

## ***Глава 1. Общие задачи предприятия и его цели на рынке ценных бумаг***

### ***1.1 Основные задачи предприятия на рынке ценных бумаг***

Успешное функционирование российских предприятий в рыночных условиях без привлеченных средств практически невозможно. Это предполагает само расширенное воспроизводство и рыночная конкуренция. В связи с нехваткой у большинства предприятий собственных оборотных средств, относительной дороговизной и труднодоступностью банковских кредитов, целевого финансирования, выход на рынок ценных бумаг – оптимальное решение для финансирования различных проектов, проведения реструктуризации. Поэтому, в сложившейся ситуации ценные бумаги как уникальный финансовый инструмент незаменимы.

Первоначально предприятию необходимо определить общие экономические и социальные задачи<sup>1</sup>:

выявить наиболее крупные проблемы, стоящие перед предприятием, и, соответственно, объекты, требующие инвестиций;

определить общую потребность в инвестициях для выполнения программ развития;

определить ключевые финансовые проблемы предприятия и рассчитать дефицит финансовых средств, который может быть покрыт при выходе предприятия на рынок ценных бумаг.

Для того, чтобы функционировать и развиваться, предприятию обычно необходимо решить следующие задачи:

восстановление оборотных средств и платежеспособности;

реконструкция и обновление основного производства, ликвидация неперспективных подразделений;

диверсификация деятельности;

рыночное реформирование (снижение экономической роли государства);

создание современной системы управления, адекватной рыночным условиям нового хозяйствования;

---

<sup>1</sup> См.: Миркин Я.М. Стратегия выхода предприятия на рынок ценных бумаг. - М.: АФПИ еженедельника “Экономика и жизнь”, 1995.

сохранение основной части кадров и обеспечение их социальными условиями.

Восстановление оборотных средств и платежеспособности предприятия возможно за счет изменения структуры источников оборотных средств. То есть уменьшение прямых банковских кредитов - как основных источников финансирования российских предприятий на сегодняшний день, и увеличение доли финансирования за счет выпуска облигаций. Вместе с тем значительный объем неплатежей открывает возможности для вексельных операций, облегчающих текущее финансовое состояние предприятия.

Реконструкция и обновление основного производства, ликвидация неперспективных подразделений осуществляется за счет выхода на рынок ценных бумаг, покрытие затрат на реконструкцию, ликвидацию предприятий за счет создания новых акционерных обществ, расширения имеющегося на предприятии акционерного капитала, привлечение долгосрочных облигационных займов, иностранных инвестиций по проектам, обеспечивающим необходимый инвесторам уровень доходности. Так же программы оздоровления предприятий могут быть обусловлены приобретениями, слияниями, выделениями рентабельных производств из состава предприятия, проходящего реструктуризацию, что неизбежно связано с эмиссиями, операциями по изменению структуры акционерного капитала.

Диверсификация деятельности. Многие российские предприятия контролируют значительные людские и материальные ресурсы, недвижимость, участки земли, которые могут использоваться в самых различных хозяйственных целях и как дополнительные доходы предприятия (передача в аренду недвижимости, земли, лизинг неиспользуемого оборудования). Вокруг таких предприятий сконцентрирована хозяйственная жизнь целых городов и крупных населенных пунктов (градообразующие предприятия). Поэтому важнейшим способом выживания предприятия в условиях кризиса, в реформируемой экономике, при резких объемных и структурных изменениях в потреблении основной продукции является диверсификация его деятельности. Доходы за счет более рентабельных, с более высокой оборачиваемостью производств будут поддерживать основной технологический цикл предприятия, нуждающихся в долгосрочных ресурсах. Так же диверсификация позволяет

формировать финансово-промышленные группы, межотраслевые холдинги, сохраняя экономическую и организационную независимость предприятий при получении максимума финансовых и организационных преимуществ от объединения ресурсов и усилий. Для диверсифицированного предприятия основная продукция занимает не более 50-60% объемов производства. Затраты на эти цели должны финансироваться через выход предприятия на рынок ценных бумаг на основе свободного выбора инвестиционных проектов.

Рыночное реформирование предприятия. Создание современной системы управления. Одной из важнейших рыночных задач является снижение экономической роли государства в отраслях ( в структуре собственности, в источниках финансирования). При этом обычно встает задача укрепления предприятия или объединения, имеющего в своем составе разнопрофильные структурные единицы, отношения перекрестной собственности, перекрестным директоратом, совместными финансовыми институтами. Возникает вопрос о сохранении сферы влияния и обеспечении имущественных интересов высшего менеджмента предприятия. Объединение с другими важными организациями, имеющими важное значение для жизнедеятельности предприятия (основные поставщики и клиенты, крупные кредиторы и др.) за счет формирования финансово-промышленных групп, холдинговых компаний и других структур на основе эмиссии акционерного капитала, через консолидацию, обмен долями, передачу в доверительное управление. Важнейшей задачей является управление акционерным капиталом обществ, созданных из государственных предприятий в процессе приватизации, воздействие на доверительное управление портфелем акций, находящихся в собственности государства, в интересах предприятий, участие в подготовке продаж этих акций и непосредственно в самих продажах (коммерческие конкурсы с инвестиционными и социальными условиями, организуемые Российским фондом федерального имущества и Министерством государственного имущества Российской Федерации).

Сохранение кадров предприятия и обеспечение их социальными условиями. В значительной мере эта задача решается за счет обеспечения жильем работников предприятия (выпуск жилищных сертификатов или жилищных облигаций с долей привлечения сбережений работников предприятия.)

