

Денис Шевчук

Источники финансирования бизнеса



Денис Александрович Шевчук

Источники финансирования бизнеса

Текст предоставлен правообладателем

http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=179222

*Шевчук, Д.А. Источники финансирования бизнеса: ; Москва; 2008
ISBN*

Аннотация

Содержание данного пособия представляет собой подробное описание методов, инструментов, источников и форм финансирования. Основной задачей является получение знаний по привлечению финансовых ресурсов для любых организационно-правовых форм бизнеса. Автор книги имеет опыт работы в банках, коммерческих и государственных структурах на руководящих должностях, курирует программу «Кредитный консалтинг» в должности Заместитель генерального директора «Кредитный брокер INTERFINANCE» (ИПОТЕКА * КРЕДИТОВАНИЕ БИЗНЕСА), имеет высшее экономическое и юридическое образование.

Содержание

Эмиссия ценных бумаг	4
Эмиссия акций	13
Эмиссия облигаций	16
Конец ознакомительного фрагмента.	25

Д.А. Шевчук

Источники

финансирования бизнеса

Текст публикуется в авторской редакции.

Эмиссия ценных бумаг

Чтение книг – престижно, современно, выгодно.

Знания – тоже капитал, который всегда с тобой.

Шевчук Денис

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 бан-

ков, приобретающий 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 (см. подробнее Шевчук Д.А. Корпоративные финансы. – М.: ГроссМедиа: РОСБУХ, 2008).

Таким образом, инвестиционный банк страхует, или гарантирует кампанию-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 (подробнее см. <http://www.samoobrazovanie.narod.ru>).

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 дол. на одну облигацию (см. подробнее Шевчук Д.А. Корпоративные финансы. – М.: ГроссМедиа: РОСБУХ, 2008).

Что касается риска, связанного с андеррайтингом, каждый член синдиката несет ответственность за свою долю нереализованных 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 (подробнее на сайте www.denishevchuk.narod.ru).

Например, при размещении ценных бумаг коммунальной службы Северной Каролины комиссионное вознаграждение составляло 5 дол. в расчете на одну облигацию, или 57 % общей разницы цен предложения и размещения облигаций, равной 8,75 дол. 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 пол ному. В нашем примере вознаграждение стороннего дилера составляло 2,50 дол. за

облигацию при полном комиссионном вознаграждении, равном 5,00 дол.

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 нереализованные 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 (см. подробнее Шевчук Д.А. Банковские операции. – М.: ГроссМедиа: РОСБУХ, 2007).

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) – предостав-

ленное 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 сосре-

доточимся на рассмотрении частного размещения долговых обязательств. Финансирование собственного капитала при участии владельцев венчурного капитала будет обсуждаться позднее (см. подробнее Шевчук Д.А. Банковские операции. – М.: ГроссМедиа: РОСБУХ, 2007).

По мнению Заместителя генерального директора INTERFINANCE Шевчука Дениса Александровича, 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 документа, 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 с соответствие с потребностями заемщика, а финансирование может быть осуществлено очень быстро.

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 инвестиционно-

му 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.

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).

2. 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 (Д.А. Шевчук. Источники финансирования бизнеса. – М.: Финансовая газета, 2008).

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 расче-

те на 100 денежных единиц номинала.

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

где K — курс облигации;

P — рыночная цена;

N — номинал облигации.

Например, если облигация с номиналом 10000 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 применяется 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.

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 обо-

значены 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 займ среди широкого круга инвесторов, или осуществить эмиссию крупного пакета акций и целиком продать его крупному, «стратегическому» инвестору. Во втором случае предприятию, возможно, будет легче привлекать 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 убеждены 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, по-

вышенный 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).

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 их 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*

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.