

### 8.4. РЦБ КАК ИСТОЧНИК ФИНАНСИРОВАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ

Куликова Е.И., к.э.н., доцент кафедры «Финансы и кредит»

*Всероссийская государственная налоговая академия*

В последнее время значение российского рынка ценных бумаг возросло. Многие предприятия воспринимают его как эффективный способ привлечения инвестиций. Расширяется ассортимент ценных бумаг и услуг, предоставляемых фондовой биржей. Статья описывает финансовые возможности для компаний, которые предоставляет рынок ценных бумаг. Автор рассматривает вопросы привлечения инвестиций путем эмиссии облигаций, IPO, секьюритизации доходов от коммерческой недвижимости. Статья показывает позитивные тенденции российского рынка ценных бумаг.

За последние несколько лет значительно возросла роль фондового рынка в обеспечении экономического роста. Для многих компаний выход на организованный рынок ценных бумаг является эффективным способом привлечения инвестиций в оборотные средства или капитальное развитие.

Долгое время фондовый рынок не рассматривался отечественными компаниями как источник финансирования своего развития. До недавнего времени лишь небольшая доля российских предпринимателей реально привлекала средства путем эмиссии ценных бумаг.

Однако ситуация меняется. Последние 7 лет в России были периодом относительной стабильности и экономического роста. Повышение доверия инвесторов было обусловлено потребительским бумом в России, притоком инвестиций и нефтедолларов, высокими ценами и спросом на товары, снижением инфляции и резким подъемом рынка недвижимости и ценных бумаг.

2006-й год стал годом активного роста российского фондового рынка. За этот период индекс РТС повысился более чем на 70%, индекс ММВБ – на 67,5%, что обеспечило российскому рынку 3-е место среди самых быстро растущих мировых фондовых площадок.

Использование такого способа привлечения финансирования как, IPO (первое публичное предложение акций), обеспечило увеличение числа частных инвесторов, рост индустрии коллективных инвестиций, расширение различных категорий участников фондового рынка. Для российских предпринимателей и руководителей предприятий реального сектора экономики выгода от участия на финансовом рынке очевидна. Для привлечения заемных средств компании все активнее используют такие инструменты, как акции и облигации.

Рынок долговых инструментов предоставляет российским компаниям доступ к источникам финансирования с фиксированной ставкой. Безусловно, следует отметить общий рост рынка облигаций. Количество первичных размещений и их объемы за последнее время увеличились в несколько раз. На рынок выходит все больше эмитентов, размещаются новые эмиссии, растут объемы и обороты, расширяется круг инвесторов.

Реально рынок начал формироваться в 2000 г. С тех пор он демонстрирует положительную динамику, что обеспечивает инвесторам и эмитентам стабильные дивиденды.

В настоящее время ситуация на фондовом рынке усложнилась, так как доходность по облигациям первого эшелона стабилизировалась и находится на от-

носительно низком уровне. Для увеличения доходности на долговом рынке инвесторам необходимы новые инструменты.

Согласно Стратегии развития финансового рынка на 2006-2008 гг. (утв. распоряжением Правительства РФ от 1.06.2006 №793-р) финансовый рынок в результате реализации мероприятий, предусмотренных настоящей Стратегией, претерпит качественные изменения.

Доступ к рынку капитала получают большинство российских компаний, ведущих цивилизованный бизнес. Значительно увеличится количество первичных размещений акций этих компаний на финансовом рынке.

Существенно расширится ассортимент инструментов финансового рынка и услуг, предоставляемых финансовыми организациями гражданам и нефинансовым предприятиям.

Будут обеспечены конкурентные условия для проведения сделок с ценными бумагами и их надежный учет и хранение. Торговля основной долей российских активов будет осуществляться в Российской Федерации.

Таким образом, благоприятные макроэкономические и политические условия, диверсификация российской экономики, а также существенный потенциал ее роста создают необходимые предпосылки для развития рынка корпоративных финансов в России.

Рынок ценных бумаг предоставляет для компаний такие финансовые возможности:

- удовлетворение потребности в финансовых средствах;
- вложение временно свободных денежных средств в инструменты фондового рынка.

Финансовые возможности и способы привлечения компаниями финансирования на рынке ценных бумаг представлены на рис. 1.