Использование сбережений работников предприятия с льготными условиями для развития предприятия. Но тем не менее, на балансе многих предприятий до сих пор находится социальная инфраструктура, увеличивающая необоснованные издержки предприятия (объекты культсоцбыта, общественного питания, дороги и др.). В связи с этим возникает не только задача передачи имущества муниципальным органам, но и выделение под эмиссию ценных бумаг в социальной сфере тех структурных единиц и инвестиционных проектов, которые могут реально приносить прибыль, сдаваться в аренду, использоваться в операциях с недвижимостью – с учреждением дочерних акционерных обществ и эмиссией финансовых инструментов под эти проекты.

Таким образом, только после определения основных экономических и социальных задач, разработки долгосрочной программы действий на рынке ценных бумаг, выявления собственных источников финансирования инвестиционных проектов, диверсификации деятельности и ликвидации неперспективных подразделений, выход на рынок ценных бумаг для предприятия становится эффективным механизмом мобилизации внешних финансовых ресурсов, пополнения оборотных средств и дальнейшего роста предприятия.

## ***1.2 Возможность привлечения инвестиций российскими предприятиями на международном рынке***

Для того чтобы говорить об инвестициях в реальный сектор российской экономики, необходимо провести обзор макроэкономического положения России, а также рассмотреть вопрос о том, насколько привлекательна для потенциальных инвесторов Россия по сравнению с другими развивающимися рынками.

В сентябре 1999 года в России продолжался рост промышленного производства. По данным Госкомстата, индекс выпуска пяти базовых отраслей (ИБО) – промышленности, строительства, сельского хозяйства, транспорта, розничной торговли – составил 109,7%. Причем объем производства промышленной продукции в сентябре 1998 году составлял 120,2%. Примечательным является прирост по отношению к предыдущему году – 4%. Главными причинами “реального” экономического роста в России после кризиса 17 августа 1998 года являются эффект девальвации и рост цен на нефть. Тем не менее, при более глубоком анализе проявляются факты, наводящие на мысль об отсутствии базы для устойчивого экономического роста. Так, по данным рейтингового агентства Fitch IBCA, сравнимым с российскими изменение курса национальной валюты и сокращение импорта произошли в Индонезии в 1998 году, немного раньше в Турции и Мексике в 1993-1994 годах, однако, в отличие от России, в этих странах вследствие девальвации происходило как снижение импорта, так и расширение экспорта. В России же, даже несмотря на рост цен на нефть на мировых рынках и медленный (в силу сырьевой направленности) рост физического объема экспорта, его величина в долларовом выражении сократилась. Предметы экспорта предлагаются по более низким ценам. А новых экспортных товаров не появляется. Поэтому экономический рост может быть недолговременным. Так как уровень доходов

населения сократился, “производители могут получить большую долю уменьшившегося рынка”.

Даже происшедшая девальвация не решает проблемы конкурентоспособности России на мировой арене – необходима радикальная широкомасштабная реструктуризация промышленности и обеспечение широкого притока инвестиций, в том числе прямых иностранных. Тем более, при сохранении текущей ситуации в России иностранные товары снова могут начать отвоевывать потерянные после девальвации сегменты российского рынка.

#### *Прямые инвестиции.*

Негативное влияние оказывает на макроэкономическую ситуацию в России факт недостаточности инвестиций в российскую экономику. Так за 1 полугодие 1999 года, по данным Банка России, Россией привлечено 1,4 миллиардов долларов США прямых инвестиций (55% по отношению к I полугодю 1998 года). В Russian Economic Trends (RET) указывается, что за весь период реформ (1993 – 1998 года) Россией было привлечено лишь 9,2 миллиарда долларов США иностранных инвестиций (63 доллара США на душу населения; 0,8% ВВП).

В качестве сравнения можно привести прогноз Министерства экономики Российской Федерации в 1997 году, что для поддержания устойчивого экономического роста России необходимо получать около 10 - 12 миллиардов долларов иностранных инвестиций.

Авторы RET указывают на распространенную среди инвесторов точку зрения, что Россия не сможет привлечь крупных иностранных инвестиций, по крайней мере, до лета 2000 г. Риск инвестирования в Россию слишком высок. Необходимы конкретные меры по улучшению экономического и правового режима - институциональной среды для работы инвестированных средств.

Обращается внимание на распределение основных иностранных инвесторов по отраслям. Германия больше ориентируется на производство потребительских товаров, а США - на сырьевые отрасли. Также отмечается, что если раньше инвесторы осуществляли вложения в производство товаров для внутреннего рынка, то после девальвации рубля ситуация может измениться.

Одной из наиболее привлекательных для инвесторов отраслей является нефтегазовая промышленность. Тем не менее, в отличие от Азербайджана и Казахстана, Россия не смогла привлечь крупных вложений в нефтегазовую промышленность. Однако с учетом последних “подвижек” в законодательстве о разделе продукции ситуация может несколько улучшиться. По данным компании “МакКинзи”, при условии устранения важнейшего сдерживающего фактора - неравенства конкуренции только в нефтедобывающей промышленности в ближайшие 10 лет объем иностранных инвестиций может достигнуть 80 миллиардов долларов США, что равняется приблизительно 3% российского ВВП каждый год. Иностранные нефтяные компании смогут также привнести опыт и технологии, позволяющие повысить эффективность нефтедобычи.

Прямые иностранные инвестиции можно привлечь в больших объемах и в другие отрасли с высокими темпами роста, а также в жизнеспособные предприятия других отраслей. Результаты исследований 10 отраслей экономики, а также опыт Польши свидетельствуют о том, что экономически оправданные инвестиции в предприятия могут достичь в России уровня 19% ВВП. Подобный уровень коммерческих инвестиций сделал бы возможным экономический рост на уровне 8% в год. При этом дополнительный приток “иностранных инвестиций” осуществлялся бы за счет возврата части ранее вывезенного из России капитала.

