



Денис Александрович Шевчук

Корпоративные финансы

http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=168318
КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ: ; М.; 2008
ISBN

Аннотация

Содержание данного пособия представляет собой подробное описание методов, инструментов, источников и форм финансирования. Основной задачей курса является получение знаний по привлечению финансовых ресурсов для любых организационно-правовых форм бизнеса. В частности: банковское кредитование, коммерческий кредит, финансовые инструменты, внутренние источники финансирования, привлечение финансирования за счёт оптимизации налогообложения, лизинг, факторинг, эмиссия ценных бумаг, кредитный консалтинг, ипотечное кредитование и залоговые операции, дополнительные источники финансирования и др.

Содержание

ВВЕДЕНИЕ	5
Глава 1. ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ, ИНСТИТУТЫ И ИНСТРУМЕНТЫ	10
1.1. Финансовые рынки	10
1.2. Финансовые институты	14
1.3. Финансовые инструменты	19
Глава 2. ФОРМЫ И ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ	22
2.1. Эмиссия ценных бумаг	22
2.1.1. Эмиссия акций	28
2.1.2. Эмиссия облигаций	29
Конец ознакомительного фрагмента.	38

Денис Александрович Шевчук

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

Д.А.Шевчук

Закончил Московский государственный университет геодезии и картографии (МИИ-ГАиК), факультет экономики и управления территориями (ФЭУТ), менеджер (менеджмент организации) и МГУ им. М.В. Ломоносова, Французский университетский колледж (право), ряд специализированных курсов по различным отраслям знаний.

Имеет опыт преподавания различных дисциплин в ведущих вузах Москвы (экономические, юридические, технические, гуманитарные). Автор более 30 публикаций, член Союза юристов Москвы, член Союза журналистов России, член Союза журналистов Москвы, стипендиат Правительства РФ. Работал в банках, коммерческих и государственных структурах. В настоящее время трудится в должности заместителя генерального директора INTERFINANCE.

Автор современных принципов ускоренного качественного изучения и запоминания любых предметов.

ВВЕДЕНИЕ

Цели и задачи финансирования. Перечень целей и задач, которые преследует предприятие, осуществляя свою финансово-хозяйственную деятельность, очень широк: выживание фирмы в условиях конкурентной борьбы; избежание банкротства и крупных финансовых неудач; лидерство в борьбе с конкурентами; максимизация рыночной стоимости фирмы; приемлемые темпы роста экономического потенциала фирмы; рост объемов производства и реализации; максимизация прибыли; минимизация расходов; обеспечение рентабельной деятельности и т. д. Поэтому очень важно определить, какие из этих целей являются приоритетными, а какие производными.

Приоритетность той или иной цели по-разному объясняется в рамках существующих теорий организации бизнеса (theories of the firm).

Перспективная оценка и анализ коммерческой и инвестиционной деятельности.

Текущая оценка финансового состояния.

Наиболее распространенным является утверждение, что фирма должна работать таким образом, чтобы обеспечить максимальный доход ее владельцам (Profit Maximization Theory). Обычно это ассоциируется с рентабельной работой, ростом прибыли и снижением расходов. Однозначен ли такой вывод?

В рамках традиционной неоклассической экономической модели предполагается, что любая фирма существует для того, чтобы максимизировать прибыль (обычно подразумевается, что речь идет о прибыли с позиции не разового, но долгосрочного ее получения). Однако в идеале, когда предполагаются равнодоступность информации, наличие опытного руководства и других аспектов, достичь такого максимума невозможно. Именно поэтому применяется понятие «нормальной» прибыли, т. е. прибыли, устраивающей владельцев данного бизнеса. Действительно, прибыльность различных видов производств может существенно различаться, что не вызывает тем не менее стремления всех бизнесменов одновременно сменить свой бизнес на более прибыльный. В основе такого подхода и лежит весьма распространенная система ценообразования на производимую продукцию – «себестоимость плюс некая устраивающая производителя надбавка».

Другие исследователи выдвигают предположение, что в основе деятельности фирм и их руководства лежит стремление к наращиванию объемов производства и сбыта. Обосновывается это тем, что многие менеджеры олицетворяют свое положение (заработная плата, статус, положение в обществе) с размерами своей фирмы в большей степени, нежели с ее прибыльностью.

В рамках данной теории применяются и другие формальные критерии, в частности, для оценки эффективности данной фирмы в целом очень распространенным является показатель «доход на акцию»; для оценки эффективности инвестиций может применяться показатель «рентабельность инвестированного капитала» (ROI). Однако принятие решений на основе этих и подобных им показателей не всегда очевидно.

Пример. Предположим, что некая фирма достигла значения показателя $ROI = 30\%$. Означает ли это, что представившуюся возможность размещения капитала с $ROI = 25\%$, но в гораздо менее рискованное предприятие следует безоговорочно отвергнуть?

Выбор не так прост, как кажется. В частности, новое инвестирование следует осуществить, если:

а) затраты на поиск источников финансирования меньше 25% ;

б) фирма имеет временно свободный капитал и не может более выгодно разместить его в предприятие с той же степенью риска.

Любой фирме в той или иной степени присущ разрыв между функцией управления и контроля. Эта проблема усугубляется по мере усложнения форм организации бизнеса. В свою очередь, это привело к возникновению ряда управленческих теорий (Managerial Theories of the Firm).

В основе подобных теорий – наиболее известной из них является «Теория передачи полномочий» (Agency Theory) – лежит противопоставление интересов владельцев фирмы и ее управленческого персонала (в случае корпоративного построения фирмы, когда ее владельцы не занимаются оперативным управлением, а нанимают соответствующий персонал). Здесь как бы обособляются две большие группы физических лиц, имеющих непосредственное отношение к фирме, – владельцы (акционеры, участники) и управленческий персонал. Их интересы могут совпадать далеко не всегда; особенно это связано с анализом альтернативных решений, одно из которых обеспечивает сиюминутную прибыль, а второе – рассчитано на перспективу. Выделяют и более дробные классификации конфликтующих подгрупп управленческих работников, каждая из которых отдает приоритет своим групповым интересам.

Определенной разновидностью данной теории является «Теория заинтересованных лиц» (Stakeholder Theory), предполагающая, что цель функционирования любой фирмы заключается в гармонизации конфликтующих целей различных групп юридических и физических лиц, имеющих непосредственное или косвенное отношение к данной фирме: акционеров, наемного управленческого персонала, работников, контрагентов, государственных органов. В частности, фирма должна не только и не столько стремиться к максимизации прибыли, но и заботиться о социальном положении своих работников, охране окружающей среды и др.

Однако наибольшее распространение в последние годы получила «Теория максимизации ценности фирмы» (Wealth Maximization Theory). Разработчики этой теории исходили из предпосылки, что ни один из существующих критериев – прибыль, рентабельность, объем производства и т. д. – не может рассматриваться в качестве обобщающего критерия эффективности принимаемых решений финансового характера. Такой критерий должен:

- базироваться на прогнозировании доходов владельцев фирмы;
- быть обоснованным, ясным и точным;
- быть приемлемым для всех аспектов процесса принятия управленческих решений, включая поиск источников средств, собственно инвестирование, распределение доходов (дивидендов).

Считается, что этим условиям в большей степени отвечает критерий максимизации собственного капитала, точнее, рыночной цены обыкновенных акций фирмы. Этот подход базируется на следующей основополагающей идее развития общества, разделяемой большинством экономически развитых стран Запада достижение социального и экономического процветания общества через частную собственность. С позиции инвесторов в основе этого подхода лежит предпосылка, что повышение достатка владельцев фирмы заключается не столько в росте текущих прибылей, сколько в повышении рыночной цены их собственности. Таким образом, любое финансовое решение, обеспечивающее в перспективе рост цены акций, должно приниматься владельцами и/или управленческим персоналом.

Реализация данного критерия на практике также не всегда очевидна. Во-первых, не все фирмы имеют однозначно понимаемую финансовыми аналитиками рыночную цену, в частности, если фирма не котирует свои акции на бирже, определение ее рыночной цены затруднено.

Во-вторых, данный критерий может не срабатывать в отдельных случаях. Например, в фирмах с единоличным владельцем или ограниченным их числом, которые могут решиться на рисковое вложение капитала с надеждой на фортуны или получение сверхприбыли в отдаленной перспективе. Действия, предпринимаемые такими фирмами, могут в определенной степени снизить цену их акций ввиду той степени риска, которая присуща их инвестиционной деятельности.

В случае неприемлемости критерия максимизации рыночной цены фирмы рекомендуется использовать абсолютные и относительные показатели прибыли и рентабельности. Необходимо лишь помнить основные недостатки критерия «максимизация прибыли» и основанных на этом критерии производных показателей. В наиболее акцентированном виде они могут быть сформулированы следующим образом:

- существуют различные виды показателя «прибыль» (прибыль от основной деятельности, балансовая, валовая, до уплаты налогов, налогооблагаемая, чистая и др.), поэтому данная неоднозначность должна устраняться при разработке конкретных показателей оценки эффективности финансовых решений;

- данный критерий не работает, если две альтернативы различаются размером прогнозируемых доходов и временем их генерирования;

- критерий не учитывает качество ожидаемых доходов, неопределенность и риск, связанный с их получением.

Критерий максимизации рыночной цены акций фирмы, как наиболее обоснованный и приоритетный критерий финансового менеджмента, применим лишь в том случае, если на рынке капиталов нет ограничений и какой-либо дискриминации в установлении цен на ценные бумаги, т. е. в полной мере действует принцип «спрос – предложение».

Структура источников финансирования предприятия. В финансовом менеджменте под внутренними и внешними источниками финансирования понимают соответственно собственные и привлеченные (заемные) средства.

Источниками собственных средств являются:

- уставный капитал (средства от продажи акций и паевые взносы участников);
- резервы, накопленные предприятием;
- прочие взносы юридических и физических лиц (целевое финансирование, пожертвования, благотворительные взносы и др.).

К основным источникам привлеченных средств относятся:

- ссуды банков;
- заемные средства;
- средства от продажи облигаций и других ценных бумаг;
- кредиторская задолженность. Принципиальное различие между источниками собственных и заемных

средств кроется в юридической причине: в случае ликвидации предприятия его владельцы имеют право на ту часть имущества предприятия, которая останется после расчетов с третьими лицами.

Основными источниками финансирования являются собственные средства. Приведем краткую характеристику этих источников.

Уставный капитал представляет собой сумму средств, предоставленных собственниками для обеспечения уставной деятельности предприятия. Содержание категории «уставный капитал» зависит от организационно-правовой формы предприятия:

- для государственного предприятия – стоимостная оценка имущества, закрепленного государством за предприятием на праве полного хозяйственного ведения;

- для товарищества с ограниченной ответственностью – сумма долей собственников;

- для акционерного общества – совокупная номинальная стоимость акций всех типов;

- для производственного кооператива – стоимостная оценка имущества, предоставленного участниками для ведения деятельности;
- для арендного предприятия – сумма вкладов работников предприятия;
- для предприятия иной формы, выделенного на самостоятельный баланс, – стоимостная оценка имущества, закрепленного его собственником за предприятием на праве полного хозяйственного ведения.

При создании предприятия вкладами в его уставный капитал могут быть денежные средства, материальные и нематериальные активы. В момент передачи активов в виде вклада в уставный капитал право собственности на них переходит к хозяйствующему субъекту, т. е. инвесторы теряют вещные права на эти объекты. Таким образом, в случае ликвидации предприятия или выхода участника из состава общества или товарищества он имеет право лишь на компенсацию своей доли в рамках остаточного имущества, но не на возврат объектов, переданных им в свое время в виде вклада в уставный капитал. Уставный капитал, следовательно, отражает сумму обязательств предприятия перед инвесторами.

