ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Кафедра « Ценные бумаги и биржевое дело»

Работа допущена к защите:
зав. кафедрой проф. Миркин Я.М.

Дипломная работа
на тему:

«Использование инструментов рынка ценных бумаг для финансирования деятельности компаний»

Выполнил студент группы К-5-3
Шеметов М.Г.

Научный руководитель:
доц. Бессмертная Е.Р.

Москва 2004

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ……..….стр3-4

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ЭФФЕКТИВНЫХ РЕШЕНИЙ ПО СТРУКТУРЕ КАПИТАЛА

§ 1.1. ЗНАЧЕНИЕ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КАПИТАЛА КОМПАНИЙ……..……..стр5-8

§ 1.2. ПРИНЦИПЫ ЭФФЕКТИВНЫХ РЕШЕНИЙ ПО СТРУКТУРЕ КАПИТАЛА КОМПАНИЙ...стр8-16

§ 1.3. ЭТАПЫ ПРОЦЕССА УПРАВЛЕНИЯ КАПИТАЛОМ КОМПАНИЙ…….стр17-21

§ 1.4. ВОЗМОЖНОСТИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ ДЛЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ…….стр22-45

§ 1.4.1. СРАВНИТЕЛЬНАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РЫНОЧНОГО И БАНКОВСКОГО МЕХАНИЗМОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ……стр22-27

§ 1.4.2. УПРАВЛЕНИЕ СТРУКТУРОЙ КАПИТАЛА С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ РЫНОЧНЫХ ИСТРУМЕНТОВ……..стр28-34

§ 1.4.3. ПРИВЛЕЧЕНИЕ МЕЖДУНАРОДНОГО ДОЛГОСРОЧНОГО КАПИТАЛА..стр35-45

ГЛАВА 2. СРАВНИТЕЛЬНАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ФИНАНСОВЫХ СТРАТЕГИЙ

§ 2.1. ВЕНЧУРНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ…….стр46-53

§ 2.2. СТРАТЕГИЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ЧЕРЕЗ ПЕРВИЧНОЕ ПУБЛИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ АКЦИЙ…….стр53-59

§ 2.3. ПРИВЛЕЧЕНИЕ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ЗА СЧЕТ ВЫПУСКА ОБЛИГАЦИЙ……..стр60-67

ГЛАВА 3. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В РОССИИ

§ 3.1. АНАЛИЗ ФАКТОРОВ ВЛИЯЮЩИХ НА РАЗВИТИЕ ФОНДОВОГО РЫНКА В РОССИИ..стр67-71

§ 3.2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ВНУТРЕННЕГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ……стр71-77

§ 3.2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ВНУТРЕННЕГО РЫНКА АКЦИЙ……..стр77-85

ЗАКЛЮЧЕНИЕ……стр86-88

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ……..стр89-93

ПРИЛОЖЕНИЯ……стр94-98

Введение

Эмиссия ценных бумаг является широко распространенной и эффективной стратегией финансирования бизнес-проектов компаний во многих странах мира. Сравнительная привлекательность выпуска ценных бумаг в разных странах зависит от ряда факторов, таких как государственное регулирование и поддержка рынка ценных бумаг, степень развития инфраструктуры рынка, объем спроса и предложения на ценные бумаги, структура собственности на них и др. В России долгое время выпуск ценных бумаг не рассматривался большинством эмитентов как эффективный способ привлечения инвестиций, о чем свидетельствует низкий уровень первичных размещений ценных бумаг российских эмитентов. Однако в последние годы произошел существенный рост интереса к данному сегменту финансового рынка как со стороны эмитентов, так и со стороны инвесторов, что может вызвать бум первичных размещений в ближайшее время.

Цель данной работы - проанализировать факторы, определяющие решение менеджмента компаний в области финансирования бизнеса и разработать систему анализа предпочтительности конкретных механизмов и инструментов финансирования. Также в данной работе исследуются возможности российских эмитентов по управлению стоимостью своего капитала через использование инструментов рынка ценных бумаг и дается прогноз развития первичного рынка корпоративных облигаций и акций в России до 2010 года.

Актуальность выбранной темы заключается в том, что управление структурой капитала компаний является одним из важнейших направлений финансового менеджмента, способствующей повышению эффективности деятельности и стоимости компании на рынке. Обострение конкурентной борьбы в российской экономике как следствие ее постепенной интеграции в мировое бизнес-пространство повысит значение

управления капиталом для российских компаний как средства защиты от враждебных поглощений.

Первая глава работы посвящена теоретическим основам управления структурой капитала компании и источникам финансирования деятельности компаний. В ней рассматриваются принципы принятия эффективных решений позволяющих оптимизировать структуру капитала компании и удовлетворять ее потребности во внешних источниках финансирования. Предлагается система анализа привлекательности механизмов, инструментов и рынков финансирования, направленная на определение оптимальной структуры капитала компании. Наряду с вышеизложенным в первой главе рассматриваются возможности рынка ценных бумаг для финансирования деятельности российских компаний.

Во второй главе рассматриваются стратегии финансирования компаний путем привлечения венчурного инвестора, выпуска акций и облигаций, а также дается сравнительная характеристика эффективности стратегий. Особое внимание уделено стратегии привлечения венчурного фонда в качестве инвестора в акционерный капитал компаний с последующим выводом акций компаний на публичные рынки капитала; рассматривается практика венчурного инвестирования в Европе и США и проводится расчет сравнительной эффективности данной стратегии финансирования.

В третьей главе обсуждаются перспективы развития первичного рынка корпоративных облигаций и акций в России, а также дается сценарный среднесрочный прогноз количественных параметров данных сегментов рынка. Проводится анализ факторов, влияющих на направление и темпы их развития.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ЭФФЕКТИВНЫХ РЕШЕНИЙ ПО СТРУКТУРЕ КАПИТАЛА

Капитал сам по себе ничего не значит.
Имеет значение лишь то, что вы с ним делаете.
Важно, чтобы он был правильно распределен,
а его использование находилось под строгим контролем.
Марк К. Скотт.

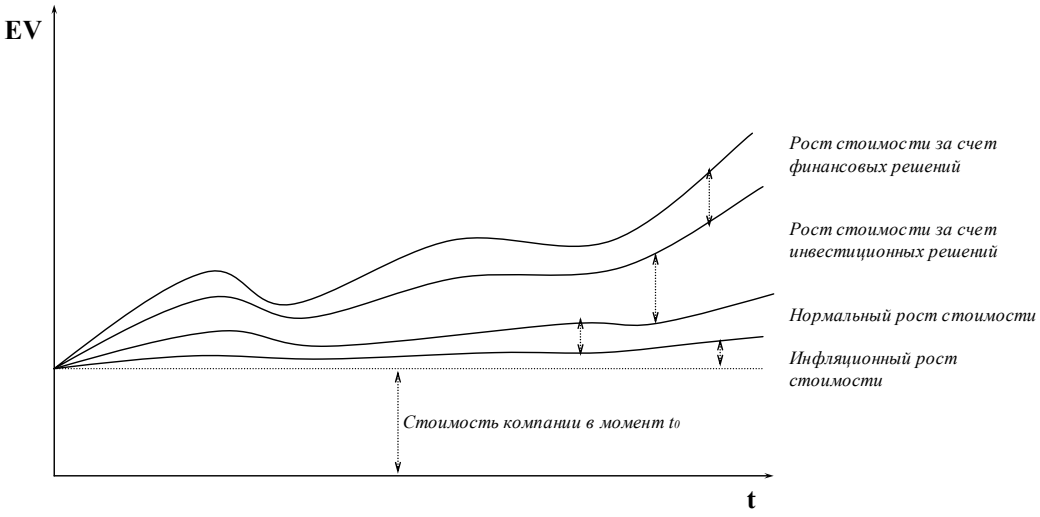
§ 1.1 ЗНАЧЕНИЕ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КАПИТАЛА КОМПАНИЙ

Финансирование бизнеса компаний наряду с инвестированием и управлением является важнейшим направлением деятельности менеджмента компаний. Инвестиционные решения определяют перечень инвестиционных проектов, в которых может участвовать компания, в то время как финансовые решения связаны с управлением источниками финансирования бизнес-проектов.

Все направления деятельности призваны увеличивать стоимость компании. Однако если основной задачей инвестиционной политики компании является максимизация чистых потоков для компании, основой финансовой политики является максимизация активов, находящихся в распоряжении компании.

Процесс создания стоимости компании можно рассмотреть на следующем рисунке:

Рисунок 1. Значение финансовых решений в процессе создания стоимости компании[1]



Как видно из рисунка, финансовые решения обладают меньшими возможностями по созданию стоимости в сравнении с инвестиционными и управленческими решениями[2], но они также служат отправным пунктом в процессе управления и повышения эффективности бизнеса компаний.

Решения по структуре капитала относятся к группе финансовых решений, или, другими словами, решений по финансированию инвестиционных проектов. Важнейшими задачами управления структурой капитала является снижение его стоимости для эмитента и повышение его финансовых возможностей.

Для принятия эффективных решений по структуре капитала менеджменту компании необходимо проводить всесторонний анализ возможных источников финансирования деятельности компании, а также анализ сравнительного экономического эффекта от их использования.

В основе анализа лежит классификация источников финансирования роста компаний в двух разрезах. По отношению к существующему бизнесу все источники можно разделить на внешние и внутренние. В теории финансового менеджмента под

---

[1] Комментарии к рисунку: EV – стоимость компании, нормальный рост стоимости представляет собой средний рост стоимости компаний, оперирующих в одной отрасли. На рисунке соотношение между значениями прироста стоимости от инвестиционных и финансовых решений, а также под воздействием других факторов является условным (средним для отрасли или экономики). Индивидуальные значения соотношений факторов роста для компаний могут быть отличными и даже обратными.

[2] Gabriel Hawawini, Claude Viallet, “Managing for Value Creation”, ITP, 1999, Ch. 11, p339

внутренними и внешними источниками финансирования понимают соответственно собственные и привлеченные средства.

Источниками собственных средств являются:

- акционерный капитал (средства от продажи акций первым владельцам);
- чистая прибыль;
- резервы, накопленные предприятием;
- прочие источники (целевое финансирование и др.).

К основным источникам привлеченных средств относятся:

- банковские кредиты;
- средства от продажи ценных бумаг (широкому кругу инвесторов или стратегическому инвестору);
- прочие источники (кредиторская задолженность и др.).

Другая классификация предполагает разделение источников финансирования бизнеса по различным механизмам их финансирования. Механизм привлечения финансирования представляет собой совокупность видов деятельности и соответствующей законодательной и нормативно правовой базы, позволяющих компании осуществлять процесс финансирования.[3]

Выделяют следующие механизмы финансирования:

- внутренний, направленный на использование собственных возможностей хозяйствующего субъекта (прибыль, амортизация, фонды);
- банковский, предполагающий кредитование деятельности компаний за счет средств банков;
- рыночный, направленный на финансирование деятельности компаний с использованием обращаемых инструментов (акции, облигации, производные и структурированные финансовые инструменты);

[3] А.В. Новиков, “Фондовый рынок как механизм привлечения инвестиций”. Н, 2000 стр. 15.

- административный, предполагающий использования средств бюджетов разных уровней для целей финансирования компаний;
- другие механизмы (напр., лизинговый).

Настоящая классификация будет использована в дальнейшем при рассмотрении возможных вариантов финансирования деятельности хозяйствующих субъектов с использованием инструментов рынка ценных бумаг.

§ 1.2. ПРИНЦИПЫ ЭФФЕКТИВНЫХ РЕШЕНИЙ ПО СТРУКТУРЕ КАПИТАЛА КОМПАНИЙ

Оптимизация структуры капитала компании является важнейшей составляющей процесса управления стоимостью компании. Процесс управления капиталом компании призван, в частности, определить соотношение собственного и заемного капитала в структуре пассива баланса, которое отвечало бы следующим критериям:

- минимальной средневзвешенной стоимостью финансирования;
- максимального соответствия потребностям инвестиционных проектов компании[4].

Наиболее распространенным показателем, используемым для целей управления и оценки стоимости компаний доходным способом, является коэффициент средневзвешенной стоимости капитала (WACC – Weighted Average Cost of Capital), который рассчитывается по следующей формуле:

$$WACC = k_e *(E/(D+E)) + k_d *(1- t_r)*(D/(D+E)),$$

Где, k_e – ставка дохода акционерного капитала компании, k_d - стоимость заемного капитала компании, E - доля акционерного капитала в структуре пассивов компании, D

[4] Aswath Damodaran, http://www.damodaran.com, Capital Mix Decisions, стр5-12.

- доля заемного капитала в структуре пассивов компании, t_r – ставка налога на прибыль в стране инкорпорирования.

Как видно из формулы стоимость капитала будет зависеть от:

- соотношения компонентов финансирования,
- стоимости каждого компонента,
- значения ставки налога на прибыль корпораций.

Стоимость долга для компании определяется по следующей формуле:

$$k_{d\,(at)} = k_{d\,(pt)} * (1-t_r),$$

Где, $k_{d(at)}$– посленалоговая стоимость долга, $k_{d(pt)}$ – доналоговая стоимость долга.

Доналоговая стоимость долга компании определяется через рыночные котировки облигаций компании. Если у компании нет обращающегося долга, то стоимость может быть определена способом кумулятивного наращения базовой (безрисковой) ставки доходности (build-up approach) премиями за несистематический риск компании. Для российской компании в качестве базовой ставки могут быть использованы данные о доходности к погашению еврооблигаций Минфина, которые уже содержат в себе страновой и валютный риски.

Для целей настоящей работы к долгу будет отнесена любая стоимость, имеющая следующие характеристики:

- содержит обязательство осуществлять фиксированные платежи в будущем;
- платежи частично или полностью освобождены от налогов;
- неплатеж приводит либо к потере контроля над компанией, либо к банкротству.

Для определения стоимости акционерного капитала компании (нормальных требований акционеров компаний с аналогичными характеристиками риска к доходности своих вложений в акции) используется модель оценки капитальных активов (CAPM):

$$R_i = R_f + \beta (R_m - R_f),$$

Где, R_i – ожидаемая доходность акционерного капитала компании R_f – безрисковая ставка, β - коэффициент бета[5], R_m – историческое значение рыночного риска. Стоит отметить, что в качестве безрисковой ставки необходимо брать доходность не коротких обязательств государств (как ГКО в России или treasury bills в США), а доходность длинных долгов по той причине, что оценка ожидаемого возврата от инвестиций в акции по срокам должна быть сопоставима со сроком обращения обязательств лежащих в основе расчета.

Стоит отметить, что формула средневзвешенной стоимости капитала применяется только для компании в целом и для проектов компании с характеристиками доходности, риска и структуры финансирования аналогичными характеристикам компании в целом[6].

Однако часто инвестиционные характеристики компании и проекта, для которого необходимо найти оптимальное соотношение долга и акционерного капитала, не совпадают. В таких ситуация стоимость капитала для финансирования проекта определяется через компании-аналоги (proxies), которые выбираются по ряду факторов:

- оперируют в той же отрасли что и предполагаемый проект;
- имеют единственное направление бизнеса;
- имеют идентичные финансовые и хозяйственные параметры.

Оценка стоимости капитала проекта компании с отличными характеристиками от компании производится по следующей схеме:

1) определение сравнительной структуры капитала проекта через среднее (модальное) значение показателей компаний аналогов;

---

[5] мера колеблемости индивидуальных значений цен акций компании в отношении к изменчивости сводного индекса акций.

[6] Р. Брейли, С. Майерс “Принципы корпоративных финансов”, М, 1997., стр356

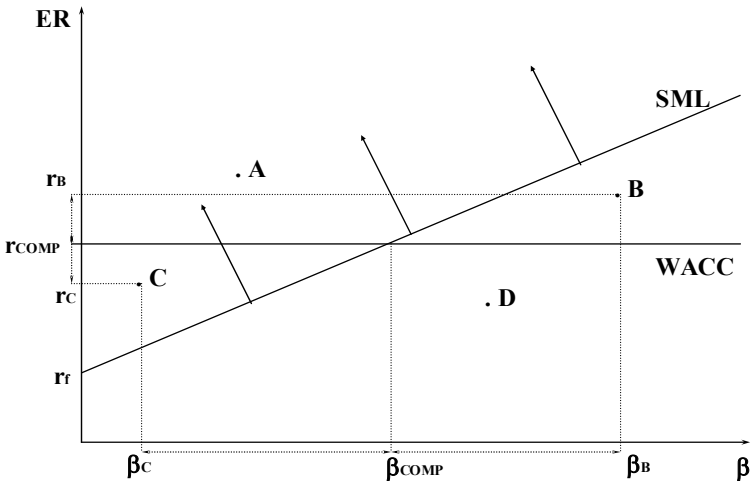
2) определение посленалоговой стоимости долга проекта аналогичным пункту (1) способом;

3) определение стоимости акционерного капитала проекта по формуле CAPM[7];

4) расчет коэффициента WACC с использованием полученных в пунктах 1-3 данных.

Использование данного метода позволяет существенно повысить эффективность управления проектами. Эффект метода можно продемонстрировать на следующем рисунке:

Рисунок 2. Эффект использования метода компании-аналога при анализе проектов на повышение эффективности инвестиционной политики[8]



Как видно из рисунка, если руководствоваться гипотезой относительно того, что любой проект как часть бизнеса компании имеет аналогичные с компанией финансовые характеристики, можно принять проекты A и B как инвестиционно привлекательные (выше линии WACC компании), а проекты C и D как непривлекательные (ниже линии). Однако, если наложить на график прямую ожидаемых рыночных премий (SML) в зависимости от колеблемости актива, выраженной через бета коэффициент, можно

[7] Из-за того, что структуры капитала компаний аналогов различны (несут в себе разные уровни финансового риска) необходимо при расчетах использовать коэффициент β, очищенный от влияния долга. Формула расчета: $\beta_{assets} = \beta_{equity} / (1+(1-T_r)*D/E)$, где β_{assets} – очищенный коэффициент бета β_{equity} – расчетный коэффициент бета.

[8] Комментарии к рисунку: ER - ожидаемая доходность от вложения в проекты, WACC – стоимость капитала компании, WACC= r_{COMP} , SML – линия рыночных ожиданий доходности от вложений в инструмент в зависимости от колеблемости его значений, r_f – безрисковая ставка имеет нулевую колеблемость (β=0)

увидеть, что превышение доходности проекта B (r_B-r_{comp}) над средней стоимостью капитала компании не компенсирует повышенный риск от участия в проекте (β_B - β_{comp}), а проект C с учетом низкого уровня риска ($\beta_C < \beta_{comp}$) является более приемлемым даже с учетом сравнительно низкой доходности ($r_C < r_{comp}$) чем альтернативные рыночные вложения.

Сложность использования данного метода при анализе российских компаний и проектов заключается в отсутствии возможности нахождения компаний аналогов в России с открыто публикуемыми данными. В данной ситуации на практике прибегают к использованию данных по компаниям аналогам в США с корректировками на: разницу уровней безрисковой ставки и ожидаемой рыночной премией при анализе стоимости акционерного капитала проекта, на разницу налоговых ставок по налогу на прибыль и подоходному налогу при анализе стоимости долга и на уровень превышения колеблемости российского рынка акций в сравнении с рынком США.

Если компания предполагает диверсифицировать свой бизнес, то при рассмотрении новых инвестиционных проектов ей необходимо рассчитывать WACC через компании-аналоги, а в случае, если компания планирует расширить свое присутствие на существующих рынках, то возможно применять WACC самой компании.

При принятии решений по управлению структурой капитала компании необходимо также руководствоваться принципом соответствия[9], который предполагает финансирование инвестиций за счет долга с соответствующим инвестиционным проектам сроком погашения. В основе принципа лежит следующая закономерность: при превышении сроков заимствования над длительностью инвестиционного цикла компании происходит переплата за заемные средства за счет смещения по кривой доходности облигаций в сторону более длинных, а, следовательно, более дорогих

[9] Марк К. Скотт “Факторы стоимости”, М, 2000, стр258-279

бумаг. При снижении сроков заимствования существенное давление на будущее финансовое состояние заемщика начинает оказывать кредитный риск, который заключается в возможности снижения экономической эффективности проекта при его рефинансировании под сравнительно более высокую ставку.

Следование данным принципам позволяет увеличивать рыночную стоимость компании (из рисунка 1 верхняя область роста стоимости) и снижать ее внутренние риски.

Расчет структуры капитала способами, описанными выше, является отправной точкой при анализе и выборе конкретных инструментов финансирования деятельности компаний.

Теория предполагает возможность создания структуры капитала компании, в которой доли долгового и долевого финансирования отличны от нуля, с минимальной средневзвешенной стоимостью. Минимальная стоимость капитала характеризует оптимальную структуру капитала[10].

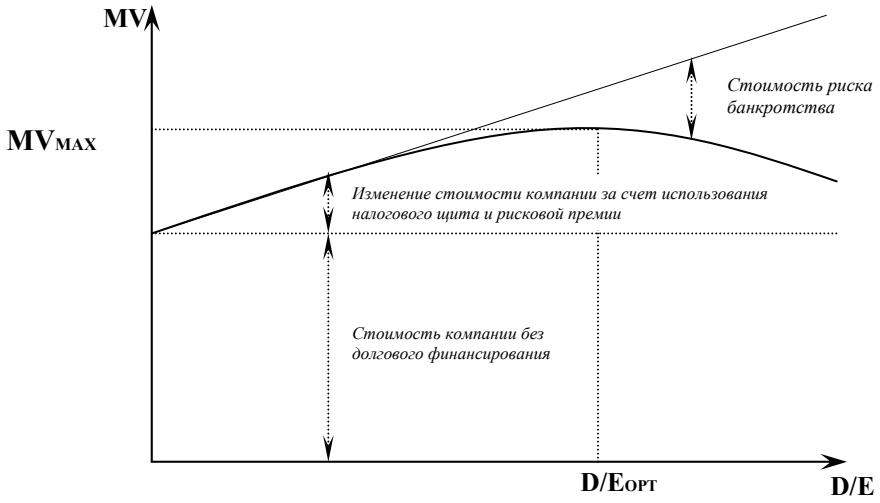
Теоретически, при увеличении доли долга в структуре капитала растет риск акционерного капитала, что приводит к росту бета акций компании, что, в свою очередь, влечет за собой увеличение стоимости акционерного капитала. Также растет риск банкротства по долговым обязательствам, что приводит к росту стоимости долга и, соответственно, к росту стоимости капитала.