Тем не менее, Артур Ослунд, бывший советник российского правительства (Институт Карнеги), отмечает, что широкое привлечение иностранных инвестиций в российскую экономику вряд ли возможно до начала устойчивого экономического роста на основе внутренних накоплений.

Касаясь текущего положения дел, аналитики компании UFG отмечают, что перенос срока реструктуризации вложений иностранных инвесторов, не захотевших сделать это до сих пор (в основном здесь речь идет о Credit Swiss First Boston и его клиентах), наводит на мысль, что иностранным кредиторам может быть предложена программа осуществления прямых инвестиций с С-счетов. В таком случае это будет альтернативой портфельному инвестированию средств с С-счетов.

*Портфельные инвестиции*

По данным Банка России, за 1 полугодие 1999 г. отток портфельных инвестиций составил 0,1 миллиарда долларов США. При этом величина оттока в 370 миллионов долларов США в 1 квартале 1999 года сменилась притоком капитала в 223 миллионов долларов США во II квартале 1999 года. В III квартале 1999 года с появлением на рынке корпоративных облигаций произошло некоторое увеличение этого показателя.

Главная причина крайне низкой инвестиционной активности портфельных инвесторов — печальный опыт “замораживания” средств на С-счетах и невозможность их репатриации за границу. Помимо этого, авторы РЕТ отмечают негативное влияние событий сентября 1999 года - эскалации напряженности в Дагестане и Чечне, террористических актов, скандалов с Bank of New York, которые не способствуют улучшению инвестиционного климата.

Наиболее острой остается проблема “замороженных” рублей на С-счетах. Часть средств будет репатрирована через аукционы Центрального Банка Российской Федерации, однако большая часть этих средств скорее всего придет на рынок акций.

Как указывается в РЕТ, после разрешения Центрального Банка Российской Федерации использовать банкам средства с С-счетов (а не только бескупонные ОФЗ) для осуществления инвестиций в капитал российских банков появляется еще одна альтернатива использования замороженных средств. Практически со 100%-й уверенностью можно будет утверждать, что средства западных банков с С-счетов пойдут именно на эти цели. Причина достаточно проста - средства, внесенные в капитал банков, могут быть в дальнейшем инвестированы в любые инструменты без ограничений. К тому же это будет стимулировать банки предлагать на рынке своим клиентам производные инструменты — для аналогичного использования. Конечно, следует принимать во внимание налоговые ограничения, но все равно это будет наилучшим решением.

Банки, даже несмотря на избыток ликвидности, в последние несколько месяцев не спешат инвестировать в акции российских предприятий. Скорее всего данная тенденция продолжится в долгосрочном периоде, особенно с появлением облигаций Банка России - более предсказуемого и ликвидного инструмента.



Тем не менее, учитывая масштабы замороженных на С-счетах средств, можно утверждать, что определяющим фактором станет именно поведение владельцев С-счетов, поэтому вряд ли ситуация будет зависеть от поведения отечественных инвесторов.

#### *Ситуация на международном рынке капиталов*

Следует исходить из того, что Россия уже достаточно интегрирована в мировую экономику. Оживление мировой экономики после финансового кризиса создает благоприятные условия для возобновления роста иностранных инвестиций в масштабе мировой экономики. Это будет означать постепенное возвращение к характерным для 90-х годов тенденциям расширения иностранных инвестиций в странах с развивающимися рынками. В период 1992—1997 годов ежегодный приток частных иностранных инвестиций в эти страны составлял примерно 166 миллиардов долларов США, из которых около 53% приходилось на прямые инвестиции.

Финансовый кризис слабо затронул прямые инвестиции. В 1998 году их чистый приток в страны с развивающимися рынками составил 131 миллиард долларов США, что лишь на 11,5 миллиардов долларов США меньше, чем в 1997 годах, и на 15 миллиардов долларов США больше, чем в предкризисном 1996 году. Напротив, сумма чистых портфельных инвестиций устойчиво сокращалась с 80,8 миллиардов долларов США в 1996 году до 36,7 миллиардов долларов США в 1998 году.

Наиболее сильно пострадали позиции стран с развивающимися рынками в сфере привлечения иных финансовых инвестиций (главным образом кредитов частному сектору): по данной статье в 1997—1998 годах наблюдался чистый отток средств (60 миллиардов долларов США в 1996 году и 103 миллиарда долларов США в 1998 г). Таким образом, в 1997—1998 годах отрицательное сальдо движения финансовых инвестиций (портфельных и иных) составило 60 миллиардов долларов США. Опыт предыдущих кризисов, в частности мексиканского, свидетельствует о возможности быстрого перехода к положительной динамике притока финансовых инвестиций.

На этом фоне сравнительные позиции России в области прямых инвестиций выглядят достаточно скромно. По накопленной за период с 1989 по 1998 года сумме прямых иностранных инвестиций на душу населения Россия занимает

лишь 21-е место среди 25 стран Центральной и Восточной Европы и СНГ. По отношению объема иностранных инвестиций к размеру ВВП ситуация еще менее утешительная: даже в 1997 году, когда приток прямых иностранных инвестиций был максимальным, Россия с показателем 0,8% оказалась на предпоследнем месте в списке стран Центральной и Восточной Европы и СНГ.

Основными получателями прямых иностранных инвестиций в ближайшие годы останутся развивающиеся экономики стран западного полушария и азиатского континента (соответственно 45% и 25% общей суммы чистых прямых инвестиций в страны с развивающимися рынками в 1998 году).

Прогнозировать ситуацию с портфельными инвестициями труднее ввиду неопределенности перспектив азиатских экономик. Однако не вызывает сомнения, что основными получателями этих инвестиций также останутся развивающиеся страны западного полушария, доля которых в 1992—1997 годах составляла около 50%. Доля, на которую может рассчитывать Россия, очень невелика, и впредь ее можно будет увеличить лишь с большим трудом за счет заметного улучшения инвестиционного климата.