Уставный капитал формируется при первоначальном инвестировании средств. Его величина объявляется при регистрации предприятия, а любые корректировки размера уставного капитала (дополнительная эмиссия акций, снижение номинальной стоимости акций, внесение дополнительных вкладов, прием нового участника, присоединение части прибыли и др.) допускаются лишь в случаях и порядке, предусмотренных действующим законодательством и учредительными документами.

Формирование уставного капитала может сопровождаться образованием дополнительного источника средств – эмиссионного дохода. Этот источник возникает в случае, когда в ходе первичной эмиссии акции продаются по цене выше номинала. При получении этих сумм они зачисляются в добавочный капитал.

Прибыль является основным источником средств динамично развивающегося предприятия. В балансе она присутствует в явном виде как нераспределенная прибыль, а также в завуалированном виде – как созданное за счет прибыли фонды и резервы. В условиях рыночной экономики величина прибыли зависит от многих факторов, основным из которых является соотношение доходов и расходов. Вместе с тем в действующих нормативных документах заложена возможность определенного регулирования прибыли руководством предприятия. К числу таких регулирующих процедур относятся:

- варьирование границей отнесения активов к основным средствам;
- ускоренная амортизация основных средств;
- применяемая методика амортизации малоценных и быстроизнашивающихся предметов;
- порядок оценки и амортизации нематериальных активов;
- порядок оценки вкладов участников в уставный капитал;
- выбор метода оценки производственных запасов;
- порядок учета процентов по кредитам банков, используемых на финансирование капитальных вложений;
- порядок создания резерва по сомнительным долгам;
- порядок отнесения на себестоимость реализованной продукции отдельных видов расходов;
- состав накладных расходов и способ их распределения. Прибыль – основной источник формирования резервного капитала (фонда).

Этот капитал предназначен для возмещения непредвиденных потерь и возможных убытков от хозяйственной деятельности, т. е. является страховым по своей природе. Порядок формирования резервного капитала определяется нормативными документами, регулирующими деятельность предприятия данного типа, а также его уставными документами. В АО

размер резервного фонда не может быть меньше 15 % от уставного капитала. Он формируется путем обязательных ежегодных отчислений до достижения размера, предусмотренного уставом. Резервный фонд предназначен только для покрытия убытков, хотя он также может быть использован для погашения облигаций и выкупа акций. В настоящее время не предусмотрено налоговых льгот при образовании резервного фонда. Отчисления в него производятся после уплаты налога на прибыль и других налогов, относимых на себестоимость и финансовые результаты.

Добавочный капитал как источник средств предприятия образуется, как правило, в результате переоценки основных средств и других материальных ценностей. Нормативными документами запрещается использование его на цели потребления.

Специфическим источником средств являются фонды специального назначения и целевого финансирования: безвозмездно полученные ценности, а также безвозвратные и возвратные государственные ассигнования на финансирование непроизводственной деятельности, связанной с содержанием объектов социально-культурного и коммунально-бытового назначения, на финансирование издержек по восстановлению платежеспособности предприятий, находящихся на полном бюджетном финансировании, и др.

Глава 1. ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ, ИНСТИТУТЫ И ИНСТРУМЕНТЫ

1.1. Финансовые рынки

Финансовый рынок – организованная или неформальная система торговли финансовыми инструментами. На этом рынке происходит обмен деньгами, предоставление кредита и мобилизация капитала. Основную роль здесь играют финансовые институты, направляющие потоки денежных средств от собственников к заемщикам. Товаром выступают собственно деньги и ценные бумаги. Как и любой рынок, финансовый рынок предназначен для установления непосредственных контактов между покупателями и продавцами финансовых ресурсов. Принято выделять несколько основных видов финансового рынка: валютный рынок, рынок золота и рынок капиталов.

На валютном рынке (foreign exchange market) совершаются валютные сделки. Основой этого рынка являются банки и другие кредитно-финансовые учреждения.

На рынке золота (gold market) совершаются наличные, оптовые и другие сделки с золотом, в том числе со стандартными золотыми слитками. Основной объем операций с физическим золотом осуществляется между банками и специализированными фирмами; фьючерсная и опционная торговля золотом сконцентрирована на срочных биржах.

На рынке капиталов (capital market) аккумулируются и обращаются долгосрочные капиталы и долговые обязательства. Он является основным видом финансового рынка в условиях рыночной экономики, с помощью которого компании изыскивают источники финансирования своей деятельности (рис. 1.1).

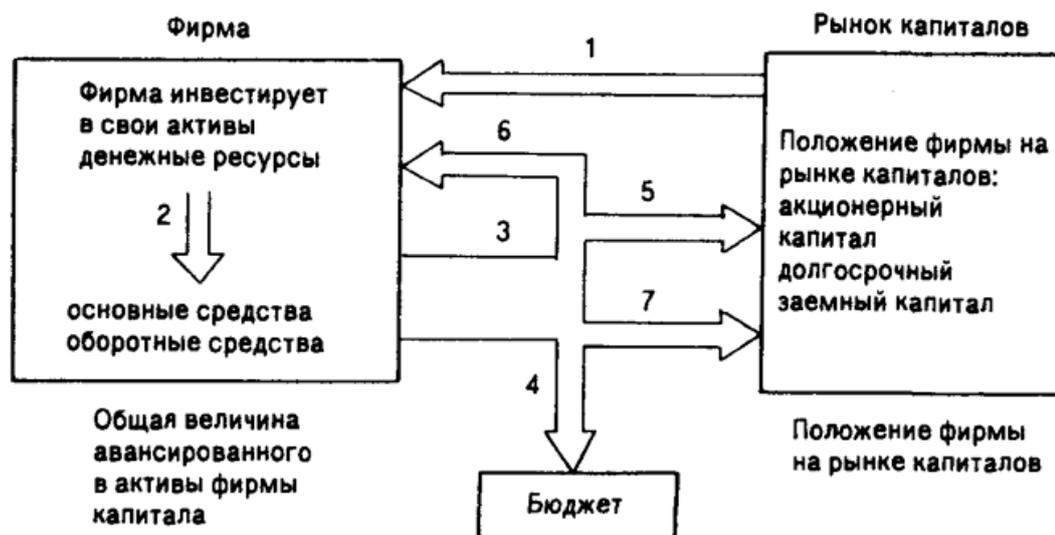


Рис. 1.1. Денежные потоки, связывающие фирму и рынок капитала

Логика приведенных на рис. 1.1 денежных потоков фирмы заключается в следующем:
1 – начало работы, размещение на рынке ценных бумаг и получение средств инвесторов;

2 – инвестирование полученных финансовых ресурсов в основные средства и текущие активы;

- 3 – генерирование денежного потока как результата успешной деятельности;
- 4 – уплата предусмотренных законом налогов;
- 5 – выплата инвесторам и кредиторам части оставшейся прибыли;
- 6 – реинвестирование в активы фирмы части прибыли;
- 7 – направление на рынок капиталов части прибыли в виде финансовых инвестиций.

Приведенная схема относится к акционерным обществам, предприятия других форм собственности также могут взаимодействовать с рынками капиталов, выступая на них в роли инвесторов.

Рынок капиталов иногда подразделяется на рынок ценных бумаг и рынок ссудных капиталов. Рынок ценных бумаг, в свою очередь, подразделяется на первичный и вторичный, биржевой и внебиржевой.

Первичный рынок ценных бумаг (primary market) представляет собой рынок, обслуживающий выпуск (эмиссию) и первичное размещение ценных бумаг. Именно на этом рынке компании получают необходимые финансовые ресурсы путем продажи своих ценных бумаг.

Вторичный рынок (secondary market) предназначен для обращения ранее выпущенных ценных бумаг. На вторичном рынке компании не получают финансовых ресурсов непосредственно, однако этот рынок является исключительно важным, поскольку дает возможность инвесторам при необходимости получить обратно денежные средства, вложенные в ценные бумаги, а также получить доход от операций с ними. Возможность перепродажи ценных бумаг основана на том, что первоначальный инвестор свободен в своем праве владеть и распоряжаться ценными бумагами и может перепродать их другому инвестору. Существование вторичного рынка само по себе стимулирует деятельность первичного рынка.

Биржевой рынок представляет собой рынок ценных бумаг, осуществляемый фондовыми биржами. Порядок участия в торгах для эмитентов, инвесторов и посредников определяется биржами. Внебиржевой рынок предназначен для обращения ценных бумаг, не получивших допуска на фондовые биржи.

На биржевом рынке обращаются ценные бумаги, прошедшие листинг, т. е. получившие допуск к официальной торговле на бирже. Поскольку условия получения биржевой котировки устанавливаются биржей и могут быть достаточно сложными для некоторых эмитентов, существует внебиржевой рынок (over-the-counter stock market), на котором обращаются ценные бумаги, не котируемые на фондовых биржах. Внебиржевой рынок может быть довольно объемным – до 2/3 всего оборота рынка ценных бумаг. Например, в Великобритании функционируют свыше сорока внебиржевых рынков, на которых продаются ценные бумаги более 150 компаний. В США на внебиржевом рынке продаются: а) большинство облигаций американских компаний; б) большинство облигаций государственных и местных органов управления; в) ценные бумаги «открытых» инвестиционных трастов (компаний, которые могут постоянно выпускать в обращение дополнительные акции); г) новые выпуски ценных бумаг; д) крупные блоки ценных бумаг при их повторном размещении.

Одной из характерных особенностей российского рынка ценных бумаг является его дробление на региональные замкнутые анклавные. По данным Федерации фондовых бирж России (ФФБР), более 90 % видов ценных бумаг, по которым совершались биржевые сделки в июне 1994 г., котирировалось только на одной бирже; более 97 % – на двух. Межрегионального перемещения ценных бумаг практически нет, т. е. они являются продуктом местных эмиссий и не выходят за пределы своих регионов.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг. Государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется с помощью различных структур.

Приведем краткое описание их функций.

1. В Государственной Думе создан ряд комитетов, ответственных за разработку законопроектов в области рынка ценных бумаг. В их числе:

Комитет по собственности, приватизации и хозяйственной деятельности (законопроекты об акционерных обществах, о трасте и др.);

Подкомитет по законодательству о финансовых институтах, фондовом рынке и страховании (законопроекты о ценных бумагах и фондовом рынке);

Подкомитет по банкам (законопроекты о банках и банковской деятельности, регламентирующие операции банков с ценными бумагами).

В работе комитетов Думы принимают участие и некоторые общественные организации; в частности, при Подкомитете по банкам создан Экспертный совет, в состав которого входят авторитетные специалисты – представители различных государственных органов, инвестиционных институтов, бирж, прессы.

2. Правительство РФ осуществляет общее руководство развитием и функционированием рынка ценных бумаг с помощью федеральных органов исполнительной власти, а также участвует в подготовке законопроектов.

3. Федеральная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве Российской Федерации (ФКЦБ), созданная в ноябре 1994 г. на базе Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам при Президенте Российской Федерации, объединяет ведущих специалистов Администрации президента, Центрального банка РФ, Министерства финансов РФ, Госкомимущества, Государственного комитета РФ по антимонопольной политике, Российского фонда федерального имущества и др. Комиссия имеет следующие полномочия:

- разработка основных направлений развития рынка ценных бумаг;
- утверждение стандартов эмиссии ценных бумаг, проспектов эмиссии ценных бумаг эмитентов и порядка осуществления регистрации эмиссии и проспектов эмиссии ценных бумаг;
- установление обязательных требований и иных условий допуска ценных бумаг к их публичному размещению и обращению, котированию и листингу;
- государственная регистрация фондовых бирж (фондовых отделов товарных бирж), их объединений и ассоциаций, а также лицензирование их деятельности;
- обеспечение создания единого информационного пространства на фондовом и финансовом рынке Российской Федерации.

