемые компаниями привилегированные акции, конвертируемые в обыкновенные акции при смене контроля над бизнесом. Чуть позднее стали выпускать дивиденды, выплачиваемые подписными правами, которые давали действующим акционерам право приобрести с существенной скидкой дополнительные акции либо в компании-поглотителе (flip-over shareholder rights plans, реализуются если поглощение состоялось), либо в компании-таргете (flip-in shareholder rights plans, реализуются если поглотитель пока не довел долю своего владения в таргете до контрольного пакета). Другими «пилюлями» являются опционные программы для менеджмента и сотрудников (опционы эмитента), облигации, конвертируемые в акции. Результатом применения всех этих инструментов является увеличение акционерного капитала компании при наступлении оговоренных в условиях выпуска событий.

Четвертая цель – поддержание определенного кредитного рейтинга эмитента путем эмиссии долга и акционерного капитала в определенных пропорциях. Кредитный рейтинг, выставляемый международными (Standard&Poors, Moody's, Fitch) и национальными (например, Эксперт РА)

рейтинговыми агентствами, является показателем того, какова кредитоспособность компании в краткосрочной, среднесрочной и долгосрочной перспективе. При этом, чем выше рейтинг, тем менее вероятен дефолт компании по своим обязательствам на указанном временном горизонте.⁴⁴ Компании стремятся поддерживать высокий кредитный рейтинг, поскольку это позволяет расширить пул потенциальных инвесторов и привлекать кредиты и займы по низким ставкам. А кредитный рейтинг напрямую зависит от значения финансового рычага. И вот что в этой связи говорит руководитель казначейства компании Пепси: «Мы стараемся иметь максимальный объем долга, который позволяет нам поддерживать кредитный рейтинг А. Кредитный рейтинг А дает нам возможность в любой момент времени при любых экономических условиях заимствовать существенные объемы средств на ведущих мировых рынках краткосрочных бумаг (векселей)».⁴⁵ Соответственно, компании с подобными взглядами решают вопрос об увеличении долга и акционерного капитала, основываясь на влиянии этого решения на кредитный рейтинг.

Пятая цель – максимально эффективное использование свободных денежных средств (речь в данном случае пойдет только об уменьшении акционерного капитала). Когда у компании образуются избыточные денежные средства, которые она не может прибыльно вложить в связи с отсутствием инвестиционных проектов с положительной чистой приведенной стоимостью и удовлетворяющей компанию внутренней нормой доходности, она может направить их на выкуп собственных акций, а также на выплату дивидендов. Выплата дополнительных дивидендов удовлетворяет интересы инвесторов и создает позитивный имидж эмитента, однако

⁴⁴ Рейтинговые шкалы [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Moody's Russia, 2011. – Режим доступа: http://www.moody.com/pages/default_ee.aspx, свободный. – Загл. с экрана.

⁴⁵ Chew, D. Stern Stewart Roundtable on Capital Structure and Stock Repurchase / Donald H. Chew Jr. // Journal of Applied Corporate Finance. – UK: John Wiley and Sons on behalf of Morgan Stanley, 2001. – Spring 2001 (Vol. 14, Issue 1). – Pp. 8-41. – P. 20.

компания не стремится увеличивать дивиденды и при появлении свободной наличности стараются осуществить выкуп акций. Причина этого в том, что уровень дивидендов – психологически значимая величина, и любое ее изменение очень активно обсуждается рынком. Поэтому если компания принимает решение выплатить в текущем периоде дивидендов больше, чем было выплачено в прошлом году, то инвесторы автоматически решают, что и на будущий год дивиденд будет столь же высок. И если этого не происходит, то инвесторы это расценивают как негативный сигнал. Вследствие такого положения вещей компания старается размер дивидендов на стабильном уровне, и при отсутствии возможностей для прибыльного инвестирования выкупают собственные акции.

Шестая цель – повышение показателя прибыли на акцию (здесь вновь пойдет речь только о выкупе собственных акций). Как уже было сказано, одна из основных целей менеджмента – показать собственникам, как хорошо менеджмент справляется со своей работой. Для акционеров показателем хорошей работы выступает рост стоимости компании, а значит, рост цены акций компании на бирже. Поэтому менеджеры делают всё возможное, чтобы эта цена росла, а цена растет, если на акции высокий спрос. Высокий спрос обеспечивается инвестиционными банками, которые выпускают советы своим клиентам относительно того, «покупать», «держат» или «продавать». А основным мериллом критерия «покупать» является высокая прибыль на акцию, или EPS (earnings per share). Прибыль на акцию представляет собой отношение чистой прибыли компании, доступной для распределения, к среднегодовому числу обыкновенных акций. Считается, что чем выше данный показатель, тем лучше для инвесторов вкладывать в акции данной компании, т.к. эти вложения обеспечивают высокую доходность. Поэтому сигнал «покупать» звучит, когда данный показатель показывает стабильный рост. Менеджмент компании может обеспечить этот рост двумя путями: увеличивая чистую прибыль и уменьшая количество акций в обращении. Первый путь приводит к долгосрочному финансовому

благополучию компании, второй путь получил наименование «лакировки действительности» (window dressing), поскольку фактического увеличения стоимости компании не происходит. По этой причине практика выкупа собственных акций с единственной целью увеличения EPS жестко критикуется учеными и практиками.⁴⁶

Седьмая цель – мотивирование менеджмента компании. Эта цель имеет двоякое толкование. Первая точка зрения заключается в том, что сильной мотивацией для менеджмента являются опционные программы, которые позволят менеджменту купить акции компании через определенный период времени по фиксированной в настоящее время цене. Если в тот момент времени цена акций на рынке будет больше цены выкупа, то менеджер, сразу же продав акции на бирже, получит высокий доход. Предполагается, что подобные опционные программы стимулируют менеджмент добиваться высоких темпов роста бизнеса. Вторая точка зрения, напротив, говорит о том, что для стимулирования менеджмента компания должна уменьшать акционерный капитал и финансировать свою деятельность за счет долга, поскольку чем больше у компании долга, тем она более рискованная. И в случае финансовых трудностей топ-менеджмент компании может быть уволен, потерять компенсационный пакет (страховку и проч.), бонусы и выходное пособие, а также получить в послужной список характеристику «привел компанию к банкротству». Поэтому когда у компании много долга, менеджмент этой компании сильно мотивирован хорошо работать, вкладывать средства в прибыльные инвестиционные проекты и быстро реагировать на изменения в окружающей бизнес-среде.⁴⁷ Обе точки зрения имеют право на существование.

⁴⁶ Chew, D. Stern Stewart Roundtable on Capital Structure and Stock Repurchase / Donald H. Chew Jr. // Journal of Applied Corporate Finance. – UK: John Wiley and Sons on behalf of Morgan Stanley, 2001. – Spring 2001 (Vol. 14, Issue 1). – Pp. 8-41. – P. 8.

⁴⁷ У этой точки зрения есть и оппоненты, которые приводят пример оппортунистического поведения корейских компаний в 1990-х годах, когда они активно занимали для финансирования индустриализации, а

Восьмой мотив – максимально эффективное для компании использование макроэкономической обстановки. Общим правилом привлечения финансирования является то, что когда в экономике идут инфляционные процессы, которые сопровождаются низкими реальными ставками, то для компаний лучше использовать для финансирования своей деятельности заемный капитал, поскольку в этот период выручка за счет инфляции растет гораздо быстрее фиксированных процентных платежей. В периоды спада экономики (дефляции) и высоких реальных процентных ставок, напротив, компаниям следует финансироваться за счет акционерного капитала, поскольку фиксированные платежи по кредитам в таких условиях производить довольно трудно.

И наконец, **девятая цель** – удовлетворение изменившихся требований регуляторов рынка к уровню достаточности собственного капитала. Яркой иллюстрацией существования такой цели является банковский сектор. Нынешний мировой финансовый кризис обнажил, что в период с 2003 по 2007 год банки по всему миру активно привлекали деньги с рынков капитала для осуществления спекулятивных операций с активами сомнительного качества на фоне общемирового роста экономики. При этом у большинства банков уровень финансового рычага был очень высоким – у инвестиционного банка Bear Stearns в марте 2008 года незадолго до его выкупа банком JP Morgan Chase & Co он достиг значения 36 (т.е. собственный капитал составлял порядка 3 процентов всего капитала банка).⁴⁸ В связи со столь оппортунистическим поведением банков Базельский комитет по банковскому надзору разработал уже упоминавшийся «Базель-III», ужесточающий требования к уровню достаточности собственного

потом стали корпорациями «слишком большими, чтобы допустить их банкротства» ('too big to fail'), и вынудили государство и Международный валютный фонд оказать им финансовую помощь.

⁴⁸ Cassidy, J. Lessons from the collapse of Bear Stearns [Электронный ресурс] / John Cassidy // The Financial Times. – Электрон. дан. – UK: The Financial Times, 2010. – Режим доступа: <http://www.ft.com/cms/s/0/b731386a-2fd2-11df-9153-00144feabdc0.html#axzz1Gr3r3NGp>, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 15.03.2010.

капитала банков. Многие банки в этой связи были вынуждены осуществить дополнительную эмиссию акций, в частности, это проделал Deutsche Bank.⁴⁹

Таковыми являются основные мотивы компаний при управлении уровнем акционерного капитала. И в завершение главы следует остановиться еще на двух важных моментах, связанных с управлением акционерным капиталом публичных компаний: смена собственника (поскольку это является одним из наиболее существенных событий в жизни компании) и процедура делистинга, в ходе которой компания выкупается одним из акционеров и становится вновь частной.

Смена контроля может произойти за счет того, что менеджмент компании выкупит компанию у акционеров, а также за счет того, что ее выкупит сторонняя компания (после чего и менеджмент, и сторонняя компания могут решить провести процедуру делистинга). Начнем с выкупа компании менеджментом, или МВО (management buyout). МВО – это процесс, при котором менеджеры компании выкупают у акционеров их акции, становясь собственниками бизнеса. Причины данного шага могут быть различными. В частности, менеджмент может считать акции компании в данный момент времени недооцененными, менеджеры могут находиться в конфликте с акционерами из-за различных взглядов на будущее компании, и прочее. При этом выкуп акций может осуществляться как за счет собственных средств компании (из нераспределенной прибыли), так и за счет заемных средств. При использовании заемных средств выкуп менеджментом акций носит название LMBO (leveraged management buyout). Разновидностями МВО являются MEBO (выкуп менеджментом и работниками) и EBO (выкуп работниками).⁵⁰

⁴⁹ Wilson, J. Deutsche Bank issue set to raise €10.2bn [Электронный ресурс] / James Wilson // The Financial Times. – Электрон. дан. – UK: The Financial Times, 2010. – Режим доступа: <http://www.ft.com/cms/s/0/2cfbccfc-c508-11df-b785-00144feab49a,s01=1.html#axzz1Gr3r3NGp>, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 21.09.2010.

⁵⁰ Генске, М. Механизмы финансирования слияний и поглощений: международный опыт / М. Генске // Слияния и поглощения. – М., 2003. – № 9. – Стр. 88-93.

Выкуп компании сторонней компанией тоже может быть осуществлен как за счет собственных средств или акций другой компании, так и за счет заемных средств. При использовании заемных средств различают MIMBO (когда в компанию приходят внешние менеджеры) и LBU (leveraged buildup – процесс, при котором одна компания за счет заемных средств скупает другие компании отрасли чтобы создать вертикально интегрированный холдинг).