Однако отказ от использования заемных средств не будет снижать стоимость капитала до возможного минимального значения. Основная причина этого заключается в сравнительно более высокой доходности акций в сравнении с облигациями. Это связано как с большей колеблемостью акций по отношению к облигациям, так и с большим уровнем риска, который несут в себе акции, что увеличивает риск. Также при снижении доли долга в структуре капитала происходит снижение эффекта налогового

[10] Deloitte & Touche, Valuation Center For Central and Eastern Europe, 2002., стр27-29

щита[11], что не позволяет снизить стоимость капитала до минимума. Таким образом, для снижения взвешенной стоимости капитала необходимо иметь в структуре капитала компании определенную долю долга, что подтверждает наличие минимального значения стоимости капитала отличного от 100% использования долгового/долевого финансирования. Эту закономерность можно описать на рисунке:

Рис 3. Нахождение оптимальной структуры капитала за счет максимизации стоимости компании[12].



Максимальное значение стоимости компании достигается в точке, где предельное приращение стоимости, вызванное эффектом налогового щита и рисковой премией (разница стоимости долга и акционерного капитала для компании), сравнивается с предельным снижением стоимости за счет приведенной стоимости риска банкротства.

Важно заметить, что если значение налогового щита и рисковой премии для разных компаний одной экономики и отрасли приблизительно равны, то стоимость риска банкротства может существенно варьироваться даже между компаниями одной отрасли. На увеличение прогнозируемого значения риска банкротства оказывает влияние ряд факторов, включая:

---

[11] Под эффектом налогового щита здесь и далее понимается чистая величина экономии компании за период на процентных выплатах по облигациям за счет отнесения данных выплат на себестоимость при формировании финансового результата компании.

[12] Комментарии к рисунку: MV-рыночная стоимость компании, D/E – коэффициент отношения долга к акционерному капиталу компании, MV_{max} - максимально возможное значение стоимости компании в заданных экономических условиях, $D/E_{опт}$ – оптимальная структура капитала компании, выраженная через коэффициент D/E, которая соответствует значению MV_{max}.

- цикличность бизнеса компании и как следствие операционных потоков;
- активы, находящиеся в распоряжении компании[13;]
- вид продуктов/ услуг, которые оказывает компания.

На размер налогового щита влияет не только уровень ставки налога на прибыль, но и разница в ставках налога на доход, полученного от дивидендов и процентов. Если данная разница положительна, то она обратно пропорционально влияет на размер налогового щита.

Нахождение оптимальной структуры капитала является решением, базирующимся на расчетах в конкретных условиях деятельности компании. Однако, из-за сложности расчета стоимостного выражения риска банкротства компании, определение целевой структуры капитала является экспертным решением.

При экспертном методе важное значение играет определение влияния различных факторов на стоимость компании и, следовательно, на структуру капитала. Среди важнейших факторов, определяющих уровень стоимости капитала компании, являются:

Для акционерного капитала:

- требуемый размер премии по акциям компании на рынке;
- нормальная доходность активов компании;
- перспективы развития бизнеса;
- уровень инфляции;
- законодательное регулирование.

Для долга компании:

- уровень процентных ставок;
- уровень инфляции.

---

[13] Высокая доля нематериальных и низколиквидных активов увеличивает стоимость банкротства. Поэтому в таких отраслях как высокие технологии, биохимия и др., доля долга в структуре капитала ниже чем в машиностроении, электроэнергетике и др.

Поэтому максимизация стоимости даже идентичных компаний будет достигаться при различных соотношениях D/E, если они оперируют в странах с различными политиками в области налогообложения и которые в различной степени подвержены рискам.

Управление структурой капитала является динамическим процессом по двум причинам: во-первых, под влиянием макроэкономических факторов происходит изменение относительной привлекательности отдельных инструментов и моделей финансирования, что влечет за собой изменение оптимальной структуры капитала компании и обуславливает необходимость ее изменения, во-вторых, фактическая структура капитала часто не соответствует целевой по причине того, что одновременный выпуск долговых и долевых инструментов может быть неоправданно дорог даже при финансировании крупнейших проектов. При этом долгосрочной стратегией компании в области заимствований должно быть приближение к оптимальному уровню стоимости капитала.

В дальнейшем в Главе 1 будут рассмотрены другие факторы, которые могут оказывать существенное влияние на решения менеджмента компании на определение источником и структуры финансирования компании.

§ 1.3. ЭТАПЫ ПРОЦЕССА УПРАВЛЕНИЯ КАПИТАЛОМ КОМПАНИЙ

Определение оптимальной структуры капитала является важнейшим элементом управления пассивами компаний. Однако, как уже было отмечено в §1.2, на практике компании нередко отступают от целевой структуры. Причинами могут служить как конъюнктура рынка, которая меняет сравнительную привлекательность инструментов финансирования, так и специфические задачи менеджмента и акционеров компании.

В связи с этим возникает необходимость проведения экономического анализа, с целью определения эффективности использования отдельных инструментов финансирования в строго определенных бизнес условиях.

Экономический анализ как этап анализа и управления пассивами компаний можно разделить на три подэтапа[14]:

- Выбор механизма финансирования;
- Выбор структуры капитала;
- Выбор рынка финансирования.

Процесс выбора структуры, механизма и рынка финансирования заключается в анализе совокупности факторов влияющих на стоимость капитала компании и принятии экспертного решения относительно выпуска конкретного финансового инструмента.

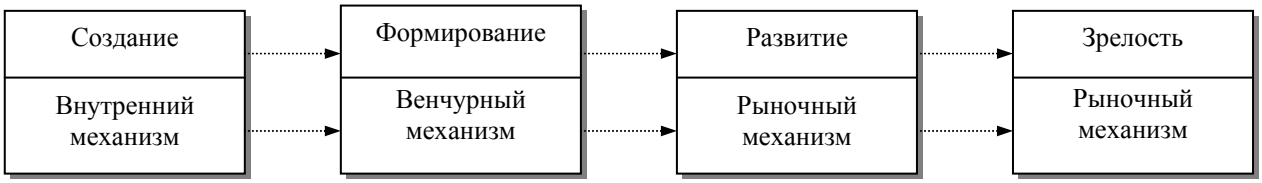
ВЫБОР МЕХАНИЗМА ФИНАНСИРОВАНИЯ

Существует множество механизмов финансирования компаний, которые обладают различными эффектами от их использования. Однако не всегда компании удается использовать экономически наиболее выгодный механизм. Отдельные механизмы финансирования могут быть недоступными для компаний в силу различных причин,

[14] В дальнейшем при анализе структуры капитала для сохранения логики изложения, в том числе в §1.3.2., будут использованы две группы источников: долг и акционерный капитал и, как их основа, облигации и акции соответственно.

наиболее значимой из которых является стадия развития бизнеса компании, определяющая, риски, которые несет в себе бизнес. Разделение стадий развития бизнеса или, иными словами, стадий жизненно цикла компании может служить основанием для классификации наиболее приемлемых источников финансирования роста.

Рисунок №4 Источники финансирования деятельности компаний на различных стадиях жизненного цикла.



Как видно из рисунка, к использованию механизмов рынка ценных бумаг могут прибегнуть компании либо в стадии стабильного функционирования, либо на стадии существенного роста бизнеса компании. На стадии создания проекта, как правило, используется собственный капитал предпринимателя или заемный капитал банковского происхождения или группы связанных предпринимателей/компаний. На стадии формирования бизнеса компании менеджмент имеет возможность привлечь венчурный капитал.

Стоит отметить, что собственные ресурсы на протяжении длительного периода являются основой для финансирования инвестиционных проектов большинства компаний во всем мире. Их доля в структуре финансирования составляет более 50% в таких странах как США, Великобритания, Германия, Франция, Италия и др.[15] Данная финансовая политика является абсолютно оправданной по той причине, что компаниям не приходится платить за использование собственных ресурсов. Однако, принимая во внимание тот факт, что существенную часть собственных ресурсов составляет чистая прибыль, необходимо отметить, что компания может рассчитывать на использование посленалоговых потоков для собственного развития только в случаях, когда доходность бизнеса компании превышает нормальную. В противном случае акционеры компании

[15] Gabriel Hawawini, Claude Viallet, “Managing for Value Creation”, ITP, 1999, Ch. 9, p259

будут требовать выплаты всей прибыли, чтобы компенсировать свои финансовые вложения в ценные бумаги данной компании.

Убедить мелких акционеров отказаться от дивидендов в данной ситуации представляется особенно сложным. В периоды рецессии стоимость компании может существенно падать из-за негативных ожиданий акционеров компании в отношении будущих дивидендных выплат. При этом компания ставит себя под удар конкурентов, которые могут инициировать процедуру враждебного поглощения. Поэтому компании необходимо генерировать существенный стабильный денежный поток для того, чтобы оправдать рыночные выпуски акций или облигаций с опционом на досрочное погашение или конвертацией в акции.

Другими причинами, снижающими эффективность использования рыночного механизма на ранних стадиях развития компании, являются:

- значительная стоимость услуг, связанная с выпуском ценных бумаг на организованных рынках;
- длительность процесса выпуска ценных бумаг;
- отсутствие возможности привлечения существенной суммы средств;
- нежелание разводнять долю учредителей.

Отказаться от текущих потоков в пользу будущих способны только стратегические инвесторы венчурных фондов. В этой связи быстрорастущим компаниям с высоким риском наиболее целесообразно привлекать венчурное финансирование.

При развитии объемов операций компании и увеличении потребности в финансовых ресурсах в абсолютном выражении существенно возрастает значение решений по управлению капиталом компании. Выход эмитента на рынок ценных бумаг может сыграть значительную роль в повышении эффективности деятельности компании.

В дальнейшем в Главе 2 будет проведен сравнительный анализ экономической эффективности различных финансовых стратегий, как-то:

- привлечение стратегического инвестора на ранней стадии развития бизнеса с последующей продажей акций на бирже;
- проведение IPO на ранних стадиях развития компании и преимущественное финансирование за счет акционерного капитала;
- привлечение долгового финансирования на внутреннем и международных рынках;

ВЫБОР СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА

На этапе анализа оптимальности структуры капитала необходимо определить долю внешнего финансирования в пассивах компании. Стоит выделить два случая, в которых компании может потребоваться внешнее финансирование: во-первых, покрытие кассовых разрывов или финансирование текущей деятельности, и, во-вторых, финансирование новых инвестиционных проектов. В зависимости от этого расчет потребности в ресурсах будет несколько различаться, однако, в общем, его можно представить в следующем виде:

$$FN_t = (\Delta C\&CE + \Delta WC + \Delta FA) - (RE + D),$$

Где: FN_t – потребность во внешнем финансировании на период t, ($\Delta C\&CE + \Delta WC + \Delta FA$)[16] – прогнозируемый прирост в период t денежных средств и краткосрочных финансовых вложений, оборотного и основного капитала соответственно, RE – нераспределенная прибыль, D – амортизационные накопления.

В случае, если величина FNt окажется меньше или равна нулю, то компании на прогнозируемый период не потребуется привлекать внешнее финансирование. При

[16] Предполагается, что данная сумма выражает стопроцентный прирост активов компании в рассматриваемом периоде, на величину которого необходимо найти финансирование. При использовании лизингового механизма, при котором отдельные инвестиции компании могут отражаться за балансом или на балансе лизингодателя, возможно возникновение необходимости отдельного учета разницы стоимости объекта лизинга.

этом существующая структура капитала не будет изменена в данном периоде, за исключением случаев, когда может быть принято решение об изменения исключительно для оптимизации. Например, в случае падения фондовых рынков менеджмент компании может принять решение о выкупе подешевевших акций на рынке или, в случае падения ставок предложения денег, принять решение о повышении доли заимствований по низкий фиксированный процент.

Необходимо отметить, что для обеспечения максимальной эффективности финансовой политики до определения потребности компании во внешнем финансировании необходимо провести комплекс мер, направленных на оптимизацию внутренних источников финансирования, как, например, внедрение систем управления запасами и затратами, оптимизация выплат кредиторской задолженности и введение систем поддержки продаж. Вышеописанные действия позволят компании снизить потребность во внешнем финансировании и тем самым снизить стоимость капитала.

ВЫБОР РЫНКА ФИНАНСИРОВАНИЯ

Последним этапом анализа источников привлечения средств для бизнеса компании является выбор рынков финансирования. В первую очередь это относится к мировым фондовым рынкам, так как выход на них может обеспечить компании существенное снижение стоимости и увеличение сумм привлекаемых ресурсов, а также повысить прозрачность и тем самым стоимость компании. В меньшей степени это относится к банковскому и лизинговому механизмам из-за ограниченного экономического эффекта принятия такого рода решений.

Стоит отметить, что выход на международные рынки капитала может являться отдельной целью компании, что, вероятно, может не согласовываться со стратегией финансовых решений направленных на оптимизацию структуры капитала. Однако такие управленческие действия выходят за рамки финансовых, поэтому данная несогласованность противоречием не является.

§ 1.4. ВОЗМОЖНОСТИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ ДЛЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ

Рынок ценных бумаг предоставляет широкие возможности для финансирования деятельности компаний. Хотя традиционно рыночные выпуски были доступны узкому кругу крупнейших компаний, в настоящее время у мелких и средних компаний по всему миру появляется возможность провести размещение и организовать вторичное обращение своих ценных бумаг как на специальных площадках ведущих фондовых бирж, так и на внебиржевом рынке.

§ 1.4.1. СРАВНИТЕЛЬНАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РЫНОЧНОГО И БАНКОВСКОГО МЕХАНИЗМОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ

Сравнение банковских кредитов (включая синдицированное кредитование) и облигационных займов может проводиться в двух разрезах: с точки зрения сравнения продуктов, и с точки зрения экономических условий выпуска и обращения продуктов. Анализ проектов по привлечению финансирования в виде выпуска корпоративных облигаций и организации кредитов показывает существенное сходство этих продуктов, как с позиции заемщиков (в большей степени), так и инвесторов.

Преимущества и недостатки каждого вида долгового финансирования показаны в таблице №1.

Таблица №1. Сравнительная характеристика рыночного и банковского механизмов финансирования компаний[17].

Условия	Банковский кредит	Облигационный заем	Синдицированный кредит
Ограничения по сумме займа	не более 25% от капитала	рыночные ограничения	возможности участников синдиката
Срок организации	Ограничений нет	14 недель	10-12 недель
Особенности налогообложения	Нет	0,2% от суммы эмиссии, но не более 100 000 руб.[18]	Нет
Требования к информации	По требованию кредитора	Стандарты ФКЦБ* по обязательному раскрытию объема информации	По требованию синдиката
Степень раскрытия информации	Конфиденциальна	Общедоступна	Ограниченное распространение
Документация	Кредитное соглашение, обеспечительные документы	Договор андеррайтинга, проспект эмиссии, договора с платежным агентом, с депозитарием,	Договор об организации финансирования, кредитное соглашение, залога
Наличие аудита	Не обязательно	Обязательно	Желательно
Число кредиторов	Один	Ограничений нет	Не менее двух
Рыночная инфраструктура	Не требуется	Торговая система, депозитарий	Не требуется
Срок займа	Преимущественно краткосрочный	Преимущественно долгосрочный	Преимущественно среднесрочный

Как видно из таблицы, финансирование компании с использованием синдицированного кредитования в сравнении с облигационными займами и кредитами имеет преимущества по большей части позиций. Однако ограниченность использования синдицированного кредитования может быть отчасти обусловлена тем, что данный механизм финансирования не позволяет заемщику в полной мере выиграть от его

[17] Так как синдицированное кредитование обладает рядом отличий от обычного банковского кредитования и облигационного займа необходимо выделять их в отдельную группу при рассмотрении преимуществ и недостатков кредитования и облигационных заимствований.

[18] Такого рода ограничения по максимальной сумме налога делают его незначительным при больших объемах заимствования. Так, для выпуска в 500 млн. руб. налог составит 0.02%. В 2003 году величина налога составляла 0,8%, при этом величина сборов за 3 квартала 2003 года составила 1,7 млрд. рублей.

использования как банковского продукта по ряду причин. При использовании синдицированного кредитования у заемщика возникают:

- необходимость раскрытия информации большому кругу лиц, что нивелирует преимущество механизма банковского кредитования перед облигационным займом;
- длительные сроки и затраты на организацию консорциального кредита;
- сложности с реструктуризацией займа перед синдикатом при возникновении финансовых затруднений.

С другой стороны положительные черты рыночного займа не полностью доступны при синдицированном кредите по причине:

- сравнительно более короткого срока заимствования;
- отсутствия возможности рыночного управления долгом компании. С точки зрения ликвидности синдицированный кредит проигрывает облигационному займу. Возможность реализации инвестором своей доли в синдицированном кредите сопряжена с такими проблемами, как необходимость переоформления договорной документации, согласование с потенциальным инвестором всех условий кредита и залога, которых, как правило, значительно больше, нежели в облигационном займе. В некоторых случаях необходимо согласовать сделки с прочими участниками синдиката. Поскольку ликвидность синдицированного кредита существенно ограничена, при принятии решения об участии в синдикате инвестор должен ориентироваться на весь срок кредита, что повышает стоимость заимствования для компаний;
- более низкой вероятности успешной реализации сделки. С этой точки зрения более выгодно выглядит выпуск корпоративных облигаций. В случае отсутствия интереса инвесторов к предлагаемому продукту организатор (если, конечно, это достаточно крупный банк) может полностью выкупить весь нереализованный объем выпуска, тем самым гарантируя успешное размещение. В дальнейшем банк -

организатор сделки может частично реализовать выкупленный объем на вторичном рынке.

В России синдицированное кредитование остается непопулярным инструментом. Крупнейшие сделки по объему в десятки раз меньше облигационных займов российских компаний. Среди крупнейших сделок по синдицированному кредитованию можно выделить синдицированные кредиты Внешторгбанку в размере $240 млн. и Сибнефти в размере $150 млн. организованные ЗАО “Ситибанк”.

Одним из сдерживающих факторов развития синдицированного кредитования в России является высокий размер комиссионных организаторов синдиката, который может превышать 5% от совокупной суммы привлекаемых ресурсов.

Преимущества банковского кредитования (в том числе и синдицированного) как механизма перед выпуском рыночных обязательств заключаются в:

- отсутствии необходимости в регистрации кредита в контролирующих государственных органах (например, ФКЦБ* России). Это приводит к экономии временных ресурсов, что позволяет кредитору предложить заемщику меньшие сроки оформления документации. Кроме этого, отпадает необходимость следовать регламентированным параметрам подготовки документации, что позволяет самостоятельно определять параметры подготовки информации о заемщике;
- при банковском кредитовании отпадает необходимость во многих косвенных платежах. Во-первых, отсутствует налог на операцию с ценными бумагами в размере 0,2% от суммы заимствования. Во-вторых, отсутствует комиссия биржи и депозитария. В-третьих, отпадает необходимость размещения платной информации о проекте в средствах массовой информации;
- ограниченный круг кредиторов позволяет облегчить реструктуризацию задолженности.

При принятии решения о выборе механизма привлечения финансирования могут возникать конфликты интересов между менеджментом и акционерами компании. Например, тот факт, что рыночный заем требует публичного раскрытия информации о деятельности компании, может быть признан со стороны менеджмента наиболее негативным фактором. Однако для акционеров выпуск облигационного займа позволяет увеличивать степень контроля за текущим состоянием дел в компании, а также планов менеджмента относительно ее будущего.

Выбор долгового инструмента для целей финансирования деятельности компаний может также зависеть от индивидуального (внутреннего) риска самого заемщика. Причина заключается в том, что банк за определенную комиссию выполняет ряд функций для непосредственных инвесторов в компанию заемщика, тем самым выполняя роль регулятора соотношения риск/доход для инвесторов. В частности, при высоком уровне внутреннего риска компания будет прибегать к облигационному займу. Однако высокий уровень риска отнесет его в группу неинвестиционных бумаг (junk bonds). При снижении уровня риска заемщики сделают выбор в пользу банковских ссуд. Если индивидуальный риск снижается и дальше, то заемщики вновь переключаются на рынок облигаций, но уже с инвестиционным рейтингом (investment grade bonds), отражающим теперь меньший уровень риска. Результат определяется тем фактом, что заемщик с хорошей репутацией будет, скорее всего, инвестировать в безопасные проекты, а это в свою очередь элиминирует необходимость мониторинга выданной ссуды, в то время как плохая репутация на позволяет кредиторам быть уверенным в том, что заемщик выберет достаточно безопасный проект для того, чтобы можно было пренебречь мониторингом.

В противоположность ссуде, после выпуска облигаций инвесторы практически не имеют контроля над заемщиком, так как облигационный выпуск не может быть

приостановлен до даты погашения[19]. Эти факты предполагают, что банк может уменьшить риск предоставляемой ссуды и, следовательно, предоставить ресурсы по более низкой ставке. Однако эти преимущества компенсируются необходимостью других расходов для банка. Такие расходы вытекают из необходимости создавать резервы и соответствовать требованиям достаточности капитала, а так же собственно операционные издержки и расходы на проведение мониторинга.