В последние месяцы 1999 года ситуация на рынках стала более благоприятной для России, но в основном за счет стабилизации мирового финансового рынка и появления свободных ресурсов. Внутренние российские условия пока не становятся более привлекательными. Иностранные компании размещают в России лишь производство товаров первой необходимости.

Неурегулированность проблемы государственного долга частным организациям усугубила недоверие рядовых инвесторов к российскому правительству, его гарантиям и обещаниям, а политическая нестабильность, кадровая чехарда и информационные войны привели к тому, что в целом инвесторы предпочли занять выжидательную позицию по отношению к России.

Ситуация для России критическая, особенно в стратегическом плане. Кризис доверия губителен, прежде всего, для прямых инвестиций, так как они предполагают специфицированную и менее ликвидную форму капитала. Единицы крупнейших мировых компаний, разместили свое производство в России, несмотря на популярность их на российском рынке и высокий потенциальный спрос. Это является серьезным негативным сигналом для более

мелких производителей, идущих на новые рынки в фарватере мировых гигантов.

В рейтинге конкурентоспособности на 1999 год, составляемом International Institute for Management and Development (Швейцария) для 47 стран на основании анализа 288 критериев, Россия занимает “почетное” 47 место. Журнал “Institutional investor” в “Institutional investor 1999 Country Credit Ratings” определяет кредитный рейтинг России в 20 баллов из 100 возможных (максимум символизирует наименьшую вероятность дефолта по суверенному долгу), что ставит ее на 104-е место в списке из 133 стран. Это как бы внешняя среда, с которой придется считаться. Данные рейтинги значительно влияют на решения по распределению капиталов на международном рынке. К сожалению, не в пользу России.

Хотя создание особого режима для иностранных инвестиций противоречит принципу свободной конкуренции, те страны, которые успешны в конкуренции на мировом рынке капитала, реально предоставляли иностранцам более льготные условия для предпринимательской деятельности.

По методике компании “Procter @ Gamble” льготы иностранным инвесторам в разных странах определенным образом можно сопоставить с помощью таблицы №1.

Таблица №1

№ п/п	Страны	Льготы, % от вложенных средств	Комментарии
1	Польша	100	Кредит по налогам до 100% инвестированных средств
2	Бельгия	100	Льготы для инвесторов
3	Италия	210	Льготы для инвесторов и каникулы сроком на 10 лет
4	Великобритания	30	Льготы для инвесторов, создающих рабочие места и обучающих персонал; ускоренная амортизация и льготы по налогам
5	Ирландия	75	Льготы для инвесторов, создающих рабочие места, и налоговые каникулы сроком на 11 лет
6	Китай	60	Снижение ставки корпоративных налогов и налоговые льготы на реинвестируемую прибыль
7	Саудовская Аравия	130	Налоговые каникулы сроком на 10 лет
8	Узбекистан	75	Налоговые каникулы сроком на 7 лет

9	Казахстан	65	Налоговые каникулы сроком на 5 лет с последующим 50%-ым снижением налогов еще на 5 лет
10	Россия	25	Оценочно, 50% таможенных пошлин на готовую продукцию + региональные и местные льготы

По данным, опубликованным в докладе ООН за 1998 год “World Investment report. Trends and determinants” число стран, корректирующих свое законодательство в сторону либерализации экономических условий, повышения роли рыночных механизмов, значительно возросло в течение 90-х годов, превысив в 1997 году отметку 70. Общее число изменений инвестиционного режима превысило 150, из которых более благоприятны для прямых инвестиций - 135, менее благоприятны - 16. Это свидетельствует о том, что конкуренция на мировых финансовых рынках за инвестиционные ресурсы ожесточается.

Таким образом, несмотря на то, что в 1999 году в России начался рост промышленного производства, положение страны в настоящее время достаточно тяжелое и риск инвестирования в Россию слишком высок. Начавшийся экономический рост не может быть устойчивым без увеличения объемов инвестиций в реальный сектор экономики и укрепление внутреннего рынка. Перед страной стоят серьезнейшие проблемы – необходимость проведения трансформаций в реальном секторе экономики и банковской системе, социальные проблемы, высокий уровень внешней задолженности, нестабильная внутренняя ситуация (в том числе война в Чечне), продолжающийся отток капиталов.

Тем не менее, страна обладает огромным потенциалом для развития, нужна стабильность и предсказуемость. Необходимо запустить источники внутреннего инвестирования. Наряду с поддержкой отечественных производителей необходимо заботиться о привлечении иностранных инвестиций.

Представитель Мирового банка Мишель Картер в отношении инвестиционного климата в России сказал следующие слова: “До тех пор пока не будут установлены и законодательно закреплены базовые стандарты корпоративного управления, пока они не будут исполняться судебной системой, пока не будет обеспечена защита прав акционеров, не наладиться налоговая

система, не начнет функционировать финансовая система, пока не будут четко установлены и защищены права на землю, пока не будет ясного желания уравнивать в правах национальных и иностранных инвесторов, пока не заработает механизм банкротства - пока не будет создана приемлемая операционная среда для бизнеса, - до тех пор не удастся привлечь частные инвестиции в производство – до тех пор не добиться экономического роста”.

Необходимо также добавить, что капиталы российская экономика сможет получить только в том случае, если условия для размещения инвестиций в России будут относительно лучше, чем в странах, конкурирующих за привлечение капитала. Это касается и отечественных инвесторов, предпочитающих сегодня вывозить инвестиции преимущественно в развитые страны Запада.