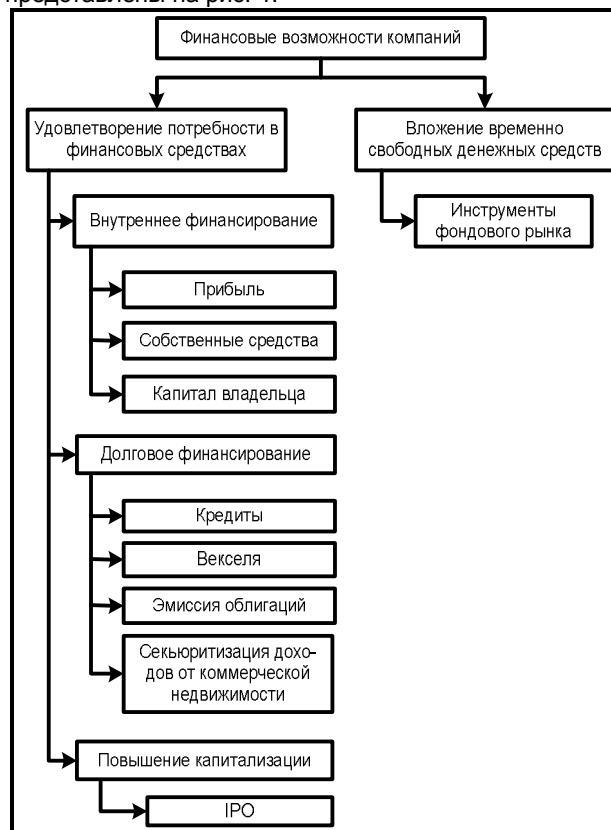


Рис. 1. Финансовые возможности компаний на фондовом рынке

Рассматривая способы привлечения финансирования, следует сказать, что до настоящего времени банковские кредиты фактически были основным источником долгового финансирования для российских компаний. Банковский кредит имеет ряд достоинств. К наиболее важным следует отнести:

- сравнительную простоту технологии получения;
- возможность получения кредита по схеме, учитывающей конкретные потребности предприятия. Например, компания может подписать с банком договор о предоставлении кредитной линии в определенных пределах, однако при этом компания реально будет занимать деньги только по мере их необходимости.

Необходимо, однако, отметить, что российские банки в настоящее время не располагают значительными кредитными ресурсами. Поэтому заимствования на рынке ценных бумаг, является перспективным направлением привлечения финансирования, тем более, что российский рынок ценных бумаг предоставляет такие возможности для широкого круга компаний.

Рынок корпоративных облигаций является самым динамично развивающимся. Минувший год был отмечен значительным ростом рынка облигаций, появлением евро-рублевого сегмента, выпуском ипотечных облигаций, валютной либерализацией. В 2006 г. на рынок ежемесячно выходило 12-13 новых корпоративных эмитентов. В 2007 г. продолжится рост рынка облигаций, и лидером его роста останется корпоративный сегмент – энергетика, банковский сектор, нефть и газ.

При благоприятной конъюнктуре рынка, по оценкам компании Финам, в текущем году ожидается увеличение объемов заимствований до 500-550 млрд. руб., что на 40-50% выше по сравнению с 2006 г. Предполагается размещение 200-240 выпусков облигаций. Сохранятся и основные тенденции прошлого года: на рынок будут выходить компании-новички с небольшими объемами выпусков, а также прогнозируются выпуски с объемами, превышающими 10-15 млрд. руб.

При рассмотрении эмиссии облигаций компаниями следует отметить ряд потенциальных преимуществ:

- облигационные займы обычно дешевле банковских кредитов;
- выпуск облигационных займов может позволить предприятию привлечь значительно большие ресурсы;
- облигации дают возможность привлечь средства по более низкой ставке процента, чем банковский кредит;
- банковская ставка неизменна, а условия эмиссии могут предусматривать изменение купонной ставки;
- российское законодательство не накладывает существенных ограничений на параметры облигаций (сроки, размер купона и купонный период, обеспечение, индексация номинала). Только конвертируемые облигации могут быть выпущены на срок не более 1 года;
- формируется кредитная история предприятия;
- выпуск облигаций не связан с опасностью частичной или полной утраты контроля над предприятием, как при выпуске обыкновенных акций.

Кроме того, специфика биржевого рынка такова, что он представляет расширенные возможности привлечения финансирования:

- биржевой рынок обеспечивает публичность как на этапе первичного размещения, так и для вторичного обращения;
- надежный и экономически доступный способ заключения, оформления и исполнения сделок;
- возможность снижения стоимости привлекаемых заемных средств посредством управления долгом;
- снижение рисков и, следовательно, премии за риск для инвесторов;

- действующее законодательство делает обращение ценных бумаг на организованном рынке более выгодным для эмитента, т.к. позволяет инвесторам использовать биржевую котировку ценных бумаг для формирования «гибкого» портфеля вложений.