Таким образом, заемщики становятся перед необходимостью выбора между уплатой премии за повышенный риск на рынке облигаций и покрытия расходов банка при необходимости мониторинга. Эта проблема решается для заемщиков по-разному.

Если риск невелик, то нет необходимости в мониторинге. Для таких заемщиков стоимость банковского посредничества перевешивает выгоды от него, и они выберут рынок облигаций, который в данном случае предоставит средства по более низкой ставке, чем банк. Для заемщиков со средним риском мониторинг может быть эффективным в снижении риска ссуды, и плата за финансовое посредничество компенсируется сокращением рисковой премии, что делает ссуду более дешевой, чем выпуск облигаций. В случае высокорисковых заемщиков банк не сможет существенно снизить риск ссуды и будет взимать проценты более высокие, чем на рынке облигаций, вследствие понесенных им дополнительных затрат на мониторинг.

[19] кроме случаев выпуска облигаций с офертой на досрочное погашение

§ 1.4.2. УПРАВЛЕНИЕ СТРУКТУРОЙ КАПИТАЛА С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ РЫНОЧНЫХ ИСТРУМЕНТОВ

При управлении структурой капитала (определении оптимального соотношения долг/акционерный капитал) с использованием рыночных инструментов необходимо сравнить преимущества и недостатки выпуска акций компании как основы долевого финансирования с аналогичными характеристиками облигаций как основы долгового финансирования деятельности компаний.

На решение о привлечении финансирования на долевой или на долговой основе (помимо факторов описанных в § 1.2) влияют следующие факторы:

- Уровень процентных ставок. От того, какие в данный момент процентные ставки на финансовом рынке, зависит то, на каких условиях компания сможет привлечь долговое финансирование. Привлечение долгового финансирования выглядит привлекательнее выпуска акций при низких процентных ставках.[20]

- Текущее состояние рынка акций. При благоприятной конъюнктуре рынка акций компания может разместить свои акции по более высоким ценам, чем в периоды спада фондового рынка.

- Круг инвесторов, которых хочет привлечь компания. В определенных случаях для компании безразлично, кто будет источником привлеченных средств. Например, компания может осуществить публичное предложение акций широкому кругу инвесторов, или осуществить эмиссию крупного пакета акций и целиком продать его крупному, "стратегическому" инвестору. Во втором случае компании, возможно, будет легче привлекать дополнительные ресурсы за счет этого же инвестора, а также появится возможность получить положительный эффект синергии за счет совместного управления активами. С другой стороны, в этом случае владельцам компании необходимо смириться с полной или частичной утратой контроля.

---

[20] Источник: http://www.Cbonds.ru

- Законодательное регулирование. Так, например, для отраслей для которых законодательно разрешено использовать ускоренную амортизацию[21], эффект налогового щита будет ниже, следовательно оптимальная структура капитала будет иметь меньшую долю долга.

Далее будут рассмотрены преимущества и недостатки организации выпусков акций и облигаций.

АКЦИИ

Преимущества и недостатки финансирования за счет выпуска акций компаниями представлены в следующей таблице.

Таблица № анализ эффективности акций как инструмента финансирования роста компаний.

Преимущества	Недостатки
Отсутствие необходимых фиксированных выплат (в случае обыкновенных акций) и относительно небольшая стоимость обслуживания в виде дивидендных выплат (в случае привилегированных акций)	Открытая продажа акций может привести к потере контроля над собственностью. Данный недостаток возможно решить через выпуск прав и др.
Возможность привлечения значительных финансовых ресурсов на длительный (неопределенный) срок	Выпуск новых акций может негативно влиять на капитализацию компании
Публичная эмиссия позволяет определить реальную рыночную стоимость ценных бумаг компании и предоставляет возможность реализовать часть стоимости акционерной собственности	Расширение числа акционеров может затруднять управление компанией. Для многих инвесторов при принятии решения об инвестировании в предприятие большое значение имеет состав акционеров
Рост собственных средств компании обеспечивает возможность привлекать сравнительно большие ресурсы на рынках долговых инструментов в будущем[22] Затраты на обслуживание (доходность акций для инвестора) зависит от результата деятельности компании Публичное размещение акций облегчает компании доступ к капиталу в будущем	Эмиссия акций акционерного общества связана с большими временными (6-8 месяцев) и финансовыми затратами (оплата услуг андеррайтеров, аудиторов, юристов, косвенные расходы и т.п.) и необходимостью раскрытия информации

Компания может получить ряд преимуществ от продажи акций не на открытом рынке, а стратегическому инвестору. От взаимодействия со стратегическим инвестором

[21] В России: телекоммуникации, высокие технологии.
[22] В.В. Кудряшов, “Эмиссия акций в акционерном обществе: практический аспект”, М. 1999, стр259

компания: может получить доступ к новым рынкам и каналам сбыта инвестора, добиться синергетического эффекта в результате производственной интеграции с компаниями, находящимися под управлением того же инвестора, и увеличить стоимость за счет использования опыта и ноу-хау.

Следует отметить, что в России объем прямых иностранных инвестиций со стороны стратегических инвесторов достаточно низок. Стратегические инвесторы крайне настороженно относятся к инвестициям в Россию в связи с отсутствием надежных механизмов защиты прав инвесторов и высоким уровнем коррупции[23]. Более подробно о практике взаимодействия российских компаний с венчурными фондами в Главе 2.

При решении вопроса относительно того, какой тип акций следует выпускать, целесообразно руководствоваться следующими принципами. Привилегированные акции стоит выпускать на рынок компании, которая занимает стабильную нишу на рынке и ее операциям не угрожает высокий уровень операционного риска. Это связано с тем, что стабильный поток денежных средств снижает вероятность возникновения затруднений у эмитента при выплате фиксированных дивидендов по выпущенным привилегированным акциям. Это позволяет элиминировать риск необходимости допуска владельцев данного типа акций к участию в собрании акционеров компании с правом голоса.

Увеличение выпуска и доли привилегированных акций - мера, к которой прибегают в случае, если компания эмитент:

- нуждается в быстром наращении капитала для реализации крупных проектов;
- предпочитает не размывать контрольное влияние основной группы владельцев обыкновенных акций;

[23] Х. Такач. Ю. Мадертанер, “Пособие для эмитентов по процедурам эмиссии и листинга ценных бумаг в Российской Федерации”, М., 2000.

- не желает выпускать срочный долговой инструмент с определенным сроком погашения[24].

Обыкновенные акции следует выводить на рынок эмитенту, который рассчитывает привлечь более существенные средства от эмиссии, чем в случае с выпуском привилегированных акций. Это обусловлено тем, что обыкновенные акции как более доходный и ликвидный инструмент, обладающий большим потенциалом роста курсовой стоимости, представляют для инвесторов больший интерес, чем привилегированные. В условиях российской экономики сдерживающим фактором роста курсовой стоимости привилегированных акций на внутреннем рынке является низкий уровень корпоративного управления и ущемление прав миноритарных акционеров.

Также на большую привлекательность обыкновенных акций оказывает влияние отсутствие законодательных ограничений, связанных с их выпуском (в отличие от 25% лимита по выпуску привилегированных акций в отношении размера уставного капитала), а также отсутствие дивидендной политики у большинства российских компаний[25]. Для России средний уровень дивидендных выплат по акциям обращающихся компаний в 2003 году составил 5%, в то время как курсовая доходность среднесрочных вложений в те же акции составил 70%[26]. В такой ситуации риск невыплаты текущих дивидендов снижает стоимость привилегированных акций компании в большей степени, чем обыкновенных (в случае принятия по ним аналогичного решения о невыплате), по той причине, что доля стоимости прав на дивидендные выплаты в структуре стоимости привилегированной акции составляет большее значение чем в случае обыкновенных акций.

---

[24] Я.М. Миркин “Рынок ценных бумаг”, М. 2002, стр52

[25] Под дивидендной политикой здесь следует понимать комплекс мер, направленный на снижение колеблемости индивидуальных значений периодических дивидендных выплат, который позволяет повысить привлекательность ценных бумаг эмитента со стороны инвестора и снизить риск резких падений курсовой стоимости акций в периоды падения операционной прибыли компании-эмитента. В условиях российской экономики отсутствие дивидендной политики в системе управления компаниями объясняется как высокой рискованностью и волатильностью экономики, так и тем, что мажоритарные акционеры используют компании для повышения собственного текущего благосостояния без ориентации на создание эффективных и публичных компаний в будущем.

[26] ЦБР, “Обзор финансовой стабильности”, 2003, стр. 38.

В целом международные инвесторы редко проявляют интерес к привилегированным акциям. По этой причине, например, на Deutsche Börse проводятся выпуски исключительно обыкновенных акций, а на таких площадках как Neuer Markt и SMAX отсутствует возможность листинга привилегированных акций[27].

Стоит отметить, что наиболее целесообразным моментом проведения эмиссии акций компании является период наивысшей курсовой стоимости акций (при варианте дополнительной эмиссии) или завершении долгосрочной волны подъема/экономического роста[28] (для случая первичного размещения). Это связано с тем, что при выпуске акций компания сможет либо привлечь большие средства либо снизить эффект размывания капитала через размещение меньшего числа акций.

Негативным моментом долевого финансирования является то, что если компания принимает решение о выпуске акций и выводе их на фондовую биржу, она берет на себя дополнительные обязательства, например, связанные с выполнениями требований регулирующих органов и фондовой биржи по раскрытию информации перед акционерами и другими заинтересованными лицами. Эти требования могут привести к значительным дополнительным издержкам, а также необходимости реорганизации компании для создания внутренней организационной структуры, необходимой для сбора информации, регулярного проведения общих собраний акционеров и т.д. Как следствие этого, публичными и котируемыми компаниями на Западе являются, как правило, лишь крупные компании со стабильным диверсифицированным бизнесом.

ОБЛИГАЦИИ.

Выпуск корпоративных облигаций играет ключевую роль в финансировании деятельности компаний во всем мире. Преимущество рынков корпоративных облигаций над рынками акций заключается в его многоуровневой структуре,

---

[27] Deutsche Börse, “Issuers Guide to the Stock Market”, May 2002, page 48
[28] Применительно как к циклам в экономике, так и отрасли и региона.

призванной полностью удовлетворить потребности всех типов компаний в капитале, при этом, четко определяя для инвестора уровни рисков и доходности, с которыми он оперирует в данном сегменте рынка[29].

К числу преимуществ выпуска корпоративных облигаций относятся:

- снижение стоимости заимствования за счет эффекта секъюритизации долга и обращения к широкому кругу инвесторов. Данная возможность выгодно отличает облигации от банковских кредитов;
- эмиссия облигаций является, как правило, менее дорогостоящей процедурой с меньшей потерей стоимости при размещении чем выпуск акций компании;
- корпоративные облигации часто являются более эффективным инструментом привлечения ресурсов для целей бизнеса компании, чем акции из-за того, что инвесторы в облигации освобождаются от нарушения прав акционеров как результата низкой корпоративной культуры[30].
- выплаты процентов по заемным средствам, как правило, относятся на себестоимость;
- сроки и условия обязательства известны заранее;
- кредитор не участвует в распределении прибыли компании.

К недостаткам облигаций можно отнести:

- необходимость производить фиксированные выплаты и погасить долг в установленный срок;
- снижение мобильности и доходности компании вследствие необходимости резервирования существенной части денежных средств для обслуживания долга;
- возникновение риска банкротства и наложение взыскания кредиторов на активы компании (старшинство облигаций по отношению к акциям).

---

[29] Б. Мильнер, Ф. Лиис “Управление современной компанией”, М. 2001,стр351
[30] Б. Мильнер, Ф. Лиис “Управление современной компанией”, М. 2001, стр.354

Принимая решение о выпуске облигаций, менеджерам компании эмитента необходимо иметь в виду, что эффективность выпуска облигаций зависит от ряда факторов, важнейшими из которых являются: размер займа, цели заимствования и надежность эмитента. Так, выпуск облигации целесообразен при привлечении достаточно больших объемов финансирования. Публичный выпуск облигаций в России сопряжен с расходами на уровне минимум $15 тыс. + 2-3% от объема выпуска[31]. Поэтому минимальная сумма, которую есть смысл привлекать посредством выпуска облигаций, составляет не менее $1-2 млн. При этом сравнительно эффективными могут быть займы, превышающие $8-10 млн. Выпуск облигаций, таким образом, может рассматриваться относительно крупными компаниями. Эмитент облигаций должен иметь инвестиционную программу, на реализацию которой планируется направить средства заимствованные на рынке облигаций. Эмитент облигаций (при их публичном размещении), должен иметь прибыльный бизнес с высокой составляющей "живых" денег в своих потоках, а также должен быть достаточно хорошо известными широкому кругу потенциальных инвесторов. В противном случае облигации не будут являться привлекательными для инвесторов.

Если предположить, что дивиденды, выплачиваемые по акциям (в частности обыкновенным), по большей части выше процентов по облигациям, то долевое финансирование обойдется компании дороже долгового. Однако если компания не планирует выплачивать высокие дивиденды (акции роста), выпуск акций в долгосрочной перспективе может оказаться более дешевым вариантом для компании, привлекающей финансирование для целей роста бизнеса.

Состояние и возможности рынков акций и облигаций России для финансирования деятельности компаний будут рассмотрены в Главе 2.

---

[31] Источник: http://www.Cbonds.ru

§ 1.4.3. ПРИВЛЕЧЕНИЕ МЕЖДУНАРОДНОГО ДОЛГОСРОЧНОГО КАПИТАЛА

Решение о выборе рынков финансирования, как уже было отмечено ранее, представляет собой процесс, основанный на анализе состояния и перспектив развития потенциально привлекательных рынков размещения ценных бумаг.

Процесс принятия решения субъектом о выборе конкретного инструмента международного долгосрочного финансирования также включает в себя изучение всех элементов внутристранового окружения, в том числе политического[32].

Применительно к российским компаниям особо важными критериями при выборе рынков размещения своих ценных бумаг являются:

- размер выпуска. Если размер выпуска слишком велик для внутреннего рынка (более $100-200 млн.), эмитенту целесообразнее выводить свои бумаги на рынки с более высоким платежеспособным спросом;
- стратегия развития компании. Если компания планирует осваивать новые для себя рынки зарубежных стран, вывод ценных бумаг такой компании на публичные рынки данной страны[33] позволит повысить конкурентоспособность компании (более подробно об этом в Главе 2.);
- валюта выпуска. Если валюта станы эмитента нестабильна, инвесторы будут требовать премию за риск или валютную оговорку. В таком случае целесообразно воспользоваться международным рынком ценных бумаг.

Анализ привлекательности рынков размещения может проводиться как по продуктовому, так и по географическому признаку. Наиболее привлекательными рынками организации выпусков ценных бумаг российскими эмитентами являются рынки США и Европы.

---

[32] М. Семенов, “Международное долгосрочное финансрование”, 2003, стр. 8.
[33] Или наиболее развитой страны данного региона.

В настоящее время на ведущих мировых биржах для иностранных эмитентов существует возможность выпуска 3 групп финансовых инструментов: облигаций, акций и депозитарных расписок[34] (ДР).

ДЕПОЗИТАРНЫЕ РАСПИСКИ

Привлекательность ДР для эмитента заключается в том, что он получает упрощенный доступ к рынкам капитала развитых стран мира. Можно выделить 3 группы ДР: АДР, ГДР и РДР.

Глобальные Депозитарные Расписки (ГДР) – представляют собой инструмент инвестирования, выпущенный в долларах США и обращающийся на рынках за пределами США. ГДР выпускаются при первичном размещении акций и проходят листинг на фондовых биржах. ГДР таких российских компаний, как РАО “ЕЭС России”, “Мосэнерго”, “Сургутнефтегаз”, “Татнефть” обращаются на Лондонской и Франкфуртской биржах.

Американские Депозитарные Расписки (АДР) выпускаются американским банком-депозитарием, имеют номинал в долларах США и разрешены к обращению на американском рынке. Выпуск и обращение АДР регулируются Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC). В зависимости от типа АДР, SEC предъявляет различные требования к эмитенту и банку-депозитарию по документации для регистрации АДР, раскрытию информации об иностранном эмитенте акций, отчетности и аудиту.

В зависимости от участия эмитента акций, лежащих в основе АДР, различают спонсируемые и неспонсируемые АДР. Неспонсируемые АДР не требуют согласия или участия эмитента акций и могут быть выпущены банком-депозитарием только на

---

[34] ДР представляют собой свободно обращаемые сертификаты, которые выпускаются банком — депозитарием ДР; подтверждают права собственности владельцев этих сертификатов на определенное количество акций иностранных эмитентов. При этом сами акции депонируются (находятся на хранении) в банке-депозитарии или в банке - кастоди, находящемся в стране выпуска акций.

акции, уже находящиеся в обращении. Инициатором выпуска неспонсируемых АДР являются держатели крупных пакетов акций или сам банк-депозитарий, ожидающий спрос на такие расписки со стороны инвесторов. Стремясь защитить американского инвестора от рисков, связанных с отсутствием ответственности эмитента акций, SEC неохотно дает разрешение на выпуск неспонсируемых АДР.

Выпуск спонсируемых АДР производится по инициативе самой компании, при этом банк депозитарий выпускает АДР от имени эмитента акций. Существует четыре типа программ по выпуску АДР: АДР 1,2,3 уровня и АДР частного размещения, выпускаемые по правилу 144-А.

Если задачей компании является укрепление известности и повышение ликвидности ее акций, а не привлечение капитала, то самый простой способ выйти на американский рынок - выпустить АДР первого уровня. К таким депозитарным распискам применяется ограниченный набор правил в США, при этом раскрытие информации и подготовка финансовой отчетности проводится исключительно в соответствии с российскими правилами.

АДР 1-го уровня торгуются только на внебиржевом рынке, информация о компании не будет распространяться в СМИ и биржевых бюллетенях. Ликвидность таких акций будет ниже, чем тех, что торгуются на бирже.

Компании, владеющие АДР первого уровня, могут продавать их только вне биржи среди квалифицированных инвесторов - физических лиц, состояние которых превышает миллион долларов или среднегодовой доход семьи в течение трех лет превышает двести тысяч долларов, а также институциональных инвесторов, имеющих под управлением активы более чем в сто миллионов долларов, обычно это банки, страховые компании, инвестиционные и пенсионные фонды. Расходы на программу АДР первого уровня составляют от 30 тыс. долларов.

К АДР второго уровня применяются американские правила в отношении раскрытия информации, подготовки годовой финансовой отчетности. Поскольку бумаги зарегистрированы Комиссией по ценным бумагам США, владельцам АДР-2 разрешается размещать акции на NASDAQ или NYSE. В этом случае обеспечивается более высокий уровень ликвидности акций, улучшается имидж компании. Стоимость выпуска АДР 2-го уровня превышает $1 млн. На сегодняшний день только две российские компании выпустили АДР 2-го уровня - "Ростелеком" и "Татнефть".

Анализ ряда российских энергокомпаний, котирующихся в США в форме АДР, показывает, что по таким показателям, как отношение цены акций к продажам и отношение цены акций к балансовой стоимости, оценка этих компаний в три раза превышает оценку АО-энерго, не имеющих АДР-программ[35].

Чтобы привлекать новый капитал, необходимо провести первичное размещение акций, что возможно сделать, лишь при организации выпуска АДР третьего уровня. К АДР третьего уровня применяются дополнительные правила по регистрации. Выпустив АДР третьего уровня, компания существенно расширяет свои возможности в привлечении капитала. У нее появляется ликвидный инструмент, который можно использовать как залог под привлечение долгового финансирования.

Депозитарные расписки на акции российских эмитентов торгуются сегодня на трех биржевых площадках:

- Нью-Йоркская фондовая биржа+NASDAQ (5 эмитентов: Ростелеком, Вимм-Билль-Данн, Вымпелком, МТС и Татнефть)
- Лондонская фондовая биржа (10 эмитентов: Мосэнерго, Сургутнефтегаз, Ростелеком, Юкос, Сибнефть, Лукойл, РАО “ЕЭС России”, Татнефть, Газпром, Норильский Никель)
- Франкфуртская биржа (18 эмитентов).

[35] Эксперт, #16 (371) от 28.04.2003.

Высокий интерес со стороны инвесторов к депозитарным распискам российских компаний вызван сравнительно низким уровнем капитализации компаний и благоприятными макроэкономическими факторами внутри страны. Это подтверждает позитивная динамика российских акций в сравнении с индексами акций развивающихся стран. Как показывает рисунок № 3[36], за период с 3 марта 2001 года по 3 марта 2004 года цена АДР на акции “Вымпелкома” выросли в 6 раз, “МТС” - в 4 раза, “Ростелекома” и “Тюменской Нефтяной Компании” почти в 3 раза, в то время как значение индекса развивающихся стран MSCI EM выросло только на 42,8%[37], а значение индекса Nasdaq Composite практически не изменилось.

Рисунок №3. Динамика цен на АДР российских эмитентов.

Интерес к депозитарным распискам - инструменту рынка ценных бумаг - со стороны эмитентов вызван тем, что с их использованием появляется возможность преодолеть ограничения внутреннего рынка акций и увеличить капитализацию компании одновременно с созданием благоприятной рыночной истории.

Однако среди десятков компаний выпустивших расписки на уже обращающиеся акции только единицы привлекли финансирование через программы

[36] Источник: http://quotes.nasdaq.com
[37] Источник: http://www.msci.com/equity

ADR/GDR. Так на американский рынок с расписками третьего уровня вышли только три компании (Таблица № 3[38]).

Таблица № 3. Выпуски АДР третьего уровня на рынке США.