Поэтому, в связи с ожесточением конкуренции на мировых финансовых рынках за инвестиционные ресурсы, России необходимо создать приемлемый режим для иностранных инвестиций, предоставляющий более льготные условия для предпринимательской деятельности, а именно снижение реальных процентных ставок Центрального банка Российской Федерации до уровня, соответствующего эффективности инвестиций в реальный сектор экономики на основе обеспечения сбалансированного бюджета и дальнейшего снижения инфляции, предоставление налоговых льгот или полной отмены налога по доходам от инвестиций, налоговых кредитов в объеме приобретения ценных бумаг, налоговых льгот на реинвестируемую прибыль, налоговых каникул на длительные сроки, применение ускоренной амортизации и т.д.

### ***1.3 Первичный и вторичный рынки ценных бумаг: стратегия предприятия***

Перед тем как определять основные экономические и социальные задачи и разрабатывать долгосрочную программу действия на рынке ценных бумаг, предприятию необходимо ознакомиться с основами выхода на рынок ценных бумаг.

Рынок ценных бумаг обслуживает процесс воспроизводства. В зависимости от той роли, которую он играет в процессе воспроизводства, его принято делить на первичный и вторичный.

#### ***Первичный рынок.***

Важно отметить, что первичный рынок представляет собой рынок новых эмиссий и метод, который большинство предприятий использует для привлечения новых ресурсов.<sup>2</sup> То есть первичный рынок это рынок, на котором осуществляется размещение впервые выпущенных ценных бумаг. Основными

его участниками являются эмитенты ценных бумаг и инвесторы. Эмитенты, нуждающиеся в финансовых ресурсах для инвестиций в основной и оборотный капитал, определяют предложение ценных бумаг на фондовом рынке. Инвесторы, ищущие выгодную сферу для применения своего капитала, формируют спрос на ценные бумаги. Именно на первичном рынке осуществляется мобилизация временно свободных денежных средств и инвестирование их в отдельное предприятие и в национальную экономику в целом. Но первичный рынок не только обеспечивает расширение накопления в масштабе национальной экономики. На первичном рынке происходит распределение свободных денежных средств по отдельным предприятиям и отраслям в целом. Критерием этого размещения служит доход, приносимый ценными бумагами. Это означает, что свободные денежные средства направляются в предприятия, отрасли и сферы хозяйства, обеспечивающие максимизацию дохода. Первичный рынок выступает средством создания эффективной с точки зрения рыночных критериев структуры национальной экономики, поддерживает пропорциональность хозяйства при сложившемся в данный момент уровне прибыли по отдельным предприятиям и отраслям.

Для того чтобы этот рынок работал успешно, жизненно важно, чтобы инвесторы обладали уверенностью в том, что они эффективно вкладывают свои деньги в этот рынок. Слабый первичный рынок подорвет ликвидность вторичного рынка. Следовательно, существует потребность в предоставлении точной информации с тем, чтобы инвесторы имели возможность проводить сравнение с другими формами инвестиций и принимать решения, следует ли вкладывать деньги в каждый новый выпуск.

С другой стороны, предприятие нуждается в хорошем первичном рынке для того, чтобы предложение на покупку ценных бумаг охватило как можно большую аудиторию потенциальных инвесторов, что должно позволить ему получить наиболее выгодную цену за предлагаемые ценные бумаги.

Хотя основой рынка ценных бумаг служит первичный рынок и именно он определяет его совокупные масштабы и темпы развития, его объем в развитых капиталистических странах в настоящее время относительно невелик. Выпуск

---

<sup>2</sup> См. Радыгин А.Д., Хабарова Л.П., Шапиро Л.Б. Базовый курс по рынку ценных бумаг. – М.: Финансовый издательский дом “Деловой экспресс”, 1998.

акций с целью финансирования инвестиций в производственную деятельность связан исключительно с учреждением новых компаний и реорганизацией частных компаний в отраслях “высоких технологий”, использующих рисковый и венчурный капитал. При этом источником венчурного капитала являются крупные институциональные и индивидуальные инвесторы, которые, имея крупные активы, могут позволить себе рисковать частью активов.

Основными причинами выпуска акций в развитых странах в настоящее время являются финансирование поглощения и необходимость снижения доли заемного капитала в совокупном капитале корпораций. Первая причина эмиссии новых акций - поглощения (слияния) компаний. Поглощения осуществляются в форме обмена акций поглощаемых компаний на акции поглощающих. Поглощающие компании активно выходят на первичный рынок ценных бумаг, производя эмиссию новых акций.

Вторая причина выхода современных корпораций на рынок ценных бумаг - необходимость уменьшения доли заемного капитала в совокупном капитале корпораций.

В некоторых странах соотношение между собственным и заемным капиталом устанавливается законом. Однако, независимо от наличия закона, в каждой стране имеется четкое представление о предельных размерах заемных средств. Переход за эту грань сопряжен со значительным риском для компании в целом и ее акционеров. В этой ситуации корпорация регулирует структуру своего капитала путем эмиссии новых акций, замещая ими свои долговые обязательства.

Таким образом, эмиссия новых акций на современном этапе развития рынка ценных бумаг в развитых странах очень незначительна и не всегда связана с мобилизацией свободных денежных ресурсов для финансирования экономики. Это означает, что в развитых странах происходит не только уменьшение масштабов первичного рынка ценных бумаг, но параллельно идет снижение его роли регулятора инвестиций и экономики в целом.

Размещение ценных бумаг на первичном рынке осуществляется в двух формах:

- Путем прямого обращения к инвесторам.
- Через посредников.



Особенность рынка развитых стран - размещение через посредников, роль которых выполняют инвестиционные банки. Взаимоотношения между предприятием-эмитентом и инвестиционным банком строятся на основе эмиссионного соглашения. Инвестиционные банки совместно с предприятием-эмитентом определяют условия эмиссии, начиная с суммы капитала и кончая сроками и способом размещения ценных бумаг, и осуществляют их непосредственное размещение.