Поглощение публичной компании другой компанией – это сложный процесс, который находится под пристальным вниманием регуляторов рынка. Начинается этот процесс с покупки акций таргета на открытом рынке. Регуляторами финансовых рынков большинства стран предусмотрено, что при достижении определенного порога владения акциями таргета компания-поглотитель должна официально раскрывать объем своего владения, иначе компания-поглотитель лишается прав голоса по приобретенным акциям. Чаще всего такой порог составляет 5% от акций компании. Далее компания-поглотитель продолжает наращивать свою долю в капитале таргета и на определенном этапе (добровольно – или опять же по требованию регулирующего органа) делает миноритарным акционерам предложение о выкупе их акций. Подобные предложения действуют в течение определенного срока (от двух до десяти недель) и могут быть классифицированы следующим образом:

- Предложение выкупить акции таргета за деньги или за акции поглотителя (если компания-поглотитель предлагает свои акции в обмен на акции таргета, то это является сигналом, что акции компании-поглотителя переоценены, а если она предлагает деньги – то значит, ее акции недооценены);
- Предложение враждебное или же рекомендованное менеджментом таргета (компания-поглотитель может до анонсирования предложения о выкупе акций таргета провести переговоры с правлением таргета и его советом директоров, обсудить

справедливую стоимость акций, а также дальнейшие пути развития бизнеса. Если подобное предложение как по цене, так и по будущему развитию компании устраивает менеджмент таргета, то менеджмент рекомендует миноритариям продать акции поглотителю. Если же менеджмент таргета узнает о желании поглотителя выкупить акции из прессы или если у менеджмента есть сомнение в добрых намерениях поглотителя,⁵¹ то подобное предложение считается враждебным, и менеджмент компании будет агрессивно с ним бороться, например, путем реализации стратегии «отравленных пилюль», о которой мы рассказывали ранее);

- Предложение добровольное или обязательное (законами многих стран предусмотрено, что при достижении определенного процента владения акциями таргета, компания-поглотитель обязана сделать предложение о выкупе акций; или же данное предложение может быть добровольным).⁵²

И в завершение главы рассмотрим процесс делистинга. Делистинг – это процесс, при котором компания исключается из котировального списка биржи, перестает предлагать свои акции неограниченному кругу инвесторов и становится вновь частной, принадлежащей узкой группе лиц. Причиной решения провести делистинг может стать тот факт, что для компании потеряли актуальность те цели, ради достижения которых она становилась публичной, а также у компании могли возникнуть трудности, несовместимые с ее дальнейшим пребыванием в статусе публичной компании:

- Компании больше не требуются большие размеры внешнего капитала (ей хватает предоставляемых ей кредитов), т.к. она

⁵¹ Может случиться, что единственная цель поглотителя – разделить компанию и распродать по частям.

⁵² Corporate Finance Theory and Practice / P. Vernimmen [et. al.] – Second Edition. – UK: John Wiley & Sons, 2009. – 1059 p. – ISBN 978-0-470-72192-6. – Pp. 885-888.

не планирует экспансию на рынке и пребывает в состоянии «дойной коровы»;

- У компании нет желания осуществлять поглощения с оплатой собственными акциями;
- Падает цена акций компании, что приводит к требованию биржи либо улучшить данный показатель, либо провести делистинг вследствие требования биржи о минимальной цене торгуемых на ней акций (например, согласно правилам Нью-Йоркской фондовой биржи, если цена акций компании держится ниже 1 доллара США в течение 30 дней, то компания обязана провести делистинг);
- На бирже акции компании перестают активно торговаться, что становится проблемой для миноритарных акционеров, которые не могут без потери стоимости продать бумаги;
- Цена акций компании падает, и возникает вероятность недружественного поглощения;
- Бизнес компании пришел в состояние упадка из-за постоянного разлада между акционерами относительно путей дальнейшего развития компании.⁵³

Еще одной причиной делистинга может послужить осознание мажоритарным акционером недооцененности акций компании (т.е. рынок оценивает стоимость компании ниже приведенной стоимости будущих денежных потоков). В этом случае из недостатка данное положение вещей превращается в преимущество: мажоритарный акционер выкупает компанию у миноритариев и становится владельцем будущих денежных потоков.

⁵³ Как это было в случае с Virgin Group в 1988 году, подробнее см. Branson doesn't rule out floating Virgin Atlantic [Электронный ресурс] / Daily News and Analysis. – Электрон. дан. – Ind: Daily News and Analysis, 2007. – Режим доступа: http://www.dnaindia.com/money/report_branson-doesn-t-rule-out-floating-virgin-atlantic_1114808, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 10.08.2007.

Законодательство большинства стран мира предусматривает, что для того чтобы осуществить делистинг, мажоритарный акционер должен приобрести определенный пакет акций компании (до 90-95%), а затем предложить оставшимся миноритарным акционерам продать ему их акции по справедливой цене. Эта справедливая цена тщательно изучается регулятором рынка и должна отражать внутреннюю стоимость акций.

Выводом из первой главы являются следующие положения. Публичными компаниями являются акционерные общества, прошедшие процедуру листинга на одной или нескольких фондовых биржах и предлагающие свои акции неограниченному кругу инвесторов. Акционерный капитал публичных компаний равен численно чистым активам общества, т.е. капиталу, принадлежащему акционерам. Компания может управлять акционерным капиталом путем его увеличения и уменьшения, и цели, преследуемые менеджментом при управлении компанией, можно разделить на два больших блока – цель повышения стоимости компании и группа прочих целей. Для того чтобы быть успешной, компания в каждый момент времени должна осознавать, какие перед ней стоят цели и как она может приблизить их достижение путем эффективного управления акционерным капиталом.

2. Эволюция подходов к регулированию и надзору в сфере банковской деятельности Базельского комитета по банковскому надзору

2.1. Базель-I

Базельский комитет по банковскому надзору (БКБН) был создан при Банке международных расчетов (BIS) в Базеле, Швейцария председателями центральных банков стран «Группы 10»⁵⁴ в конце 1974 года вскоре после серьезных потрясений на международных валютных рынках и рынках банковских услуг после банкротства немецкого банка «Херштадт».^{55,56}

С момента основания и по настоящее время БКБН – это международный форум, в рамках которого происходит регулярное обсуждение вопросов банковского регулирования и банковского надзора. Цель деятельности БКБН – углубить понимание того, каким должен быть эффективный надзор за деятельностью банковских институтов, и содействовать повышению качества банковского надзора по всему миру. Данная цель достигается путем постоянного обмена информацией, связанной

⁵⁴ В реальности их было 12: Бельгия, Канада, Франция, Германия, Италия, Япония, Нидерланды, Швеция, Швейцария, Великобритания, США и Люксембург.

⁵⁵ Банк «Херштадт» был частным немецким банком со штаб-квартирой в Кёльне, который на конец 1973 года входил в 40 крупнейших немецких банков по величине активов. 15 августа президент США Ричард Никсон официально отменил конвертируемость доллара в золото, положив тем самым конец Бреттон-Вудской системе фиксированных валютных курсов. После этого на валютных рынках начались активные спекуляции, в которых принимал участие и банк «Херштадт». Деятельность главы департамента валютных рынков практически не контролировалась, и в итоге размер его открытой валютной позиции стал в 1974 году в 80 раз выше нормы. Неверно избранная стратегия привела к убыткам, которые в июне 1974 года составили 470 млн. немецких марок. 26 июня 1974 года немецким федеральным органом банковского надзора была отозвана лицензия банка «Херштадт» и в принудительном порядке были закрыты валютные позиции банка. Это стало ударом для контрагентов банка, которые на валютном рынке купили у банка «Херштадт» 26 июня 1970 года во второй половине дня доллары США, перевели за них в тот же день немецкие марки, а эквивалентного перевода долларов США не получили, т.к. рабочий день 26 июня уже закончился, а в ночь с 26 на 27 июня все валютные позиции банка «Херштадт» были принудительно закрыты. Эта ситуация привела к банкротствам других банков. Выводами банковского сообщества из данного события стали учреждение Базельского комитета по банковскому надзору и создание системы страхования депозитов в немецких банках.

⁵⁶ Нобель, П. Швейцарское финансовое право и международные стандарты : пер. с англ. / Петер Нобель. – М.: Волтерс Клувер, 2007. – 1152 стр. – Доп. тит. л. англ. – ISBN 978-5-466-00222-4 (в пер.). – Стр. 309.

с основными достижениями, подходами, техникой и проблемами, с которыми сталкиваются национальные надзорные органы, и выработкой общего понимания рассматриваемых вопросов. В настоящее время состав БКБН включает представителей 27 стран, в том числе Россию, США, Великобританию и Китай. Россия и ряд других стран присоединились к БКБН в марте 2009 года.⁵⁷

БКБН не обладает официальной наднациональной властью и его выводы и рекомендации не носят обязательного для стран-участниц характера. БКБН формулирует основные надзорные стандарты и инструкции по их применению и рекомендует их странам-членам, рассчитывая на то, что надзорные органы этих стран сочтут необходимым адаптировать данные стандарты к национальным особенностям и принять соответствующие нормативно-правовые акты для внедрения стандартов в жизнь. Однако опыт показывает, что, несмотря на необязательность разрабатываемых стандартов, большинство из них (с теми или иными изменениями) находят отражение в национальных законодательствах. Таким образом, БКБН старается сблизить подходы к банковскому надзору в различных странах, при этом оставляя пространство для учета национальных особенностей.

Комитет опубликовал первые рекомендации в 1975 году, и с тех пор, встречаясь на регулярной основе 4 раза в год, продолжает выработать основные подходы к банковскому регулированию и банковскому надзору, которые индивидуальные страны-члены стараются внедрять в соответствующих юрисдикциях.

Наиболее существенным шагом БКБН является разработка в 1988 году системы оценки достаточности капитала банков, известной под названием «Международной конвергенции измерения капитала и стандартов капитала»

⁵⁷ Expansion of membership announced by the Basel Committee [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – СМ: Basle Committee on Banking Supervision, 2009. – Режим доступа: <http://bis.org/press/p090313.htm>, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 11.03.2009.

(Basel Capital Accord), или Базеля-I.⁵⁸ Идеей, стоящей за созданием Базеля-I, было понимание того, что в условиях конкурентной борьбы внутри банковского сектора необходимо иметь единые «правила игры» в отношении размера собственных средств банков, иначе банки в погоне за прибылью будут идти на риск в ущерб долгосрочному благополучию и сохранению средств вкладчиков.

Базель-I стал результатом многолетних обсуждений в рамках банковского сообщества, последовавших за суверенными дефолтами латиноамериканских стран в 1982 году,⁵⁹ на фоне нахождения уровня собственного капитала банков в середине 1980-х на минимальном уровне из-за обострившейся конкуренции,⁶⁰ и стал той базой, относительно которой происходило дальнейшее развитие стандартов и требований банковского надзора. При разработке данного стандарта БКБН стремился достичь две основные цели: укрепить надежность и стабильность международной банковской системы, а также добиться того, чтобы правила банковского надзора были справедливыми и применимыми к большинству международных банков с целью недопущения конкурентных преимуществ одних банков перед другими в результате внедрения Базеля-I.

Согласно Базелю-I, капитал банка для регулятивных целей должен быть подразделен на две категории – капитал первого (Tier 1) и второго (Tier 2) уровня, – а все активы банка для регулятивных целей разделяются на 5 групп в зависимости от степени риска.