Название	Год выпуска IPO	Размер эмиссии (в % от всех акций компании)
"Вымпелком"	1996	15,77%
	1998	25% + 1 акция
	2000	11%
	2001	25% + 1 акция
"МТС"	2000	17%
"Вимм-Билль-Данн"	2002	25% + 1 акция

В целом депозитарные расписки являются инструментом для крупных компаний с капитализацией не менее $400-500 млн. Однако и небольшие компании имеют возможность выйти на развитые рынки Европы и США. При этом используют либо стратегию обратного поглощения, либо выпуск ценных бумаг на специальных площадках для компаний с малой капитализацией (Small Caps)[39].

Обратное поглощение производится путем слияния и обмена акциями с уже существующей публичной корпорацией. Так на американский внебиржевой рынок методом обратного поглощения вышла небольшая нефтяная компания ЗАО "Голойл", которая в качестве объекта сделки выбрала американскую Teton Petroleum. В настоящее время капитализация объединенной компании составляет около 21 млн. долларов при обороте в 6 млн. в 2002 году, что в три раза больше, чем было у "Голойл" до поглощения в 2000 году.

Для повышения ликвидности и привлекательности депозитарных расписок иностранных компаний в 2001 году на Лондонской фондовой бирже был внедрен новый класс расписок – Розничные Депозитарные Расписки (РДР), которые облегчали

[38] Эксперт, #16 (371) от 28.04.2003
[39] Об этом более подробно в §2.3. Главы 2

компаниям доступ к розничным инвесторам в Великобритании[40]. При этом для эмитентов существует возможность конвертации обращающихся ГДР в РДР. Ограничениями при этом является минимальная стоимость РДР в обращении (£700 000), максимальная доля акций, под которую выпущены опционные программы (20%) и минимальная доля РДР в свободном обращении (25%). Стоимость услуг государственной регистрации конвертации составляет £5,500.

ЕВРООБЛИГАЦИИ

Рынок еврооблигаций является составной частью рынка международных облигаций, который, в свою очередь, входит в рынок евробумаг. Помимо еврооблигаций рынок международных облигаций состоит из:

- зарубежных облигаций - бумаг, выпущенных и размещаемых нерезидентом в иностранном государстве в валюте данной страны с помощью синдиката андеррайтеров из данной страны;
- глобальных облигаций - бумаг, размещаемых одновременно на рынке еврооблигаций и на одном или нескольких национальных рынках;
- параллельных облигаций - бумаг одного выпуска, размещаемых одновременно в нескольких странах в валюте этих стран.

Еврооблигации - ценные бумаги, выпущенные в валюте отличной от национальной валюты эмитента, которые обладают следующими характеристиками[41]:

- размещаются одновременно на рынках нескольких стран, при этом валюта займа может не являться национальной ни для одной из сторон сделки;
- проходят андеррайтинг и размещаются посредством синдиката, который, как правило, представляют банки, зарегистрированные в разных странах;

---

[40] LSE “Guidance for overseas companies wishing to convert their London listed GDRs to RDRs”, page 1.
[41] Директива Комиссии европейских сообществ от 17 марта 1989 г.

- предлагаются в значительных объёмах в одном и более государствах, кроме страны регистрации эмитента;
- могут быть первоначально приобретены только при посредничестве финансового института;
- являются, как правило, ценными бумагами на предъявителя;
- доходы по еврооблигациям выплачиваются в полном объёме без удержания налога в стране эмитента;
- основная часть эмиссий еврооблигаций производится без обеспечения.

Эмиссия еврооблигаций сопровождается рядом дополнительных условий, предъявляемых рынком к заемщику, которые призваны снизить риски для держателей ценных бумаг. Среди них распространены:

- требование к эмитенту не выпускать бумаги, обладающие преимущественным правом погашения перед еврооблигациями до погашения последних;
- требование к эмитенту по поддержанию определенного соотношения собственного и заемного капитала;
- объявление кросс-дефолта (досрочного погашения всех выпусков еврооблигаций эмитента, находящихся в обращении) в случае если по любому из выпусков будет объявлен технический дефолт.

Целесообразность выбора еврооблигаций как инструмента рынка евробумаг для целей финансирования деятельности российских эмитентов обусловлена наибольшей развитостью данного сегмента рынка и, как следствие, большей доступностью, что позволяет в полной мере воспользоваться преимуществами глобальных мировых рынков.

Можно выделить ряд преимуществ еврооблигаций перед внутренним займом:

- возможность привлечения финансирования под более низкий процент, по причине того, что доходность еврооблигаций стремится к самым низким ставкам доходности, присущим, рынкам размещения, а не рынкам стран

происхождения эмитента. При этом если еврооблигации размещаются на развитых рынках, то эмитент получает возможность привлекать средства по более низким ставкам, чем те, которые доступны ему на внутреннем рынке;

- возможность привлечения значительного объема средств;
- возможность привлечения средств в различных иностранных валютах.

При этом, однако, у выпуска еврооблигаций существуют и определенные недостатки:

- выпуск еврооблигаций сопряжен с достаточно большими затратами, и размер выпуска, начиная с которого он становится целесообразен, составляет не менее $100 млн.;
- для того чтобы компания могла выпускать облигации, у нее обычно должен быть кредитный рейтинг желательно нескольких рейтинговых агентств.[42]

Важнейшими параметрами, определяющими привлекательность еврооблигаций являются:

- *Валюта займа и купона.* Делая выбор в пользу одной из валют необходимо учитывать макроэкономическую ситуацию и динамику валютных курсов для минимизации потерь эмитента связанных с курсовыми разницами.
- *Форма выплаты купонного дохода*. (облигации с фиксированной или плавающей процентной ставкой или дисконтные облигации). Если выбрана плавающая процентная ставка, то размер купона обычно привязывается к таким показателям рынка как ставка LIBOR или доходность казначейских векселей США. Выпуск облигаций с плавающей ставкой купонного дохода позволяет заемщику снизить стоимость обслуживания долга в периоды падения рыночных ставок.

[42] Источник: http://www.Cbonds.ru

- *Сроки выплаты купонного дохода*. Чаще всего по еврооблигациям процент выплачивается раз в год. Реже встречаются случаи с выплатой два раза в год и раз в квартал (характерно для ценных бумаг с плавающей ставкой).

- *Способ погашения*. Основная дилемма здесь заключается в оценке стоимости опциона на покупку/продажу облигации. Возможны следующие варианты: облигации без права досрочного отзыва, облигации с опционом на покупку (эмитент имеет право досрочного погашения облигации в заранее установленные моменты времени), облигации с опционом на продажу (инвестор вправе досрочно предъявить облигации к погашению в заранее установленные промежутки времени), облигации с опционами на продажу и на покупку.

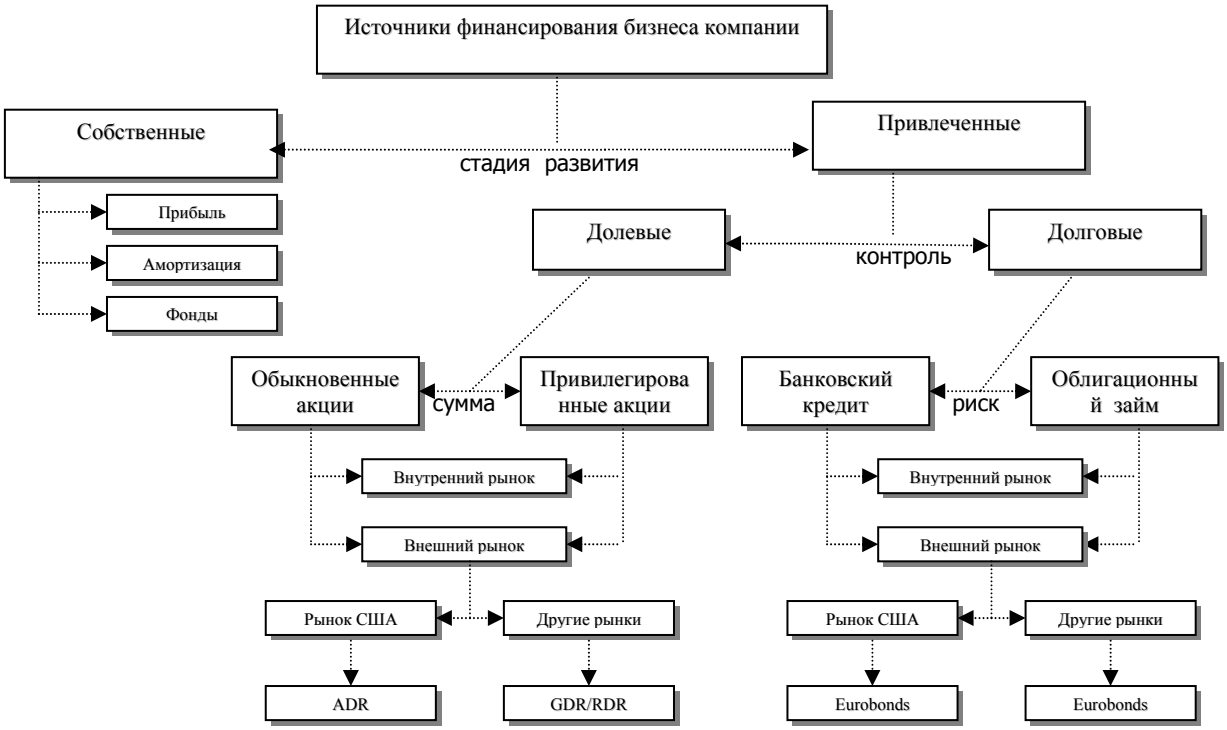
В 90-е годы в целом мире на долю международных облигаций приходилось 70-75% всех привлекаемых извне ссудных капиталов (остальные 25-30% - кредиты банков). Причем особую роль играл рынок еврооблигаций - более 60% всех привлеченных ресурсов или свыше 80% всех международных займов, оформленных долговыми ценными бумагами[43].

Подводя итог Главе 1 можно отметить, что решения по структуре капитала компании являются комплексными решениями, принимаемыми на основе анализа большого объема информации связанного как с макроэкономической ситуацией внутри страны и в мире, так и глубокого анализа отрасли в которой функционирует компания и сопоставления возможностей и потребностей самой компании. Для целей систематизации анализа описанного выше возможно использовать схему решений по финансированию деятельности компании. Данная схема в виде дерева решений представлена на рисунке №5.

---

[43] Mahony S. Eurobonds, IFR Publishing,1996.

Рис 5. Схема решений по структуре капитала компаний.



ГЛАВА 2. СРАВНИТЕЛЬНАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ФИНАНСОВЫХ СТРАТЕГИЙ

Мы часто платим наши долги не потому, что
так положено, а потому, что
хотим облегчить наши будущие займы
Ф. Ларошфуко.

В данной главе рассматриваются различные стратегии финансирования роста компаний. Особое внимание уделяется рассмотрению возможности использования данных стратегий мелкими и средними компаниями.

В §2.1 анализируется эффективность привлечения стратегического инвестора в акционерный капитал компании. В §2.2-2.3 рассматривается эффективности финансирования компаний за счет первичного выпуска акций и выпуска облигаций соответственно.

§ 2.1 ВЕНЧУРНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ

Механизм венчурного финансирования (Venture capital) предоставляет возможность нерыночным компаниям с высоким потенциалом роста привлекать долгосрочные ресурсы.

Хотя для управляющих венчурными фондами интересны компании на ранних стадиях развития[44] (финансирование создания бизнес концепции – seed investments[45], развитие бизнес-продукта компании и финансирование первоначальной маркетинговой кампании – start-up, стадия первоначального развития бизнеса – expansion), венчурное финансирование могут привлечь и компании с относительно

[44] BVCA, PricewaterhouseCoopers, “Guide to Private Equity”, June 2003, page 6
[45] Финансируются преимущественно за счет инвесторов – физических лиц (Business Angels), которые инвестируют меньшие суммы в проекты и принимают на себя высокие уровни риска.

большой историей и стабильным бизнесом (выкуп доли в существующем бизнесе – Buyout)[46].

Компании, которые потенциально могут привлечь венчурное финансирование оперируют в таких быстрорастущих отраслях[47], как: интернет, высокие технологии, биотехнологии и др. Причина заключается еще и в том, что, как уже было упомянуто раньше, доля нематериальных активов в структуре баланса компании данных отраслей сравнительно велика, что затрудняет им доступ к долговому финансированию. Данная логика согласуется с делением развитых экономик согласно моделям финансирования на экономики, финансируемые преимущественно за счет выпуска долговых инструментов (например, Германия и Япония) и на экономики, финансируемые преимущественно за счет выпуска долевых инструментов (США и Великобритания). Поэтому в дальнейшем при рассмотрении эффективности привлечения венчурного финансирования будут рассмотрены экономикис преимущественно долевым финансированием.

Так в Великобритании функционируют более 170 частных фондов, которые ежегодно предоставляют компаниям, 80% которых зарегистрированы и оперируют внутри страны, несколько миллиардов фунтов стерлингов инвестиций. Средний размер инвестиций составляет для компаний на стадии:

- seed - £0,1 млн.;
- start-up - £0,57 млн.;
- expansion -£2 млн.;
- buyout - £18 млн.[48]

---

[46] Венчурные фонды входят в структуру отрасли частных инвестиционных фондов (Private Equity), которая помимо венчурных фондов включает фонды прямого выкупа бизнеса (Buyout Funds) и фонды общих инвестиций (Generalist Funds). В дальнейшем понятия венчурное и частное финансирование будут использованы как синонимы, если не будет сделано отдельной оговорки.

[47] Компания не является привлекательной, если ее бизнес в течение ближайших 5 лет не сможет продемонстрировать существенный рост выручки.

[48] BVCA, PricewaterhouseCoopers, “Guide to Private Equity”, June 2003, page 7

В США за 2003 г венчурные фонды инвестировали $18.2 млрд. в 2715 компаний, по сравнению с $21.4 млрд. в 2002. В отрасль по производству программного обеспечения было инвестировано $3.6 млрд. (20%), биотехнологии – $3.4 млрд., телекоммуникации – $2 млрд.[49]

Процесс, связанный с рассмотрением фондом предложения об участии в капитале компании с момента первого обращения, до фактического выкупа доли, может занимать от 3 до 6 месяцев.

Привлекательность механизма венчурного финансирования заключается в том, что компании сами могут выбирать фонд, с которым они хотят работать исходя из таких критериев, как опыт инвестиционной команды фонда, стратегии фонда по выходу из капитала компании, портфель фонда, который может обеспечить операционную синергию.

Также положительный момент данного способа финансирования заключается в его гибкости: компания и венчурный фонд могут еще на стадии рассмотрения проекта прийти к обоюдно выгодному соглашению относительно степени подконтрольности менеджмента компании фонду[50].

Однако во многом эффективность привлечения венчурного капитала зависит от законодательного регулирования, а также инвестиционного климата в стране инкорпорирования фонда. Например, в Великобритании в 2003 году была принята программа поддержки малого и среднего бизнеса (BFG), в рамках которой в частности предполагалось[51]:

- увеличить венчурное финансирование проектов до £0,5 млн. через региональный фонд венчурного финансирования (RVCF);

---

[49] National Venture Capital Association Quarterly report, January 27, 2004, pages 1-2

[50] Возможна организация сделки, которая предполагает определение доли фонда в капитале компании не в момент первоначальных инвестиций, а по результатам деятельности компании. Если менеджменту компании удается превысить определенны оговоренный уровень доходности бизнеса, то доля фонда уменьшается согласно предварительной договореноости.

[51] BVCA, PricewaterhouseCoopers, “Guide to Private Equity”, June 2003, page 11

- развить систему поддержки схем венчурного финансирования частными инвесторами, через создания благоприятных условий их объединение;
- поддерживать исследования в области венчурного финансирования через государственный фонд UCSFS.

Для того, чтобы определить эффективность привлечения стратегического инвестора в акционерный капитал на ранней стадии развития компании необходимо сравнить долгосрочные нормы доходности частных инвестиционных фондов от своих вложений со средним ростом индексов курсов акций схожих компаний, как альтернативной стратегией инвестирования.

Для сравнения будет использоваться десятилетняя внутренняя норма доходности от инвестиций по той причине, что минимальный уровень жизни венчурного проекта составляет 5-7 лет.

По рынку Западной Европы ассоциацией европейских частных и венчурных фондов (EVCA) за 2002 год проводилось исследование 774 инвестиционных фондов с общими активами в €135.4 млрд. При этом доходность фондов сравнивалась с индексом компаний с низким уровнем капитализации банка HSBC и индексом акций MSCI. Результаты анализа представлены в таблице №1[52].

Таблица №1. Сравнительный анализ уровней доходности альтернативных стратегий инвестирования

Стадия развития	**Private Equity**	**MSCI Equity**	**HSBC Small caps**
Seed and start-up	4,9	-2,3	-4,2
Expansion	10,3	-7,4	3,9
Balanced	10,7	-0,3	-4,3
All Venture Capital	**9,2**	3,2	**-1,1**
Buyouts	12,9	-7,1	-8,6
Generlist	10	6,9	-0,2
All Private Equity	**10,8**	-2,6	**-5,7**

[52] EVCA, “Pan-European Survey of Performance”, 2003, page 4.

Как видно из таблицы, привлечение стратега к управлению в компанию повышает рост компаний на всех стадиях их развития[53]. Этот факт подтверждает недавнее исследование Британской ассоциации венчурных фондов, согласно которому 83% управляющих компаний, привлекших венчурное финансирование, отметили, что в случае, если они использовали бы другие источники финансирования, их компании развивались бы менее эффективно и быстро[54]. Согласно исследованию за 1998-2003 гг. компании, привлекшие венчурное финансирование, увеличивали в среднем за год:

- выручку на 30% в сравнении с 10% ростом в компаниях FTSE100;
- экспорт на 20% в сравнении с 2,9% в среднем по стране;
- инвестиции в основной капитал на 25% в сравнении со средним 2,3%.

Исследование более 1600 фондов с активами, превышающими $530 млрд., проведенное в 2003 году национальной ассоциации венчурного финансирования США показывает, что при высокой эффективности венчурного финансирования, инвестиции в компании на ранней стадии более эффективны, чем прямой выкуп[55]:

Таблица №2. Сравнительный анализ уровней доходности альтернативных стратегий инвестирования

Стадия развития	**5 Yr**	**10 Yr**	**20 Yr**
Seed and start-up	54,1	35,7	19,9
Expansion	7,6	17,5	13,7
Balanced	19,5	20,4	13,4
All Venture Capital	**25,7**	**25,4**	**15,7**
Buyouts	1,4	8,1	12
Generlist	6,4	7,9	9,8
All Private Equity	**6,7**	**13,3**	**13,6**
NASDAQ	**1,1**	**8,9**	**11,5**
S&P 500	**-0,4**	**8,1**	**12,3**

[53] При этом наименьший эффект приносит финансирование на ранних стадиях. Возможно эффект заключается в том, что при малом объеме финансирования распределение затрат фонда производится не оптимальным образом. Так же на эффективность сделок по прямому выкупу положительно могло сказаться падение мировых фондовых индексов в период 2000-2002, при котором выкуп существенно подешевевших компаний мог приносить существенные премии.

[54] BVCA, “The Economic Impact of Private Equity in UK”, 2003, page 45.

[55] National Venture Capital Association & Thompson Venture Partners Annual review, 2004, page 3.

Так дополнительный эффект[56] от работы с венчурными фондами на различных стадиях развития компаний в Европе и США составил:

Таблица №3. Рыночная премия компаний с участием венчурных фондов в капитале

Стадия развития	**США**	**Европа**	**США[57]**
Seed and start-up	**27,2%**	**8,2%**	**39,0%**
Expansion	**9,0%**	**12,1%**	**19,3%**
All Venture Capital	*16,9%*	*8,2%*	*24,4%*
Buyouts	**-0,4%**	**20,8%**	**16,0%**
All Private Equity	*4,8%*	*15,0%*	*17,5%*

Как видно из таблицы №3, на всех стадиях развития бизнеса компании привлечение стратегического инвестора на рынках с развитой инфраструктурой венчурного финансирования оказывает положительный эффект на стоимость компании. В такой ситуации для определения конечного экономического эффекта от привлечения частного фонда в капитал компании необходимо определить стоимость услуг фонда при первоначальном выкупе доли компании. Если сделать предположение относительно того, что венчурный капиталист не требует от компании уплаты премии за нерыночность, маленький размер бизнеса и низкий уровень корпоративного управления (устранение данных недостатков, присущих малому и среднему бизнесу, и является задачей инвестора), то дисконт может взиматься за отсутствие контроля.

В виду того, что определение среднего фактического значения ставки дисконта за отсутствие контроля при продаже доли в акционерном капитале компании не представляется возможным, расчет ставки будет произведен аналитическим методом.

Если принять значение ставки дисконта при продаже долей акций в рыночных компаниях в размере 20%[58] за основу, то значение аналогичной ставки при продаже

[56] Эффект рассчитывается как разница между доходностью инвестиций венчурных фондов на определенной стадии и средней доходностью индексов альтернативных инвестиций.

[57] Сравнение в данном столбце производится с доходностью индексов small caps Европы, так как такое сравнение обеспечивает большую достоверность предположения об альтернативности инвестиций.

стратегу будет варьироваться в пределах от 0% до 20% из-за того, что, даже при отсутствии контрольного пакета акций в портфеле фонда, последний оказывает существенное влияние на выработку и осуществление стратегии компании.

При значении ставки дисконта в диапазоне 5-10% наиболее выгодной стратегией будет: для компании на стадии создания привлекать стратегического инвестора в США, а при развитии существующего бизнеса – в Европе. Однако, такой вывод действителен только в ситуации, при которой издержки по привлечению инвестора резидента другой страны сравнительно низки. Совместное исследование PricewaterhouseCoopers, Venture Economics и NVCA MoneyTree подтверждает эффективность международных сделок через высокую активность европейских венчурных инвесторов в США, которые за 4 квартал 2003 г. профинансировали 50 из 770 проектов в Америке (12 из которых были профинансированы из Великобритании и 1 из России). При этом 56 проектов было профинансировано американскими инвесторами в Европе, из которых 23 в Великобритании и ни одного из России.