4. Министерство финансов РФ является основным исполнительным органом, регулирующим фондовый рынок. В его компетенцию входят:

- регламентирование правил совершения операций с ценными бумагами; регулирование учета и отчетности;
- лицензирование финансовых брокеров, инвестиционных консультантов, фондовых бирж и фондовых отделов товарных бирж;
- регистрация выпусков ценных бумаг; ведение Единого государственного реестра зарегистрированных в РФ ценных бумаг; контроль приобретения крупных пакетов акций и др.

5. Центральный банк России устанавливает для банков правила совершения операций на фондовом рынке, в том числе: лицензирование, регулирование и контроль операций банков с ценными бумагами; регистрация выпусков ценных бумаг банков и ведение их реестра; регулирование учета и отчетности в банках;

аттестация специалистов банков на право ведения операций с ценными бумагами и др.

6. Российский фонд федерального имущества занимается продажей акций в процессе приватизации, управляет портфелем акций, находящихся в собственности государства, а также имеет право выполнять методические и регулирующие функции в отношении подобных операций.

7. Госкомимущество РФ совместно с другими органами регулирует порядок создания депозитариев, порядок применения доверительной собственности (траста), создание холдинговых компаний, а также контролирует деятельность чековых инвестиционных фондов.

8. Антимонопольный комитет РФ согласовывает: а) крупнейшие выпуски ценных бумаг; б) приобретение 35 % и более акций одного эмитента или акций, обеспечивающих более 50 % голосов акционеров; в) создание холдинговых компаний при преобразовании государственных предприятий в акционерные общества и др. Кроме того, комитет контролирует рекламную деятельность в области ценных бумаг, а также регулирует обращение товарных фьючерсных и опционных контрактов посредством созданной при комитете Комиссии по товарным биржам.

9. Министерство экономики РФ участвует в разработке политики формирования рынка ценных бумаг, подготовке соответствующих законопроектов, занимается экспертизой создания промышленно-финансовых групп.

В той или иной степени в регулировании рынка ценных бумаг участвует и ряд других государственных органов, отвечающих за некоторые специфические вопросы.

1.2. Финансовые институты

Субъектами рынка ценных бумаг являются:

– эмитенты ценных бумаг – хозяйствующие субъекты, стремящиеся получить дополнительные источники финансирования, а также органы государственной власти, выпускающие займы для покрытия части государственных расходов; они несут полную ответственность по обязательствам перед владельцами ценных бумаг;

– инвесторы – физические и юридические лица, имеющие временно свободные денежные средства и желающие инвестировать их для получения дополнительных доходов (различают институциональных инвесторов: страховые компании, пенсионные фонды, заемно-сберегательные фонды и другие – и прочих инвесторов население, предприятия и организации); инвесторы приобретают ценные бумаги от своего имени и за свой счет;

– инвестиционные институты. Инвестиционный институт – юридическое лицо, созданное в любой допускаемой законодательством организационно-правовой форме. Инвестиционный институт осуществляет свою деятельность на рынке ценных бумаг в качестве посредника (финансового брокера), инвестиционного консультанта, инвестиционной компании, инвестиционного фонда, инвестиционного банка...

Фондовая биржа. Организация взаимодействия между данными субъектами, т. е. функционирование рынка ценных бумаг, осуществляется с помощью фондовых бирж, занимающих ведущее место на рынке ценных бумаг. Фондовая биржа является основным организованным финансовым рынком, т. е. местом, где осуществляются операции с ценными бумагами, а процесс ценообразования происходит стихийно. В настоящее время в мире насчитывается около 150 фондовых бирж. Наиболее крупные из них – Токийская, Нью-Йоркская, Лондонская.

Согласно российскому законодательству биржа создается в форме некоммерческого партнерства и должна иметь не менее 20 членов, в качестве которых могут выступать профессиональные участники рынка ценных бумаг, в основные задачи которых входит осуществление операций с ценными бумагами.

Финансирование деятельности фондовой биржи может осуществляться за счет:

- продажи собственных акций, дающих право вступить в ее члены;
- регулярных (как правило, ежегодных) членских взносов членов фондовой биржи;
- биржевых сборов со сделок, осуществляемых на бирже;
- иных доходов. Минимальный размер собственного капитала биржи – 600 тыс. экю.

Она

является некоммерческой организацией и не преследует цели получения собственной прибыли. Биржа предоставляет своим участникам помещение для операций с ценными бумагами, оказывает расчетные и информационные услуги, получая за это комиссионные. Таким образом, ее работа основана на принципах самокупаемости, причем члены биржи не получают доходов от ее деятельности.

Исключительным предметом деятельности биржи являются обеспечение необходимых условий нормального обращения ценных бумаг, определение их рыночной цены и надлежащее распространение информации о них. В ее основные функции входят:

организация операций по продаже и покупке ценных бумаг, перераспределение финансовых ресурсов, предоставление эмитентам ценных бумаг дополнительных финансовых ресурсов, предоставление сберегателям возможности сохранения и выгодного использования накопленных ими денежных средств, информационное обеспечение агентов биржевого рынка, выявление рыночной стоимости ценных бумаг и др.

Фондовая биржа не вправе заниматься деятельностью в качестве инвестиционного института, а также выпускать ценные бумаги, за исключением собственных акций. Обязательным условием деятельности биржи является наличие лицензии Министерства финансов России.

В мировой практике различают два основных вида бирж:

- замкнутая биржа, в торгах на которой могут принимать участие лишь члены биржи;
- биржа со свободным доступом посетителей. Российским законодательством преду-

смотрено существование только

замкнутых бирж, при этом сдача брокерских мест в аренду нечленам фондовой биржи не допускается.

Фондовая биржа вправе устанавливать минимальные обязательные требования к инвестиционным институтам, необходимые для вступления в члены биржи, а также квалификационные требования к представителям членов на биржевых торгах.

В международной практике биржевого дела является обычным, когда биржи предъявляют требования, порой весьма жесткие, к компаниям, желающим быть зарегистрированными на бирже. Эти требования носят специфический характер. В качестве примера можно привести Нью-Йоркскую фондовую биржу, выдвигающую пять необходимых требований:

а) налогооблагаемая годовая прибыль в большинстве предшествующих лет должна быть не менее 2,5 млн долл., а в последние два года – 2,0 млн долл. либо суммарная прибыль за последние три года должна составлять не менее 6,5 млн долл.;

б) материальные активы (в оценке нетто) должны быть не менее 18 млн долл.;

в) рыночная цена акций составляет не менее 18 млн долл.;

г) среди акционеров должно быть распространено не менее чем 1,1 млн акций;

д) не менее 2000 акционеров должны владеть 100 и более акциями каждый. Инвестиционные институты. Основной объем операций на бирже

осуществляется посредниками – инвестиционными институтами. Инвестиционный институт – юридическое лицо, созданное в любой допускаемой законодательством организационно-правовой форме. Он может осуществлять свою деятельность на рынке ценных бумаг в качестве посредника (финансового брокера), инвестиционного консультанта, инвестиционной компании, инвестиционного фонда, инвестиционного банка.

Брокер – это физическое или юридическое лицо, выполняющее посреднические функции с валютой, ценными бумагами, товарами и недвижимостью и заключающее сделки от своего имени, но за счет клиента. Операции с ценными бумагами осуществляются брокером на основании договора комиссии или поручения. Доходом брокера являются главным образом комиссионные, т. е. вознаграждение в виде договорного процента от суммы сделки. На фондовых биржах экономически развитых стран помимо брокеров работают также дилеры. Дилер выполняет те же посреднические функции, но за собственный счет, т. е. на свой страх и риск.

Деятельность инвестиционной компании осуществляется по двум основным направлениям: а) организация выпуска ценных бумаг и выдача гарантий по их размещению в пользу третьих лиц; б) операции с ценными бумагами от своего имени и за свой счет, в том числе путем котировки ценных бумаг, т. е. объявления «цены продавца» и «цены покупателя», по которым компания обязуется продавать и покупать определенные ценные бумаги. Инвестиционные компании формируют свои ресурсы только за счет средств учредителей и эмиссии собственных ценных бумаг, реализуемых юридическим лицам, и не имеют права привлекать средства населения.

Инвестиционный банк (investment banker) – финансовый институт, который специализируется на эмиссии ценных бумаг и их гарантированном размещении.

Инвестиционные банки занимаются продажей корпоративных акций и облигаций. Когда фирма решает привлечь средства, инвестиционный банк обычно скупает все ценные бумаги выпуска, а затем перепродает их инвесторам. Поскольку банки постоянно занимаются соединением предложения и спроса капитала, они размещают выпуски ценных бумаг более эффективно, чем это сделали бы эмитенты. Плата за услуги составляет разницу между суммой, уплаченной компанией, выпустившей ценные бумаги, и полученной за них от покупателей.

Инвестиционный фонд представляет собой акционерное общество открытого типа, аккумулирующее средства мелких инвесторов путем продажи собственных ценных бумаг. Фонд обеспечивает инвестирование собранных средств в ценные бумаги других эмитентов, а также выполняет другие операции на финансовом рынке. Инвестиционные фонды бывают трех типов: открытые, закрытые и чековые. Открытый фонд эмитирует ценные бумаги с обязательством их обратного выкупа; закрытый фонд такого обязательства не дает.

Исключительным видом деятельности инвестиционного фонда является выпуск акций с целью мобилизации денежных средств инвесторов и их вложения от имени фонда в ценные бумаги и на банковские счета. Приобретая акции фонда, инвесторы становятся его совладельцами и разделяют в полном объеме весь риск от финансовых операций, осуществляемых фондом. Успешность таких операций отражается в изменении текущей цены акций фонда. Инвестиционный фонд не вправе направлять более 5 % своего капитала на приобретение ценных бумаг одного эмитента, а также приобретать более 10 % ценных бумаг одного эмитента. Обязательным условием деятельности инвестиционного фонда является наличие в его штате специалиста по работе с ценными бумагами, имеющего квалификационный аттестат Министерства финансов России на право совершения операций с привлечением средств населения.

Инвестиционный институт вправе начать свою деятельность на рынке ценных бумаг только после получения специальной лицензии Министерства финансов России, которая может выдаваться как на отдельный вид деятельности, так и на два или три из следующих видов деятельности: посредника, инвестиционного консультанта, инвестиционной компании.

В последние годы стали создаваться инвестиционные институты других организационных форм, в частности финансовые компании и финансово-промышленные группы. Финансовая компания – это компания, занимающаяся организацией выпуска ценных бумаг, фондовыми операциями и другими финансовыми сделками, например, кредитованием физических и юридических лиц.

Финансово-промышленной группой является группа предприятий, учреждений, организаций, кредитно-финансовых учреждений и инвестиционных институтов, объединение капиталов которых произведено ее участниками в добровольном порядке либо путем консолидации одним из участников группы приобретаемых им пакетов акций других участников. Формирование финансово-промышленной группы может осуществляться путем:

- учреждения участниками группы акционерного общества открытого типа;
- передачи участниками группы находящихся в их собственности пакетов акций, входящих в группу предприятий и учреждений, в доверительное управление одному из участников группы;
- приобретения одним из участников группы пакетов акций других предприятий, учреждений и организаций, становящихся участниками группы.

Процесс формирования финансово-промышленных групп регулируется государством, в частности, путем проведения предварительной экспертизы проекта создания группы, декларирования некоторых ограничений по составу группы, формам собственности участ-

ников и др. Создание группы подтверждается записью в Реестре финансово-промышленных групп Российской Федерации.

Одним из важнейших видов финансовых институтов являются депозитарии ценных бумаг. Хранение ценных бумаг может быть организовано либо самим их владельцем, либо с помощью специализированного хранилища ценных бумаг – депозитария. Депозитарная деятельность заключается в предоставлении услуг по хранению ценных бумаг и/или учету прав на эти бумаги.