В соответствии с эмиссионным соглашением инвестиционный банк размещает ценные бумаги либо в качестве покупателя, либо в качестве агента. Обычно он закупает весь выпуск, то есть принимает на себя финансовую ответственность за весь выпуск (андеррайтинг). Реже инвестиционные банки действуют в качестве агента. При этом их роль либо может ограничиваться комиссионными функциями, либо они берут на себя обязанности гаранта размещения выпуска и в случае невозможности реализации бумаг в пределах установленного срока должны приобрести их за свой счет.

Независимо от функций инвестиционного банка по эмиссионному соглашению его обязательным условием является “оговорка о выходе с рынка”. Она позволяет аннулировать соглашение в случае крайне неблагоприятного развития событий на рынке (по не зависящим от сторон причинам).

Если новый выпуск бумаг эмитента оказывается слишком большим для инвестиционного банка, он обращается к другим инвестиционным банкам с целью сформировать “эмиссионный синдикат” и объединить усилия по размещению выпуска. Эмиссионные синдикаты, могут действовать по принципу “раздельного счета”, в соответствии с которым все участники синдиката несут ответственность в пределах своего участия в синдикате и выделенной им доли выпуска и по принципу “нераздельного счета”, означающему, что участники синдиката несут коллективную, совместную ответственность за размещение всего выпуска, пропорционально размеру своего участия в синдикате. Наиболее распространен принцип “раздельного счета”.

Для реализации нового выпуска “эмиссионный синдикат” может сформировать специальную “группу по продаже”, состоящую из кредитных учреждений, которые в соответствии со своим статусом могут вести операции купли-продажи ценных бумаг. Члены такой группы не принимают на себя

никакой финансовой ответственности, но берут обязательство продать определенную долю выпуска, получая комиссионные или маржу.

Основы формирования и развития первичного рынка ценных бумаг в России закладывались в ходе приватизации государственных и муниципальных предприятий, создания коммерческих структур. Первичный рынок включает конструирование эмитентом нового выпуска ценных бумаг и его размещение среди инвесторов. В соответствии с Федеральным законом “Об акционерных обществах” от 26.12.1995 №208-ФЗ акции акционерное общество может размещать посредством открытой и закрытой подписки. При этом закрытое акционерное общество может использовать только способ закрытой подписки, а открытое общество самостоятельно определяет способ размещения своих акций либо в уставе, либо решение общего собрания и, как правило, применяет открытую подписку на свои акции.

Обязательным условием размещения ценных бумаг на рынке Российской Федерации является регистрация их выпуска. В тех случаях, когда ценные бумаги размещаются в форме открытой подписки или число владельцев закрытого общества более 500, а общий объем эмиссии превышает 50 тысяч минимальных размеров оплаты труда, наряду с регистрацией выпуска ценных бумаг необходима регистрация проспекта эмиссии. Каждому выпуску ценных бумаг присваивается свой регистрационный номер. К выпуску и обращению на территории Российской Федерации допускаются только акции, прошедшие государственную регистрацию.

В соответствии с Федеральным законом “Об акционерных обществах” от 24.12.95 №208-ФЗ и Федеральным законом “О рынке ценных бумаг” от 22.04.96 №39-ФЗ эмитенты, профессиональные участники рынка ценных бумаг, производящие по соглашению с эмитентом продажу ценных бумаг их первым владельцам, обязаны обеспечить каждому покупателю возможность ознакомления с условиями продажи и проспектом эмиссии до момента покупки этих бумаг и опубликовать уведомление о порядке раскрытия информации в периодической печати.

Проспект эмиссии содержит данные о самом эмитенте, его финансовом положении, предполагаемых к продаже ценных бумагах, общем объеме выпуска, количестве ценных бумаг в выпуске, процедуре и порядке их выпуска

и другую информацию, которая может повлиять на решение о покупке ценных бумаг или об отказе от такой покупки.

Эмитент и профессиональные участники рынка ценных бумаг обязаны обеспечить первым владельцам акций равные ценовые условия для приобретения акций. Реализация акций должна осуществляться по рыночной стоимости, но не ниже их номинальной стоимости. Только учредителям акционерного общества при его учреждении разрешается оплата акций по номиналу.

В целях защиты интересов инвесторов выборочно проверяются представляемые в проспектах эмиссий сведения. В случаях, когда эмитенты указывают в проспектах эмиссии недостоверные или неполные сведения, а также нарушают в процессе выпуска требования действующего законодательства, выпуски ценных бумаг объявляются несостоявшимися и эмитентам отказывается в их регистрации.

После того, как акционерное общество представило все документы, необходимые для регистрации выпуска ценных бумаг и проспекта эмиссии, в соответствующий регистрирующий орган, эмитент приступает к подписке на акции. В практике нашей страны в качестве подписки используются подписные листы, где содержится информация о покупателе и определено количество приобретаемых им акций. Подписные листы остаются у эмитента для определения степени заинтересованности инвесторов в приобретении его ценных бумаг. Отрывные талоны (купоны) подписных листов передаются подписчикам и после регистрации выпуска и полной оплаты купона обмениваются на акции.

Первичная эмиссия ценных бумаг на российском рынке может осуществляться эмитентами либо самостоятельно, либо при помощи посредника (крупный банк, инвестиционная компания), который является профессиональным участником рынка ценных бумаг.