⁵⁸ International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards [Электронный ресурс]. – CH: Bank for International Settlements, 1988. – Режим доступа: <http://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf>, свободный. – Загл. с экрана. – 30 стр.

⁵⁹ Jacobo Rodriguez, L. Banking Stability and the Basel / L. Jacobo Rodriguez // Cato Journal. – US: Cato Institute, 2003. – Spring/Summer 2003 (Vol. 23, No. 1). – Pp. 115-126. – P. 115.

⁶⁰ Basel II [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – AUT: Oesterreichische Nationalbank, 2011. – Режим доступа: http://www.oenb.at/en/finanzm_stab/basel_2/basel_ii.jsp, свободный. – Загл. с экрана.

Капитал первого уровня должен состоять из обыкновенных акций, некумулятивных вечных привилегированных акций (common equity) и раскрытых опубликованных резервов, созданных из нераспределенной прибыли (disclosed reserves), поскольку только эти элементы капитала способны поглощать возникающие потери при поддержании непрерывности деятельности банка (going concern).

Капитал второго уровня состоит из прочих элементов капитала, которые БКБН счел важными, легитимными и уместными для включения в капитал для регулятивных целей. В его состав входят:

- Нераскрытые резервы (резервы, имеющие высокое внутреннее качество, но не признанные регулятором в качестве капитала первого уровня, например квартальная прибыль, не подтвержденная аудиторами);
- Резервы от переоценки (резервы от переоценки основных средств и финансовых вложений по рыночной стоимости, учтенные со скидкой 55%);
- Созданные резервы по ссудной и приравненной к ней задолженности (включаются только резервы, не привязанные к определенным просроченным ссудам, в сумме в пределах 1,25% - 2% от активов, взвешенных по уровню риска);
- Гибридные долговые инструменты (инструменты, совмещающие в себе черты акционерного капитала и долга);
- Субординированный срочный долг (в размере 50% капитала первого уровня при условии погашения не менее чем через 5 лет и амортизации).

Из суммы капитала первого и второго уровня Базелем-I предусмотрены вычеты в размере деловой репутации и вложений в неконсолидируемые дочерние банковские и финансовые организации.

БКБН считает, что для оптимального определения адекватности капитала банка размер капитала необходимо сравнивать с активами, взвешенными по уровню присущего им риска. Под риском БКБН понимает два вида риска: кредитный риск как риск дефолта контрагента, а также страновой риск как разновидность кредитного риска. Риск ликвидности и операционный риск в рамках Базеля-I не рассматриваются. В рамках Базеля-I БКБН ввел пять весов, присваиваемых различным группам активов: 0%, 10%, 20%, 50%, 100%.

Согласно нормам Базеля-I, капитал второго уровня должен составлять не более 100% от капитала первого уровня, а отношение всего регулятивного капитала банка (за вычетом регулятивных поправок) к активам, взвешенным по уровню риска, должно составлять не менее 8% (из этих 8% не менее 4% должны приходиться на капитал первого уровня).

Соглашение Базель-I стало вехой в создании регуляторами унифицированной общемировой системы надзора над банками. Несмотря на то, что изначально оно было рассчитано на международно оперирующие банки, в 1990-х годах оно было признано в качестве общемирового стандарта в области поддержания адекватного уровня капитала и было принято в более чем 100 странах по всему миру.

С момента принятия Базеля-I в 1988 году банковская сфера постоянно изменялась: рос масштаб деятельности, появлялись новые услуги и операции, сложные финансовые продукты. Практика риск-менеджмента – особенно в сфере работы на финансовых рынках – также претерпевала значительные изменения. В связи с возросшей трейдинговой активностью в банках в 1996 году в Базель-I была внесена обязанность банков брать в расчет не только кредитный и страновой риски, но и рыночный риск. С этого момента риски, связанные с открытыми позициями в облигациях, акциях, валюте и на товарных рынках, стали рассчитываться отдельно от расчета кредитного

риска. Впервые был применен опыт самостоятельного расчета банками рыночного риска на основании внутренних методик.

Несмотря на применяемые дополнения и расширения, Базель-I в целом не менялся, и это в какой-то момент времени начало входить в противоречие с потребностями жизни. Новые финансовые инструменты, методы управления кредитным риском и техники уменьшения риска практически не были покрыты Базелем-I. Банки разрабатывали свои внутренние методики расчета необходимого уровня капитала, но не могли ими пользоваться, т.к. существовал единый стандартизованный подход. И в июне 1999 года БКБН выпустил предложение о пересмотре документа 1988 года с целью приведения его к новым реалиям. В период с 1999 по 2004 год имело место расширенное взаимодействие БКБН с представителями банковского сообщества, промышленных групп и надзорных органов стран, не представленных в БКБН, а также три тематических исследования количественного влияния предлагаемых новых подходов на оценку достаточности капитала банков. Результатом стало принятие 26 июня 2004 года документа «Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: уточненные рамочные подходы», или Базеля-II.⁶¹

⁶¹ Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: уточненные рамочные подходы / Банк международных расчетов. – М. : Банк России, 2004. – 266 стр. – ISBN 92-9131-669-5 (в пер.).

2.2. Базель-II

Базель-II охватил своими нормами гораздо больше областей, требующих регулирования и надзора, чем Базель-I. Подход Базеля-II базируется уже не на одном, а на трех компонентах (т.н. Pillars): минимальных требованиях к капиталу (Pillar 1, основа Базеля-I), процедурах надзора (Pillar 2) и рыночной дисциплине (Pillar 3). Тем самым существовавший с момента принятия Базеля-I механизм расчета минимального уровня достаточности капитала, который уже доказал свою эффективность, был дополнен системой надзора и взаимодействия между банками и надзорными органами, а также широкой системой раскрытия информации. Идея, стоящая за внедрением трех компонентов, заключалась в появлении эффекта синергии от использования трех компонентов, которые взаимно повышают эффективность друг друга.

Первый компонент предполагает оценку достаточности собственного капитала банка в свете кредитного, рыночного и (что является новым) операционного риска, принятого на себя банком, с использованием стандартизированных и продвинутых методов.

Для оценки кредитного риска могут применяться стандартизованный подход и два подхода, основанных на внутренних рейтингах (Internal Rating Based, IRB-подходы). Стандартизованный подход является продолжением подхода, применяемого в Базеле-I: активам с определенным уровнем кредитного риска присваиваются определенные рисковые веса (0%, 20%, 50%, 100% и – нововведение – 150%) на основе внешних рейтингов, выставляемых рейтинговыми агентствами. Нововведением является широкая практика по учету обеспечения, гарантий и кредитных деривативов в качестве инструментов, снижающих риски активов.

IRB-подходы являются продолжением и развитием внедренной в 1996 году практики самостоятельного расчета банками своего рыночного риска (только теперь объектом стал кредитный риск). Используя эти подходы, банк

не полагается в своей оценке риска на внешние кредитные рейтинги, а сам проводит оценку риска и на ее основании определяет вероятность потерь и потенциальные будущие убытки. Эти рассчитанные потенциальные будущие убытки являются основанием для расчета размера достаточности капитала. В зависимости от того, имеет ли банк право определять только вероятность дефолта заемщика или же банк имеет право определять прочие параметры расчета кредитного риска, выделяют два подхода – базовый IRB-подход и продвинутый IRB-подход. Для того чтобы получить право использовать каждый из этих подходов, банки должны выполнить ряд обязательных требований и получить соответствующее одобрение надзорного органа.

Согласно IRB-подходам, минимальный регулятивный размер капитала рассчитывается на основании анализа пяти классов активов: корпоративного, банковского, суверенного, розничного и фондового. Определение активов к тому или иному классу осуществляется на основании анализа субъектов, с которыми банк ведет дела. В рамках каждого класса активов существует рискованная шкала с определенным количеством делений от наименьшего встречающегося риска до наибольшего. В отношении единичных активов и портфелей однородных активов определяется, к какому классу, а также к какому разряду риска в рамках данного класса они относятся. При оценке риска контрагентов оцениваются вероятность дефолта (probability of default, PD), ожидаемый размер потерь в случае наступления дефолта за вычетом реализуемого обеспечения (loss given default, LGD), общий размер потерь в случае дефолта без учета возможности возврата части суммы долга (exposure at default, EAD) и эффективный срок погашения требования (maturity, M). При этом EAD и LGD банки могут самостоятельно измерять, только применяя продвинутый IRB-подход: в базовом IRB-подходе эти параметры рассчитываются и предоставляются надзорным органом.

Теперь несколько слов о рыночном и операционном рисках. Методы оценки рыночного риска (на основании стандартизованных методов и

внутренних моделей банков) практически не были изменены по сравнению с изданной в 1996 году методикой. Операционный же риск и его оценка являются нововведениями Базеля-II. Операционный риск – это риск нарушения работы информационных систем (потери баз данных, сгорание проводки, отключение электричества и проч.). БКБН предложил три подхода для оценки операционного риска. В рамках стандартного подхода рыночный риск оценивается как процент от некоего индикатора (чаще всего – от выручки), в рамках более сложного стандартного подхода – как результат влияния ряда факторов, и в рамках продвинутого подхода – как результат внутренней оценки банком своего риска на основании сложных моделей и с использованием внутренних статистических данных.

Скажем также несколько слов о двух других компонентах Базеля-II.⁶² Основной задачей, которая ставится Базелем-II перед надзорными органами, является постоянное проведение количественных тестов внутренних систем оценки рисков банками с целью подтверждения того, что внутренние процедуры по оценке рисков в банке существуют, являются актуальными, надежными, функционирующими без сбоев и постоянно совершенствуются. А компонент рыночной дисциплины предполагает критерии по раскрытию информации банками для адекватной оценки риска банка другими участниками рынка.

Порядок разделения капитала банка для регулятивных целей на капитал первого и второго уровня не претерпел изменений. Равно как и финальный размер минимального уровня капитала банка в размере 8% от активов, взвешенных по уровню кредитного, рыночного и операционного риска, из которых не менее 4% составляет капитал первого уровня.

⁶² Мы не будем останавливаться на них подробнее, т.к. на управление акционерным капиталом в свете «Базеля-II» они не влияют, а значит, находятся за границами нашего исследования.

2.3. Базель-III

В 2007 году в мире появились первые свидетельства грядущего финансового кризиса, который вошел в свою острую фазу в сентябре 2008 года и впоследствии трансформировался в общеэкономический кризис. Эпицентром финансового кризиса стал рынок ипотечных ссуд в США. На фоне роста мировой и американской экономик с середины 2000-х годов американские банки стали выдавать ипотечные кредиты заемщикам низкого класса кредитоспособности, а затем секьюритизировать пулы выданных кредитов (т.е. выпускать облигации, обеспеченные потоком платежей по ипотечным кредитам, реализовывать их инвесторам и тем самым «обменивать» пул долгосрочных кредитов на ликвидные денежные средства). Расчет делался на то, что цены на недвижимость постоянно росли (т.к. экономика в целом росла), а значит, за счет роста цены на жилье даже безработный заемщик мог в любой момент времени продать свой дом и погасить тем самым ипотечный кредит и выплатить по нему процентный долг. Результатом такого расчета стало присвоение рейтинговыми агентствами всем выпускам облигаций с ипотечным покрытием (MBS и созданных на их основе CDO) кредитных рейтингов AAA. Это привело к тому, что банки, выступавшие инвесторами в MBS и CDO, не резервировали достаточного объема капитала под угрозу потенциального дефолта по MBS и CDO. А первые дефолты начали случаться в 2007 году, т.к. в 2006 году прекратился рост цен на недвижимость в США. Дефолты по MBS и CDO привели к необходимости массового списания убытков кредитными организациями, а списывать убытки можно только за счет собственного капитала, уровень достаточности которого оказался недостаточным. Как следствие, Lehman Brothers объявил себя банкротом, Merrill Lynch был куплен Bank of America, Bear Stearns был куплен JP Morgan Chase, многие банки получили финансовую поддержку государства в виде вливания средств в акционерный капитал в обмен на акции банков.