В этой связи следует выделить активную позицию государства в отношении совершенствования законодательства по организации деятельности на рынке ценных бумаг.

Согласно «Положению о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» (в редакции приказа ФСФР РФ от 02.11.2006 №06-126/пз-н) допуск ценных бумаг к торгам у организатора торговли осуществляется путем включения в список ценных бумаг, допущенных к торгам (далее – Список).

Включение ценных бумаг в Список на фондовой бирже может осуществляться с прохождением и без прохождения процедуры листинга. При прохождении процедуры листинга ценные бумаги включаются в котировальные списки «А» (первого и второго уровней), «Б», «В» и «И». При этом в котировальный список «И» включаются только акции.

Котировальный список «В» создан для бумаг компаний, осуществляющих IPO, список «И» – для венчурных компаний.

Увеличение количества котировальных списков подтверждает то, что ряд законодательных норм направлены на повышение эффективности функционирования рынка. Это позволяет биржам создавать сегменты для различных по масштабам и видам деятельности эмитентов для обеспечения их выхода на рынок. На сегодняшний день несколько биржевых площадок организовали секции по торговле акциями небольших венчурных компаний (ММВБ – сектор ИРК, РТС – сектор СТАРТ), способных повысить ликвидность венчурных проектов и создать перспективы для хорошего выхода на инвесторов.

Говоря о создании сектора ИРК (инновационных и растущих компаний) заместитель генерального директора биржи ММВБ Г. Марголит отметил, что есть определенная категория компаний, которые нуждаются в особом отношении, в особом уходе. Если говорить о крупных и зрелых компаниях, им, конечно, гораздо проще выйти на фондовый рынок, найти своего инвестора, повысить капитализацию, поддержать ликвидность своих бумаг. Эти компании известны профессиональному сообществу фондового рынка, никаких дополнительных усилий не требуется.

Кроме того, он обратил внимание на тот факт, что сектор ИРК – это прежде всего некое позиционирование и нацеленность. Молодая компания, которую никто не знает, может просто затеряться рядом с гигантами типа «Газпрома». Если она выходит на рынок как все, ее не увидят участники рынка. Поэтому попадание в этот сектор – это повышение visibility компании, ее увидят инвесторы, как отечественные, так и зарубежные, причем инвесторы, в том числе, и специфические. Потому что есть массовый инвестор, а есть различные фонды – венчурные, прямых инвестиций. Массовый инвестор, скорее всего, не будет вкладывать средства в бумаги молодых компаний, новичков на рынке, что в общем правильно, а для специфического инвестора это может быть его профиль. Проще найти своего инвестора – это первое. Второе: в этом секторе есть дополнительные механизмы по раскрытию информации, которые позволяют инвестору легче вхо-

дить в компанию. Биржа также оказывает помощь эмитенту и инвестбанку путем использования инструментов PR, маркетинга, IR биржи, вплоть до прямого поиска инвесторов [3, с. 36].

Сектор инновационных и растущих компаний (ИПК) ММВБ предназначен для доступа на фондовый рынок предприятий, занимающихся интернет-бизнесом, разработкой программного обеспечения, телекоммуникациями, радиоэлектроникой и полупроводниками, биотехнологиями, фармацевтикой и др. Обязательным условием для эмитентов является не менее чем 20%-ный рост выручки компании и капитализация от 100 млн. до 5 млрд. руб.

По данным, приведенным журналом «РЦБ», рынок венчурного капитала не превышает 200 млн. долл., а с учетом скрытых частных вложений бизнес-ангелов едва достигает в совокупности 350-400 млн. долл. Это весьма скромные показатели для российской экономики. Однако темпы роста этого рынка опережают и общеевропейские, и американские. Уже сейчас они составляют более 100-150% в год. По самым скромным предположениям, рынок венчурных инвестиций к 2010 г. превысит 2,5-3 млрд. долл. [4, с. 74].

Рост рынка венчурных инвестиций объясняется тем, что в стране продолжается подъем экономики, компании начинают вкладывать в новые проекты и могут позволить себе значительные бюджеты развития. Компании инвестируют в исследования и разработки, поэтому заимствования на фондовом рынке являются перспективным направлением финансирования предприятий данного сектора.

Говоря о финансовых возможностях, предоставляемых компаниям рынком ценных бумаг, нельзя обойти вниманием такой важный аспект деятельности компании, как проведение IPO.