Однако, несмотря на низкую активность венчурных фондов развитых экономик в России, у отечественных компаний существуют все возможности привлечь финансирование используя данный механизм как у фондов, работающих в России, так и у зарубежных фондов.

Венчурные фонды в России стали создаваться в 1994 г. по инициативе Европейского Банка Реконструкции и Развития (ЕБРД). Региональные Венчурные Фонды (РВФ), число которых составляет 10, были образованы в 10 различных регионах России. Одновременно с ЕБРД другая крупная финансовая структура - Международная Финансовая Корпорация (International Finance Corporation) также решилась на участие в создаваемых венчурных структурах совместно с некоторыми известными в мире корпоративными и частными инвесторами. В 1997 году 12

---

[58] Deloitte & Touche, Valuation Center For Central and Eastern Europe, 2002, page 45

действующих на территории России венчурных фондов образовали Российскую Ассоциацию Венчурного Инвестирования (РАВИ). По данным "Financial Times", на сентябрь 1997 г. в России действовали 26 специализированных фондов, инвестирующих в российские корпоративные активы с суммарной капитализацией в $1,6 млрд.

В настоящее время крупнейшими управляющими компаниями венчурных фондов являются компании Barring Vostok Capital Partners с совокупными активами по управлением свыше $400 млн. и Delta Capital, активы которой превышают $250 млн.

Стратегические инвесторы реализуют свой доход от вложений через перепродажу своей доли в акционерном капитале компании третьим лицам или самой компании или ее менеджменту. Одним из способов реализации стоимости (divestments) для венчурного фонда является организация первичного публичного предложения акций компании широкому кругу инвесторов (IPO). Так в Европе в 2002 году 7% стоимости было реализовано через IPO (2% в 2001г.) и, предполагается, что это значение может достигнуть 10% отметки. [59] Более подробно механизм IPO, а также его сравнительная привлекательность изложены в § 2.2.

§ 2.2. СТРАТЕГИЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ЧЕРЕЗ ПЕРВИЧНОЕ ПУБЛИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ АКЦИЙ

IPO является одним из вариантов привлечения финансирования с использованием инструментов рынка ценных бумаг в акционерный капитал компании. В настоящий момент в российской экономике создается благоприятная обстановка для быстрого роста данного сегмента рынка. Однако существует ряд ограничений на пути его развития, которые российские компании не смогут преодолеть еще сравнительно длительное время.

---

[59] EVCA “Pan-European Divestments Guide”, 2003, page 1.

При проведении IPO компания меняет статус частной на статус публичной компании. При этом существует ряд негативных моментов, главными из которых для российских компаний являются следующие.

Во-первых, IPO является дорогостоящим и длительным процессом. Совокупная стоимость услуг организатора, биржи, аудитора, налогового консультанта и регулирующих органов может превышать 10% от суммы привлеченного финансирования в зависимости от размера предложения, а срок активной подготовки к выпуску может составлять более года. В ряде случаев компании необходимо несколько лет для того, чтобы привести свой бизнес в соответствие с международными требованиями. Этот процесс может включать перевод систем учета и отчетности на международные стандарты, корпоративную реструктуризацию с целью повышения прозрачности и управляемости компании и ряд других мер. Для российских компаний этот процесс может занять более трех лет.

Во-вторых, менеджмент российских компаний может испытывать существенное противодействие отдельных групп акционеров при подготовке компании к выводу на биржу. Это может быть связано как с теневой составляющей бизнеса компании, так и с психологическими аспектами, связанными с нежеланием терять контроль над бизнесом. При подавляющем большинстве технических выпусков акций в России основная цель остается не в привлечении средств в компанию, а в сохранении контроля над денежными потоками. Конфликт интересов основных акционеров в большинстве случаев препятствует созданию рабочих групп по выработке стратегии выхода компании на рынок ценных бумаг, а также созданию прозрачной структуры компании с объединением финансовых потоков и выводом их из офшоров. Так же высокая доля государства в капитале многих компаний не позволяет преодолеть противодействие государства в размывании акционерных долей. Часто также возникает ситуация, когда акционеры российских компаний, одновременно

являющиеся управляющими своего бизнеса, в процессе реорганизации корпоративной структуры пытаются создать схемы управления компаниями, при которых они номинально делегируют внешним управляющим большой объем полномочий, а на практике контролируют все принимаемые в компании решения. В ситуации, когда многие ведущие биржи требуют от компаний включения в совет директоров независимых управляющих[60] проблема, описанная выше, представляется труднопреодолимой.

В-третьих, низкий уровень развития большинства отраслей. В ситуации, когда компания с оборотом в $100 млн. считается крупной сложно рассчитывать на высокий интерес как со стороны низколиквидного российского рынка, так и со стороны развитых рынков, на которых даже большие компании относят к секторам small caps. В такой ситуации для большинства отраслей России необходимо прохождение первоначальной концентрации бизнеса через прямые покупки мелких конкурирующих компаний более крупными игроками с их последующим выходом на публичные рынки капитала.

В-четвертых, ограниченность внутреннего рынка. Наряду с выше описанными факторами привлечение финансирования в компании через выпуски акций затруднено неразвитостью механизмов IPO в России.[61] В связи с этим финансовым консультантам приходится собственными усилиями выстраивать механизмы и архитектуру данного сегмента рынка. При этом могут возникать сложности в работе эмитента и финансового консультанта при подготовке IPO. Исследование Лондонской фондовой биржи (LSE) показывает, что около 40% управляющих компаниями, которые осуществили IPO в 2001 году, испытывали определенного рода проблемы на этапе подготовки IPO[62]. При том, что для развитых рынков доля компаний с управляющими,

---

[60] 82% компаний, выпустивших акции на LSE в 2001 году включили с состав совета директоров внешних управляющих.
[61] РЦБ, №9, 2002, Интервью с председателем совета директоров ИК “Атон”, стр. 48
[62] London Stock Exchange, “A survey of recently floated companies”, 2001, page 4.

которые ранее имели опыт в выводе акций на рынки капитала превышает 70% отметку, в России, где этот показатель близок к нулю, о большей эффективности в организации процесса говорить не приходится. В этой связи можно предположить, что около половины компаний, которые активно начали процесс подготовки к IPO в России могут либо отказаться от вывода акций, либо испытать разного уровня сложности при размещении. Еще одна проблема российского рынка акций заключается в отсутствии массового спроса на акции, при котором IPO на внутреннем рынке представляет собой не более чем продажи стратегическому инвестору через механизм фондового рынка. Этот факт красочно демонстрирует IPO ОАО “РосБизнесКонсалтинг”, при организации которого к компании как к источнику вложения длинных денег был проявлен существенный интерес, а вторичного обращения акций компании с момента включения в котировальные листы практически не было. В ситуации, когда компания не получает преимуществ от того, что она стала публичной, более разумной стратегией с учетом меньшей стоимости и возможной операционной синергии является привлечение венчурного инвестора.

В-пятых, ограниченные возможности потенциальных эмитентов по выпускам IPO. Как правило, российские компании рассматривают выпуск акций как возможность финансирования роста в последнюю очередь, в случае если все остальные источники уже исчерпаны. В этой связи если компания исчерпала возможности по финансированию за счет долга, то соотношение D/E далеко от оптимального, что в свою очередь ведет к низкой оценке акционерного капитала компании при первичном размещении и, как следствие, низкому уровню интереса со стороны инвесторов.

Как уже было показано в § 2.2. привлечение стратегического инвестора обеспечивает компании превышение темпов роста капитализации над конкурентами с отличными финансовыми стратегиями. Однако существует ряд причин, по которым

решение о выпуске акций будет более предпочтительным, чем любой другой источник финансирования. Представители Немецкой Биржи (Deutsche Börse) выделяют следующие факторы[63]:

- IPO позволяет компании стать конкурентоспособной на международном уровне;
- IPO позволяет компании проводить более эффективную политику слияний и поглощений через оплату собственными акциями;
- IPO помогает привлечь и мотивировать через опционные схемы в компанию ценных высокопрофессиональных специалистов;

Исследование LSE показывает, что финансирование активных действий в области слияний и поглощений конкурирующих компаний для 48% респондентов явилось решающим фактором при принятии решения о выпуске IPO[64].

Значение такого рода факторов не стоит недооценивать по той причине, что стратегия, основанная на следовании инвестиционным задачам, может дать больший положительный эффект, чем принятие оптимальных финансовых решений.

Возможности по использованию рыночного механизма для финансирования роста бизнеса компании может быть продемонстрирована на примере первичного публичного размещения акций АО “РосБизнесКонсалтинг”. Проблема выбора момента выхода на рынок акций молодых компаний роста заключается в соотношении объема их текущих операций, способных приносить чистый поток и перспектив роста. Основная проблема для рынка акций России заключается в недооцененности перспектив роста компании при оценке стоимости ценных бумаг для целей вывода их на рынок. Если речь идет о таких компаниях как АО “РосБизнесКонсалтинг”, с объемом операций на дату IPO в пределах $20-30 млн. и темпами роста 10-20% в год, то при коэффициенте дисконтирования равном 20% (который использовался

[63] Deutsche Börse, “Issuers Guide to the Stock Market”, May 2002, page 29
[64] London Stock Exchange, “A survey of recently floated companies”, 2001, page 4.

аналитиками ИК “Атон” для расчета капитализации компании) продленная стоимость приблизительно уравнивается с расчетной (3-5 лет). В то время как для компаний новой экономики США периода 2000 года соотношение продленной и расчетной стоимостей составляла 2-5 раз. Этот факт создает существенную недооцененность акций Российских компаний при выходе на фондовый рынок.

В целом можно отметить, что при анализе возможностей выхода на рынок акций стоит гораздо более серьезное внимание уделять таким аспектам анализа как: рынок и отрасль.

Для компаний с размером выручки $20-30 млн. выгоднее обращаться к долговым инструментам, которые не позволяют их держателям разделить долю акционеров в будущих потоках компании или к венчурным фондам. Выход на рынок акций представляется для российских компаний выгодным только при обороте бизнеса компании не менее $50-70 млн. и темпами роста до 10% годовых. В случае наличия кредитной истории, что снижает требуемую премию за риск вложения в бумаги заемщика, ограничением темпа роста можно пренебречь.

Проведение IPO на ведущих мировых биржах может позволить снизить пороговый уровень размера и темпов роста бизнеса отечественных компаний, при которых выпуск акций будет экономически и стратегически целесообразным, или, иными словами, сделать IPO привлекательным для мелких компаний.

В настоящий момент наиболее привлекательными с точки зрения потенциальных эмитентов выглядят лондонская и франкфуртская биржи (DB). Основным преимуществом выпуска акций на данных биржах является высокоразвитая инфраструктура организации размещений, листинга и обращения акций мелких и средних компаний.

Так LSE позволяет компаниям с капитализацией до £10 млн. привлекать финансирование за счет первичного выпуска акций. По результатам 2001 года в 42%

случаев выпуск делался компаниями с капитализацией до £10 млн. Однако для таких компаний стоимость выпуска может превышать 20% от привлеченных средств. При этом компенсации во многом зависят от объема привлекаемой суммы. Так, в 50% случаев мелких выпусков стоимость превысила 11%, а в 22% случаев – 21%[65]. При этом эффективность IPO на лондонской бирже достигает 87%.

Основной проблемой при выпуске IPO мелких компаний является поддержание ликвидности вторичного рынка своих ценных бумаг. Для решения данной проблемы фондовые биржи внедряют различные системы поддержки торговой активности. Так, на DB организована эффективная система “DS” (Designated Sponsors) поддержания ликвидности вторичного рынка акций мелких компаний. Бумаги каждой публичной компании, обращающейся на рынке, обслуживает 2 для компаний SMAX или 3 для компаний Neuer Markt маркет мейкера, которые обязуются выставлять двусторонние котировки на покупку-продажу акций в течение двух минут от времени обращения других участников рынка[66].

Так же на DB используется система организации первичного размещения через фиксированную цену (Fixed price placement method), которая обеспечивает мелким компаниям возможность разместить свои акции по заранее установленной цене. Важное значение придается инфраструктуре IPO, позволяющей частным инвесторам покупать акции компаний при первичном размещении.

Обе площадки предъявляют высокие требования к доле акций компании находящиеся в свободном обращении (Free float), которая не должна быть меньше 25% акционерного капитала. Так же публичные компании обязаны раскрывать без задержек все корпоративные события, которые могут повлиять на стоимость акций компании.

---

[65] London Stock Exchange, “A survey of recently floated companies”, 2001, page 19.
[66] Deutsche Börse, “Issuers Guide to the Stock Market”, May 2002, page 13

§2.3. ПРИВЛЕЧЕНИЕ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ЗА СЧЕТ ВЫПУСКА ОБЛИГАЦИЙ

Финансирование роста компаний за счет выпуска рыночных долговых инструментов имеет ряд значительных преимуществ как перед финансированием за счет банковского кредита, так и перед выпуском акций компании. Однако выбор конкретного инструмента зависит от макроэкономической ситуации и уровня развития рынка.

В настоящее время в России облигационный рынок прошел первоначальную стадию формирования, что позволяет использовать исторические статистические данные рынка для определения его привлекательности. Так, за 2003 год объем облигационных корпоративных выпусков на внутреннем рынке увеличился на 55% и составил $5,3 млрд., в то время как рынок российских еврооблигаций вырос более чем втрое до отметки $12,3 млрд[67].

Важнейшим фактором, в наибольшей степени определяющим стоимость привлекаемых ресурсов в России в свете увеличившейся колеблемости курсов валют, является валюта займа. При росте курса RUR/USD за 2003 год на 8% и прогноз дальнейшего укрепления российской национальной валюты в 2004 году на 4-5%, обслуживание долларовых заимствований становится все более дешевым. При сравнении двух облигационных займов (валютного и рублевого) с одинаковыми параметрами, которые могли быть выпущены в начале 2003 года по рыночным ставкам, в конце 2003 года обслуживание рублевого займа стало бы на 62% дороже обслуживания валютного займа или на 6% от стоимости привлеченных средств[68].

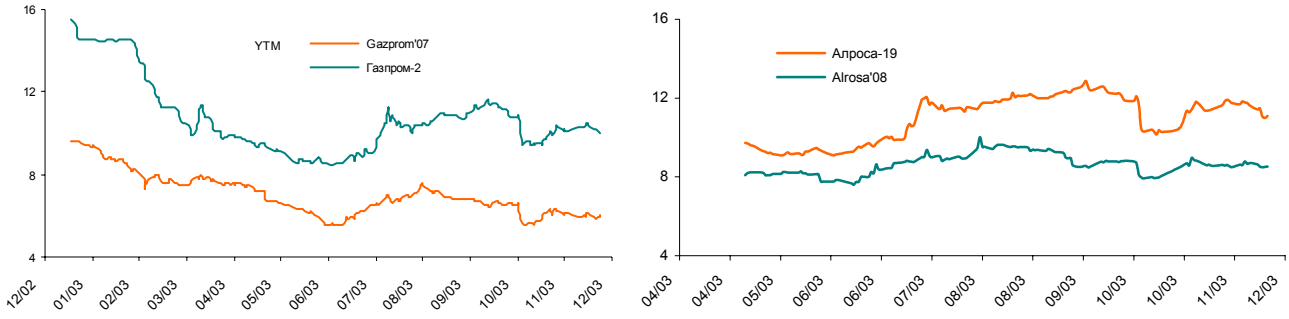
Увеличение спреда между рублевыми и еврооблигациями также является фактором в пользу выпуска еврооблигаций. Так за второе полугодие 2003 года спред облигаций российских эмитентов увеличился с 1-2% до 3-4%.

---

[67] Лялин С.В. “Обзор состояния российского рынка облигаций и прогнозы динамики”, 2004, стр. 3.

[68] Для займов с выплатой фиксированного купонного дохода раз в год, при условии, что средства, полученные от рублевого займа, были конвертированы в USD и компании получают доход в рублях.

Рисунок №6. Спред рублевых облигаций к еврооблигациям за 2003 год[69]



По оценкам специалистов в 2004 году рынок российских еврооблигаций продолжит расти с большими темпами по отношению к внутреннему рынку и к концу года совокупная обращающаяся задолженность достигнет уровня $20-25 млрд., в то время как аналогичный показатель на внутреннем рынке составит $8-9 млрд.[70]

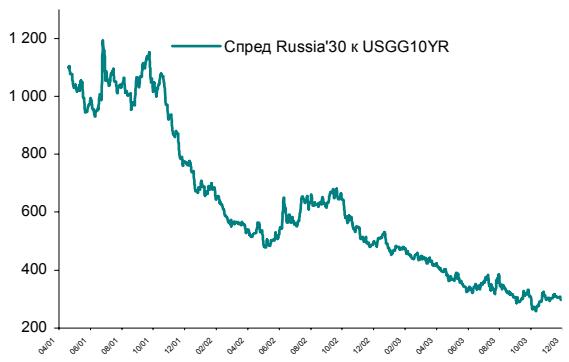
В целом в 2003 год происходило снижение требуемой доходности к российским долгам. Так в середине 2003 года доходность к погашению рублевых облигаций АЛРОСА опускалась ниже 11% годовых, при том, что еще 2 года назад размещение бумаг той же АЛРОСА проходило по ставке 26% годовых[71]. При сложившейся ревальвации рубля выпуск российских облигаций, по мнению менеджмента компании, целесообразен на короткий срок (до 1 года) и в суммах до $100 млн[72].

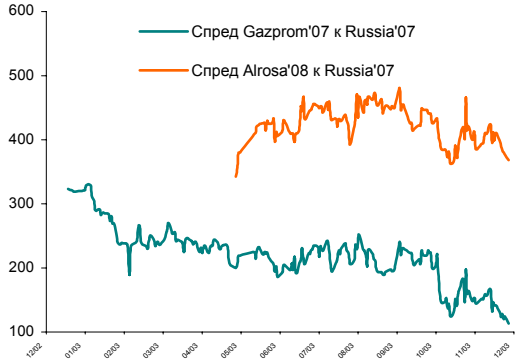
Позитивная динамика четко прослеживается на рисунке, который показывает снижение спреда российских корпоративных облигаций по отношению к среднесрочным государственным облигациям России и, в свою очередь, спред долгосрочных государственных займов России и США.

---

[69] Гинзбург Б. “Куда пойдут ставки в 2004 году”, 2004, стр. 7.
[70] Лялин С.В. “Обзор состояния российского рынка облигаций и прогнозы динамики”, 2004, стр. 9.
[71] Александр Кузнецов, “Рынок корпоративных облигаций”, РЦБ, №4, 2001.
[72] ЗАО “АК “АЛРОСА”, “Внутренний рынок и внешний рынок - выбор эмитента”, 2004, стр. 12.

Рисунок №7. Спред облигаций российских эмитентов в 2003 году





В целом сложившуюся модель рынка ценных бумаг России можно охарактеризовать как смешанную. Однако, при рассмотрении облигационного рынка можно сделать вывод, что российская модель рынка, при которой большая часть финансирования частных компаний производится за счет долговых обязательств, более схожа с германской с той лишь разницей, что в России не развит банковский сектор в общем, и кредитование реального сектора экономики в частности. Это определяет низкий уровень конкуренции со стороны предложения денег (в широком смысле для всех отраслей) и как следствие неудовлетворение потребностей экономики в инвестициях и высоких рисках. Можно предположить, что пустующая в настоящее время ниша[73] будет в ближайшие годы (5-10 лет) заполнена рыночными ценными бумагами. Однако открытым остается вопрос относительно того, какой сегмент рынка ценных бумаг займет эту нишу. Возможно, что существенную часть этой ниши займет рынок акций и диспропорция российского рынка, нехарактерная для германской модели, будет способствовать ускоренному развитию долевого рынка ценных бумаг в России. Более подробно о перспективах развития российского рынка в Главе 3.

В настоящее время для российского рынка облигаций характерно разнообразие структур инструментов, что вызвано высокой исторической изменчивостью условий

[73] Имеется в виду абсолютное значение превышения платежеспособного спроса и предложения на длинные заемные ресурсы.

функционирования бизнеса, что приводило к необходимости постоянной адаптации облигационных займов к новым условиям и потребностям рынка. Так на внутреннем рынке широкое распространение получили оферты на долгосрочный выкуп, валютные оговорки, сложно структурированные выпуски и короткие сроки заимствования (1-3 года)[74].

Среднемесячный объем первичных размещений корпоративных облигаций в 2003 превышал 6 млрд. руб. По сравнению с данными за 2002, объем первичного рынка вырос более чем на 40%. Однако спрос на бумаги в 2003 году превышал предложение в 2,5-3 раза[75]. Это было связано с избыточной краткосрочной ликвидностью банков, развитием деятельности “дочек” западных банков, которые, имея доступ к дешевым пассивам, составляют острую конкуренцию внутренним инвесторам на первичном долговом рынке. Именно дефицит инструментов данного сегмента рынка приводит к росту стоимости облигаций на перегретом вторичном рынке.

Ускоренному развитию внутреннего рынка корпоративных облигаций способствуют не только снижение процентных ставок, позволяющее предприятиям привлекать долговое финансирование на более выгодных для них условиях[76], но и снижение темпов инфляции, повышение кредитного рейтинга России, высокий уровень рублевой ликвидности на счетах коммерческих банков и экономический рост.