Присвоению облигациям с ипотечным покрытием рейтингов AAA способствовал не только расчет, что цены на недвижимость всегда будут расти. В 1998 году сотрудницей инвестиционного банка JP Morgan Блит Мастерс был предложен рынку новый продукт: кредитно-дефолтный своп (CDS). Суть этого продукта в том, что в обмен на регулярно выплачиваемую премию компания А (это может быть банк) продает компании Б (это может быть банк) страховку от дефолта по облигации, которая указана в соглашении между А и Б. Если случается дефолт по указанной облигации, то компания Б получает от компании А возмещение, размер которого оговорен в соглашении. Тем самым компания Б, купив CDS, может захеджировать себя от риска дефолта должника по указанной облигации, а значит, компания Б может рассматривать указанную облигацию как безрисковую и не резервировать на случай дефолта по ней никаких средств (резерв создается только под риск дефолта компании А). Рынок быстро распробовал CDS, и их начали продавать «в одной упаковке» с MBS и CDO (хеджируя риск дефолта по облигациям с ипотечным покрытием), тем самым еще более снижая для инвесторов в MBS и CDO риск дефолта по этим облигациям. А эмитировали CDS крупнейшие банки и страховые компании, что позволяло инвесторам в MBS и CDO рассматривать этих контрагентов как контрагентов с минимальным уровнем кредитного риска, а значит, опять же, резервировать под требования к ним минимальный объем средств.

В сентябре 2008 года после дефолта Lehman Brothers, инвестировавшего в дефолтные MBS и CDO, национализации страхового гиганта AIG, продававшего CDS на долги Lehman Brothers, и трудностями большого количества финансовых институтов, которые вели операции с Lehman Brothers и AIG и сильно пострадали после коллапса последних, перед мировым финансовым сообществом встал вопрос: «Кто следующий?». Масштаб операций отдельных банков с MBS, CDO и CDS был известен только самим банкам (вследствие недостаточного раскрытия информации по операциям с данными инструментами). Следствием стал кризис ликвидности

на мировом финансовом рынке, т.к. банки боялись кредитовать друг друга, не зная, кто станет следующей жертвой в цепочке банкротств, а если и кредитовали, то делали это по очень высоким ставкам. Высокие ставки на рынке межбанковского кредитования вылились в высокие ставки по кредитам реальной экономике. Покупатели не могли платить поставщикам, т.к. не было денег и взять в банке их было невозможно; поставщики не платили зарплаты сотрудникам; сотрудники не тратили деньги на продукцию, что в конечном итоге привело к параличу экономики в общемировом масштабе, падению промышленного производства, массовым увольнениям. Так банковский кризис вылился в кризис ликвидности, а затем и в общемировой экономической кризис. Если бы не финансовое вмешательство государств мира с их инъекциями денежных средств в банковскую систему и предоставлением гарантий реальному сектору экономики, кризис принял бы еще более острую форму.⁶³

Таким образом, причиной финансового кризиса послужило стремление банков спекулятивно заработать, а нормы Базеля-II не ограничили в достаточной степени банки в этом стремлении. Если говорить конкретно, то у многих банков был чрезмерный уровень заемного капитала, с использованием которого банки проводили спекулятивные операции, недостаточный уровень и качество собственного капитала, что привело к невозможности поглотить возникшие потери за счет собственных средств, и низкий уровень ликвидности, не позволивший банкам спокойно переждать «высыхание» рынка межбанковских кредитов в сентябре 2008 года.⁶⁴ Серьезность и масштаб проблем банковского сектора, а также распространение финансового кризиса на реальную экономику привели

⁶³ Однако влияние «накачки» экономики деньгами в свете воздействия этих мер на инфляцию еще предстоит оценить в ближайшие несколько лет, а поэтому нет уверенности, что, преодолев острую фазу одного кризиса, не была создана платформа для развития следующего кризиса.

⁶⁴ The Basel Committee's Response to the Financial Crisis: Report to the G20 / Bank for International Settlements. – CH: Bank for International Settlements, 2010. – 16 p. – ISBN 92-9131-851-5.

мировое сообщество к пониманию того, что нормы Базеля-II требуют улучшения и ужесточения. В декабре 2009 года БКБН издал консультативный документ «Укрепляя устойчивость банковского сектора», в котором были сформулированы основные предложения по ужесточению банковского регулирования и банковского надзора и предложено направить комментарии в БКБН до конца апреля 2010 года. Далее в июне и сентябре 2010 года БКБН собирался на расширенные заседания для обсуждения поступивших комментариев (коих было более 300) и выработки окончательного решения относительно того, в каких рамочных условиях должны будут работать банки для недопущения повторения кризисных явлений в банковской сфере и в экономике. И в декабре 2010 года свет увидел Базель-III.

Базель-III сфокусирован как на микро-уровне (на укреплении устойчивости отдельно взятых банковских институтов), так и на макро-уровне (на предотвращении возникновения системных рисков и процикличности). Базель-III содержит решения трех основных проблем, выявленных в ходе анализа причин финансового кризиса.⁶⁵

Первая проблема – это недостаточность и низкое качество капитальной базы банков. Во-первых, финансовый кризис выявил, что вследствие гибкой позиции регуляторов рынка в отношении инновационных финансовых инструментов зачастую к капиталу первого уровня и второго уровня были причислены инструменты, которые не были способны поглощать потери банка в контексте непрерывности деятельности и в контексте прервавшейся деятельности соответственно. Кроме того, в связи с тем, что банки имели право вычитать регулятивные поправки (в частности, деловую репутацию) из общей суммы капитала первого и второго уровня, а не из базовой части капитала первого уровня (core Tier 1), банки рапортовали высокий уровень

⁶⁵ Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems / Bank for International Settlements. – CH: Bank for International Settlements, 2010. – 69 p. – ISBN 92-9131-859-0.

базовой части капитала первого уровня, хотя фактически ей не обладали. Базель-III содержит следующие нормы, призванные устранить данные недостатки:

- Регулятивный капитал, как и в Базеле-I и Базеле-II, состоит из капитала первого уровня и капитала второго уровня. Капитал первого уровня разбивается на базовую часть и дополнительную часть. Базовая часть представлена обыкновенными акциями, нераспределенной прибылью и добавочным капиталом от выпуска обыкновенных акций. К базовой части применяются регулятивные поправки: вычитаются деловая репутация и прочие нематериальные активы, отложенные налоговые активы, хедж-резервы под будущие денежные потоки, величина недосозданности обязательных резервов. После этих поправок размер базовой части должен составлять не менее 4,5% от активов, взвешенных по уровню риска (в Базеле-II величина этого показателя составляла 2% до применения регулятивных поправок). Капитал первого уровня должен составлять не менее 6%, а регулятивный капитал – не менее 8% от размера активов, взвешенных по уровню риска.

- Принципиальным нововведением Базеля-III является внедрение буферов капитала, которые создаются в период стабильной деятельности банка и используются для списания «плохих» активов в периоды рыночного стресса. С введением Базеля-III банки будут обязаны иметь буфер консервации капитала в размере 2,5% от базовой части капитала первого уровня. Кроме того, национальные надзорные органы будут вправе обязывать банки создавать контрциклический буфер капитала в размере до 2,5% от базовой части капитала первого уровня в периоды чрезмерной кредитной экспансии. Кроме того, обсуждается возможность введения дополнительных буферов капитала для системно значимых институтов, однако на настоящий момент данные буферы не внедрены. С учетом вышесказанного, уровень

достаточности базовой части капитала первого уровня для банков должен составлять не менее 7%, а в периоды чрезмерной кредитной экспансии вплоть до 9,5% от размера активов, взвешенных по уровню риска.

- Для оценки адекватности и достаточности капитала первого уровня будет применяться коэффициент простого левеиджа (отношение номинальной стоимости балансовых и забалансовых обязательств банка к его капиталу первого уровня с применением неттинга при расчете номинальной стоимости деривативов). Планируется, что в период с 2013 по 2015 годы минимальный коэффициент простого левеиджа будет составлять 3%, а в дальнейшем будет оценена эффективность указанного значения коэффициента и при необходимости произойдет корректировка данного значения.

- Базель-III не содержит исчерпывающего перечня инструментов, включаемых в расчет дополнительной части капитала первого уровня и в капитал второго уровня. Вместо исчерпывающего перечня БКБН разработал набор требований, которым должны отвечать финансовые инструменты для того, чтобы квалифицироваться для включения в ту или иную часть регулятивного капитала банка. Капитал первого уровня должен быть способен поглощать потери в условиях непрерывности деятельности. Капитал второго уровня должен быть способен поглощать потери в случае прекращения деятельности.

Вторая выявленная кризисом проблема – это неадекватность весовых коэффициентов при взвешивании активов по уровню риска. Далеко не все активы, которые несли в себе потенциально высокий риск, были адекватно взвешены по уровню риска, что приводило к несоответствию между поддерживаемым уровнем регулятивного капитала и реальным размером

риска, которому был подвержен банк. Базель-III предлагает решить эту проблему следующими методами:

- Введением более высоких коэффициентов риска по операциям банков со сложными продуктами секьюритизации (например, когда речь идет о CDO на пул ABS), по операциям со спецюрлицами (SVP); по торговому портфелю – введением стресс-тестов для оценки стоимости под риском (VAR);
- Использованием стресс-тестов при оценке кредитоспособности контрагентов.

Третья важная проблема – это недостаточный уровень ликвидности банков. С одной стороны, актив баланса банка зачастую состоит из инструментов с длительным сроком до погашения. С другой стороны, в пассивах часто нет стабильных источников фондирования (т.е. источников, из которых можно привлекать средства снова и снова). Для решения этой проблемы Базель-III вводит, с одной стороны, коэффициент минимального ликвидного покрытия (LCR, liquidity coverage ratio), который обязывает банки иметь на балансе существенный объем высококачественных ликвидных активов, а с другой стороны, коэффициент минимального чистого стабильного фондирования (NSFR, net stable funding ratio), который характеризует степень возобновляемости источников банковского фондирования.

Подводя итог второй главы, следует отметить следующее. В процессе движения от Базеля-I к Базелю-III Базельский комитет по банковскому надзору развивал своё понимание потребностей банковской сферы, и сообразно мере своего осознания основных банковских рисков постоянно ужесточал регулятивные требования к банкам. Базель-I содержал нормы, направленные на регулирование уровня достаточности капитала банков с учетом кредитного и странового риска. В процессе развития Базеля-I начал

учитываться рыночный риск. В Базеле-II нашли свое отражение уже кредитный, рыночный и операционный риски.

В Базеле-I речь шла только об уровне достаточности собственного капитала. Базель-II обратил внимание общественности на потребность в адекватном надзоре за банками и в раскрытии банками информации о своем финансовом положении и рисках. Базель-III развил идеи Базеля-II, углубив их в понимании необходимости недопущения проциклического развития банковского сектора.