Депозитарную деятельность могут осуществлять только следующие юридические лица:

- инвестиционные институты (кроме инвестиционных консультантов, инвестиционных фондов и чековых инвестиционных фондов);
- фондовые биржи;
- специализированные депозитарии, занимающиеся исключительно депозитарной деятельностью;
- расчетно-депозитарные организации, осуществляющие как исключительные совместно депозитарную деятельность и деятельность по организации денежных расчетов и клиринга денежных обязательств и требований, возникающих из сделок с ценными бумагами.

Лицо, которое на договорных условиях пользуется услугами депозитария, называется депонентом. В этом случае между депонентом и депозитарием заключается специальный договор, регулирующий их отношения по поводу депозитарной деятельности, называемой договором счета «депо». Счет «депо» представляет собой совокупность записей в учетных регистрах депозитария, необходимых для исполнения последним договора счета «депо» с депонентом.

Хранение ценных бумаг в депозитарии может осуществляться двумя способами: закрытым и открытым. В первом случае депозитарий обязуется принимать и исполнять поручения депонента в отношении любой конкретной ценной бумаги, учтенной на его счете «депо», при наличии у такой бумаги индивидуальных признаков (номер, серия, разряд). Открытый способ хранения ценных бумаг представляет собой способ регистрации прав на взаимозаменяемые ценные бумаги в депозитарии, при котором депонент может давать поручения депозитарии только по отношению к определенному количеству ценных бумаг, учтенных на его счете «депо», без указания их индивидуальных признаков.

Помимо хранения ценных бумаг депозитарий может выполнять следующие функции:

- организация обмена информацией, связанной с владением ценной бумагой, между эмитентом (держателем реестра) и депонентами (клиентами);
- получение доходов по ценным бумагам, хранящимся в депозитарии, с последующим их переводом на счета депонентов;
- учет обременения ценных бумаг депонентов (клиентов) обязательствами, а также их прекращения;
- ведение по договору с эмитентом реестров собственников ценных бумаг, за исключением ценных бумаг, по которым депозитарий выступает номинальным держателем;
- передача сертификатов ценных бумаг по поручению депонентов (клиентов) третьим лицам;
- проверка сертификатов ценных бумаг на подлинность и платежеспособность;
- клиринг по ценным бумагам (вычисление взаимных обязательств и требований по поставке (переводу) ценных бумаг участников операций с ценными бумагами);
- инкассация и перевозка ценных бумаг;
- изъятие из обращения сертификатов ценных бумаг в соответствии с условиями их обращения;

– регистрация сделок с ценными бумагами. Депозитарная и сопутствующая ей деятельность осуществляется только при

наличии лицензии на осуществление такой деятельности, полученной в Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам при Президенте Российской Федерации или уполномоченном ею органе (лицензирующем органе).

Пенсионные и другие подобные фонды создаются для обеспечения доходов людям, прекратившим свою трудовую деятельность, в течение которой они вносили туда деньги так же, как и их работодатели. Фонд куда-либо инвестирует эти средства, а потом или периодически выплачивает накопленные средства уволившемуся работнику, или предоставляет аннуитет. В период накопления поступающие средства налогами не облагаются, вкладчик платит налоги, когда деньги ему возвращаются. Коммерческие банки через свои трастовые отделы, страховые фирмы, а также федеральное правительство, местные администрации и некоторые другие нестраховые организации предлагают свои средства пенсионным фондам. Ввиду того что пассивы пенсионных организаций имеют долгосрочный характер, у фондов есть возможность инвестировать средства в долгосрочные ценные бумаги. Поэтому основная часть инвестиций приходится на корпоративные акции и облигации. Пенсионные фонды на самом деле являются крупнейшими среди институциональных инвесторов держателями корпоративных финансовых инструментов. Хотя наибольшей частью корпоративных ценных бумаг владеют физические лица, в последние годы наблюдалась чистая реализация таких ценных бумаг физическими лицами. А пенсионные и тому подобные фонды на настоящий момент являются основными покупателями ценных бумаг данного вида.

Фонды взаимного кредита тоже вкладывают значительные средства в корпоративные акции и облигации. Они принимают деньги от физических лиц и помещают их в активы специфических видов. Обычно подобный фонд связан с компанией, которая за некоторую плату управляет инвестициями. Каждое физическое лицо владеет определенной долей фонда, зависящей от размера его вклада. В любое время граждане могут продать свои акции, поскольку фонды обязаны их приобретать. Одни фонды помещают свои деньги в обыкновенные акции, другие специализируются на корпоративных облигациях, рыночных, денежных обязательствах, например, краткосрочных коммерческих векселях, выпускаемых корпорациями, или муниципальных ценных бумагах. Инвестиционная политика различных фондов значительно варьируется от политики получения стабильного дохода и обеспечения безопасности вкладчиков до крайне агрессивной погони за прибылью. В любом случае частное лицо получает диверсифицированный портфель инвестиций, управляемый профессионалами.

1.3. Финансовые инструменты

Существуют различные подходы к трактовке понятия «финансовый инструмент». В наиболее общем виде под финансовым инструментом понимается любой контракт, по которому происходит одновременное увеличение финансовых активов одного предприятия и финансовых обязательств другого предприятия.

Под термином «финансовые инструменты» понимаются различные формы краткосрочного и долгосрочного инвестирования, торговля которыми осуществляется на финансовых рынках. К ним относятся денежные средства, ценные бумаги, опционы, форвардные контракты, фьючерсы и свопы.

Финансовые инструменты подразделяются на первичные (денежные средства, ценные бумаги, кредиторская и дебиторская задолженность по текущим операциям) и вторичные, или производные (финансовые опционы, фьючерсы, форвардные контракты, процентные свопы, валютные свопы).

Ценные бумаги – это денежные документы, удостоверяющие права собственности или займа владельца документа по отношению к лицу, выпустившему такой документ (эмитенту) и несущему по нему обязательства. Из имеющих хождение на территории России ценных бумаг выделим следующие: акции, долговые ценные бумаги, финансовые фьючерсы, коммерческие бумаги (чеки, коносаменты, закладные, залоговые свидетельства и др.). Специфическим видом ценных бумаг, предназначенных для начального этапа процесса приватизации в России (чековой приватизации), были приватизационные чеки (ваучеры).

В соответствии с законодательством на территории России обращаются следующие виды ценных бумаг:

акции акционерных обществ – любые ценные бумаги, удостоверяющие право их владельца на долю в собственных средствах общества и получение дохода от его деятельности. Акции – финансовые вложения в собственный капитал предприятия с целью получения дополнительного дохода, складывающегося из суммы дивиденда и прироста капитала, вложенного в акции, вследствие роста их цены;

облигации – любые ценные бумаги, удостоверяющие отношения займа между их владельцем (кредитором) и лицом, выпустившим документ (должником);

государственные долговые обязательства – любые ценные бумаги, удостоверяющие отношения займа, в которых должником выступают государство, органы государственной власти или управления;

производные ценные бумаги – любые ценные бумаги, удостоверяющие право их владельца на покупку или продажу указанных выше ценных бумаг.

Долговые ценные бумаги представляют собой обязательства, размещенные эмитентами на фондовом рынке для заимствования денежных средств, необходимых для решения текущих и перспективных задач. К ним относятся облигации, депозитные и сберегательные сертификаты банков, государственные краткосрочные обязательства, краткосрочные банковские векселя, казначейские векселя и ноты, векселя, акцептованные банком, долговые сертификаты и др.

Наиболее распространенной формой долговых обязательств является облигация. Это ценная бумага, удостоверяющая внесение ее владельцем денежных средств и подтверждающая обязательство возместить ему номинальную стоимость этой ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с уплатой фиксированного процента, если иное не предусмотрено условиями выпуска.

Различают облигации внутренних государственных и местных займов и облигации хозяйствующего субъекта (акционерное общество, коммерческий банк и др.); первые выпус-

каются только на предъявителя, вторые могут эмитироваться как именные, так и на предъявителя.

Облигации внутреннего валютного займа Внешэкономбанка (вэбовки) появились 14 мая 1993, когда ВЭБ выдал их предприятиям, имевшим корреспондентские счета, сроком на 1, 3, 6, 10 и 15 лет. Номинал облигации – 1, 10, 100 тыс. долл. Ежегодный доход выплачивается в размере 3 % годовых. Вторичный рынок этих бумаг развит относительно слабо ввиду их невысокой доходности. Однако у этих бумаг есть одно выгодное отличие – они котируются на мировых фондовых рынках.

Жилищные сертификаты – одна из разновидностей облигаций с индексируемой номинальной стоимостью, удостоверяющая право их собственника на приобретение квартиры при условии приобретения пакета жилищных сертификатов или получение от эмитента по первому требованию индексированной номинальной стоимости жилищного сертификата. Номинал сертификата устанавливается в единицах от общей площади жилья (не менее 0,1 кв. м), а также в его денежном эквиваленте. В качестве эмитентов могут выступать банки, кредитные учреждения, товарные и фондовые биржи.

Депозитный сертификат представляет собой письменное свидетельство кредитного учреждения (банка-эмитента) о депонировании денежных средств, удостоверяющих право владельца на получение по истечении установленного срока суммы депозита и процентов по нему. Существуют различные виды сертификатов: на именные и на предъявителя; до востребования и срочные. Привлекательность ДС состоит в том, что он может быть передан другому лицу.

Сберегательный сертификат банка имеет тот же механизм действия, как и депозитный сертификат, но предназначен для физических лиц. Сертификат может выдаваться на определенный срок или до востребования. В случае досрочного возврата средств по срочному сертификату по инициативе его владельца выплачивается пониженный процент, величина которого указывается в договоре, заключаемом при вносе денег на хранение.

Вексель представляет собой безусловное письменное долговое обязательство векселедателя уплатить при наступлении срока обозначенную в векселе денежную сумму владельцу векселя (векселедержателю). Как долговое денежное обязательство вексель имеет четыре существенные особенности:

абстрактность, заключающуюся в том, что, возникнув как результат определенной сделки, вексель от нее обособляется и существует как самостоятельный документ;

беспорность, состоящую в том, что векселедержатель свободен от возражений, которые могут быть выдвинуты по отношению к другим участникам вексельного договора;

право протеста, позволяющее векселедержателю в случае, если должник не оплачивает вексель, совершить протест, т. е. на следующий день после истечения даты платежа официально удостоверить факт отказа от оплаты в нотариальной конторе по месту нахождения плательщика;

солидарную ответственность, состоящую в том, что при своевременном совершении протеста векселедержатель имеет право предъявить иск ко всем лицам, связанным с обращением этого векселя, и к каждому из них в отдельности, не будучи принужденным при этом соблюдать последовательность, в которой они обязались.

Векселя могут быть по предъявлению (срок платежа не указан, платеж совершается в момент предъявления векселя) и срочные (с указанием либо точной даты платежа, либо периода от момента составления векселя, по истечении которого он должен быть оплачен, либо периода от момента предъявления векселя, в течение которого он должен быть оплачен).

Различают векселя простые и переводные. В операции с простым векселем участвуют два лица: векселедатель, обязанный уплатить по векселю, и векселедержатель, имеющий

право на получение платежа. Переводной вексель (тратта) выписывается и подписывается кредитором (трассантом) и представляет собой приказ должнику (трассату) об уплате в указанный срок обозначенной в векселе суммы третьему лицу – первому держателю (ремитенту). Переводные векселя получили большее распространение на практике. Переводной вексель может быть передан одним держателем другому посредством специальной передаточной надписи – индоссамента, выполненной индоссантом на оборотной стороне векселя или при нехватке места для передаточных записей на дополнительном листе – аллонже. Посредством индоссамента вексель может циркулировать среди неограниченного круга лиц, превращаясь в средство погашения долговых требований.

Чтобы приказ трассанта имел силу, трассат должен подтвердить свое согласие произвести платеж в указанный в векселе срок. Такое согласие называется акцептом, оформляется надписью на лицевой стороне векселя («акцептован», «обязуюсь заплатить» и т. п.) и сопровождается подписью трассата. Наиболее ликвидными являются векселя, снабженные гарантией крупных банков в виде специальной надписи на векселе – авалья. Аваль может оформляться либо на лицевой стороне векселя, либо на дополнительном листе, либо в виде отдельного документа. Лицо, совершившее аваль, несет вместе с должником солидарную ответственность за оплату векселя.