Анализируя ситуацию на рынке IPO, можно сказать, что в России сформировался рынок IPO. За 2002-2006 гг. возросло количество размещений акций в России. Приведенные цифры лучше всего отражают динамику:

- в 2002-2003 гг. было осуществлено по одному размещению;
- в 2004-2005 гг. – по 3-4 размещения;
- в 2006 г. акции разместили 12 компаний, на 2007 г. заявлено еще больше компаний;
- в 2002-2004 гг. компании разместили облигации на 0,5 млрд. долл.;
- в 2005 г. – на 3,5 млрд. долл., а в 2007 г. – более чем на 17,5 млрд. долл.

Потенциальных российских эмитентов можно разделить на 3 группы:

- крупные российские компании, в основном сырьевого сектора, имеющие солидную кредитную историю: например, СИБУР, «Энергомашкорпорация» и др. Сюда можно отнести около 25% компаний, которые способны в ближайшее время разместить акции. Многие из них уже торгуются на российском фондовом рынке. Проведение IPO этих компаний осложняют сформировавшийся круг собственников и возможность получить дешевые заимствования на рынке еврозаймов;
- компании, ориентированные на внутреннего потребителя, динамично развивающиеся и нуждающиеся в крупных инвестициях. В качестве примера можно привести «Евроцемент», БД «Открытие», «Мосмарт», «Русский продукт», торговый дом «Копейка» и др. В 2007-2008 гг. на них будет приходиться до 65% IPO. Высокая активность компаний объясняется дороговизной рынка еврооблигаций и малым предложением «длинных» денег со стороны внутреннего рынка корпоративного долга;

- небольшие инновационные компании.

Как правило, прежде чем выйти на IPO, компания должна разработать кредитную историю. Для этого она выпускает облигации. В случае успеха стоимость размещения уменьшается и, как следствие, растут доходы компании. После того как репутация надежного финансового партнера заработана, компания размещает акции на бирже. Базовыми целями IPO являются:

- привлечение для дальнейшего развития компании значительного объема финансовых ресурсов (за счет предложения неограниченному кругу лиц приобрести бумаги на бирже) без затрат на их рефинансирование;
- улучшение имиджа и приобретение статуса публичной компании;
- оптимальное структурирование активов и бизнеса за счет вынужденных предварительных улучшений в управлении бизнесом, качественных изменений в области анализа, принятия бизнес-решений, контроля;
- повышение капитализации компании за счет действительной рыночной оценки бумаг;
- повышение прозрачности и управляемости компанией как перед основными собственниками, так и перед сторонними акционерами;
- возможность проведения слияний и поглощений.

Выход компании на рынок сопровождается также дополнительными эффектами:

- получением маркетинговых исследований, поскольку IPO является объектом пристального внимания не только финансовых аналитиков, но и средств массовой информации;
- создание биржевой истории для получения более льготных условий финансирования (положительная репутация и публичность – путь к доверию инвесторов);
- защита бизнеса от враждебных поглощений.

Начиная с 1980-х годов, с развитием технологии и появлением многочисленных новых форм инвестирования на мировом финансовом рынке получила распространение тенденция, получившая название «секьюритизация». Понятием «секьюритизация» охватывается широкий круг сделок, при которых нерыночные активы (например, задолженность по займам на строительство жилья) переводятся в рыночные активы (например, ценные бумаги).

Следует, на наш взгляд, выделить относительно новый для российского рынка способ финансирования российских компаний – секьюритизацию доходов от коммерческой недвижимости.

Под секьюритизацией доходов от коммерческой недвижимости обычно понимают различные виды секьюритизации, где специальное юридическое лицо (SPV) выпускает ценные бумаги, исполнение по которым осуществляется за счет поступлений от коммерческой недвижимости, в том числе платежей по договорам аренды соответствующего объекта недвижимости. Финансирование здесь осуществляется посредством размещения на фондовом рынке ценных бумаг. Помимо финансовых преимуществ, секьюритизация доходов от коммерческой недвижимости позволяет сохранить юридический контроль над недвижимостью, что, в свою очередь, дает возможность девелоперу наращивать инвестиционный портфель в расчете на рост рынка недвижимости.

Секьюритизировать можно различные виды коммерческой недвижимости:

- офисные здания;
- промышленные объекты;
- гостиницы;
- комплексы розничной торговли;
- складские помещения.