Базель-I был нововведением, и по этой причине не мог быть исчерпывающим документом: когда нечто создается впервые, существует слишком много представлений различных групп интересов о том, каким это нечто должно быть, и как следствие, итоговый текст документа содержал лишь те общие нормы, с которыми все участвовавшие в обсуждении стороны были согласны. Базель-II был внедрен уже на подготовленную почву, он стал гораздо более детально регламентировать различные стороны банковского регулирования и надзора, однако в силу отсутствия сколько-нибудь существенного банковского кризиса в годы, предварявшие его внедрение, он не был жестким и был пролоббирован в тех областях, которые, как позднее оказалось, были самыми уязвимыми для банковского сектора. Базель-III явил собой ответ мирового сообщества на финансовый кризис, и поэтому является самым жестким документом Базельского комитета по банковскому надзору. При утверждении текста Базеля-III не обошлось без попыток крупных финансовых институтов пролоббировать свои интересы, но за исключением ряда спорных позиций, в которых БКБН был готов уступить, текст документа остался практически таким же, как был изначально предложен Базельским комитетом по банковскому надзору в декабре 2009 года.

3. Анализ влияния норм Базеля-III на уровень достаточности акционерного капитала российских публичных банков

3.1. Состояние внедрения норм Базельского комитета по банковскому надзору в России

В третьей главе настоящего исследования мы рассмотрим, на каком этапе находится внедрение документов Базельского комитета по банковскому надзору в России, а затем рассчитаем количественное влияние внедрения Базеля-III на потребность российских публичных банков в наращении уровня акционерного капитала.

Основные принципы Базеля-I нашли отражение в российском законодательстве с изданием 10 февраля 2003 года положения №215-П «О методике определения собственных средств (капитала) кредитных организаций» и 16 января 2004 года инструкции №110-И «Об обязательных нормативах банков». Эти документы определили порядок расчета капитала первого и второго уровня (основного и дополнительного капитала), а также порядок взвешивания активов по уровню риска.

Когда свет увидел Базель-II, Банк России проинформировал банковское сообщество о намерении реализовать в среднесрочной перспективе Базель-II в отношении российского банковского сектора.⁶⁶ Датами внедрения назывались 2008-2009 года. В 2008 году в рамках Компонента 1 предусматривалось внедрение упрощенного стандартизованного подхода к оценке кредитного риска и базового индикативного подхода в отношении операционного риска, а в 2009 году – Компонентов 2 и 3 (надзор и рыночная дисциплина).⁶⁷

⁶⁶ О Новом соглашении по достаточности капитала Базельского комитета по банковскому надзору [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Банк России, 2004. – Режим доступа: http://cbr.ru/press/archive_get_blob.asp?doc_id=040608_1757_bazel.htm, свободный. – Загл. с экрана.

⁶⁷ Козлов, А. Вопросы реализации Базельских рекомендаций в области банковского надзора в России / А.А.Козлов // Деньги и кредит. – М., 2006. - №6/2006. – Стр. 5-9.

Евросистема, в которой Базель-II начал внедряться уже 2006 году, выразила желание оказать техническую помощь Банку России по реализации Базеля-II в России. С 1 апреля 2008 года стартовала трехлетняя программа сотрудничества Банка России с Евросистемой по вопросам банковского надзора и внутреннего аудита. Европейский союз выделил на реализацию программы 3 млн. евро. В программе принимали участие эксперты Европейского центрального банка и центральных банков Австрии, Греции, Испании, Италии, Германии, Нидерландов, Финляндии и Франции. В рамках программы были созданы 3 рабочие группы по соответствующим Компонентам Базеля-II. Рабочая группа по Компоненту 1 занималась вопросами, связанными с внедрением подхода к расчету достаточности капитала на основе внутренних рейтингов (IRB-подходом). Рабочая группа по Компоненту 2 разрабатывала вопросы управления рисками и капиталом, включая внутренние процедуры по оценке достаточности собственных средств (капитала), используемые в банках, и процессы обзора и оценки в области надзора. Рабочая группа по Компоненту 3 сосредоточилась на правилах и указаниях по раскрытию информации о капитале и рисках банками в их отчетности.⁶⁸

Финансовый кризис внес свои коррективы в планы Банка России по внедрению Базеля-II в России. Как сообщил Банк России в своем пресс-релизе, «характер задач, требующих решения, а также общее негативное влияние мирового финансового кризиса привели к уточнению временных горизонтов внедрения».⁶⁹ Банк России взял паузу, и в обществе появилось много дискуссий о том, что Базель-II в России внедрен в итоге не будет.

⁶⁸ О Программе сотрудничества Центрального банка Российской Федерации с Евросистемой по вопросам банковского надзора и внутреннего аудита в 2008-2010 годах [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Банк России, 2009. – Режим доступа: http://cbr.ru/press/archive_get_blob.asp?doc_id=090609_184642wer.htm, свободный. – Загл. с экрана.

⁶⁹ Информация [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Банк России, 2009. – Режим доступа: http://cbr.ru/press/archive_get_blob.asp?doc_id=090609_184642wer.htm, свободный. – Загл. с экрана.

Однако, несмотря на сдвиг сроков, подготовительная работа Банком России не была остановлена. И 9 ноября 2009 года Банком России было опубликовано информационное письмо «О нормативных актах Банка России, направленных на реализацию положений Базеля-II», в рамках которого сообщалось, что Банком России были внесены изменения в инструкцию №110-И «Об обязательных нормативах банков», положение №254-П «О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, по ссудной и приравненной к ней задолженности», положение №313-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска», положение №283-П «О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери», а также Банком России было издано положение №346-П «О порядке расчета размера операционного риска». Эти изменения были нацелены на внедрение в российское законодательство норм Компонента 1 Базеля-II, и их вступление в силу было запланировано на 1 июля 2010 года.⁷⁰

Таким образом, с 1 июля 2010 года Банком России были реализованы нормы упрощенного стандартизованного подхода к оценке кредитного риска и базового индикативного подхода в отношении расчета операционного риска Компонента 1 Базеля-II.⁷¹

16 декабря 2010 года БКБН на своем официальном сайте опубликовал пакет реформ в сфере банковского регулирования – т.к. Базель-III. Банк России сообщил об этом событии в соответствующем пресс-релизе, однако в

⁷⁰ О нормативных актах Банка России, направленных на реализацию положений документа Базельского комитета по банковскому надзору "Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: новые подходы" (International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. A Revised Framework, Basel Committee on Banking Supervision, далее – Базель II) [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Банк России, 2009. – Режим доступа: http://cbr.ru/press/archive_get_blob.asp?doc_id=091109_161630bazel.htm, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 9.11.2009.

⁷¹ Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2010 году [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Банк России, 2011. – Режим доступа: http://cbr.ru/publ/root_get_blob.asp?doc_id=9061, свободный. – Загл. с экрана. – Стр. 59.

данном пресс-релизе не было никакого упоминания о том, планируется ли Базель-III к внедрению в России, и если да, то в какой срок.⁷²

Однако уже в начале 2011 года в опубликованном Банком России «Отчете о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2010 году» было сказано о том, что Банк России предполагает начать работу по реализации подходов Базеля-III в нормативных актах Банка России с учетом сроков, определенных БКБН, т.е. полностью внедрить Базель-III в России к концу 2018 года.⁷³

17 марта 2011 года состоялось заседание Правительства Российской Федерации, на котором был озвучен⁷⁴ и одобрен⁷⁵ проект стратегии развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 года. Согласно этому документу, Правительство Российской Федерации и Банк России пришли к выводу, что в целях совершенствования системы банковского регулирования и надзора необходимо привести банковское регулирование и банковский надзор в полное соответствие с международными стандартами в этой области, а именно: продолжить реализацию положений Базеля-II, а также приступить к реализации Базеля-III. Таким образом, переход к Базелю-II и Базелю-III был окончательно

⁷² Об опубликовании Базельским комитетом по банковскому надзору пакета реформ в сфере банковского регулирования (Базель III) и результатов проведения оценки количественного влияния предлагаемых изменений [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Банк России, 2011. – Режим доступа: http://cbr.ru/press/archive_get_blob.asp?doc_id=110112_151440bazel1.htm, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 12.01.2011.

⁷³ Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2010 году [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Банк России, 2011. – Режим доступа: http://cbr.ru/publ/root_get_blob.asp?doc_id=9061, свободный. – Загл. с экрана. – Стр. 83-84.

⁷⁴ Материалы к заседанию Президиума Правительства Российской Федерации 17 марта 2011 года (пресс-релиз) [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Правительство Российской Федерации, 2011. – Режим доступа: <http://www.government.ru/docs/14489/>, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 17.03.2011.

⁷⁵ Одобрен проект стратегии развития банковского сектора до 2015 года [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : ИД «Коммерсантъ», 2011. – Режим доступа: <http://www.kommersant.ru/news/1602445>, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 17.03.2011.

утвержден в качестве приоритетной задачи Банка России на среднесрочную перспективу.

Что касается Базеля-II, то планы по его дальнейшей имплементации следующие. Напомним, что в настоящее время Банком России реализована наиболее простая опция по оценке кредитного риска – Упрощенный стандартизированный подход Компонента 1 Базеля-II. Следующим шагом должно стать внедрение подхода, базирующегося на самостоятельных внутрибанковских оценках параметров кредитного риска (подхода, основанного на внутренних рейтингах, или IRB-подхода) в рамках Компонента 1, и минимальных требований к внутренним процедурам кредитных организаций по оценке достаточности собственных средств (капитала) в рамках Компонента 2 Базеля-II. При этом подчеркивается, что круг банков, реализующих IRB-подход, будет весьма ограниченным, что связано с высокими требованиями к таким банкам по состоянию баз данных и внутрибанковских систем управления рисками.

Касательно сроков внедрения IRB-подхода в российских банках следует обратиться к результатам программы сотрудничества Банка России и Евросистемы, которая завершилась 31 марта 2011 года. Итоговыми отчетами данной программы в части внедрения IRB-подхода в России стали аналитический документ «О степени соответствия внутрибанковских подходов к управлению кредитным риском российских банков минимальным требованиям IRB-подхода Базеля-II»⁷⁶ и консультативный документ «О перспективах применения российскими банками IRB-подхода Компонента 1 Базеля-II и необходимых для этого мероприятиях»⁷⁷. В ходе разработки

⁷⁶ Аналитический документ о степени соответствия внутрибанковских подходов к управлению кредитным риском банков – участников проекта «Банковское регулирование и надзор (Базель II)» Программы сотрудничества Евросистемы с Банком России минимальным требованиям IRB-подхода Базеля II [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Банк России, 2010. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/today/pk/GAP.pdf>, свободный. – Загл. с экрана.

⁷⁷ Консультативный документ о перспективах применения российскими банками IRB-подхода Компонента I Базеля II в надзорных целях и необходимых для этого мероприятиях (действиях) [Электронный ресурс]. –

данных отчетов была проведена работа с 8 пилотными банками из топ-30 крупнейших кредитных организаций России. На основе анализа данных по указанной выборке банков был сделан вывод о том, что текущий этап развития внутрибанковских процедур оценки и управления кредитными рисками в российских банках, в целом, можно охарактеризовать как начальный, стартовый этап в направлении соответствия минимальным требованиям и стандартам IRB-подхода Базеля-II.