В результате возникает ситуация, при которой возможность привлечь ресурсы по ставке 9-11% годовых для заемщиков имеющих кредитную историю и 12-16% для новых компаний становится номинально наиболее дешевым инструментом для финансирования деятельности компаний. Данная ситуация подталкивает даже консервативных заемщиков к выходу на рынок корпоративных облигаций. Создается

---

[74] Л. Храпченко, О. Гороховская, РЦБ №7 2002, стр. 52-55.

[75] Алексей Третьяков, “Российский долговой рынок: состояние и перспективы”, РЦБ, №5, 2003.

[76] 14 февраля 2003 при размещении первого облигационного выпуска Сатаватнефтеоргсинтеза был установлен новый рекорд доходности к погашению, которая для трехлетних бумаг составила 14,65%, а уже 21 февраля рекорд минимальной доходности при первичном размещении был продемонстрирован компанией “Волга-Телеком” и составил 13,65%

ситуация, в которой молодые компании первоначально финансируют свою деятельность через инструменты долгового рынка, а потом прибегают к выпуску долевых бумаг.

Однако, несмотря на явный рост данного сегмента фондового рынка внутри страны, стоит выделить существенные ограничения с которыми сталкиваются как эмитенты, так и инвесторы при выходе на первичный рынок облигаций:

Во-первых, это отсутствие вторичного ликвидного рынка корпоративных облигаций. Это связано с двумя причинами. Прежде всего – позицией коммерческих банков на долговом рынке России, при котором последние выкупают большинство выпусков облигаций на себя. Так доля крупных коммерческих банков в структуре владения корпоративными облигациями российских эмитентов составляет 45%, а вместе со средними банками 65%[77]. Поэтому такие выпуски облигаций не торгуются на рынке (даже в условиях допуска к обращению на биржах), а держатся до наступления срока погашения[78]. Данные об объеме вторичного рынка корпоративных облигаций представлены в таблице № 4[79].

Таблица №.4 Динамика торговой активности на внутреннем рынке облигаций.

Месяц	**Объем торгов, млн. руб.**	**Количество сделок**	**Количество торгуемых бумаг**
ноя 02	14 375	3 790	78
дек 02	36 283	5 102	97
янв 03	25 301	4 914	91
фев 03	31 612	6 409	90
мар 03	33 276	7 175	100
апр 03	45 282	9 554	107
май 03	28 517	7 128	95
июн 03	38 230	7 819	102
июл 03	42 724	8 383	113

[77] Амосов С. “Будущее российских инвестиционных банков”, 12.2003, стр. 3.
[78] Игорь Полстяной, “Рынок корпоративных облигаций”, РЦБ, №4, 2001.
[79] Бюллетень Cbonds.ru “Корпоративные и банковские облигации”, №12, 2003.

авг 03	32 943	6 490	129
сен 03	52 125	7 986	н/д
окт 03	48 013	12 210	135
ноя 03	н/д	н/д	143

По данным бюллетеня, на долю ММВБ приходится 99,8% объема торговли на вторичном рынке корпоративных облигаций. За период с 1 по 31 ноября 2003 года было заключено 9162 сделок на сумму 23,124 млрд. руб., при этом только по 20 (12,6% от общего числа) выпускам сделки заключались все 19 торговых дней и только по 79 (49,7%) бумагам сделки заключались более чем 10 дней. Доля этих выпусков в совокупном объеме торгов составила 80,3%.

Вторая причина заключается в том, что размер облигационных выпусков настолько мал, что не позволяет при первичном отчуждении сформировать группу из нескольких инвесторов, которые в дальнейшем смогли бы продавать части выпуска на рынке. Малый размер выпусков на внутреннем рынке является одной из основных причин низкого интереса иностранных инвесторов к данному инструменту вложений[80]. Но если крупные российские инвесторы могут смириться с низкой ликвидностью вторичного рынка облигаций, так как вложения в эти бумаги могут составлять небольшую часть их рыночного портфеля, то небольшие инвесторы боятся приходить на рынок из-за сложностей с закрытием позиции и неясности реакции рынка на изменение кредитного риска эмитента[81]. Вторичный облигационный рынок характерен большими объемами торгуемых пакетов, те, для формирования вторичного ликвидного рынка в свободном обращении, должен быть значительный объем единиц однородных финансовых инструментов. Так, при спреде на вторичном рынке не более 0,05 п.п. и объемом спроса и предложения 20 млн. руб. рынок облигаций данного эмитента будет абсолютно ликвиден только для акционера с пакетом до 1 млн. руб. В таких условиях

[80] Дмитрий Шеметило, “Инвестиционные стратегии на развивающихся рынках”, 2003, стр. 29.
[81] Людмила Храпченко, “Корпоративные облигации: текущая ситуация и перспективы развития”, РЦБ, №4, 2001.,стр.45-47.

ликвидность вторичного рынка может быть поддержана только самими эмитентами, которые зачастую не заинтересованы в повышении ликвидности своих бумаг. Другим катализатором развития ликвидного вторичного рынка облигаций может стать сбалансированная политика эмитентов по управлению долгом.

Для оптимизации финансовой политики в компаниях могут разрабатываться собственные модели и стратегии анализа привлекательности инструментов финансирования. Например, в ЗАО “АК “АЛРОСА” трехступенчатая система анализа, которая включает следующие факторы:

- Рыночные факторы: база инвесторов, емкость рынка, сроки погашения, ценовые параметры.
- Структурные факторы: структура выпуска, издержки, обязательства, сроки подготовки.
- Макроэкономические факторы: влияние прогнозной инфляции и валютного курса на размер реальной процентной ставки.

При этом в компании используется следующая матрица принятия решений:

Соотношение	**Облигационный заем на внутреннем рынке более привлекателен**	**Выпуск еврооблигаций более привлекателен**
инфляция / валютный курс	инфляция отстает от роста валютного курса	инфляция опережает рост валютного курса
процентные ставки / валютный курс	разница в процентных ставках меньше темпа роста валютного курса	разница в процентных ставках больше темпов роста валютного курса

Подводя итог Главе 2 необходимо отметить, что привлекательность финансовых стратегий для эмитентов зависит также от множества внутренних факторов, которые могут оказывать существенное влияние на сравнительную практическую привлекательности отдельных инструментов финансирования. В целом же привлечение стратегического инвестора на ранних стадиях развития бизнеса может позволить российским компаниям увеличить темпы роста своего бизнеса, а также подготовить компанию к выходу на публичные рынки капитала.

Финансирование за счет IPO возможна даже для компаний с малым объемом операций, однако является достаточно дорогим источником. При принятии решения о IPO менеджмент компаний должен также учитывать нематериальные факторы.

Финансирование за счет выпуска облигаций доступно широкому кругу эмитентов. Для крупных компаний в настоящее время привлекательными выглядят валютные займы, для мелких – рублевые.

ГЛАВА 3. ПРОГНОЗ ПЕРСПЕКТИВ РАЗВИТИЯ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В РОССИИ

В мире бизнеса зеркала заднего вида
всегда чище, чем лобовое стекло.
Уоррен Баффет.

§ 3.1. АНАЛИЗ ФАКТОРОВ ВЛИЯЮЩИХ НА РАЗВИТИЕ ФОНДОВОГО РЫНКА В РОССИИ

Привлекательность рыночного механизма финансирования роста компаний, с одной стороны, зависит от законодательного регулирования финансового рынка в России, а, с другой – влияния самого рынка.

В России развитие финансового рынка долгое время не являлось приоритетным направлением для государства. В нестабильной экономике внимание к фондовому рынку, находившемуся в зачаточном состоянии, уделялось минимум внимания и поддержки. В результате российские рынки капиталов остаются небольшими и неразвитыми, и их роль в качестве посредника между сбережениями и инвестициями очень ограничена.

Однако в 2003 году появились признаки более пристального внимания к рынку, как-то: ежегодное послание президента, встреча президента с представителями инвестиционного сообщества по вопросам дальнейшего развития отрасли,

законодательные инициативы думы, повышающие привлекательность рынка ценных бумаг как для заемщиков, так и для инвесторов.

Особняком среди данных инициатив стоит программа мер по развитию финансового рынка предлагаемые Министерством экономического развития РФ, основой которой является предложение о принятии совместной концепции правительства и ЦБ по развитию финансового рынка с целью выработки единообразного подхода между различными ведомствами и Банком России к регулированию и развитию финансового рынка РФ[82].

Важнейшими предложениями Минэкономразвития в области законодательства в области рынка ценных бумаг являются переработка законодательства с целью возврата к соблюдению принципа построения права в РФ: "все, что не запрещено в законе - разрешено" в противовес сложившейся практике регулирования: "разрешено только то, что прописано в законодательстве" и преобразование базовых "рамочных" законов, касающихся финансового рынка, в законы прямого действия, с одновременной унификацией терминологии финансового рынка. В частности предлагается передать нормы, требующие оперативной корректировки, на регулятивный уровень правительства РФ (например, нормативы достаточности собственных средств страховых компаний, положение о лицензировании профессиональных участников рынка ценных бумаг).

В области законодательства основное внимание необходимо уделить устранению системы двойного налогообложения доходов участников финансового рынка, в первую очередь, путем введения системы льготного налогообложения институциональных инвесторов, учитывающего исполняемые ими экономические функции.

В области регулирования предлагается увеличение роли саморегулирования, сокращение масштаба ведомственного регулирования в рамках единой системы

---

[82] Бюллетень Cbonds.ru “Корпоративные и банковские облигации”, №12, 2003.

регулирования финансового рынка, либерализации финансового рынка для иностранных участников (при получении ими статуса резидента). Государственное регулирование и надзор институциональных инвесторов и организованного финансового рынка (бирж) должны быть сконцентрированы в определенных правительством единых ведомствах-регуляторах[83].

Руководство центрального банка РФ видит основные причины слабого развития фондового рынка как механизма финансирования в следующем:

- Низкий уровень корпоративного управления в компаниях экономики. При этом основная проблема заключается в недостатке прозрачности прав собственности и механизмов контроля. Эта проблема болезненно сказывается как на корпоративном, так и на банковском секторах. Хотя за последние два года механизм корпоративного управления в России улучшился, необходимо дальнейшее усиление в сферах: увеличения прозрачности конечных прав собственности и структур контроля; принятия законодательства, требующего раскрытия информации о сделках связанных сторон; и разработки нормативов для инсайдерских сделок.
- Недоступность рыночного механизма финансирования для развития малых и средних предприятий.
- Низкий уровень законодательного регулирования прав кредиторов в России, особенно в отношении обеспечения защиты движимого имущества и обеспечении действенности законодательных процедур. Несмотря на улучшения, последовавшие за принятием нового закона о банкротстве в 1998 г. и правовой базы для закона о несостоятельности корпораций, ощущается

[83] До 2004 года регулирование бирж было рассредоточено между ЦБ (валютные биржи), ФКЦБ (фондовые биржи) и МАП (товарные биржи), а регулирование институциональных инвесторов между Минфином (страховщики и накопительная часть пенсионных средств), ФКЦБ (инвестиционные фонды) и Минтрудом (НПФ)

потребность в усилении легитимных прав кредиторов и в содействии финансовому оздоровлению.

Для завоевания доверия инвесторов к рынкам акций и корпоративного долга, по предложениям ЦБР, необходимо провести реформы в области стандартов финансовой отчетности, повышения прозрачности и раскрытия информации эмитентами. Так же необходима дальнейшая рационализация рыночной инфраструктуры, включая клиринговые и депозитарные службы, регистрацию акций и торговлю, которая позволит снизить издержки и способствовать повышению эффективности. В противовес предложениям Минэкономразвития ЦБР предлагает расширять полномочия государственного регулирования со стороны федеральной комиссии по рынку ценных бумаг[84] в частности по применению санкций (особенно неденежных). Функционирование ФКЦБ* затруднялось нерешенными юрисдикционными проблемами, касающимися, среди прочего, регулирования производных финансовых инструментов и упорядочения сделок связанных сторон и предложений о поглощении. Предлагается улучшить координацию между ФКЦБ (ФКФР) и ЦБР, что поможет усилить надзор за финансовым сектором в целом[85].

Другими словами основой мер направленных на повышение привлекательности фондового рынка как механизма финансирования корпораций по программе, предлагаемой Минэкономразвития, является изменение законодательной и регулятивной сред рынка, или внешние факторы, в то время как по программе ЦБР – изменение самих эмитентов как субъектов рынка, или внутренние факторы.

От того, в какой форме и как быстро будет изменяться политика государства в области регулирования и поддержки финансового рынка, а также его внутренняя трансформация, зависят темпы его развития.

---

[84] В настоящее время Федеральная Комиссия по финансовым рынкам.

[85] http://www.cbr.ru, “Оценка финансового сектора России”, 2003, стр5

Анализ перспектив развития фондового рынка целесообразней делать на среднесрочную перспективу (5-7 лет для России). Данный временной период представляется достаточным, для существенных изменений в направлении и темпах развития рынка и государственном регулировании и в тоже время позволяет дать обоснованный прогноз. Будет использован сценарный вариант анализа с выделением трех сценариев развития рынка. Далее в Главе 3 будут проанализированы среднесрочные перспективы развития первичного рынка ценных бумаг в России.

§ 3.2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ РОССИИ.

Как уже было отмечено в Главе 2 облигационный рынок в России можно считать сформировавшимся. В настоящее время темпы роста первичного рынка составляют 50-55% в год[86]. Происходят изменения в структуре выпусков, а также активности участников рынка.

Необходимо выделить три основных варианта развития рынка: оптимистичный, или сценарий быстрого роста, наиболее вероятный, или сценарий нормального роста, и пессимистичный, или сценарий медленного роста. Для всех сценариев делается предположение о замедлении темпов роста всех макроэкономических показателей в прогнозном периоде по мере развития экономики в России, что согласуется с историческими показателями развития индустриальных экономик. Основное допущение заключается в равномерности темпов затухания роста показателей в рамках отдельно взятых сценариев и среднем сроке облигационного займа в 3 года.

[86] Лялин С.В. “Обзор состояния российского рынка облигаций и прогнозы динамики”, 2004, стр. 9.

Пессимистичный сценарий.

При пессимистичном развитии ситуации государство не будет предпринимать дальнейших шагов по повышению привлекательности и снижению степени регулирования рынка и рынок не будет трансформироваться самостоятельно под влиянием внутренних факторов. Если для повышения привлекательности рынка не будет ничего сделано, то на решения эмитентов о выходе на рынок будут влиять только результаты и перспективы их деятельности, а также текущая ситуация на рынках заимствований (напр. изменения уровня процентной ставки). Необходимо сделать допущение о нормальном распределении эффективности деятельности компаний в экономике или, другими словами, о том, что средние темпы роста бизнеса компаний-эмитентов соответствует среднеотраслевым темпам роста, а также темпам роста ВВП. При этом превышение темпов роста первичного облигационного рынка над темпами роста ВВП может быть достигнута только при условии увеличения доли облигаций в структуре капитала компаний экономики (рыночный эффект).

Для того, что бы определить момент, когда рыночный эффект будет являться единственным фактором, влияющим на темпы роста первичного рынка относительно изменения ВВП, необходимо произвести расчет потенциального числа эмитентов на рынке в настоящий момент времени. Согласно исследованию агентства Эксперт-РА в 2003 году при нижнем пороге объема облигационного займа на уровне 250 млн. руб. и отношении объема долга к объему выручки на уровне 10% выпуск рыночного займа был доступен не более чем 200 российских компаниям[87], что составляло минимальное число потенциальных эмитентов облигаций. Из этого числа 90[88] уже были на рынке, то есть в 2003 году насыщенность рынка по числу эмитентов составляла 45%. При нормальном распределении доля насыщенности рынка, рассчитанная по числу эмитентов, равна доли в денежном выражении. Если на конец 2003 года совокупный

[87] Эксперт, #16 (371) от 28.04.2003.
[88] Рассчитано как среднее значение за 2003 год.

долг в форме облигаций российских компаний на внутреннем рынке составлял $ 5305 млн., то потенциальный размер первичного рынка на конец 2003 года составлял $ 11789 млн. Данный показатель является базовым для всех сценариев развития рынка.

При пессимистичном развитии рынка темпы прироста потенциального объема облигационной задолженности российских компаний будут колебаться в диапазоне 3,1-4,3%, что соответствует пессимистичным оценкам темпов роста ВВП на прогнозный период[89]. В результате к концу 2010 года потенциальный размер рынка вырастет до уровня $15013 млн., что составит 127,5% к показателю на конец 2003 года.

При данном варианте развития интерес российских компаний к первичному рынку облигаций существенно снизится, однако будет превышать темпы роста ВВП. Это возможно по нескольким причинам, основной из которых является существующий дисбаланс спроса и предложения на облигации на первичном рынке, что может на ближайшие годы оказать поддерживающий эффект на данный сегмент рынка. При этом по мере снижения интереса к облигациям со стороны инвесторов темпы роста будут существенно падать с 13% в 2004 году до 3% в 2010[90].

В результате к 2010 году совокупная задолженность российских компаний на внутреннем рынке составит $8074 млн., что в 1,52 раз больше аналогичного показателя на конец 2003 года.

---

[89] Данные до 2006 года аналогичны прогнозным данным Министерства Экономического развития и Торговли. В последующие годы значения показателей рассчитаны от значений показателей до 2006 года путем равномерного снижения.

[90] Данные цифры получены через последовательное умножение предполагаемых темпов роста ВВП, как базового расчетного показателя, на числовой ряд (темп роста накопленной задолженности/темп роста потенциального объема рынка), выражающий поддерживающий эффект, определенный экспертным методом.

Расчеты производились по следующему алгоритму[91]:

1. расчет потенциального рынка через последовательное наращение на соответствующий темп роста;
2. расчет реального объема рынка (совокупной непогашенной задолженности) через последовательное наращение на соответствующий темп роста;
3. расчет размера погашаемого долга (по стоимости продажи на первичном рынке) путем деления среднего за три предшествующих года значения объема рынка на три (трехлетние облигации);
4. расчет размера новых выпусков как сумму размера погашаемого долга и разницы значений объемов реального рынка за текущий и предшествующий годы.

Результаты расчетов представлены ниже в таблице.

Пессимистичный сценарий	**2003**	**2004[92]**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**
Новые размещения	2996	2140	2391	3464	2934	2758	2915	3173
Погашения займов	1120	1455*[93]	1882	2996	2568	2509	2665	2930
Доля погашений в размещениях	37,4%	68,0%	78,7%	86,5%	87,5%	91,0%	91,4%	92,3%
Объем накопленной задолженности	**5305**	**5989**	**6498**	**6966**	**7332**	**7581**	**7832**	**8074**
Темп роста накопленной задолженности	55%	13%	9%	7%	5%	3%	3%	3%
Насыщенность рынка	45%	49%	51%	53%	54%	54%	54%	54%
Потенциальный объем рынка	**11789**	**12296**	**12714**	**13172**	**13633**	**14096**	**14561**	**15013**
ТР потенциального объема рынка	н/д	4,30%	3,40%	3,60%	3,50%	3,40%	3,30%	3,10%

[91] Все показатели рассчитаны согласно алгоритму кроме отмеченных знаком “*”, что означает использование фактических или прогнозных данных специалистов.

[92] Пример расчета показателей на 2004 год: Темп роста потенциального объема рынка за 2004 – пессимистическая экспертная оценка, Потенциальный объем рынка на 2004 = Потенциальный объем рынка на 2003 * Темп роста потенциального объема рынка за 2004, Темп роста накопленной задолженности в 2004 – согласно методу, описанному в сноске 89, Объем накопленной задолженности на конец 2004 = Объем накопленной задолженности на конец 2003 * Темп роста накопленной задолженности в 2004, Объем погашенных займов в 2004 = оценке Лялина С., Объем новых размещений за 2004 = Объем погашенных займов в 2004 + Объем накопленной задолженности на конец 2004 - Объем накопленной задолженности на конец 2003, Доля погашений в размещениях = Объем погашенных займов в 2004 / Объем новых размещений за 2004, Насыщенность рынка = Объем накопленной задолженности на конец 2004 / Потенциальный объем рынка на 2004.

[93] Согласно прогнозу Лялина С.В. “Обзор состояния российского рынка облигаций и прогнозы динамики”, 2004, стр. 3.

Как видно из таблицы в 2004 году размер первичного рынка облигаций сократится на 29% до уровня $2140 млн. и только в 2006 году превысит значение 2003 года. При этом насыщенность рынка в прогнозном периоде не превысит 55% уровень.

Оптимистичный сценарий.

Оптимистичный сценарий характеризуется высокими темпами роста ВВП, который обеспечит к 2010 году значение объема рынка в $17377 млн. При этом темп роста первичного рынка за период будет колебаться в пределах 5,2% - 6,0%.

В период 2004-2005 годов соотношение погашаемых займов к новым размещениям будет держаться на низком уровне, что обеспечит быстрый рост рынка на 60% в 2004 году до уровня $8475 млн.[94] и на 50% в 2005 году до уровня $12712 млн.

В 2006 году рост существенно замедлится до уровня 10% как следствие предельной насыщенности рынка.

Оптимистичный сценарий	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**
Новые размещения	**2996**	**4625**	**6534**	**4261**	**4599**	**5533**	**5986**	**5990**
Погашения займов	**1120**	**1455**	**2297**	**2946**	**3785**	**4701**	**5140**	**5131**
Доля погашений в размещениях	37,4%	31,5%	35,1%	69,1%	82,3%	85,0%	85,9%	85,7%
Объем накопленной задолженности	**5305**	**8475**	**12712**	**14028**	**14841**	**15672**	**16519**	**17377**
Темп роста накопленной задолженности	55%	60%	50%	10%	6%	6%	5%	5%
Насыщенность рынка	45%	68%	96%	100%	100%	100%	100%	100%
Потенциальный объем рынка	**11789**	**12496**	**13233**	**14028**	**14841**	**15672**	**16519**	**17377**
ТР потенциального объема рынка		6,00%	5,90%	6,00%	5,80%	5,60%	5,40%	5,20%

При оптимистичном сценарии, вероятно, что как со стороны государства, так и со стороны рынка будут предприняты шаги[95] по повышению привлекательности внутреннего первичного рынка облигаций. Спрогнозировать время и перечень мер, которые могут быть предприняты для активизации рынка представляется сложным. Еще более сложным является задача определения фактического влияния

[94] Согласно прогнозу Лялина С.В. “Обзор состояния российского рынка облигаций и прогнозы динамики”, 2004, стр. 3.
[95] Включая, но не ограничиваясь описанными в §1 Главы3. мерами.