Различают казначейские, банковские и коммерческие векселя. Казначейский вексель выпускается государством и представляет собой краткосрочное обязательство государства со сроком погашения три, шесть или двенадцать месяцев. Банковский вексель выпускается банком или объединением банков (эмиссионный синдикат). Доход владельца банковского векселя рассчитывается как разница между ценой погашения, равной номиналу, и ценой продажи, осуществляемой на условиях дисконта. Коммерческий вексель применяется для кредитования торговых операций. В сделке, как правило, используется переводной вексель, а в роли ремитента выступает банк. Процедура обращения трассанта в банк-ремитент с акцептованным векселем с целью получения взамен него денег называется учетом векселя. Сумма кредита, выдаваемая в этом случае банком трассанту, меньше суммы, указанной в векселе; эта разница и составляет доход банка.

Глава 2. ФОРМЫ И ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ

2.1. Эмиссия ценных бумаг

Открытое размещение ценных бумаг. Как правило, крупные компании мобилизуют средства, используя открытый рынок и в частном порядке. При открытом размещении ценные бумаги продают сотням, а зачастую и тысячам инвесторов по формализованным контрактам под контролем федеральных и муниципальных органов. Частное размещение, напротив, происходит среди ограниченного круга инвесторов, иногда это один инвестор, и регулируется гораздо меньшим числом предписаний. Примером такого размещения может служить заем, предоставляемый корпорации группой страховых компаний. Таким образом, эти два вида размещения ценных бумаг различаются в основном по числу инвесторов, принимающих участие в размещении, и количеству правил, регулирующих размещение.

Когда компания выпускает ценные бумаги в расчете на массового инвестора, она, как правило, пользуется услугами инвестиционного банка. Основная функция банка заключается в приобретении у компании ценных бумаг и последующей перепродаже их инвесторам. За проведение этих операций банк получает разницу между ценой, по которой он приобрел бумаги, и ценой, по которой он продал их инвесторам. Поскольку большая часть компаний редко выходит на открытый фондовый рынок, они не являются специалистами в области размещения ценных бумаг. С другой стороны, инвестиционные банки имеют специалистов, необходимые связи и контакты с организациями, специализирующимися на продаже ценных бумаг, – словом, все, что требуется для успешного осуществления их функций, т. е. сбыта инвесторам ценных бумаг. Так как для инвестиционных банков покупка у компаний ценных бумаг и продажа их инвесторам – основной вид деятельности, цена предоставляемых ими услуг ниже, чем у частных фирм.

Андеррайтинг (underwriting) – инвестиционный банк берет на себя бремя риска, связанного с реализацией ценных бумаг, оплачивая эмитенту всю стоимость выпуска. Бумаги размещает непосредственно андеррайтер (гарант) выпуска.

Инвестиционный банк или группа инвестиционных банков, приобретающая ценные бумаги, осуществляет андеррайтинг выпуска, оплачивая компании всю стоимость выпуска. В момент оплаты компания освобождается от риска, связанного с трудностями реализации бумаг. Если размещение выпуска идет плохо из-за неблагоприятной рыночной конъюнктуры или из-за того, что цены бумаг завышены, убытки несет уже не эмитент, а гарант.

Таким образом, инвестиционный банк страхует, или гарантирует компанию-эмитента от колебаний рыночной конъюнктуры на протяжении периода размещения.

Обычно инвестиционные банковские институты, при поддержке которых компании решают проблемы размещения ценных бумаг, несут бремя, связанное со спецификой операции риска, не в одиночку. Для того чтобы расплыть риск и добиться размещения ценных бумаг наилучшим образом, банк привлекает к участию в продаже выпуска другие инвестиционные банки. Банк, являющийся инициатором привлечения, обычно берет на себя функции управления и координации деятельности группы, а также большую часть обязательств по реализации ценных бумаг. Другие банки образуют синдикат, а их участие в сделке определяется их способностью продать инвесторам бумаги реализуемого выпуска. Традиционный андеррайтинг может осуществляться как на базе конкурентного размещения, так и на договорной основе. При конкурентном размещении компания-эмитент определяет почтовую

дату поступления предложений от инвестиционных банков, а конкурирующие синдикаты представляют в этот день свои предложения. Синдикат, условия которого наилучшим образом удовлетворяют требованиям компании, получает право на размещение выпуска. При выпуске на договорной основе компания-эмитент выбирает инвестиционный банк, а затем обговаривает с ним детали будущего соглашения. Они совместно устанавливают и стоимость ценной бумаги, и срок ее погашения. В зависимости от объема сделки инвестиционный банк может привлечь к участию в ней другие банки с целью разделить риск и работать для реализации бумаг. Во всех случаях принятие банком на себя бремени риска компенсируется получением дохода, равного разнице цен подписки и продажи ценных бумаг.

Компенсация инвестиционных банков. Чтобы проиллюстрировать получение компенсации инвестиционными банками, обратимся к конкретному примеру. На рис. 2.1 отражены особенности облигационного выпуска. Выпуск размещал синдикат, состоящий из восьми подписчиков во главе с инициатором размещения, банком Hendershott, Kane and Kaufman. Доля последнего в общем объеме размещения была наибольшей, 22,5 млн долл. Доли остальных банков варьировали от 15 млн долл. до 2 млн долл. На рисунке мы видим, что синдикат купил облигации компании по цене 74 156 250 долл. за выпуск, или 988,75 долл. за одну облигацию. В свою очередь, он установил продажную цену облигаций на уровне 997,50 долл. за одну облигацию, или 74 812 500 долл. за весь выпуск. Разница в 8,75 долл. в расчете на одну облигацию, или 656 250 долл. в общей стоимости выпуска, представляет собой комиссионное вознаграждение синдиката за принятие на себя риска и всех остальных расходов по размещению выпуска.

дения банка-менеджера распределяется между остальными банками в зависимости от степени их участия в операции.

Следует заметить, что объем прибыли на каждого взятого в отдельности члена синдиката невелик, как и вознаграждение банка-менеджера. В нашем примере он составляет менее 2 долл. на одну облигацию.

Что касается риска, связанного с андеррайтингом, каждый член синдиката несет ответственность за свою долю нерезализованных ценных бумаг вне зависимости от того, сколько ценных бумаг продал каждый его член. Например, если доля члена синдиката в предложении бумаг составляет 20 % общего количества в 40 000 облигаций, то в случае, когда на срок окончания действия синдиката остаются непроданными 10 000 акций, этот член несет ответственность за остаток в 2000 облигаций. Степень его ответственности не зависит от числа облигаций, проданных данным банком ранее.

Основной доход инвестиционный банк – член синдиката получает от продажи ценных бумаг инвесторам. Как мы уже упоминали, инвестиционные банки объединяются в синдикаты, а доля их участия в операции по размещению зависит главным образом от способности банка размещать ценные бумаги эмитента. За выполнение этой функции банк получает комиссионное вознаграждение.

Например, при размещении ценных бумаг коммунальной службы Северной Каролины комиссионное вознаграждение составляло 5 долл. в расчете на одну облигацию, или 57 % общей разницы цен предложения и размещения облигаций, равной 8,75 долл. Последним звеном в цепи размещения может быть как член синдиката, так и опытный сторонний дилер. Однако на полное комиссионное вознаграждение может рассчитывать только член синдиката. Сторонний дилер вынужден перекупать облигации у члена синдиката, и поэтому он может рассчитывать лишь на дилерское вознаграждение, которое уступает по величине полному. В нашем примере вознаграждение стороннего дилера составляло 2,50 долл. за облигацию при полном комиссионном вознаграждении, равном 5,00 долл.

Размещение, когда банк прилагает максимальные усилия (*best efforts offering*), – размещение ценных бумаг, при котором инвестиционный банк берет на себя обязательство приложить все усилия для продажи максимально возможного числа бумаг нового выпуска. Гарантия продажи, имеющая место в случае андеррайтинга, отсутствует.

Вместо андеррайтинга нового выпуска ценных бумаг инвестиционные банки могут взяться за продажу выпуска на условиях приложения максимальных усилий для его размещения. При заключении такого соглашения инвестиционный банк обязуется продать столько ценных бумаг, сколько он сможет при заданной цене. Он не несет финансовой ответственности за нерезализованные ценные бумаги. Другими словами, инвестиционный банк не подвергается никакому риску. Часто инвестиционные банки не идут на гарантию выпуска ценных бумаг небольших компаний со средним технологическим уровнем производства. Для таких компаний размещение бумаг на условиях приложения максимальных усилий может оказаться единственной альтернативой.

Создание рынка. Иногда банк-андеррайтер (гарант) выпуска после его размещения создает для новых бумаг вторичный рынок. С точки зрения инвесторов, при первом публичном размещении новых бумаг создание вторичного рынка является очень важным аспектом. В процессе создания рынка гарант контролирует число обращающихся бумаг, проводит котировки цен предложения и спроса на них и всегда готов к тому, чтобы купить и продать бумаги по этим ценам. Эти котировки базируются на основных параметрах спроса и предложения этих бумаг. При наличии вторичного рынка, на котором можно свободно купить или продать новую бумагу, последняя становится намного более привлекательной для инвестора, поскольку она в этом случае ликвидна; в конечном счете это повышает эффективность первичного размещения бумаги.

Привилегированная подписка (privileged subscription) – продажа фирмой ценных бумаг своим акционерам. Известна также как право приобретения акций на льготных условиях.

Вместо того чтобы распространять очередной выпуск своих ценных бумаг среди новых инвесторов, многие фирмы сначала предлагают приобрести эти бумаги своим акционерам посредством привилегированной подписки. Такое размещение называют еще приобретением бумаг на льготных условиях. Часто согласно уставу корпорации требуется, чтобы новый выпуск обыкновенных акций или ценных бумаг, конвертируемых в обыкновенные акции, предлагался в первую очередь акционерам, поскольку они обладают преимущественным правом на покупку новых ценных бумаг.

Преимущественное право (preemptive right) – предоставленное акционерам право на покупку новых выпусков ценных бумаг, конвертируемых в обычные акции корпорации с целью сохранения их относительной доли в стоимости компании.

Согласно преимущественному праву акционеры компании имеют возможность сохранить свою долю в стоимости компании. Если корпорация проводит дополнительные выпуски обыкновенных акций, то акционерам предоставляется внеочередное право подписки на эти акции для того, чтобы сохранить пропорциональное соотношение величин их пакетов акций компании. Допустим, вы владеете 100 акциями корпорации, принимающей решение об осуществлении нового размещения акций с целью увеличить их число на 10 %. Если вы обладаете преимущественным правом, компания должна предоставить вам возможность приобрести еще 10 акций с тем, чтобы вы могли сохранить принадлежащую вам долю стоимости компании.

Частное размещение. Помимо реализации ценных бумаг по открытой подписке или распределения их среди своих акционеров по привилегированной подписке, компания может продать весь выпуск одному институциональному инвестору или небольшой группе таких инвесторов. Эта разновидность размещения ценных бумаг известна как частное, или прямое размещение, т. е. компания ведет непосредственно с инвестором переговоры об условиях продажи, не прибегая к услугам гаранта. В дальнейшем мы сосредоточимся на рассмотрении частного размещения долговых обязательств. Финансирование собственного капитала при участии владельцев венчурного капитала будет обсуждаться позднее.

Одним из наиболее часто упоминаемых достоинств частного размещения является быстрота выполнения сторонами их обязательств. Открытое размещение должно быть зарегистрировано, для этого необходимо подготовить и отпечатать документы, кроме того, ведутся длительные переговоры; все это требует времени. К тому же при размещении выпуска по открытой подписке всегда присутствует риск, связанный со временем размещения. При частном размещении условия могут быть приведены в соответствие с потребностями заемщика, а финансирование может быть осуществлено очень быстро.