В этой связи группой экспертов со стороны Евросистемы и Банка России, подготовившей данные документы, рекомендовано внедрение IRB-подхода в российских банках в следующие сроки. На первом этапе в 2011 году должно осуществиться информирование банковского сообщества о планах Банка России в части перехода на IRB-подход, а также определение круга банков – потенциальных IRB претендентов. Должна начать свою работу рабочая группа по подготовке соответствующих законодательно-нормативных изменений. На втором этапе в 2012 году банки – потенциальные IRB-претенденты – должны проинформировать Банк России о степени выполнения внутрибанковских планов по переходу на IRB-подход. Третий этап (2013-2014 года) должен ознаменоваться завершением работы над законодательными изменениями, а после их реализации – над нормативной базой Банка России по IRB-подходу. И в рамках четвертого этапа в 2015 году должно начаться использование IRB-подхода в надзорных целях. При этом подчеркивается, что сроки внедрения IRB-подхода зависят также от сроков полноценной реализации Компонента 2, чья реализация намечена на 2014 год, и соблюдения требований Компонента 3 Базеля-II.⁷⁸

Электрон. дан. – М. : Банк России, 2011. – Режим доступа: http://www.cbr.ru/today/PK/Basel_january-2011.pdf, свободный. – Загл. с экрана.

⁷⁸ Консультативный документ о перспективах применения российскими банками IRB-подхода Компонента I Базеля II в надзорных целях и необходимых для этого мероприятиях (действиях) [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Банк России, 2011. – Режим доступа: http://www.cbr.ru/today/PK/Basel_january-2011.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Стр. 29.

Что касается порядка и сроков внедрения конкретных положений Базеля-III, то стратегией развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 года предусмотрено следующее. Внедрение Базеля III предполагается начать в 2011 году, а завершить в 2018 году, чтобы стандарты Базеля-III начали полноценно действовать с 1 января 2019 года. При этом в 2013-2015 годах предусмотрено поэтапное введение требований к достаточности «базового» капитала и основного капитала, в 2016-2018 годах – поэтапное введение требования к формированию «буфера консервации» капитала, в 2011-2012 годах – период мониторинга показателя «левериджа» с переходом в 2013-2017 годах к периоду «параллельного» расчета показателя «левериджа» (показатель «левериджа» и его компоненты будут сопоставляться с риск-ориентированными требованиями к капиталу) и введением с 1 января 2018 года показателя «левериджа» в качестве обязательного. В части стандартов ликвидности в 2011-2014 годах запланирован период наблюдения за уровнем показателя краткосрочной ликвидности, а в 2012-2017 годах – за уровнем показателя чистого стабильного фондирования, с введением данных показателей в качестве обязательных с 1 января 2015 года и с 1 января 2018 года соответственно.⁷⁹

Таким образом, в России в ближайшие годы будет продолжена реализация не изменившихся с разработкой Базеля-III норм Базеля-II (в частности, связанных с внедрением IRB-подхода в российских банках), а также произойдет реализация всех положений «Базеля-III».

⁷⁹ Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 года [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Правительство Российской Федерации, Банк России, 2011. – Режим доступа: <http://www.eg-online.ru/information/128078/>, свободный. – Загл. с экрана.

3.2. Оценка количественного влияния норм Базеля-III на уровень достаточности акционерного капитала российских публичных банков

Рассмотрим, как отразится внедрение положений «Базеля-III» на уровень достаточности капитала российских публичных банков.

Данный вопрос является актуальным по ряду причин. Основной причиной служит вопрос, смогут ли российские банки в случае необходимости провести дополнительные эмиссии акций за рубежом и в России, и если нет, то где им взять недостающие суммы: попросить у государства или сократить инвестиционные программы или отменить выплату дивидендов?

Проведенное Базельским комитетом по банковскому надзору исследование количественного влияния Базеля-III на потребность в наращении базовой части капитала первого уровня банков из 27 государств показало, что у подвергшихся исследованию 94 банков с капиталом первого уровня больше трех миллионов евро эта потребность составит порядка 577 миллиардов евро. Соответственно, в среднесрочной перспективе эти банки выйдут на международные фондовые биржи с дополнительными эмиссиями, что приведет к избыточному предложению акций на рынке, что, в свою очередь, может стать проблемой для российских банков, если они также решат выйти в этот момент на зарубежный рынок с предложением своих акций и ГДР. То есть зарубежный рынок может быть закрыт в ближайшие несколько лет для российских эмитентов банковского сектора.

Российский рынок также может оказаться закрыт для новых размещений. Дело в том, что российский фондовый рынок чаще всего копирует движение зарубежных индексов, в частности американского. А в ближайшие годы в США ожидается всплеск дефолтов на рынке коммерческой недвижимости, поскольку основные выплаты по кредитам,

взятым на пике кризиса в 2006-2007 годах, придутся на 2011-2012 годы.⁸⁰ Соответственно, возможны новые потрясения на и без того ослабевшем финансовом рынке США, что не замедлит сказаться и на российских фондовых площадках. В этих условиях «рыночное окно», т.е. самое удачное время для размещения акций, о котором говорилось в первой главе, может стать закрытым для эмитентов на российском рынке в ближайшие несколько лет.

В свете вышеизложенного, определение масштабов потребности в акционерном капитале российских публичных банков в условиях внедрения Базеля-III в России является интересной и остро стоящей задачей. Мы приняли решение использовать для расчета потребности в дополнительном акционерном капитале только данные по ОАО Сбербанк России и ОАО Банк ВТБ в связи с несущественностью влияния дополнительных размещений акций других российских публичных банков на рыночную ликвидность.

Наше решение обосновывается следующим образом. В Таблице 2 и Таблице 3 представлены данные по базе расчета отраслевых индексов финансово-банковской отрасли ММВБ и РТС с добавлением информации о размере основного капитала каждого банка, представленного в таблице, по состоянию на 31 декабря 2010 года.

Таблица 2

Индекс ММВБ Финансы

Наименование	Тикер	Вес в индексе	Размер основного капитала банка на 31.12.2010, тыс. руб.
Сбербанк России АО	SBER	28,5%	720 612 107
Банк ВТБ АО	VTBR	28,8%	550 379 804

⁸⁰ Commercial Real Estate Losses and the Risk to Financial Stability [Электронный ресурс]. – US: Congressional Oversight Panel, 2010. – Режим доступа: <http://cybercemetery.unt.edu/archive/cop/20110402035627/http://cop.senate.gov/documents/cop-021110-report.pdf>, свободный. – Загл. с экрана. – 190 стр.

Продолжение таблицы 2

Банк Москвы АО	MMBM	26,9%	91 698 230
Росбанк ао	ROSB	2,8%	73 925 657
Банк Санкт-Петербург АО	BSPB	5,6%	22 820 428
Банк Возрождение АО	VZRZ	3,9%	15 230 013
Прочие	-	5,4%	-

Таблица 3 – Индекс РТС Финансы

Наименование	Тикер	Вес в индексе	Размер основного капитала банка на 31.12.2010, тыс. руб.
Сбербанк России АО	SBERS	23,14%	720 612 107
Банк ВТБ АО	VTBRS	25,00%	550 379 804
УРАЛСИБ АО	USBN	3,58%	32 886 666
Банк Санкт-Петербург АО	STBK	7,60%	22 820 428
Банк Возрождение АО	VZRZ	7,60%	15 230 013
Группа ЛСР АО	LSRG	13,47%	Не банк
Группа Компаний ПИК АО	PIKK	9,93%	Не банк
ОПИН АО	OPIN	4,31%	Не банк
Прочие	-	5,36%	-

Как видим, на российском фондовом рынке обращаются обыкновенные акции семи банков: ОАО Сбербанка России, ОАО Банка ВТБ, ОАО Банка Москвы, ОАО АКБ Росбанка, ОАО Банка Санкт-Петербурга, ОАО Банка Возрождение, ОАО Банка Уралсиб.

Для увеличения уровня основного капитала (или, в терминологии Базельских соглашений, базовой части капитала первого уровня до учета регулятивных поправок) на 1% ОАО Сбербанк выведет на рынок акции рыночной стоимостью 7,2 миллиарда рублей. При проведении аналогичной операции размер дополнительной эмиссии акций ОАО Банка Возрождение составит 150 миллионов рублей. Подобное сопоставление говорит о том, что потенциальные дополнительные эмиссии акций ОАО Сбербанком России и ОАО Банком ВТБ составят подавляющий размер ожидаемых дополнительных эмиссий российских публичных банков.

Следует подчеркнуть, что в настоящее время Сбербанк и Банк ВТБ являются банками с государством в качестве мажоритарного акционера, что теоретически делает возможным увеличение акционерного капитала данных банков за счет выкупа дополнительной эмиссии акций государством. Однако Стратегией развития банковского сектора на период до 2015 года предусмотрено, что в среднесрочной перспективе государство намерено сократить долю участия в капиталах указанных кредитных организаций до уровня ниже 50% путем реализации принадлежащих государству пакетов акций стратегическим инвесторам и розничным инвесторам на открытом рынке. Таким образом, в случае проведения дополнительной эмиссии акций Сбербанка и ВТБ размещаться вновь выпущенные акции будут на открытом рынке, что делает справедливыми наши расчеты.

Определимся с основными допущениями, используемыми при расчете влияния Базеля-III на уровень достаточности капитала Сбербанка и ВТБ.

Допущение №1: нами будет рассмотрено влияние норм Базеля-III только на уровень базовой части капитала первого уровня (а не на весь капитал первого уровня и не на размер регулятивного капитала), поскольку акционерный капитал является синонимом именно базовой части капитала первого уровня, состоящей до вычета регулятивных поправок из уставного, добавочного и резервного капитала и нераспределенной прибыли.

Допущение №2: не представляется возможным рассчитать прямым методом (т.е. отдельно по каждой статье активов банка) согласно Базелю-III размер активов, взвешенных по уровню риска, поскольку в свободном доступе нет необходимого объема данных. В этой связи будет применен косвенный метод: мы воспользуемся результатами количественного исследования влияния Базеля-II и Базеля-III на уровень активов, взвешенных по уровню риска, банков 27 стран-участниц исследования, проведенного БКБН, и применим соответствующий повышающий коэффициент к уровню активов, взвешенных по уровню риска согласно Базелю-I, Сбербанка и Банка ВТБ.

Допущение №3: в ходе расчетов мы будем использовать консолидированную отчетность Сбербанка и Банка ВТБ, подготовленную в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности. Данное допущение основано на следующих идеях. Стратегией развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 года предусмотрено, что начиная с 2012 года все кредитные организации, ценные бумаги которых допущены к обращению на торгах фондовых бирж, должны будут составлять и представлять консолидированную финансовую отчетность в соответствии с МСФО.⁸¹ Базель-III планируется внедрить в Российской Федерации в период до 1 января 2019 года. Следовательно, уровень достаточности капитала банков будет рассчитываться с использованием отчетности банков по МСФО, что делает целесообразным проведение настоящего расчета также на основе отчетности по МСФО.

Допущение №4: в ходе расчетов мы будем использовать аудированную финансовую отчетность по Сбербанку и Банку ВТБ по состоянию на 31 декабря 2010 года. Это позволит нам понять, на сколько

⁸¹ Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 года [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Правительство Российской Федерации, Банк России, 2011. – Режим доступа: <http://www.eg-online.ru/information/128078/>, свободный. – Загл. с экрана.

было бы необходимо увеличить размер акционерного капитала названных банков, если бы Базель-III был введен с 1 января 2011 года. Аналогичный подход был применен Базельским комитетом по банковскому надзору при расчете количественного влияния введения Базеля-III на капитал банков 27 стран-участниц исследования,⁸² что оправдывает использование такого подхода и в рамках настоящей работы.