предполагаемых мер на развитие первичного рынка. Также не представляется возможным оценить время, которое потребуется эмитентам для пересмотра своей финансовой политики и принятия решения о выпуске рыночных займов на внутренний рынок в свете изменения привлекательности корпоративных облигаций как результата предполагаемых изменений. Исходя из этого материальная оценка такого рода изменениям дана не будет.

Наиболее вероятный сценарий.

При наиболее вероятном сценарии развития потенциальный объем рынка облигаций в России будет расти со средними[96] прогнозными темпами на уровне 5,2% в 2004 году и 3,9% в 2010 году. В результате к 2010 году объем непогашенной облигационной задолженности составит $16012 млн., что в 3,01 раза больше показателя 2003 года. Темпы роста первичного рынка в 2004 и 2005 годах рассчитаны аналогичным подсчету ВВП способом, а на последующий период с равной степенью затухания до 2008 года, когда произойдет насыщение рынка.

Наиболее вероятный сценарий	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**
Новые размещения	**2996**	**3382**	**4205**	**5198**	**5380**	**4592**	**4869**	**5529**
Погашения займов	**1120**	**1455**	**2089**	**2996**	**3189**	**3528**	**4262**	**4928**
Доля погашений в размещениях	37,4%	43,0%	49,7%	57,6%	59,3%	76,8%	87,5%	89,1%
Объем накопленной задолженности	**5305**	**7232**	**9347**	**11549**	**13739**	**14804**	**15411**	**16012**
Темп роста накопленной задолженности	55%	36%	29%	24%	19%	8%	4%	4%
Насыщенность рынка	45%	58%	72%	85%	97%	100%	100%	100%
Потенциальный объем рынка	**11789**	**12402**	**12972**	**13582**	**14193**	**14804**	**15411**	**16012**
ТР потенциального объема рынка		5,20%	4,60%	4,70%	4,50%	4,30%	4,10%	3,90%

[96] Простая средняя от значений пессимистичного и оптимистичного сценариев развития рынка на период с 2007 по 2010 и прогнозные данные Минэкономразвития на период до 2006 года.

Наглядно вероятные динамики первичного рынка облигаций и накопленной задолженности можно представить на следующих рисунках.

Рис №8 Объем новых облигационных размещений

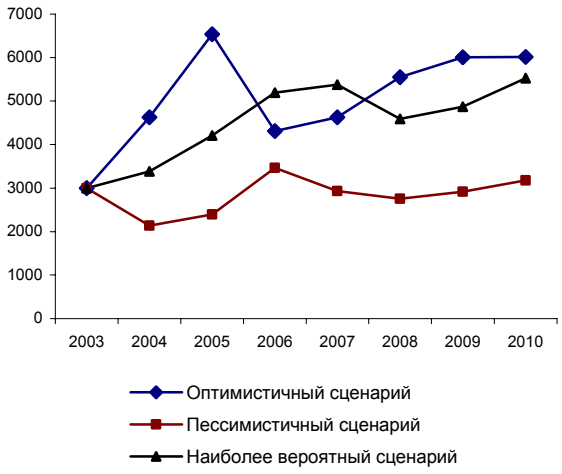
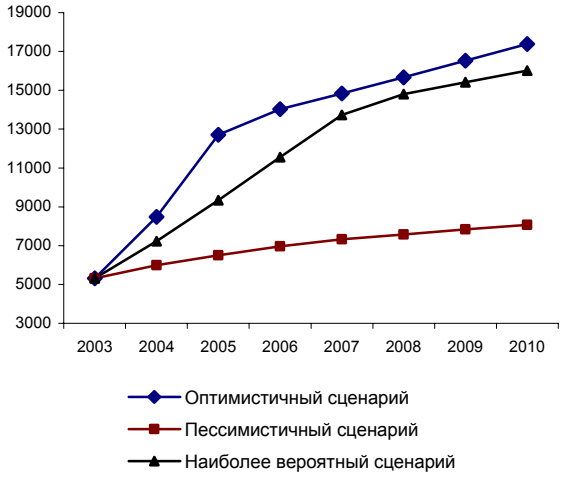


Рис № 9 Объем накопленной задолженности



В результате согласно анализу в период до 2010 года с большой вероятностью можно ожидать роста как первичного рынка облигаций, так и объема накопленной задолженности российскими компаниями на внутреннем рынке.

§ 3.3. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА АКЦИЙ РОССИИ.

На перспективы развития первичного рынка акций оказывает влияние не менее широкий, чем на другие сегменты рынка круг факторов. Для целей прогнозирования необходимо разделить компании с точки зрения дифференциации мотивации управляющих, ответственных за принятие решений по структуре капитала, в зависимости от эффективности бизнеса компаний, находящихся под их управлением. Таким образом можно разделить все компании - потенциальных эмитентов рыночных бумаг на компании, обеспечивающие своим акционерам доходность, превышающую среднерыночную премию за инвестирование в аналогичный инструмент на рынке, и компании с доходностью “ниже рынка”.

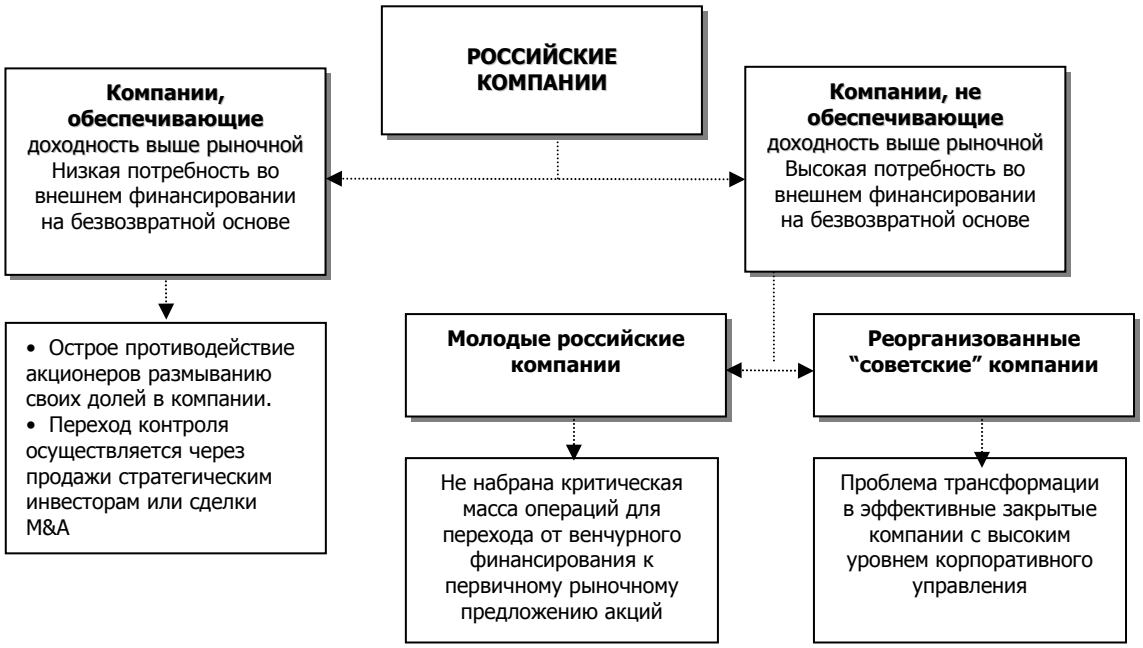
Для первой группы компаний существует сильнейшее противодействие крупных акционеров размыванию их доли акционерном капитале компаний. Такого рода компании если и меняют своих акционеров, то не посредством рыночного механизма, а через отчуждение заранее известной группе инвесторов по договорным ценам. С другой стороны, на снижение мотивации менеджмента доходных компаний при принятии решения о выводе компании на рынок акций оказывает влияние сравнительно меньшая потребность такого рода компаний во внешних источниках финансирования.

Менее эффективный бизнес в большей степени нуждается в привлечении дополнительного капитала на безвозвратной основе (единственный для таких компаний вариант из-за низкой величины собственного капитала), однако не имеет возможности его привлечь. Причины зависят от истории создания и стадии развития самой компании. Необходимо выделить две группы: молодые российские компании и реорганизованные советские предприятия.

Согласно рисунку № 4 настоящей работы компания может с положительным эффектом для прежних акционеров выйти на рынок акций при условии, что она находится на стадии развития с существенным оборотом операций или зрелости. Для молодых компаний срок выхода на рынок еще не наступил. Для перехода в категорию прибыльных компаний им необходимо привлечь рисковое частное финансирование. В дальнейшем, по мере развития объемов операций, компания сможет вывести свои ценные бумаги сначала на российский рынок, а затем на международные рынки капиталов. Для “новых советских” (компаний, функционировавших до 89-91 гг.) компаний, не сумевших превратиться в эффективные закрытые компании, дорога на фондовый рынок закрыта по внутренним причинам.

Проблемы, препятствующие развитию первичного рынка акций в России схематично представлены на рисунке № 10.

Рисунок № 10 Ограниченности во взаимодействии с рынком акций



Как показывает анализ, представители ни одной из выделенных трех групп не могут (или не желают) трансформироваться в публичные компании. С этим связано зачаточное состояние первичного рынка акций российских эмитентов. Однако, по мере взросления рынка категория молодых компаний должна стать основой российский IPO на внутреннем рынке.

Выход компаний на рынок акций сместит акценты деления рынка по степени ликвидности как это происходит в настоящее время в России на деление рынка по уровню капитализации как это принято на развитых рынках мира. Это приведет к формированию таких сегментов рынка как Small Caps и Medium Caps.

Катализатором развития рынка акций может послужить либерализация условий ведения бизнеса внутри страны связанная с возможным вступлением России в ВТО. Это приведет к повышению привлекательности российского рынка для западных компаний, что в свою очередь вызовет волну враждебных поглощений со стороны зарубежных компаний. Т.е. может возникнуть острая необходимость в переориентации менеджмента российских компаний на вопросы управления стоимостью компании. Важнейшим шагом на пути реализации данной задачи станет вывод акций средних и

мелких компаний на внутренний рынок, а крупных – на международные рынки капитала.

Для целей прогнозирования также будут выделены три сценария. Молодые российские компании будут являться основой расчетов, по причине того, что в рамках сделанных предположений они займут большую долю в структуре первичных предложений акций в России (от 50% при оптимистичном сценарии, до 85% при пессимистичном сценарии). За основу расчета принята динамика ВВП. Для различных сценариев делаются отдельные прогнозы темпов роста ВВП аналогично расчетам в предыдущем параграфе. Основное предположение заключается в том, что все молодые российские компании до выхода на рынок IPO в России привлекали венчурные фонды для финансирования своего роста. Данное предположения является достаточно обоснованным особенно в рамках российской экономике, по ряду причин, которые мешают руководству и акционерам российских компаний осуществить программу IPO. При этом если компания привлекала в свой капитал венчурный фонд, то последний для реализации собственной стратегии получения прибыли от инвестиций будет готовить компанию к IPO.

Средний срок жизни инвестиций составляет 5 лет и определенная доля первоначальных инвестиций, наращенная на ставку доходности инвестиций, выводится на рынок в форме IPO.

Ставка доходности на прогнозируемый период равная 17% получена путем наращения рисковой премии в размере 2% к средней пятилетней доходности аналогичных инвестиций в Европе. Ставки для 2004 в размере 19% и для 2005 в размере 18% отражают рисковую премию предыдущих 5 лет инвестирования в российские активы.

Показатель доли венчурных инвестиций в ПИИ рассчитаны как максимальное минимальное среднее значения доли взносов в капитал компаний в ПИИ за 2002-2003 гг в России[97].

Величина рынка IPO в России получается через умножение стоимости венчурных инвестиций с учетом прироста стоимости на среднюю долю инвестиций, реализуемой через выпуск акций (используются минимальное и максимальное значения показателя в странах Европы за последние 3 года). Стоимость венчурных инвестиций с учетом прироста стоимости получается через наращение на среднюю ставку доходности венчурных инвестиций за период.

Стоимость новых публичных компаний получается путем корректировки значения величины рынка IPO в текущем году на среднюю долю продаваемых компаний. Предполагается, что венчурные фонды продают полностью свою долю в акционерном капитале компании при выходе из инвестиций. За средний размер доли компании в портфелях фондов принят 25+% величина, по той причине, что фонд нуждается в блокирующем пакете для оказания влияния на политику компании, и в тоже время редко покупает 50+% долю, так как заинтересован в сохранении команды менеджеров. Дисконт за контроль не учитывается при расчетах, из-за того, что как первоначальные инвестиции фонда, так и реализация стоимости в форме IPO представлены с учетом дисконта.

Показатель доли новых компаний на рынке IPO оценен экспертным методом с существенным колебанием значений в зависимости от сценария.

[97] Отчет Госкомстата РФ “Об иностранных инвестициях в экономику России в 2003г”

Пессимистичный сценарий.

При пессимистичном сценарии развития первичного рынка акций доля инвестиций в ВВП будет повышаться незначительно с уровня 6,4% в 2004 г. до уровня 10,3% в 2010 г, что составит 172% к показателю 2003 года. Темп роста ВВП будет аналогичен пессимистическим расчетам в §2 Главы 3. При этом доля компаний других категорий (советские и сверхприбыльные компании) на рынке IPO будет составлять 15%, доля венчурных инвестиций в ПИИ составит 30%, Доля стоимости продаваемая через IPO – 5%.

	Пессимистичный	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**
1	ВВП, в ценах 2003 года	434	453	468	485	502	519	536	553
2	Реальный темп роста ВВП	6,1%	4,3%*	3,4%*	3,6%*	3,5%	3,4%	3,3%	3,1%
3	ПИИ в России	6,0	6,4*	7,0*	7,5*	8,1	8,7	9,4	10,3
4	Доля венчурных инвестиций в ПИИ	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
5	Венчурные инвестиций за год	1,80	1,92	2,10	2,25	2,43	2,61	2,82	3,09
6	Среднее 5-летнее значение венчурных инвестиций		0,68	1,01	1,45	1,77	2,10	2,26	2,44
7	Стоимость инвестиций с учетом прироста стоимости		1,62	2,32	3,17	3,88	4,60	4,96	5,35
8	Доля стоимости продаваемая через IPO		5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
9	**Величина рынка IPO новых компаний**		**0,08**	**0,12**	**0,16**	**0,19**	**0,23**	**0,25**	**0,27**
10	Доля новых компаний в рынке IPO		85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
11	**Совокупная величина рынка IPO**		**0,10**	**0,14**	**0,19**	**0,23**	**0,27**	**0,29**	**0,31**
12	**Стоимость публичных компаний при IPO**		**0,38**	**0,55**	**0,75**	**0,91**	**1,08**	**1,17**	**1,26**
13	Кумулятивная стоимость публичных компаний		0,38	0,93	1,67	2,59	3,67	4,84	6,10

Как видно из таблицы, при пессимистичном развитии в 2004 году рынок IPO может составить $100 млн., а к 2010 увеличится до $310 млн.

Оптимистичный сценарий.

При оптимистичном сценарии прямые иностранные инвестиции будут расти с темпами в 19% в год, что отражает средний оценочный темп роста в 2004-2005 гг. Минэкономразвития. Доля венчурных инвестиций в прямых иностранных инвестициях достигнет уровня в 45%, а доля новых компаний на рынке IPO снизится до уровня 50%.

	Оптимистичный	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	ВВП, в ценах 2003 года	434	460	487	516	546	577	608	640
2	Реальный темп роста ВВП	6,1%	6,0%*	5,9%*	6,0%*	5,8%	5,6%	5,4%	5,2%
3	ПИИ в России	6,0	7,8*[98]	8,5*	10,1	12,1	14,5	17,3	20,7
4	Доля венчурных инвестиций в ПИИ	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%
5	Венчурные инвестиций за год	2,70	3,51	3,83	4,55	5,45	6,53	7,79	9,32
6	Среднее 5-летнее значение инвестиций		1,65	2,43	3,15	4,01	4,77	5,63	6,72
7	Стоимость инвестиций с учетом прироста стоимости		3,93	5,56	6,91	8,78	10,46	12,33	14,74
8	Доля стоимости продаваемая через IPO		15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
9	**Величина рынка IPO новых компаний**		**0,59**	**0,83**	**1,04**	**1,32**	**1,57**	**1,85**	**2,21**
10	Доля новых компаний в рынке IPO		50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
11	**Совокупная величина рынка IPO**		**1,18**	**1,67**	**2,07**	**2,63**	**3,14**	**3,70**	**4,42**
12	**Стоимость публичных компаний при IPO**		**4,71**	**6,67**	**8,29**	**10,54**	**12,55**	**14,80**	**17,69**
13	Кумулятивная стоимость публичных компаний		4,71	11,38	19,67	30,21	42,76	57,55	75,24

При этом в 2004 году по оптимистичным прогнозам можно ожидать рост рынка IPO до уровня $1180 млн., а к 2010 – до уровня $4420 млн.

Наиболее вероятный сценарий

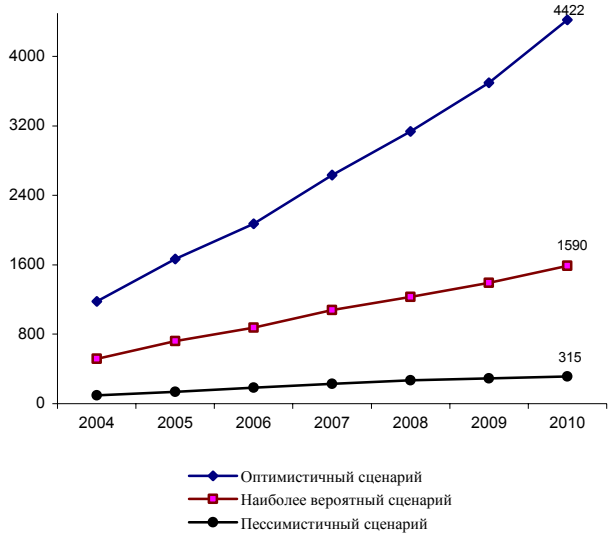
При наиболее вероятном сценарии прямые иностранные инвестиции будут расти со средними темпами на уровне 14% в год, что отражает средний темп роста в период после 2006 г., рассчитанный от прогнозных значений оптимистичного и пессимистичного сценариев. Доля венчурных инвестиций в прямых иностранных инвестициях при этом снизится до уровня в 40%, а доля новых компаний на рынке IPO снизится до уровня 65%.

	Наиболее вероятный	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	ВВП, в ценах 2003 года	434	457	478	500	523	545	567	589
2	Реальный темп роста ВВП	6,1%	5,2%*	4,6%*	4,7%*	4,5%	4,3%	4,1%	3,9%
3	ПИИ в России	6,0	7,1*	7,8*	8,9*	10,2	11,6	13,2	15,1
4	Доля венчурных инвестиций в ПИИ	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
5	Венчурные инвестиций за год	2,40	2,84	3,12	3,56	4,06	4,63	5,29	6,03

[98] Оптимистичный прогноз Министерства экономического развития и торговли.

6	Среднее 5-летнее значение инвестиций	1,41	2,05	2,59	3,20	3,64	4,13	4,72
7	Стоимость инвестиций с учетом прироста стоимости	3,36	4,68	5,68	7,01	7,99	9,06	10,34
8	Доля стоимости продаваемая через IPO	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
9	**Величина рынка IPO новых компаний**	**0,34**	**0,47**	**0,57**	**0,70**	**0,80**	**0,91**	**1,03**
10	Доля новых компаний в рынке IPO	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
11	**Совокупная величина рынка IPO**	**0,52**	**0,72**	**0,87**	**1,08**	**1,23**	**1,39**	**1,59**
12	**Стоимость публичных компаний при IPO**	**2,07**	**2,88**	**3,50**	**4,31**	**4,92**	**5,58**	**6,36**
13	Кумулятивная стоимость публичных компаний	2,07	4,95	8,45	12,76	17,67	23,25	29,61

При наиболее вероятном развитии рынка в 2004 году компаниям удастся привлечь $520 млн. инвестиций путем выпуска акций. Этот показатель увеличится к 2008 году до $1230 млн., а в 2010 составит $1590 млн.



Так, по результатам анализа, к 2010 году рынок IPO в России может вырасти от 2 до 44 раз и составить от $100 млн. до $4420 млн. Больший разброс значений первичного рынка акций в России, полученных при анализе, обусловлен зачаточным состоянием развития рынка и бóльшими перспективами роста в отличие от первичного рынка облигаций.

Подводя итог Главе 3 необходимо отметить, что первичный рынок ценных бумаг в России обладает колоссальным потенциалом роста, который во многом зависит от того, как будет меняться отношение акционеров российских компаний к финансированию своего бизнеса через инструменты рынка ценных бумаг, а также государственного

регулирования и поддержки рынка. Однако даже вне зависимости от вышеописанных факторов с большой вероятностью можно ожидать роста данных сегментов рынка в ближайшие годы. При этом темпы роста рынка первичных предложений акций в России будет опережать темпы роста рынка корпоративных облигаций за счет меньшей насыщенности и базы роста. В результате к 2010 году рынок IPO в России может вырасти до уровней рынков развитых экономик мира.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Множественность стратегий финансирования компаний определяет необходимость всестороннего мониторинга и анализа состояния потенциальных рынков финансирования для принятия наиболее эффективных решений по структуре капитала. Разработанная система позволяет систематизировать процесс анализа и выбора источников финансирования и повысить экономический эффект от принимаемых на ее основе решений.