Так как частное размещение долговых обязательств регулируется договором с инвестором, время размещения не является критической проблемой. Тот факт, что в соглашении участвует только один инвестор или небольшая их группа, может оказаться привлекательным и в том случае, когда необходимо изменить условия размещения. Вести дела с одним инвестором намного проще, чем с большой группой. В этом отношении один из возможных недостатков частного размещения – в том, что одиночный инвестор может намного детальнее контролировать деятельность компании, чем доверенное лицо при размещении по открытой подписке.

Еще одно достоинство частного размещения долговых обязательств – сам факт предоставления займа не всякий раз свершается сразу после заключения соглашения. Компания может заключить соглашение и получить таким образом фиксированный заем на определенный период. За полученный невозобновляемый кредит заемщик платит определенную комиссию. Такие соглашения обеспечивают компании определенную гибкость в отноше-

нии времени фактического получения кредита: она берет заем только тогда, когда возникает потребность в средствах. Кроме того, так как частное размещение не подлежит обязательной регистрации, компания избегает нежелательной огласки некоторой информации, касающейся ее деятельности, открытое предоставление которой входит в число требований, предъявляемых к компании.

Частные размещения дают возможность средним, а иногда и мелким компаниям продать облигации, которые они не могут распространить на открытом рынке из-за очень больших издержек размещения. Если такая компания достаточно надежна, институциональные инвесторы охотно вкладывают капитал в ее облигации.

Издержки выпуска. При сравнении частного размещения и размещения на открытом рынке необходимо рассмотреть 2 вида затрат: первоначальные (стартовые) издержки и затраты на выплату процентов. Поскольку при частном размещении переговоры, как правило, ведутся непосредственно между заемщиком и займодавцем, в этом случае отсутствуют разного рода издержки реализации и гарантийные издержки, за исключением затрат на оплату услуг инвестиционного банка, с которым компания обычно консультируется по поводу планирования и проведения эмиссии. Несмотря на наличие этого вида издержек, суммарные первоначальные издержки при частном размещении значительно ниже, чем при размещении на открытом рынке.

Вторым видом издержек при частном размещении являются затраты на выплату процентов. Отдельные исследования показывают, что доход, который приносят кредиторам частные размещения, выше, чем их доход от размещения на открытом рынке. В дополнение к выплате процентов институциональные инвесторы иногда требуют от компании ввести дополнительные условия выпуска, повышающие привлекательность этих обязательств, например, акционерных warrants. Хотя точные издержки выпуска такого warrants измерить довольно трудно, они, несомненно, являются заметной прибавкой к общей сумме издержек частного размещения. При эмиссии компанией долгосрочных обязательств общие издержки частного размещения, по-видимому, несколько превышают издержки открытого предложения обязательств (первоначальные плюс издержки по выплате процентов). Более того, разница в объеме издержек может со временем изменяться вместе с изменением процентных ставок. На практике превышение общих затрат на частное размещение издержек публичного размещения должно быть сбалансировано субъективной и объективной ценностью для компании тех достоинств частного размещения, о которых мы говорили выше.

Информационный эффект. Объявление компанией эмиссии ценных бумаг может оказать значительное информационное воздействие, вызывающее определенную реакцию у рынка. Отсеив случайные колебания рынка, ученые обнаружили, что существует негативная ценовая реакция рынка на эмиссию акций или конвертируемых в акции ценных бумаг. Объявления о прямом займе и о выпуске привилегированных акций не вызывают сколь угодно значительного отклонения в рыночных котировках. Типичная реакция на выпуск акций изображена на рис. 2.2, где по горизонтали отложены дни, непосредственно предшествовавшие эмиссии и следовавшие за ней, а по вертикали – средняя общая доходность акций после устранения влияния других факторов, определяющих общие тенденции рыночной динамики. Как видно из рисунка, в период, непосредственно предшествовавший объявлению об эмиссии и следовавший за ним, наблюдается отчетливая тенденция к снижению рыночной стоимости акций, в количественном выражении составляющая 3 %.

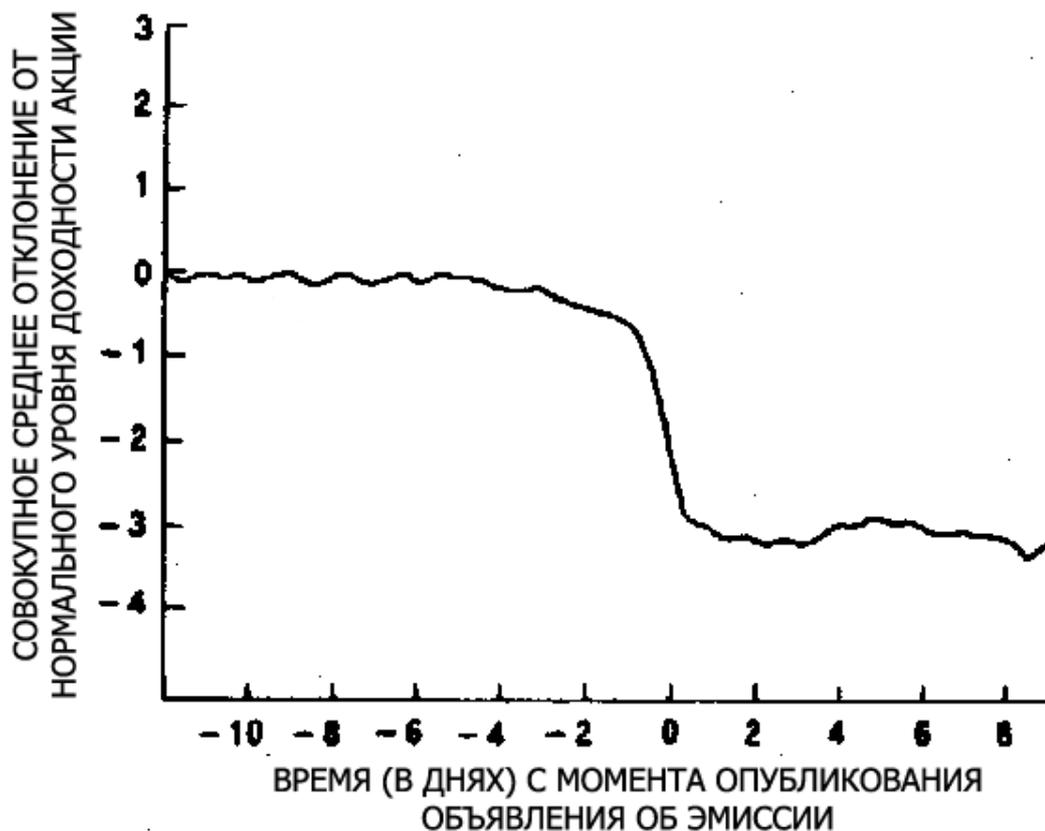


Рис. 2.2. Взаимосвязь между доходностью акции и объявлением об эмиссии

Существует несколько возможностей объяснения этого феномена. С одной стороны, объявление об эмиссии может дать нам некоторую информацию, связанную с изменением в будущем движения средств компании. Когда компания объявляет о выпуске ценных бумаг, это может означать, что данные средства пойдут на инвестиции в активы или сокращение задолженности, на выкуп акций или увеличение дивидендов, а может быть, и на восполнение текущего недопоступления средств. Если потребность в наличности компании есть следствие недостатка текущих средств, это плохая новость для акционеров, и, соответственно, в результате может пострадать цена акций компании на рынке.

Вторым аспектом информационного влияния объявления об эмиссии на рынок является асимметричность информации, доступной руководству компании, с одной стороны, и инвесторам – с другой. Суть в том, что потенциальные инвесторы средств в ценные бумаги имеют меньше информации, чем руководство компании, а руководство стремится провести эмиссию ценных бумаг в тот момент, когда оценка их стоимости рынком будет выше, чем его собственная оценка.

2.1.1. Эмиссия акций

Существуют различные методы привлечения средств инвесторов для организации или расширения деятельности предприятия. В условиях рыночной экономики основным из них является эмиссия долговых и долевых ценных бумаг. Выпуск ценных бумаг в обращение (эмиссия) осуществляется:

– при учреждении акционерного общества и продаже акций его учредителям (владельцам);

- при увеличении размеров первоначального уставного капитала путем дополнительного выпуска акций;
- при привлечении заемного капитала путем выпуска облигаций хозяйствующего субъекта.

В мировой практике известны различные способы выпуска акций. Коротко охарактеризуем основные из них.

Наиболее распространенным методом эмиссии является размещение акций через инвестиционные институты, которые покупают весь выпуск и затем продают его по фиксированной цене физическим и юридическим лицам (Offer for Sale Method). Именно этот метод применяется чаще всего, когда происходит приватизация предприятия.

Следующий способ – продажа непосредственно инвесторам по подписке – отличается от предыдущего тем, что промежуточная продажа всего выпуска акций инвестиционному институту не производится (Offer by Subscription Method или Public Issue by Prospectus Method). Компания, распространяющая свои акции, в этом случае полагается на собственные силы – готовит хороший проспект, проводит широкую рекламу и т. п. Считается, что только процветающие компании с хорошей репутацией могут позволить себе этот метод.

Еще один распространенный способ – тендерная продажа (Issue by Tender Method). В этом случае один из нескольких инвестиционных институтов покупает у заемщика весь выпуск по фиксированной цене и затем устраивает торг (аукцион), по результатам которого устанавливают оптимальную цену акции. Рассмотрим простейший пример.

При небольших выпусках акций наиболее популярным является метод размещения акций брокером у небольшого числа клиентов (Placing Method). В этом случае снижаются расходы заемщика по размещению акций (например, нет расходов, связанных с подпиской на акции). Как правило, величина капитала, привлекаемого таким образом, ограничивается; если компания намерена выпустить акций на большую сумму, она должна пользоваться другими методами.

Согласно российскому законодательству, эмиссия ценных бумаг может осуществляться одним из двух способов:

- а) частное размещение без публичного объявления и проведения рекламной кампании среди заранее известного ограниченного числа инвесторов (до 100 включительно) во все время обращения данных ценных бумаг или на сумму не более 50 млн руб.;
- б) открытая продажа с публикацией и регистрацией проспекта эмиссии среди потенциально неограниченного числа инвесторов или на сумму более 50 млн руб.

2.1.2. Эмиссия облигаций

Виды облигаций и их рейтинг. При необходимости привлечения значительных денежных ресурсов (для финансирования крупных проектов, покрытия текущих расходов и т. д.) государство, муниципалитеты, банки и другие финансовые институты, а также отдельные компании или их объединения часто прибегают к выпуску и продаже облигаций. Под облигацией понимается ценная бумага, свидетельствующая о том, что ее держатель предоставил заем эмитенту этой бумаги. Облигация обеспечивает ее владельцу некоторый доход – в большинстве случаев он регулярно получает проценты (по купонам) и в конце срока выкупную цену.

Облигации (bonds) являются наиболее распространенным видом ценных бумаг с фиксированным доходом (fixed income securities).

Основные параметры облигации: номинальная цена, или номинал (face value), выкупная цена (redemption value) или правило ее определения, если она отличается от номинала, дата погашения (date of maturity), норма доходности, или купонная процентная ставка

(coupon rate), даты выплат процентов и дата погашения. В современной практике выкуп по номиналу является преобладающим. Выплаты процентов обычно производятся ежегодно, по полугодиям или поквартально.

Виды облигаций. В практике применяются облигации различных видов. Отсутствие в России достаточного опыта выпуска облигаций не позволяет привести развернутую их классификацию. Что касается зарубежных облигаций, то для них можно предложить классификацию по следующим признакам.