Сервисным агентом является компания, специализирующаяся на управлении недвижимостью. Недвижимость сдается в аренду. В качестве SPV выступает специальное юридическое лицо по иностранному или российскому праву. Секьюритизируемым активом являются денежные права требования арендодателя (оригинатора) по договору аренды недвижимости. Для этого между оринатором и SPV заключается договор займа, по которому оринатор получает денежные средства, вырученные от продажи инвесторам ценных бумаг SPV. Обеспечением исполнения обязательств оринатора по договору служит залог денежных прав требования по договорам аренды, а также залог недвижимости. Погашение кредита и выплаты по облигациям производятся за счет арендных платежей или, в случае дефолта, за счет средств, вырученных при обращении взыскания на предмет залога.

Таким образом, фондовый рынок предоставляет компаниям дополнительную возможность получения финансирования за счет возможностей секьюритизации. Это позволяет преобразовать обычные обязательства должника к кредитору в ценные бумаги, давая этим обязательствам повышенную оборотоспособность за счет помещения их в готовую инфраструктуру фондового рынка. В конечном счете секьюритизация делает финансовые отношения в экономике более мобильными, а саму экономику – более гибкой и эффективной.

Сегодня в России наметились позитивные тенденции, связанные не только с развитием самого рынка ценных бумаг, созданием новых технологий и инструментов, а также с изменением отношения государства к развитию этого сектора финансового рынка страны, что особенно важно. Совершенствуется законодательство, меняются механизмы привлечения инвестиционных ресурсов, которые становятся более доступными для российских компаний, меняется отношение к эмитентам ценных бумаг со стороны государства.

Важно, что на рынок выходят новые отрасли:

- банковский сектор;
- розничные сети;
- металлургия;
- высокотехнологичные компании.

Кроме того, растет понимание необходимости повышения прозрачности отношений на фондовом рынке, компании становятся публичными. Компании, которые раньше не обращали должного внимания на фондовый рынок, сегодня активизируют свою инвестиционную деятельность.

## Литература

1. «Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» (в редакции приказа ФСФР РФ от 02.11.2006 №06-126/пз-н).
2. «Стратегии развития финансового рынка на 2006-2008 гг.» (утв. распоряжением Правительства РФ от 1 июня 2006 г. №793-р).
3. Журнал «Рынок ценных бумаг» №15, 2007 г. Интервью с заместителем генерального директора ММВБ Г. Марголитом.
4. Журнал «Рынок ценных бумаг» №17, 2007 г. М. Шеховцов, И. Балашов «Проблемы и перспективы российского венчурного рынка».
5. Журнал «Рынок ценных бумаг» №16, 2007 г. Д. Соболев «Секьюритизация коммерческой недвижимости».

*Куликова Елена Ивановна*  
E-mail: *KulikovaE@yandex.ru*

## РЕЦЕНЗИЯ

Рецензируемая статья освещает очень важные вопросы развития российского рынка ценных бумаг. В настоящее время наметилась положительная тенденция использования российскими компаниями возможностей привлечения инвестиций, которые предоставляет им рынок ценных бумаг. В этих условиях анализ механизмов и способов привлечения финансирования российскими компаниями на рынке ценных бумаг свидетельствуют об актуальности рассматриваемых проблем.

Следующей группой вопросов, которую рассматривает автор, являются вопросы дальнейшего развития системы государственного регулирования фондового рынка. Автор справедливо отмечает, что совершенствование законодательства и внимание со стороны российских властей позволяют активизировать развитие фондового рынка и обеспечить его вхождение в мировую финансовую систему.

Следует отметить достаточно интересное освещение автором вопроса о новых для нашего рынка инвестиционных инструментах, которые позволяют осуществлять заимствования на фондовом рынке тем компаниям, которые раньше не имели такой возможности в силу специфики своего бизнеса, а также выделение новых для нашего рынка сегментов, таких как сектор инновационных и растущих компаний.

В этой связи необходимо отметить научный интерес и практическую значимость предлагаемого автором статьи анализа состояния и возможностей российского фондового рынка.

Статья рекомендуется для опубликования в открытой печати.  
*Юткина Т.Ф., д.э.н., профессор ВГНА при Минфине РФ, кафедра бухгалтерского учета*

## 8.4. SECURITIES MARKET – SOURCE OF FINANCING OF THE ENTERPRISES

E.I. Kulikova, Candidate of Science (economic), the Senior Lecturer of Chair «Finance and the Credit»

*All-Russia state tax academy*

Value of the Russian securities market recently has increased. A lot of companies perceive it as an effective way of attraction of investments. The assortment of securities and the services given by stock exchange. Clause describes financial opportunities which are given with a securities market for the companies. The author considers questions of attraction of investments by issue bonds, IPO, securitization of incomes of the commercial real estate. Clause shows positive tendencies of the Russian securities market.