Допущение №5: мы не будем учитывать то обстоятельство, что в первом квартале 2011 года ВТБ приобрел 46,48% акций Банка Москвы, а также 25% акций Столичной страховой группы, владеющей 17,32% акций Банка Москвы, что повлияло на уровень достаточности капитала ВТБ по РСБУ в сторону его понижения.⁸³ Нами было принято такое решение, т.к. на момент написания настоящего исследования не опубликована отчетность ВТБ за первый квартал 2011 года по МСФО, что делает невозможным точный расчет влияния данной покупки на достаточность капитала ВТБ по МСФО.

В Таблице 4 представлен расчет влияния внедрения норм Базеля-III в России на уровень достаточности базовой части капитала первого уровня Сбербанка и ВТБ:

⁸² Results of the comprehensive quantitative impact study / Bank for International Settlements. – CH: Bank for International Settlements, 2010. – 31 p. – ISBN 92-9131-861-2.

⁸³ ВТБ в I квартале снизил капитал на 16,6% до 441,4 млрд рублей из-за приобретения Банка Москвы [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Прайм-ТАСС, 2011. – Режим доступа: <http://www.banki.ru/news/lenta/?id=2940213>, свободный. – Загл. с экрана.

Таблица 4

Расчет влияния внедрения Базеля-III в России на достаточность базовой части капитала первого уровня ВТБ и Сбербанка

Наименование статьи	Значение на 31.12.2010, млрд. руб., ВТБ	Источник	Значение на 31.12.2010, млрд. руб., Сбербанк	Источник
Уставный капитал	113,1	[19, стр. 4]	83,3	[16, стр. 5]
Эмиссионный доход	358,5	[19, стр. 4]	232,6	[16, стр. 5]
Нераспределенная прибыль	56,6	[19, стр. 4]	585,8	[16, стр. 5]
Резервный капитал	11,4	[19, стр. 4]	53,6	[16, стр. 5]
<i>За вычетом следующих регулятивных поправок:</i>				
Деловая репутация и прочие нематериальные активы	(30,5)	[19, стр. 4]	(12,5)	[16, стр. 59]
Отложенные налоговые активы	(37,9)	[19, стр. 4]	(7,5)	[16, стр. 5]
Фонд хеджирования будущих денежных потоков	(4,0)	[19, стр. 4]	0,0	[16, стр. 5]
Собственные акции, выкупленные у акционеров	0,0	[19, стр. 4]	0,0	[16, стр. 67]
Итого размер базовой части капитала первого уровня согласно Базелю-III	467,2	Расчет	935,3	Расчет
Активы, взвешенные по уровню риска в соответствии с методикой Базеля-I	4 413,2	[17, лист 7]	7 527,0	[16, стр. 122]

Продолжение таблицы 4

Поправочный коэффициент при переходе от Базеля-I к Базелю-II	12%	[56, стр. 3]	12%	[56, стр. 3]
Поправочный коэффициент при переходе от Базеля-II к Базелю-III	23%	[36, стр. 2]	23%	[36, стр. 2]
Активы, взвешенные по уровню риска в соответствии с методикой Базеля-III	5 957,8	Расчет	10 161,5	Расчет
Уровень достаточности базовой части капитала первого уровня	7,8%	Расчет	9,2%	Расчет
Нормативное значение уровня достаточности базовой части капитала первого уровня согласно Базелю-III (до учета буферов капитала)	4,5%	[34, стр. 12]	4,5%	[34, стр. 12]
Буфер консервации капитала	2,5%	[34, стр. 55]	2,5%	[34, стр. 55]
Контрциклический буфер	2,5%	[34, стр. 58]	2,5%	[34, стр. 58]
Буфер капитала для системно значимых институтов	0,0%	Пока не введен	0,0%	Пока не введен
<i>Итого нормативное значение уровня достаточности базовой части капитала первого уровня согласно Базелю-III</i>	9,5%	Расчет	9,5%	Расчет
Потребность в дополнительном капитале, млрд. руб.	98,8	Расчет	30,0	Расчет
<i>Справочно:</i>				
Чистая прибыль по итогам 2010 года, млрд. руб.	54,8	Официальный сайт	181,6	Официальный сайт

Продолжение таблицы 4

Средний уровень выплаты дивидендов за 3 последних года, % от чистой прибыли	28,6%	Официальный сайт	10%	Официальный сайт
---	-------	------------------	-----	------------------

Проведенный анализ показал, что в случае введения Базеля-III в России Сбербанку и ВТБ будет необходимо нарастить собственный капитал на 30 и 98,8 млрд. рублей соответственно. Учитывая размер чистой прибыли ВТБ и Сбербанка по итогам 2010 года и средний уровень выплаты дивидендов по итогам последних трех лет, мы можем сделать вывод, что при сохранении текущего уровня прибыльности и уровня выплаты дивидендов ВТБ сможет покрыть недостаток капитала за 3 года, а Сбербанк – уже в 2011 году. Тем не менее, учитывая тот факт, что Сбербанком в настоящее время выбрана стратегия модернизации деятельности с целевой установкой стать наиболее эффективным банковским институтом России,⁸⁴ а Банком ВТБ проводится активная скупка активов на рынке, вполне вероятны дополнительные эмиссии акций этими финансовыми институтами в ближайшие несколько лет. Успех или неуспех этих потенциальных эмиссий будет зависеть от ситуации на российском и зарубежном фондовом рынке в ближайшие несколько лет.

⁸⁴ Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 года [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Правительство Российской Федерации, Банк России, 2011. – Режим доступа: <http://www.eg-online.ru/information/128078/>, свободный. – Загл. с экрана.

Заключение

Нами была проведена большая работа по изучению проблемы потребности российских банков, являющихся публичными компаниями, в управлении акционерным капиталом вследствие внедрения в России «Базеля-III».

В первой главе настоящего исследования мы дали определение понятиям «публичной компании» и «акционерного капитала», отсутствующим в российском законодательстве, а также рассмотрели, каким образом осуществляется управление акционерным капиталом в публичной компании и какие цели преследуют публичные компании при увеличении и уменьшении уровня акционерного капитала.

Вторая глава настоящего исследования была посвящена изучению эволюции подходов к банковскому регулированию и надзору со стороны Базельского комитета по банковскому надзору. Мы рассмотрели основные положения Базеля-I, Базеля-II и Базеля-III, сравнили между собой эти три документа и сделали вывод о расширении сферы охвата и ужесточении банковского регулирования с течением времени и с накоплением опыта реализации нормативных положений в практической деятельности.

В третьей главе работы мы подробно осветили вопрос, на каком этапе находится внедрение норм Базельского комитета по банковскому надзору в России, а затем перешли к расчетам для ответа на главный вопрос настоящего исследования, а именно: сколько акционерного капитала дополнительно потребуется двум крупнейшим российским публичным банкам в условиях внедрения в России норм Базеля-III. Расчеты были сделаны с рядом существенных допущений, которые могли отразиться на верности финальных цифр, однако в силу невозможности проведения более подробного анализа на основе публичной информации нами принимаются полученные результаты в качестве ответа на вопрос, сформулированный в

цели настоящего исследования. По нашим расчетам, ОАО Сбербанку России потребуется нарастить акционерный капитал в размере 30 миллиардов рублей, а ОАО Банку ВТБ – в размере 98,8 миллиардов рублей. Данное наращение возможно как за счет направления большей доли чистой прибыли в фонд нераспределенной прибыли (при сохранении уровня прибыльности, показанного в 2010 году, ОАО Банк ВТБ сможет нарастить необходимый объем капитала за 3 года, а ОАО Сбербанк России – менее чем за год), так и за счет проведения дополнительной эмиссии обыкновенных акций.

На этом считаем наше исследование завершенным.

Список литературы

Словари, справочники и энциклопедии

1. Энциклопедия банковского дела и финансов : пер. с англ. / Под ред. Чарльза Дж.Вулфела. – С: Корпорация «Федоров», 2000. – 1584 стр. – ISBN 5-88833-064-7.

Книги и диссертации

2. Герчикова, И.Н. Менеджмент : учебник для вузов / И.Н. Герчикова. – 4-е изд., перераб. и доп. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2008. – 511 с. – ISBN 978-5-238-01095-3.
3. Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: уточненные рамочные подходы / Банк международных расчетов. – М. : Банк России, 2004. – 266 стр. – ISBN 92-9131-669-5 (в пер.).
4. Нобель, П. Швейцарское финансовое право и международные стандарты : пер. с англ. / Петер Нобель. – М.: Волтерс Клувер, 2007. – 1152 стр. – Доп. тит. л. англ. – ISBN 978-5-466-00222-4 (в пер.).

Периодические издания

5. Генске, М. Механизмы финансирования слияний и поглощений: международный опыт / М. Генске // Слияния и поглощения. – М., 2003. – № 9. – Стр. 88-93.
6. Козлов, А. Вопросы реализации Базельских рекомендаций в области банковского надзора в России / А.А.Козлов // Деньги и кредит. – М., 2006. - №6/2006. – Стр. 5-9.

7. Молотников, А.Е. Публичные компании : основные особенности и перспективы дальнейшего развития / А.Е. Молотников // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – М., 2008. – № 12 (55).

Электронные ресурсы

Ресурсы локального доступа

8. Гражданский кодекс Российской Федерации: федер. закон : [от 30 нояб. 1994 г. №51-ФЗ : в посл. ред. от 19 апр. 2011 г.] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
9. Об утверждении стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг : приказ ФСФР : [от 25 янв. 2007 №07-4пз-н] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
10. Об утверждении положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг : приказ ФСФР : [от 10 окт. 2006 г. №06-117/пз-н] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
11. О рынке ценных бумаг : федер. закон : [от 22 апр. 1996 г. №39-ФЗ : в посл. ред. от 7 апр. 2011 г.] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
12. Об акционерных обществах : федер. закон : [от 26 дек. 2005 г. №208-ФЗ : в посл. ред. от 1 янв. 2011 г.] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

Ресурсы удаленного доступа

13. Акционерам и инвесторам [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : ОАО «Мосэнергосбыт», 2011. – Режим доступа: http://www.mosenergoby.ru/portal/page/portal/site/shareholder_investor/stock_capital, свободный. – Загл. с экрана.
14. Аналитический документ о степени соответствия внутрибанковских подходов к управлению кредитным риском банков – участников проекта «Банковское регулирование и надзор (Базель II)» Программы сотрудничества Евросистемы с Банком России минимальным требованиям IRB-подхода Базеля II [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Банк России, 2010. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/today/pk/GAP.pdf>, свободный. – Загл. с экрана.
15. ВТБ в I квартале снизил капитал на 16,6% до 441,4 млрд рублей из-за приобретения Банка Москвы [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Прайм-ТАСС, 2011. – Режим доступа: <http://www.banki.ru/news/lenta/?id=2940213>, свободный. – Загл. с экрана.
16. Годовая консолидированная отчетность по МСФО 2010 [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : ОАО Сбербанк России, 2011. – Режим доступа: http://www.sbrf.ru/common/img/uploaded/files/info/ifrs_2010_rus.zip, свободный. – Загл. с экрана.
17. Дополнение к Презентации по данным консолидированной финансовой отчетности по МСФО за 2010 г. (на английском языке) [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Группа ВТБ, 2011. – Режим доступа: <http://www.vtb.com/ir/financial/presentations/performance/FY%202010%20FINANCIAL%20DATA%20SUPPLEMENT.xls>, свободный. – Загл. с экрана.