а. По методу обеспечения:

– государственные и муниципальные облигации, выплаты по которым обеспечиваются гарантиями государства или муниципалитета;

– облигации частных корпораций (corporate bonds), которые обеспечиваются залогом имущества, передачей прав на недвижимость, доходами от различных программ и проектов;

– облигации частных корпораций без специального обеспечения (corporate debentures).

б. По сроку:

– с фиксированной датой погашения (term bonds);

– без указания даты погашения, или бессрочные (perpetuities), точнее, эмитент не связывает себя конкретным сроком, соответственно, облигации могут быть выкуплены в любой момент. Примерами таких облигаций могут служить консоли в Великобритании (выпущены во время войны с Наполеоном), французская рента.

в. По способу погашения номинала (выкупа облигации):

– разовым платежом (bullet bonds);

– распределенными во времени погашениями оговоренной доли номинала;

– последовательным погашением доли общего количества облигаций: соответствующие облигации называются серийными (serial bonds); часто этот метод погашения осуществляется с помощью лотерей (лотерейные или тиражные займы).

г. По методу выплаты дохода:

– выплачиваются только проценты, срок выкупа не оговаривается (см. бессрочные облигации);

– выплата процентов не предусматривается; так называемые облигации с нулевым купоном (zero coupon bonds);

– проценты выплачиваются вместе с номиналом в конце срока, например, в США это сберегательные облигации серии EE (saving bonds series EE);

– периодически выплачиваются проценты, а в конце срока – номинал или выкупная цена; этот вид облигаций является преобладающим.

Частные корпорации иногда выпускают облигации с «плавающей» процентной ставкой, уровень которой ставится в зависимость от каких-либо внешних условий.

Облигации являются важным объектом долгосрочных инвестиций. С момента их эмиссии и до погашения они продаются и покупаются на кредитно-денежном рынке по рыночным ценам. Рыночная цена в момент выпуска может быть равна номиналу (at par), ниже номинала, или с дисконтом (discount bond), и выше номинала, или с премией (premium bond). Нетрудно догадаться, что премия – «переплата» за будущие высокие доходы, а дисконт – скидка, связанная с низкими доходами от облигации.

Различают два вида рыночных цен. Облигации реализуются по так называемой грязной, или полной, цене (dirty, full, gross price), которая включает не только собственно цену облигации, но и сумму процентов за период после последней их выплаты и до момента продажи (accrued interest). Рыночная цена за вычетом суммы начисленных процентов называется чистой (clean, flat price). Во всех приведенных в главе расчетах фигурирует именно эта цена.

Определенное значение имеет наличие оговорки о запрете досрочного выкупа облигации эмитентом (call protection). Наличие права досрочного выкупа снижает качество облигации, так как повышает степень неопределенности для инвестора. Более того, в случаях, когда облигация куплена с премией, досрочный ее выкуп заметно сокращает доходность инвестиции.

Поскольку номиналы у разных облигаций существенно различаются между собой (например, в США облигации выпускаются с номиналами от 25 до 100 000 долл.), то часто возникает необходимость в сопоставимом измерителе рыночных цен. Таким показателем является курс (quote, quoted price). Под курсом понимают цену одной облигации в расчете на 100 денежных единиц номинала.

$$K = P / N (\%),$$

где K – курс облигации; P – рыночная цена; N – номинал облигации.

Например, если облигация с номиналом 10 000 руб. продается за 9700 руб., то ее курс составит 97.

Доход от облигации состоит из двух основных слагаемых:

- периодически получаемых по купонам процентов;
- разности между номиналом и ценой приобретения облигации (capital gain), если последняя меньше номинала; разумеется, если облигация куплена с премией, то эта разность отрицательна (capital loss), что, естественно, сокращает общий доход.

Облигации по степени надежности выплат процентов и номинала относят к одной из девяти категорий; для этого применяются обозначения AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, или – Aaa, Aa и т. д. Наивысшими по качеству являются облигации AAA (Aaa).

Доходность облигаций. Доходность облигаций характеризуется несколькими показателями. Различают купонную (coupon rate), текущую (current, running yield) и полную доходность (yield to maturity, redemption yield, yield).

Купонная доходность определена при выпуске облигации и, следовательно, нет необходимости ее рассчитывать. Текущая доходность характеризует отношение поступлений по купонам к цене приобретения облигации. Этот параметр не учитывает второй источник дохода – получение номинала или выкупной цены в конце срока. Поэтому он непригоден при сравнении доходности разных видов облигаций. Достаточно отметить, что у облигаций с нулевым купоном текущая доходность равна нулю. В то же время они могут быть весьма доходными, если учитывать весь срок их «жизни».

Эмиссия облигаций. Облигации выпускаются именные или на предъявителя (купонные), процентные или беспроцентные (целевые под товар или услуги), свободно обращающиеся или с ограниченным кругом обращения. Принадлежность именной облигации конкретному владельцу, а также ее передача или отчуждение другим способом подлежат регистрации. Как правило, эти функции выполняет уполномоченный агент эмитента, чаще всего – коммерческий банк. Владельцы именных облигаций получают сертификат – документ, свидетельствующий о праве лица на обладание указанными в нем долговыми обязательствами. Специальный учет облигаций на предъявителя не ведется.

Бланк облигации содержит следующие основные реквизиты:

наименование ценной бумаги – «облигация»; наименование эмитента; вид облигации; номинальную цену; дату выпуска; имя держателя (для именных облигаций); срок погашения; уровень и условия выплаты процента (для процентных облигаций); наименование товара или услуги, под которые выпущена облигация (для беспроцентных облигаций), подпись уполномоченного лица.

В отличие от акций, облигации хозяйствующих субъектов не дают их владельцам права на участие в управлении акционерным обществом, но тем не менее являются привлекательным средством вложения временно свободных средств. Это обусловливается несколькими обстоятельствами.

Во-первых, в отличие от акций, облигации приносят гарантированный доход.

Во-вторых, облигации принадлежат к группе легко реализуемых активов и при необходимости легко превращаются в наличные денежные средства.

В-третьих, выплата процентов по облигациям акционерного общества производится в первоочередном порядке, т. е. до начисления дивидендов по акциям; в случае ликвидации общества держатели облигаций также имеют преимущественное право перед акционерами.

В-четвертых, инвестирование средств в государственные облигации дает определенные налоговые льготы (доход по этим ценным бумагам не облагается налогом, налог на операции с государственными облигациями взимается в уменьшенном размере, облигации можно использовать в качестве залога при получении кредита и др.).

Доход по процентным облигациям выплачивается путем оплаты купонов к облигациям. Выплата может осуществляться ежегодно либо единовременно при погашении займа путем начисления процентов к номинальной стоимости. Купон – часть облигационного сертификата, которая при отделении от сертификата дает владельцу право на получение процента (дохода), размер и дата получения которого обозначены на купоне. По облигациям целевых займов проценты не выплачиваются, а ее владелец получает право на приобретение соответствующих товаров или услуг, под которые выпущены займы.

Долговое финансирование или выпуск акций? Самое принципиальное решение о привлечении финансирования, которое должно принять предприятие – это то, на какой основе оно хочет привлечь финансирование: на долговой (кредиты, облигации), долевой (акции) или использовать некую гибридную форму.

На выбор решения о привлечении финансирования на долевой или на долговой основе влияют следующие факторы:

1. Уровень процентных ставок. От того, какие в данный момент процентные ставки на финансовом рынке, зависит то, на каких условиях предприятие сможет привлечь долговое финансирование. Естественно, привлечение долгового финансирования выглядит привлекательнее при низких процентных ставках.

2. Текущее состояние рынка акций. При благоприятной конъюнктуре рынка акций предприятие может разместить свои акции по более высоким ценам, чем в периоды спада фондового рынка. Теоретически уровень цен на акции также увязан с уровнем процентных ставок в экономике, поскольку чем выше процентные ставки, тем ниже оценивают инвесторы будущие доходы по акциям и тем ниже должны быть цены акций. Однако на практике эта взаимосвязь может быть не столь прямолинейной. Поэтому в какие-то моменты выпуск облигаций может становиться сравнительно более привлекательным, чем выпуск акций, и наоборот.

3. Круг инвесторов, которых хочет привлечь предприятие. В определенных случаях для предприятия безразлично, кто будет источником привлеченных средств. В других ситуациях это не так. Например, предприятие может разместить облигационный заем среди широкого круга инвесторов или осуществить эмиссию крупного пакета акций и целиком продать его крупному, «стратегическому» инвестору. Во втором случае предприятию, возможно, будет легче привлечь дополнительные ресурсы за счет этого же инвестора. С другой стороны, в этом случае владельцам предприятия необходимо смириться с полной или частичной утратой контроля.

Конвертируемые облигации. Большой интерес для российских предприятий может представлять выпуск конвертируемых облигаций, поскольку в определенных случаях это

позволяет использовать положительные стороны как долевого, так и долгового финансирования. Это обуславливается тем, что подавляющее большинство участников фондового рынка убеждено в долгосрочной повышательной тенденции цен российских акций. Но риски, ассоциируемые с инвестированием в акции, неприемлемы для большинства инвесторов. А выпуск конвертируемых облигаций позволяет этих рисков избежать. Кроме того, как уже отмечалось, повышенный спрос на конвертируемые облигации со стороны инвесторов может быть связан с практическим отсутствием в стране рынка производных ценных бумаг (рынка опционов в стране не существует).

Как мы уже отмечали, под понятием «конвертируемая облигация» в России обычно понимается достаточно специфический вид таких облигаций, который предусматривает обязательную конвертацию и не предусматривает купонных выплат. Однако выпуск таких облигаций фактически является вариантом выпуска акций с отсроченной поставкой. Очевидно, перспективен может быть именно выпуск традиционных конвертируемых облигаций, привлекательность которых для инвестора обуславливается именно наличием опциона, т. е. права выбора – осуществлять или не осуществлять конвертацию.

Положительные стороны выпуска конвертируемых облигаций для эмитента:

1. Фиксация минимальной цены, по которой будет произведено размещение акций. Таким образом, предприятие имеет возможность установить минимальную цену, ниже которой оно акции размещать не будет.

2. Снижение процентных платежей по облигациям. Выпуск конвертируемых облигаций может быть интересен для следующих предприятий:

1. Акции предприятия торгуются в торговых системах и имеют признанную котировку.

2. Существует достаточно большое число инвесторов, интересующихся приобретением акций предприятия. Если в настоящее время спрос на акции обусловлен действиями 1 – 2 инвесторов, желающих купить акции по сравнительно низким ценам, то выпуск конвертируемых акций вряд ли будет востребован рынком.

3. Существуют основания предполагать возможность роста акций до уровня цен, делающих конвертацию выгодной для инвесторов. В противном случае инвесторы будут рассматривать данную ценную бумагу как обыкновенную облигацию и требовать соответствующую процентную ставку.

Однако при выпуске конвертируемых облигаций предприятие должно иметь в виду, что при существенном росте цен на акции предприятию придется реализовать акции по цене, которая будет значительно меньше рыночной.

Облигации или банковский кредит? Вплоть до настоящего времени банковские кредиты были фактически основным источником долгового финансирования для российских предприятий. Банковский кредит имеет ряд преимуществ:

1. Сравнительная простота технологии получения.

2. Возможность получения кредита по схеме, учитывающей конкретные потребности предприятия. Например, предприятие может подписать с банком договор о предоставлении кредитной линии в определенных пределах, однако при этом предприятие реально будет занимать деньги только по мере необходимости.

Однако и выпуск облигаций имеет ряд потенциальных преимуществ. Не все эти преимущества реально актуальны для российских предприятий, тем не менее укажем основные достоинства выпуска облигаций:

1. Облигационные займы обычно дешевле банковских кредитов.

2. Выпуск облигационных займов может позволить предприятию привлечь значительно большие ресурсы.