Выбор механизма финансирования во многом зависит от стадии развития компании. На ранних стадиях развития эффективно используется собственный капитал предпринимателя или заемный капитал банковского происхождения или группы связанных предпринимателей и компаний с дальнейшим замещением капиталом венчурных фондов.

В наибольшей степени от использования механизмов рынка ценных бумаг выигрывают крупные компании, которые находятся либо на стадии стабильного функционирования, либо на стадии существенного роста бизнеса. Однако на ведущих мировых биржах возможна организация IPO для компаний с совокупной годовой выручкой до $10 млн., но при этом стоимость выпуска может превышать 20% от суммы привлекаемых инвестиций.

Сравнительный экономический эффект от использования конкретных инструментов и рынков финансирования зависит во многом от специфики конкретной компании, а также правового поля страны инкорпорирования.

Вывод ценных бумаг на рынки капитала является важным шагом на пути развития компании, который позволяет компаниям привлекать существенные объемы финансовых ресурсов, а также обеспечивает повышение привлекательности и

стоимости компании. Однако для потенциальных эмитентов предложение собственных акций и облигаций широкому кругу инвесторов несет в себе такие риски, как возможные враждебные поглощения в результате падения курсовой стоимости акций, необходимость раскрытия большого объем информации и защиты прав миноритарных акционеров. Для решения этих и других проблем, а также увеличения экономического эффекта от взаимодействия с организованными рынками компаниям целесообразно на ранних этапах собственного развития привлекать в акционерный капитал венчурные фонды, которые помогают компаниям подготовится к публичному предложению своих ценных бумаг. Как свидетельствует опыт США и Европы, компании, привлекающие венчурное финансирование, получают дополнительный рост стоимости по сравнению с компаниями-аналогами в среднем на 2-3% в год, а также такие компании испытывают меньшие затруднения при организации первичного размещения акций.

Для российских компаний привлечение стратегического инвестора является особо актуальным, так как организация IPO требует большого опыта со стороны руководства компании, который на современном этапе развития фондового рынка в России получить каким либо иным способом представляется крайне затруднительным.

Финансирование за счет выпуска облигаций является экономически обоснованным для более широкого круга эмитентов по сравнению с финансированием за счет эмиссии акций. При этом для крупных компаний в настоящее время наиболее привлекательными выглядят валютные займы, для мелких – рублевые.

Проведенный анализ демонстрирует, что в ближайшие годы с большой вероятностью следует ожидать повышения привлекательности фондового рынка в России как механизма финансирования, что будет напрямую отражаться на повышении активности российских компаний на внутреннем первичном рынке акций и облигаций, что приведет к их существенному росту.

Основной формирующегося рынка IPO в России станут компании, привлекшие в свой акционерный капитал венчурные фонды. При этом бурный рост первичного рынка акций будет поддержан достижением уровня максимальной насыщенности рынка облигаций.

В результате к 2010 году первичный рынок облигаций может вырасти больше чем в 2 раза, а первичный рынок акций более чем в 40 раз (от минимального прогнозного уровня на 2004 год).

Резюмируя необходимо отметить, что с развитием российского фондового рынка собственные ценные бумаги будут занимать все большую долю в пассивах отечественных компаний. А для того, чтобы максимально выиграть от взаимодействия с организованными рынками в будущем отечественные компании уже сегодня должны сделать первые шаги на пути создания кредитной истории и повышения прозрачности своего бизнеса.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Брейли Р., Майерс С. “Принципы корпоративных финансов”, М, 1997., стр. 356.
2. Бригхем Ю., Гапенски Л., “Финансовый менеджмент”, СПб., 1997., Экономическая школа, Том 2, стр.8.
3. Мильнер Б., Лиис Ф. “Управление современной компанией”, М. 2001, стр. 351.
4. Миркин Я., “Рынок ценных бумаг России. Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития”. М., 2002., стр. 116-119.
5. Новиков А., “Фондовый рынок как механизм привлечения инвестиций.” Н, 2000 стр. 15.
6. Рубцов Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ. М.: Инфра-М, 1996.
7. Скотт М. К. “Факторы стоимости”, М: Олимп-Бизнес, 2000, стр. 258-279.
8. Шура П., “Первичное размещение акций”, М.2003.
9. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж., “Инвестиции”. М., 1997.
10. Амосов С. “Будущее российских инвестиционных банков”, 12.2003, стр. 3.
11. Амосов С., “Корпоративные облигации: как организовать эмиссионный синдикат?” //Рынок ценных бумаг, -2002, -№12, стр. 39-43.
12. Гинзбург Б. “Куда пойдут ставки в 2004 году”, 2004, стр. 7.
13. Гороховская О. “Волна размещений, захлебнется ли рынок?”.//Рынок ценных бумаг- 2003, -№21.
14. Карташов К., “Рост компании требует более тесной работы с финансовыми рынками”//Рынок ценных бумаг, -2002, -№2, стр. 35-37.
15. Коковин Е., Коковина Е. “Рынок корпоративных облигаций сегодня”.//Рынок ценных бумаг- 2003, -№14.
16. Ким П. “На прогноз полагайся, а в плащ одевайся”.//Рынок ценных бумаг- 2003, -№23.
17. Кудряшов В., “Эмиссия акций в акционерном обществе: практический аспект”, М. 1999, стр. 259.

18. Кузнецов А., “Рынок корпоративных облигаций”, РЦБ, №4, 2001.
19. Крылова В., Храпченко Л. “Российские долговые бумаги: итоги прошедшего” года.//Рынок ценных бумаг- 2001, -№2.
20. Лялин С. “Обзор состояния российского рынка облигаций и прогнозы динамики”, 2004, стр. 3.
21. Лялин С., Лиджиев К. “Рынок облигаций: что год грядущий нам готовит”.//Рынок ценных бумаг- 2003, -№21.
22. Малиновский В. “Размещение корпоративных облигаций: влияние на вторичный рынок”.//Рынок ценных бумаг- 2003, -№21.
23. Овчинников А. “Внутренний долговой рынок: необходимо качественное развитие”.//Рынок ценных бумаг- 2003, -№14.
24. Петров В., Гейнц Д. “Рынок корпоративных облигаций: что день грядущий нам готовит”.//Рынок ценных бумаг- 2003, -№17.
25. Семенов М., “Международное долгосрочное финансрование”, 2003, стр. 8.
26. Сединкин Е. “Атака клонов или облигации могут предложить больше, чем только деньги”.//Рынок ценных бумаг- 2003, -№17.
27. Татьянников В., “Фондовый рынок: новый этап развития”//Рынок ценных бумаг – 2003, -№6, стр. 36-38/
28. Третьяков А., Лялин С., “Зарубежные рынки облигаций с точки зрения российского инвестора”//Рынок ценных бумаг, -2002, -№23, стр. 24-29.
29. Третьяков А., “Российский долговой рынок: состояние и перспективы” //Рынок ценных бумаг – 2003, -№5.
30. Такач Х., Мадертанер Ю., “Пособие для эмитентов по процедурам эмиссии и листинга ценных бумаг в Российской Федерации”, М., 2000. стр19-20
31. Федюк И., “Рынок АДР на российские ценные бумаги”//Рынок ценных бумаг, -2002, -№6, стр. 34-35.
32. Храпченко Л., “Корпоративные облигации: текущая ситуация и перспективы развития”//Рынок ценных бумаг, -2001, -№4, стр. 45-47.
33. Храпченко Л., Гороховская О., РЦБ №7 2002, стр. 52-55.
34. Шеметило Д., “Инвестиционные стратегии на развивающихся рынках”, 2003, стр. 29.

35. ЗАО “АК “АЛРОСА”, “Внутренний рынок и внешний рынок - выбор эмитента”, 2004, стр. 12
36. ЦБР, “Обзор финансовой стабильности”, 2003, стр. 38.
37. РАВИ. “Российская венчурная ярмарка: традиции и новшества”.//Рынок ценных бумаг- 2003, -№2.
38. Интервью с председателем совета директоров ИК “Атон” “Крупные компании будут осуществлять IPO на Западе, средние и мелкие – в России” //Рынок ценных бумаг –2002, -№9, стр. 48.
39. Интервью с главным исполнительным директором корпорации “НИКойл” К. Линчем//Рынок ценных бумаг, -2002, -№5, стр. 60-62.
40. Интервью с исполнительным вице-президентом Standard&Poor’s В. Тиллман, “Секьюритизация задолженностей как средство привлечения новых инвестиций”//Рынок ценных бумаг, -2002, -№9, стр. 14-17.
41. Эксперт, №16 (371) от 28.04.2003.
42. Бюллетени Cbonds.ru “Корпоративные и банковские облигации”, №1,2,8,9,11,12 2003.
43. Бюллетени Cbonds.ru “Еврооблигации”, №1,2,11,12 2003.
44. Aswath Damodaran, Capital Mix Decisions, pages 5-12
45. Fabozzi F., Dessa T., “Handbook of Fixed Income Securities”, New York, IRWIN, 1995.
46. Mahony S. “Eurobonds”, IFR Publishing, 1996.
47. Deloitte & Touche, Valuation Center For Central and Eastern Europe, 2002., стр. 27-29
48. VC Funding - March 2003, IPO.com Research May 4, 2003.
49. Hawawini G., Viallet C., “Managing for Value Creation”, ITP, 1999, Ch. 11, p339
50. Deutsche Börse, “Issuers Guide to the Stock Market”, May 2002, page 1-48
51. LSE “Guidance for overseas companies wishing to convert their London listed GDRs to RDRs”,
52. London Stock Exchange, “A survey of recently floated companies”, 2001, page 4.
53. BVCA, PricewaterhouseCoopers, “Guide to Private Equity”, June 2003, page 5-36
54. BVCA, “The Economic Impact of Private Equity in UK”, 2003, page 45.

55. National Venture Capital Association & Thompson Venture Partners Annual review, 2004, page 3.
56. National Venture Capital Association Quarterly report, January 27, 2004, pages 1-14
57. EVCA, “Pan-European Survey of Performance”, 2003, page 4.
58. EVCA “Pan-European Divestments Guide”, 2003, page 1

РЕСУРСЫ СЕТИ ИНТЕРНЕТ:

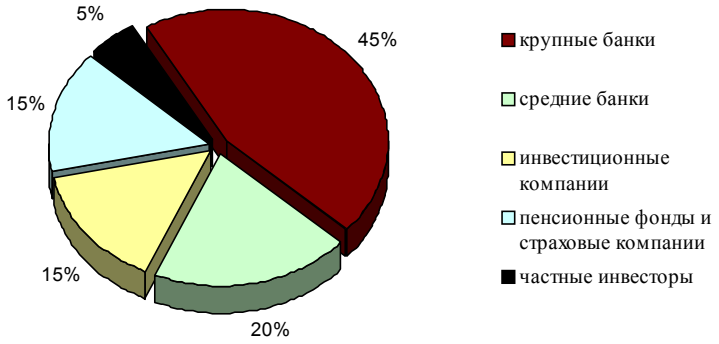
59. http://www.adr.com
60. http://www.adrbny.com
61. http://www.bvca.com
62. http://www.cbonds.ru
63. http://www.cbr.ru
64. http://www.cfin.ru
65. http://www.damodaran.com
66. http://www.deutscheboerse.com
67. http://www.evca.com
68. http://www.europaunion.eu.int
69. http://www.finmarket.ru
70. http://www.fcsm.ru
71. http://www.gks.ru
72. http://www.ipo.com
73. http://www.interfintrade.ru
74. http://www.moodys.com
75. http://www.micex.ru
76. http://www.msci.com
77. http://www.nasdaq.com
78. http://www.nvca.com
79. http://www.nyse.com
80. http://www.rbc.ru
81. http://www.rts.ru
82. http://www.rvca.com

83. http://www.thelondonstockexchange.com

84. http://www.worldbank.com

ПРИЛОЖЕНИЯ

Струтктура собственности на российские облигации



Источник: Амосов С. “Будущее российских инвестиционных банков”

Рейтинг организаторов корпоративных облигаций (внутренний рынок)

1-й квартал 2004					12 месяцев 2003				
№	Компания	**Объем выпусков**	Количество эмитентов	Количество выпусков	№	Компания	**Объем выпусков**	Количество эмитентов	Количество выпусков
1	Внешторгбанк	**8 000**	2	2	1	Инвестиционный банк ТРАСТ	**11 325**	10	10
2	Промышленно-строительный банк	**5 000**	1	1	2	Райффайзенбанк	**6 900**	4	4
3	Ренессанс Капитал	**5 000**	1	1	3	Альфа-Банк	**6 403**	6	6
4	Росбанк	**4 500**	2	2	4	МДМ-Банк	**6 200**	5	5
5	Банк Зенит	**2 500**	2	2	5	ИК Тройка Диалог	**5 550**	5	5
6	Райффайзенбанк	**2 500**	2	2	6	Ренессанс Капитал	**4 750**	4	4
7	Альфа-Банк	**2 200**	3	3	7	Внешторгбанк	**4 500**	5	5
8	Банк Москвы	**1 500**	1	1	8	Промышленно-строительный банк	**4 350**	4	4
9	ИБГ НИКойл	**1 200**	1	1	9	ИБГ НИКойл	**3 250**	8	8
10	МДМ-Банк	**1 000**	1	1	10	Банк Зенит	**3 243**	9	9

Рейтинг андеррайтеров корпоративных облигаций (внутренний рынок)

№	Компания	**Объем выпусков**	Количество эмитентов	Количество выпусков	№	Компания	**Объем выпусков**	Количество эмитентов	Количество выпусков
1	Промышленно-строительный банк	**3 800**	6	6	1	Инвестиционный банк ТРАСТ	**8 420**	11	11
2	Росбанк	**3 460**	4	4	2	МДМ-Банк	**7 220**	16	16
3	Внешторгбанк	**3 325**	9	9	3	Внешторгбанк	**5 006**	18	18
4	Ренессанс Капитал	**2 500**	1	1	4	Райффайзенбанк	**4 326**	13	13
5	Банк Москвы	**1 775**	7	7	5	Банк Зенит	**4 225**	17	17
6	МДМ-Банк	**1 535**	6	6	6	ИБГ НИКойл	**3 955**	14	14
7	Международный Московский Банк	**1 500**	5	5	7	ИК Тройка Диалог	**3 550**	7	7
8	ИБГ НИКойл	**1 425**	2	2	8	Альфа-Банк	**3 388**	10	10
9	Дрезднер Банк	**1 325**	4	4	9	Ренессанс Капитал	**3 300**	6	6
10	Альфа-Банк	**1 250**	7	7	10	Банк Ингосстрах-Союз	**3 230**	19	19
11	Ситибанк	**1 100**	2	2	11	Промышленно-строительный банк	**2 680**	7	7
12	Банк Союз	**980**	7	7	12	Вэб-инвест Банк	**2 610**	14	14
13	Банк Зенит	**920**	5	5	13	Росбанк	**2 318**	6	6
14	Вэб-инвест Банк	**860**	6	6	14	Промсвязьбанк	**2 305**	9	9
15	Москоммерцбанк	**840**	8	8	15	Банк Москвы	**2 279**	8	8

Участие российских банков в размещении еврооблигаций

№	Компания	**Объем выпусков, USD**	Количество эмитентов	Количество выпусков	№	Компания	**Объем выпусков, USD**	Количество эмитентов	Количество выпусков
1	Инвестиционный банк ТРАСТ	**134**	3	3	1	Ренессанс Капитал	**161**	4	4
2	МДМ-Банк	**93**	6	6	2	Инвестиционный банк ТРАСТ	**158**	5	6
3	Вэб-инвест Банк	**60**	2	2	3	МДМ-Банк	**111**	6	6
4	Ренессанс Капитал	**52**	1	1	###	Райффайзенбанк	**50**	1	1
5	Альфа-Банк	**50**	1	1	###	МЕНАТЕП СПБ	**50**	1	1
6	ИК Тройка Диалог	**42**	2	2	6	Росбанк	**40**	2	2
7	Банк Зенит	**28**	4	4	7	Внешторгбанк	**21**	1	1
8	Внешторгбанк	**18**	1	1	8	Банк Зенит	**20**	2	2
9	Газпромбанк	**15**	2	2	9	Альфа-Банк	**10**	1	1
10	Транскредитбанк	**12**	1	1	10	Еврофинанс	**7**	2	2

Источник: http://www.cbonds.ru

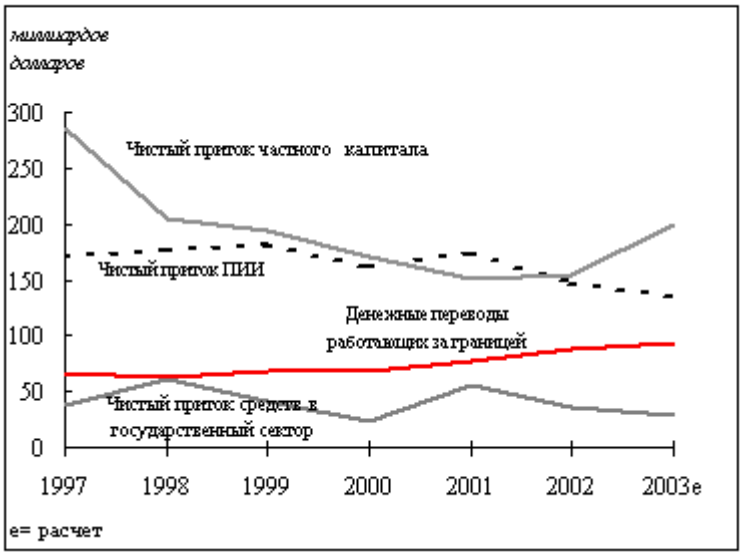
Реальный мировой рост ВВП (в процентных ставках)

	2002	2003e	2004f	2005f	2006f
Мировой	1.8	2.6	3.7	3.1	3.0
Страны с высоким доходом	1.4	2.1	3.3	2.6	2.5
Развивающиеся страны	3.4	4.8	5.4	5.2	5.0
Восточная Азия и страны Тихоокеанского региона	6.7	7.7	7.4	6.7	6.3
Европа и Центральная Азия	4.6	5.5	4.9	4.8	4.7
Латинская Америка и страны Карибского бассейна	-0.6	1.3	3.8	3.7	3.5
Ближний Восток и Северная Африка	3.3	5.1	3.7	3.9	4.0
Южная Азия	4.3	6.5	7.2	6.7	6.5
Африка к югу от Сахары	3.3	2.4	3.4	4.2	3.9

Финансовые потоки в развивающиеся страны (в млрд. долларов США)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003e
Прямые иностранные инвестиции (ПИИ)	171	176	182	162	175	147	135
Чистый приток частного капитала	286	206	194	171	151	155	200
Чистый приток средств в государственный сектор	38	61	42	23	55	35	28
Денежные переводы работающих за границей	66	63	68	68	77	88	93

Чистый приток финансовых средств в развивающиеся страны



Источник: http://www.worldbank.com

Венчурные инвестиции в США

За год

2003

Год	Число компаний	Число сделок	Инвестиции ($млн)
1993	916	1163	3658.9
1994	970	1210	4142.0
1995	1558	1874	7627.2
1996	2091	2612	11522.0
1997	2555	3185	14799.5
1998	2993	3695	21258.8
1999	4454	5608	54525.3
2000	6395	8082	105859.1
2001	3805	4600	40582.0
2002	2552	3035	21409.4
2003	2235	2715	18186.9

Венчурные инвестиции в США

По секторам экономики

С 10/01/2003 по 12/31/2003

N	Сектор	Число компаний	Число сделок	Инвестиции ($млн)
1	Программное обеспечение	173	173	978.1
2	Биотехнологии	90	90	1067.9
3	Медицинское оборудование	61	61	505.2
4	Телекоммуникации	58	58	469.4
5	Средства связи	46	46	453.8
6	Полупроводники	41	41	345.7
7	IT Услуги	37	37	185.9
8	Производство компьютеров	26	26	142.1
9	Энергетика	24	24	119.9
10	Бизнес услуги	22	22	91.0
11	Медиа	20	20	107.5
12	Финансовые услуги	20	20	237.5
13	Электроника	15	15	70.7
14	Медицинские услуги	15	15	45.8
15	Потребительские товары и услуги	14	14	38.7

16	Розничная торговля	10	10	27
17	Другие	7	7	36.5
-	Всего	679	679	4922.9

Венчурные инвестиции в США

По стадиям бизнес-проектов

С 10/01/2003 по 12/31/2003

N	Стадия развития	Число компаний	Число сделок	Инвестиции ($млн)
1	Зарождение	33	33	41.7
2	Первоначальное развитие	119	119	634.3
3	Зрелость	52	52	172.4
4	Расширение	331	331	2585.6
5	Последующие стадии	144	144	1489.0
-	Всего	679	679	4922.9

Венчурные IPO в США
За год
2003

Год	Число компаний	Привлечено за счет выпусков ($млн)	Рыночная стоимость компаний ($млн)
1993	55	2204.2	8544.1
1994	171	5124.4	19860.7
1995	209	9597.5	39945.9
1996	281	14639.2	75208.7
1997	140	5553.5	26014.2
1998	79	4831.8	22085.3
1999	273	25357.1	159488.4
2000	262	28357.9	147211.2
2001	41	4118.5	21932.3
2002	24	2543.7	9770.6
2003	29	2022.7	8257.4

Источник: http://www.nvca.com