- 18.Информация [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Банк России, 2009. – Режим доступа: http://cbr.ru/press/archive_get_blob.asp?doc_id=090609_184642wer.htm, свободный. – Загл. с экрана.
- 19.Консолидированная финансовая отчётность по состоянию на 31 декабря 2010 года (на английском языке) [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Группа ВТБ, 2011. – Режим доступа: http://www.vtb.ru/upload/iblock/9eb/2010_VTB_IFRS_Report.pdf, свободный. – Загл. с экрана.
- 20.Консультативный документ о перспективах применения российскими банками IRB–подхода Компонента I Базеля II в надзорных целях и необходимых для этого мероприятиях (действиях) [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Банк России, 2011. – Режим доступа: http://www.cbr.ru/today/PK/Basel_january-2011.pdf, свободный. – Загл. с экрана.
- 21.Концепция развития корпоративного законодательства на период до 2008 года [Электронный ресурс] : [одобрена Правительством Российской Федерации 18 мая 2006 г.]. – Электрон. текстовые дан. (286 Кб). – М. : Министерство экономического развития Российской Федерации, 2005. – Режим доступа: <http://www.economy.gov.ru/wps/wcm/connect/78e09f00409d9588a854e92c73e16b99/kontceptciya.doc?MOD=AJPERES&CACHEID=78e09f00409d9588a854e92c73e16b99&CACHE=NONE>, свободный. – Загл. с экрана.
- 22.Материалы к заседанию Президиума Правительства Российской Федерации 17 марта 2011 года (пресс-релиз) [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Правительство Российской Федерации, 2011. –

Режим доступа: <http://www.government.ru/docs/14489/>, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 17.03.2011.

23.О Новом соглашении по достаточности капитала Базельского комитета по банковскому надзору [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Банк России, 2004. – Режим доступа: http://cbr.ru/press/archive_get_blob.asp?doc_id=040608_1757_bazel.htm, свободный. – Загл. с экрана.

24.О нормативных актах Банка России, направленных на реализацию положений документа Базельского комитета по банковскому надзору "Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: новые подходы" (International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. A Revised Framework, Basel Committee on Banking Supervision, далее – Базель II) [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Банк России, 2009. – Режим доступа: http://cbr.ru/press/archive_get_blob.asp?doc_id=091109_161630bazel.htm, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 9.11.2009.

25.О Программе сотрудничества Центрального банка Российской Федерации с Евросистемой по вопросам банковского надзора и внутреннего аудита в 2008-2010 годах [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Банк России, 2009. – Режим доступа: http://cbr.ru/press/archive_get_blob.asp?doc_id=090609_184642wer.htm, свободный. – Загл. с экрана.

26.Об опубликовании Базельским комитетом по банковскому надзору пакета реформ в сфере банковского регулирования (Базель III) и результатов проведения оценки количественного влияния предлагаемых изменений [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Банк России, 2011. – Режим доступа:

- http://cbr.ru/press/archive_get_blob.asp?doc_id=110112_151440bazell.htm, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 12.01.2011.
27. Одобрен проект стратегии развития банковского сектора до 2015 года [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : ИД «Коммерсантъ», 2011. – Режим доступа: <http://www.kommersant.ru/news/1602445>, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 17.03.2011.
28. Отчет о деятельности 2009 [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : ОАО «Лукойл», 2010. – Режим доступа: http://www.lukoil.ru/static_6_5id_218_.html, свободный. – Загл. с экрана.
29. Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2010 году [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Банк России, 2011. – Режим доступа: http://cbr.ru/publ/root_get_blob.asp?doc_id=9061, свободный. – Загл. с экрана.
30. Рейтинговые шкалы [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Moody's Russia, 2011. – Режим доступа: http://www.moody.com/pages/default_ee.aspx, свободный. – Загл. с экрана.
31. Соколов, А. Публичный сектор французской экономики на примере железнодорожной отрасли [Электронный ресурс] / А. Соколов, Н. Фоломеев. – Электрон. дан. – М. : Институт комплексных стратегических исследований, 2002. – Режим доступа: www.icss.ac.ru/userfiles/file/public_pdf685.pdf, свободный. – Загл. с экрана.
32. Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 года [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : Правительство Российской Федерации, Банк России, 2011. – Режим

доступа: <http://www.eg-online.ru/information/128078/>, свободный. – Загл. с экрана.

- 33.Федяшин, А. Обама: вот куда я поведу Америку. Хочет она этого или нет [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М. : РИА Новости, 2009. – Режим доступа: <http://www.trend.az/world/wnews/1430935.html>, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 25.02.2009.

Книги и диссертации на иностранных языках

- 34.Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems / Bank for International Settlements. – CH: Bank for International Settlements, 2010. – 69 p. – ISBN 92-9131-859-0.
- 35.Corporate Finance Theory and Practice / P. Vernimmen [et. al.] – Second Edition. – UK: John Wiley & Sons, 2009. – 1059 p. – ISBN 978-0-470-72192-6.
- 36.Results of the comprehensive quantitative impact study / Bank for International Settlements. – CH: Bank for International Settlements, 2010. – 31 p. – ISBN 92-9131-861-2.
- 37.The Basel Committee's Response to the Financial Crisis: Report to the G20 / Bank for International Settlements. – CH: Bank for International Settlements, 2010. – 16 p. – ISBN 92-9131-851-5.

Периодические издания на иностранных языках

- 38.Chew, D. Stern Stewart Roundtable on Capital Structure and Stock Repurchase / Donald H. Chew Jr. // Journal of Applied Corporate Finance. – UK: John Wiley and Sons on behalf of Morgan Stanley, 2001. – Spring 2001 (Vol. 14, Issue 1). – Pp. 8-41.

39. Jacobo Rodriguez, L. Banking Stability and the Basel / L. Jacobo Rodriguez // Cato Journal. – US: Cato Institute, 2003. – Spring/Summer 2003 (Vol. 23, No. 1). – Pp. 115-126.
40. Modigliani, F The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / Franco Modigliani, Merton Miller // The American Economic Review. – US: American Economic Association, 1958. – Jun 1958 (Vol. 48, No. 3). – Pp. 261-297.

Электронные ресурсы на иностранных языках

41. 2005 Model Business Corporations Act : Committee on Corporate Laws of the American Bar Association : [от 20 июня 2005 г. : в посл. ред. от 20 июня 2005 г.]. – Электрон. дан. – US: American Bar Association, 2011. – Режим доступа: <http://apps.americanbar.org/buslaw/committees/CL270000pub/nosearch/mbca/home.shtml>, свободный.
42. Answers [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – US: U.S. Securities and Exchange Commission, 2011. – Режим доступа: <http://www.sec.gov/answers/quiet.htm>, свободный. – Загл. с экрана.
43. Artill, P. Share buybacks [Электронный ресурс] / Peter Artill // Student Accountant Journal. – Электрон. дан. – US: ACCA, 2009. – Режим доступа: http://www.accaglobal.com/pubs/students/publications/student_accountant/archive/sa_feb09_atrill.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 02.2009.
44. Basel II [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – AUT: Oesterreichische Nationalbank, 2011. – Режим доступа:

- http://www.oenb.at/en/finanzm_stab/basel_2/basel_ii.jsp, свободный. – Загл. с экрана.
45. Branson doesn't rule out floating Virgin Atlantic [Электронный ресурс] / Daily News and Analysis. – Электрон. дан. – Ind: Daily News and Analysis, 2007. – Режим доступа: http://www.dnaindia.com/money/report_branson-doesn-t-rule-out-floating-virgin-atlantic_1114808, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 10.08.2007.
46. Cassidy, J. Lessons from the collapse of Bear Stearns [Электронный ресурс] / John Cassidy // The Financial Times. – Электрон. дан. – UK: The Financial Times, 2010. – Режим доступа: <http://www.ft.com/cms/s/0/b731386a-2fd2-11df-9153-00144feabdc0.html#axzz1Gr3r3NGp>, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 15.03.2010.
47. Commercial Real Estate Losses and the Risk to Financial Stability [Электронный ресурс]. – US: Congressional Oversight Panel, 2010. – Режим доступа: <http://cybercemetery.unt.edu/archive/cop/20110402035627/http://cop.senate.gov/documents/cop-021110-report.pdf>, свободный. – Загл. с экрана. – 190 стр.
48. Companies Act 2006 : Act of the United Kingdom Parliament : [от 8 нояб. 2006 : в посл. ред. от 15 окт. 2010 г.] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – L: The National Archives, 2011. – Режим доступа: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>, свободный.
49. Companies Act 2006 Explanatory Notes [Электронный ресурс] : Explanatory Notes enacted by the United Kingdom Parliament. – Электрон.

- дан. – L: The National Archives, 2011. – Режим доступа: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/notes/contents>, свободный.
50. Corporate Share Repurchase Program [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – US: PNC Corporate Services, 2011. – Режим доступа: https://www.pnc.com/webapp/unsec/Requester?resource=/wps/wcm/connect/1cc0d3804e5c6d348c938ffc6d630ad7/c_Repurchase_Program.pdf?MOD=AJPERES&cacheid=1cc0d3804e5c6d348c938ffc6d630ad7, свободный. – Загл. с экрана.
51. Expansion of membership announced by the Basel Committee [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – CH: Basle Committee on Banking Supervision, 2009. – Режим доступа: <http://bis.org/press/p090313.htm>, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 11.03.2009.
52. Glossary [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – US: Financial Industry Regulatory Authority, 2011. – Режим доступа: <http://www.finra.org/Glossary/P011153>, свободный. – Загл. с экрана.
53. International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards [Электронный ресурс]. – CH: Bank for International Settlements, 1988. – Режим доступа: <http://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf>, свободный. – Загл. с экрана. – 30 стр.
54. Mauboussin, M.J. Clear Thinking about Share Repurchase [Электронный ресурс] / Michael J. Mauboussin. – Электрон. дан. – US: Paul Johnson, 2006. – Режим доступа: <http://www.capatcolumbia.com/MM%20LMCM%20reports/Clear%20Thinking%20about%20Share%20Repurchase.pdf>, свободный. – Загл. с экрана.

55. Microsoft Announces Share Repurchase Program and Increases Quarterly Dividend [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – US: Microsoft Corp., 2008. – Режим доступа: <http://www.microsoft.com/presspass/press/2008/sep08/09-22dividend.msp>, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 22.09.2008.
56. Quantitative Impact Study 3 – Overview of Global Results [Электронный ресурс]. – CH: Bank for International Settlements, 2003. – Режим доступа: <http://www.bis.org/bcbs/qis/qis3results.pdf>, свободный. – Загл. с экрана. – 33 стр.
57. Roadmap for an IPO: a guide to going public [Электронный ресурс]. – US: PricewaterhouseCoopers LLP, 2010. – Режим доступа: <http://www.pwc.com/us/en/transaction-services/publications/roadmap-for-an-ipo-a-guide-to-going-public.jhtml>, свободный. – Загл. с экрана. – 104 стр.
58. Wilson, J. Deutsche Bank issue set to raise €10.2bn [Электронный ресурс] / James Wilson // The Financial Times. – Электрон. дан. – UK: The Financial Times, 2010. – Режим доступа: <http://www.ft.com/cms/s/0/2cfbccfc-c508-11df-b785-00144feab49a,s01=1.html#axzz1Gr3r3NGp>, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 21.09.2010.