Когда размещение происходит с помощью посреднической организации, между эмитентом и посредником возможны два варианта взаимоотношений. В первом случае посредник принимает ценные бумаги на комиссию и тогда его роль сводится к тому, чтобы приложить максимум усилий для продажи ценных бумаг. Риск остается на предприятие-эмитенте, выпускающем акции, а

посредник получает комиссионное вознаграждение за реализованное количество акций. Во втором варианте посредническая организация проводит операции по размещению ценных бумаг за свой счет. Она выкупает у эмитента весь объем выпускаемых акций по одной цене и перепродает в розницу инвесторам по другой, превышающей первоначальную. При этом организация, выкупающая акции у эмитента и берущая на себя риск, связанный с их реализацией, становится андеррайтером.

В практике нашей страны широко распространен способ размещения акций “своими силами”. Это объясняется, с одной стороны, тем, что руководители многих акционерных обществ уверены в том, что справятся с этой задачей без помощи посредника и сохранят часть своих средств.

С другой стороны, число брокерских и дилерских компаний, умеющих профессионально организовать первичное размещение акций, еще недостаточно, а их средства незначительны.

Российское законодательство предусматривает возможность первичного размещения акций и посредством эмиссионного синдиката путем публичного объявления о подписке на ценные бумаги с аукциона на основе конкурса заявок; путем размещения бумаг через организованный фондовый рынок (биржу). Эмиссионный синдикат формируется после того, как определен порядок размещения ценных бумаг. Главной целью его создания является распределение ответственности по размещению ценных бумаг на несколько посреднических организаций, а также проведение первоначального предложения в максимально короткие сроки. В зависимости от принятых на себя функций члены эмиссионного синдиката делятся на фирму-менеджера, андеррайтера и торговых агентов. Вся деятельность участников эмиссионного синдиката направлена на содействие успешному первоначальному публичному предложению ценных бумаг.

#### *Вторичный рынок*

Первичный рынок ценных бумаг предполагает обязательное существование вторичного рынка.

Вторичный рынок - рынок, на котором осуществляется обращение ценных бумаг в форме перепродажи ранее выпущенных и в других формах. Основными участниками рынка являются не эмитенты и инвесторы, а спекулянты,

преследующие цель получения прибыли в виде курсовой разницы. Содержание их деятельности сводится к постоянной купле-продаже ценных бумаг.

Вторичный рынок обязательно несет элемент спекуляции. Поскольку цель деятельности на нем - доход в виде курсовой разницы, а курсовая стоимость формируется под воздействием спроса и предложения, постольку существует множество способов воздействия на курс ценных бумаг в желаемом направлении. В результате на вторичном рынке происходит постоянное перераспределение собственности, которое всегда имеет одно направление - от мелких собственников к крупным. Миграция капитала осуществляется в виде перелива его к местам необходимого приложения и оттока капитала из тех отраслей, предприятий, где имеется его излишек. Механизм такого движения сводится к следующему: растет спрос на определенные товары, услуги, возрастают их цены, растут прибыли от их производства и в эти отрасли устремляются капиталы, высвобождающиеся из тех отраслей производства, на продукцию которых спрос сокращается и которые становятся менее прибыльными.

Поскольку целью биржевых спекулянтов является получение максимального дохода в виде курсовой разницы, то они продают ценные бумаги предприятий, исчерпавших свои возможности роста прибыли, и покупают ценные бумаги перспективных предприятий и отраслей хозяйства.

В итоге функционирование вторичного рынка обеспечивает постоянную структурную перестройку экономики в целях повышения ее рыночной эффективности и выступает столь же необходимым элементом для существования рынка ценных бумаг, как первичный рынок.

Вторичный рынок обеспечивает ликвидность ценных бумаг, возможность их реализации по приемлемому курсу и тем самым создает благоприятные условия для их первичного размещения. Возможность в любой момент превратить ценные бумаги в форму наличных денег представляет собой обязательное условие инвестирования средств в ценные бумаги, ибо источник инвестируемого ссудного капитала - временно свободные денежные капиталы и средства, которые могут быть использованы только в соответствии с основными принципами кредита.

Вторичный рынок ценных бумаг, концентрируя спрос и предложение обращающихся ценных бумаг, формирует тот равновесный курс, по которому продавцы согласны продать, а покупатели - купить ценные бумаги, что необходимо при перераспределении ссудного капитала между отраслями и сферами экономики, между хозяйствующими субъектами.

Возможность перепродажи - важный фактор, учитываемый инвестором при покупке ценных бумаг на первичном рынке. Функцией вторичного рынка становится сбалансированность рынка ценных бумаг и обеспечение ликвидности. Ликвидный рынок характеризуется незначительным разрывом между ценой продавца и ценой покупателя; небольшими колебаниями цен от сделки к сделке. Более того, ликвидность рынка тем выше, чем больше число участников продажи и возможность оперативной перепродажи ценных бумаг, а также чем выше процент новизны предложенных для продажи ценных бумаг.

Вторичный рынок служит неотъемлемой составной частью всякого сколько-нибудь развитого рынка ценных бумаг.

По уровню ликвидности рынок России далеко уступает рынкам развитых стран. Сегодня в России ликвидными являются акции нескольких десятков акционерных обществ со узкой специфической направленностью (нефте и газодобывающие, телефонные сети, производство электроэнергии и цветная металлургия). Вторичный рынок акций десятков тысяч российских предприятий вообще не развит.

Существуют две основные организационные разновидности вторичных рынков ценных бумаг: организованный - биржевой и неорганизованный - внебиржевой. В свою очередь и тот и другой принимают разнообразные формы организации.