В настоящее время, как уже указывалось, российские банки практически не располагают значительными кредитными ресурсами. Однако для крупных надежных предприятий,

особенно имеющих в составе акционеров иностранных инвесторов, целесообразным может быть получение кредита в иностранном банке. Тем не менее облигационный заем дает предприятию перспективу иметь в будущем сравнительно дешевый и существенный источник заемных средств.

Вывод: кому, когда и зачем выпускать облигации. Говоря о выпуске облигаций, необходимо повториться, что облигации могут выпускаться далеко не всеми предприятиями. Повторим, каким критериям должны удовлетворять предприятия, желающие провести размещение облигационных займов на российском рынке:

1. Выпуск облигации целесообразен при привлечении достаточно больших объемов финансирования. Публичный выпуск облигаций сопряжен с расходами на уровне минимум 15 тыс. долл. + 2 – 3 % от объема выпуска. Поэтому минимальная сумма, которую есть смысл привлекать посредством выпуска облигаций, составляет не менее 1 – 2 млн долл. Выпуск облигаций, таким образом, может рассматриваться только крупными предприятиями.

2. Эмитент облигаций (при их публичном размещении) должен быть прибыльным в настоящий момент (по крайней мере, не убыточным) предприятием. Кроме того, предприятие должно иметь высокую составляющую «живых» денег в своих поступлениях. В настоящее время инвесторы как никогда заинтересованы в надежности, и предприятие действительно должно иметь показатели, однозначно указывающие на то, что при любом варианте развития событий оно сможет погасить свои облигации. В противном случае облигации просто не будут приобретаться инвесторами.

3. Эмитент облигаций должен иметь конкретную инвестиционную программу, на реализацию которой планируется направить привлеченные средства. Инвесторы будут требовать реального проекта, под который выпускаются облигации.

4. Эмитент облигаций, желательно, должен быть достаточно хорошо известным широкому кругу потенциальных инвесторов.

Если предприятие этим критериям удовлетворяет, есть смысл рассматривать облигации как вариант привлечения средств. Однако это еще не означает, что данный вариант является оптимальным. Напомним основные преимущества облигаций перед альтернативными вариантами:

1. Облигации дают возможность привлечь средства по более низкой ставке процента, чем банковский кредит.

2. Выпуск облигаций не связан с опасностью частичной или полной утраты контроля над предприятием, как при выпуске обыкновенных акций.

Но выпуск облигаций имеет и ряд недостатков:

1. Выпуск облигаций сопряжен с большими накладными расходами, чем получение банковского кредита.

2. При публичном размещении облигаций у предприятия появляется много кредиторов. При возникновении сложностей договориться с ними гораздо сложнее, чем с одним банком, в котором взят кредит.

3. По сравнению с акциями заемные средства имеют один, но существенный недостаток: их необходимо возвращать. Как гласит народная мудрость, «в долг берут чужие и на время, а возвращают свои и навсегда...»

Дать какую-то четкую, однозначную рекомендацию, когда есть смысл проводить выпуск облигаций, практически не представляется возможным. Можно лишь указать общие соображения, которые свидетельствуют в пользу выпуска облигаций:

Выпуск облигаций обычно применяется для финансирования достаточно крупных, долгосрочных инвестиционных программ, сопряженных с низким или умеренным уровнем риска.

Если говорить о конкретных российских условиях, то выпуск облигаций есть смысл применять для привлечения финансирования в размере от 1 – 2 млн долл. в целях реализации инвестиционных программ на срок до 3 – 5 лет, сопряженных с низким или умеренным уровнем риска.

Для российских предприятий в настоящее время выпуск облигаций может представлять интерес не столько как источник быстрого получения сравнительно дешевых заемных средств, сколько как перспектива получить такой источник в будущем. Первый выпуск облигаций может и не дать предприятию ощутимой экономии по сравнению с получением банковского кредита. Однако выпуск облигаций сейчас даст возможность предприятию в будущем действительно привлекать средства дешевле и в большем объеме, чем через банки. То есть само решение осуществить выпуск облигаций может рассматриваться как своеобразная инвестиция.

Еврооблигации: pro amp; contra. Ряд российских предприятий в 1997 – начале 1998 г. прибегал к выпуску облигаций на международном финансовом рынке (еврооблигаций). Тому был ряд причин и, прежде всего, значительно более низкие процентные ставки, которые были в тот момент на рынке еврооблигаций по сравнению с процентными ставками на внутреннем финансовом рынке. Какие факторы могут быть приведены в пользу выпуска еврооблигаций:

1. Возможность при определенных условиях привлечь финансирование под более низкий процент.

2. Возможность привлечь значительный объем средств, измеряющийся сотнями миллионов долларов.

3. Возможность привлечь средства в различных иностранных валютах. Как уже упоминалось, на рынке еврооблигаций обращаются облигации, номинированные в различных денежных единицах, как часто используемых (USD, DEM, JPY, GBP), так и сравнительно «экзотических» (например, существуют еврооблигации, номинированные в чешских кронах, польских злотых и др.).

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

1. Выпуск еврооблигаций сопряжен с достаточно большими затратами, и размер выпуска, начиная с которого он становится целесообразен, составляет не менее 50 – 100 млн долл.

2. Для того чтобы компания могла выпускать облигации, у нее обычно должен быть кредитный рейтинг от одного, а желательно нескольких рейтинговых агентств. При этом в большинстве случаев кредитный рейтинг компании не может превышать кредитного рейтинга государства, в котором эта компания находится. Размещение облигаций без рейтинга возможно, но ценообразование на облигации частного заемщика обычно происходит на базе процентных ставок, сложившихся по облигациям суверенного эмитента, т. е. в любом случае процентные ставки, на которые может рассчитывать компания, зависят от уровня доходности по государственным облигациям.

3. В продолжение п. 2 можно указать, что заемщики из стран с высоким политическим риском, даже являющиеся исключительно надежными предприятиями, имеют проблемы с тем, чтобы убедить в своей надежности инвесторов. Это связано с уже упоминавшейся проблемой «асимметричной информации».

Выбор параметров облигаций при их размещении на российском рынке.

К параметрам облигаций относятся срок обращения, форма выпуска (дисконтная/купонная, именная/предъявительская и т. д.) и процентная ставка. При выпуске ценных бумаг предприятие сталкивается с тем, что может существовать определенное несоответствие между параметрами, устраивающими предприятие, и требованиями инвесторов. Например, инвестиционная программа предприятия может быть рассчитана на 5 лет, а раз-

местить облигации в настоящее время на срок более 3 лет может быть достаточно сложно. Предприятие может быть заинтересовано в выпуске дисконтных облигаций, но инвесторы предпочитают получать купонный доход. В реальности предприятие в определенной степени подстраивается под рынок, поэтому перед выбором параметров облигации необходимо оценить, какие облигации будут пользоваться наибольшим спросом инвесторов. Как уже отмечалось в ч. 2, наибольшие перспективы в России имеют облигации со следующими параметрами:

1. Именные бездокументарные облигации.

2. Имеющие переменную ставку купона и привязку номинала облигации к валютному эквиваленту или к постоянным ценам (индексирование с учетом инфляции).

3. Облигации с put-опционом, дающие инвестору право продать их по номинальной стоимости в определенные моменты времени.

Срок обращения облигаций. При выборе срока, на который размещаются облигации, предприятие обычно находится перед дилеммой: размещать облигации на короткий срок под меньший процент и нести больший риск или размещать облигации на более длительный срок, что повышает процентную ставку, но уменьшает риск. Как было рассмотрено ранее, на выбор срока размещения облигаций оказывают влияние следующие факторы:

1. Разница в доходности краткосрочных и долгосрочных облигаций;

2. Кредитный рейтинг фирмы;

3. Размер фирмы;

4. Перспективы развития фирмы. Предприятие в определенной степени ограничено в предельных сроках

заимствований тем, какие по сроку облигации уже обращаются на рынке. Если на рынке отсутствуют облигации такого длительного срока, который нужен предприятию, то разместить облигации будет очень трудно, если только предприятие не обладает исключительно высоким кредитным рейтингом. Это особенно актуально в российских условиях, поскольку в данный момент рынок среднесрочных и долгосрочных облигаций фактически отсутствует. Отсюда можно сделать вывод, что российским предприятиям целесообразно размещать краткосрочные облигации.

Однако такая стратегия имеет свои, и весьма существенные, недостатки. В условиях низкого развития рынка корпоративных облигаций есть основания полагать, что издержки размещения облигаций и издержки рефинансирования будут достаточно велики. Это делает краткосрочные облигации менее привлекательными.

Выход из этой ситуации может быть найден в том, чтобы выпускать долгосрочные облигации по краткосрочным процентным ставкам. Это может быть достигнуто за счет выпуска облигаций с переменным купоном, имеющих put-опцион, дающий право на реализацию облигаций по номинальной стоимости не реже чем раз в 6 месяцев. Такие облигации, с одной стороны, будут для инвестора аналогичны краткосрочным облигациям, и процентные ставки по ним будут эквиваленты ставкам по краткосрочным финансовым инструментам. С другой стороны, при выпуске таких облигаций фирма может избежать издержек по рефинансированию долга.

Номинарование и индексирование облигаций. Номинал облигации может быть как твердо зафиксирован в рублях, так и предусматривать привязку к некоему иному эквиваленту, например, курсу иностранной валюты, темпу инфляции или цене какого-либо товара.

Как уже указывалось, существует выявленный спрос инвесторов на облигации, предполагающие индексацию в соответствии с изменением валютного курса или инфляции (индекса потребительских цен). Насколько целесообразным может быть выпуск таких облигаций для российских предприятий?

Очевидно, выпуск таких облигаций может быть целесообразен прежде всего для тех предприятий, цены на продукцию которых имеют высокую корреляцию с курсом доллара или индексом потребительских цен соответственно. В этом случае реальный риск размещения таких облигаций для предприятия может быть даже меньше, чем при выпуске обычных облигаций. Действительно, рост валютного курса и процентных ставок приводит к росту платежей по долговым обязательствам. С другой стороны, это приводит к росту доходов предприятия. При определенных значениях коэффициентов корреляции между ценами на продукцию предприятия, затратами предприятия и курсом валют или индексом потребительских цен предприятие снижает риск долгового финансирования за счет выпуска валютно– или инфляционно-индексируемых облигаций.

Фиксированные или плавающие процентные ставки. Учитывая высокую нестабильность процентных ставок в России, было бы логично ожидать, что спросом будут пользоваться облигации с переменным купоном. Однако при этом надо учесть, что в России после коллапса рынка ГКО не существует сколько-либо признанных процентных ставок ни по рублевым, ни по валютным финансовым инструментам. Наиболее часто используемым индикатором рублевых процентных ставок является ставка рефинансирования Центрального Банка России, однако и этот показатель далек от совершенства, поскольку устанавливается административным путем и далеко не всегда отражает реальный уровень процентных ставок. Поэтому облигации с плавающим купоном вряд ли могут быть применены, поскольку привязка к показателям типа LIBOR при выпуске облигаций на внутреннем рынке вряд ли оправдана.

Еще одна возможность состоит в выпуске облигаций с переменным купоном, купонная ставка по которым устанавливается эмитентом и не является жестко привязанной к каким-либо финансовым индикаторам. При этом, очевидно, перспективен выпуск облигаций с пересматриваемым купоном и пут-опционом, поскольку только в этом случае эмитент будет заинтересован в том, чтобы устанавливать такие купонные ставки, что цена облигаций не упадет ниже номинала и инвесторы не начнут предъявлять облигации к досрочному выкупу.

Форма выпуска: документарная или бездокументарная.

Еще одним параметром облигаций является форма выпуска – именная бездокументарная, именная документарная, предъявительская. Каждая из форм имеет как свои достоинства, так и свои недостатки.

К достоинствам бездокументарной формы ценных бумаг можно отнести:

– Данная форма является наиболее распространенной формой выпуска ценных бумаг в России.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.