Наиболее простой формой организации фондовой торговли выступает стихийный рынок. Здесь продавцы и покупатели, общаясь между собой, определяют уровень спроса и предложения на те или иные ценные бумаги и заключают сделки непосредственно друг с другом. Заключение сделки на стихийном рынке зависит от того, насколько удачно случай сводит продавцов и покупателей, а условия совершения разных торговых операций могут существенно различаться даже тогда, когда они происходят в один и тот же момент. Для стихийного рынка характерно отсутствие единого курса ценных

бумаг, всеобъемлющей информации о рынке. Однако, с течением времени стихийные фондовые рынки организуются, либо уступают место другим формам организации торговли ценными бумагами. Одна из таких форм - простые аукционные рынки. Посредством простых аукционов функционируют инвестиционные торги, организуемые Российским фондом федерального имущества. Помимо простых аукционов, на рынке ценных бумаг могут применяться системы двойной аукционной торговли в форме онкольных рынков либо в виде непрерывных аукционов. В таких системах соревнуются не только покупатели - за право приобрести ценные бумаги, но и продавцы - за право реализовать их.

Внебиржевой оборот возникает как альтернатива бирже. Многие предприятия не могли выходить на биржу, так как их показатели не соответствовали требованиям, предъявляемым для их регистрации на бирже. В настоящее время во внебиржевом обороте обращается преобладающая часть всех ценных бумаг. Это акции небольших предприятий, действующих в традиционных отраслях, акции крупных компаний, учреждаемых в новейших отраслях экономики, потенциально способных превратиться в крупнейшие корпорации, ценные бумаги кредитных институтов, традиционно ограничивающих сферу обращения своих ценных бумаг внебиржевым оборотом, государственные и муниципальные ценные бумаги, новые выпуски акций.

Торговлю на внебиржевом обороте ведут профессиональные участники рынка ценных бумаг: брокерские и дилерские компании, часто совмещающие свои функции. Во внебиржевом обороте отсутствует единый физический центр для выполнения операций, и сделки купли-продажи осуществляются через телефонные и компьютерные сети. Цены устанавливаются путем переговоров, по правилам, регулирующим внебиржевой оборот, которые всегда менее жестки по сравнению с правилами торговли, действующими на бирже.

Однако это не означает, что торговля ценными бумагами во внебиржевом обороте носит стихийный характер. Внебиржевой оборот имеет свою организационную систему. В США основой внебиржевого оборота является NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System), созданная Национальной ассоциацией дилеров по ценным бумагам, и

представляющая коммуникационную систему, позволяющую пропускать через свои каналы сделки с миллиардами акций предприятий. Членство в NASDAQ требует обязательной регистрации организациями своих ценных бумаг согласно действующему законодательству и их соответствия определенным требованиям по сумме активов, прибыли, количеству акционеров, количеству размещенных акций, их курсу и т. д.

В России организованным центром внебиржевого оборота (альтернатива NASDAQ) служит Российская торговая система (РТС), объединяющая крупнейшие российские инвестиционные компании.

Традиционной формой вторичного рынка ценных бумаг выступает фондовая биржа (для России крупнейшие Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) и Московская фондовая биржа (МФБ)) - организованный, регулярно функционирующий рынок ценных бумаг и других финансовых инструментов, один из регуляторов финансового рынка, обслуживающий движение денежных капиталов.

Как организатор торговли на рынке ценных бумаг фондовая биржа первоначально занимается исключительно созданием необходимых условий для ведения эффективной торговли, и дополнительно предлагает весь комплекс обслуживания последней.

Роль фондовой биржи в экономике страны определяется прежде всего степенью разгосударствления собственности, точнее - долей акционерной собственности в производстве валового национального продукта. Кроме того, роль биржи зависит от уровня развития рынка ценных бумаг в целом.

К основным функциям фондовой биржи относятся:

- мобилизация и концентрация свободных денежных капиталов и накоплений посредством организации продажи ценных бумаг;
- инвестирование государства и иных хозяйственных организаций посредством организации покупки их ценных бумаг;
- обеспечение высокого уровня ликвидности вложений в ценные бумаги.

Фондовая биржа позволяет обеспечить концентрацию спроса и предложения ценных бумаг, их сбалансированность путем биржевого ценообразования, реально отражающего уровень эффективности функционирования акционерного капитала.



Таким образом, первичный рынок представляет собой, по сути, технический мобилизационный этап выхода предприятия на рынок ценных бумаг - конструирование и подготовка выпуска ценных бумаг, предложение широкой публике и при успешном решении этих задач - привлечение дополнительных финансовых ресурсов для пополнения оборотных средств, модернизации и расширения производства.

На этом этапе предприятию необходимо уделить особое внимание раскрытию информации для потенциальных инвесторов и остальных пользователей, позволяющей инвестору сделать обоснованный анализ предлагаемых ценных бумаг.

Важность вторичного рынка заключается в том, что он обеспечивает ликвидность выпущенных ценных бумаг предприятия, возможность их реализации по приемлемому курсу и создание благоприятных условий для последующих выпусков ценных бумаг (то есть, для будущих инвестиций), что в свою очередь повышает стоимость предприятия, улучшает его имидж и степень надежности. Важно также отметить, что для более успешного размещения ценных бумаг предприятиям необходимо уделять должное внимание созданию собственных служб по связям с общественностью, что позволит предприятию эффективно реализовывать свои цели как на первичном, так и вторичном рынке.

Перечисленные в этом разделе, способы выхода российских предприятий на рынок ценных бумаг с целью привлечения инвестиций сегодня практически не возможны для большинства малых и средних региональных предприятий, во-первых, из-за жестких требований по допуску к обращению ценных бумаг на биржевых и внебиржевых площадках, во-вторых, из-за высоких издержек при обращении к посредникам. Поэтому альтернативой им, по моему мнению, могут выступить:

- Организация новых региональных рынков для акций инновационных и растущих предприятий (проект Санкт-Петербургской валютной биржи “Рынок Роста Санкт-Петербург”).
- Проведение коммерческого конкурса с инвестиционными и (или) социальными условиями по продаже пакета акций, находящегося в государственной собственности.

