

Анализ возможностей эмиссионного финансирования инвестиционных проектов.

(«Проблемы реформирования российского общества». Материалы межвузовской научной конференции. 22 апреля 2006 г. Ч.2. НОУ ВПО «ИЭФ»).

Значительные возможности привлечения средств для реализации инвестиционных проектов может обеспечить **фондовый рынок** (естественно, при наличии ряда условий, в первую очередь, стимулирующего государственного регулирования, наличия развитой инфраструктуры, стабильной и растущей экономики). Он позволяет фирмам:

1. Нарращивать собственный (уставный) капитал: через размещение дополнительных акций (с возможным получением еще и эмиссионного дохода), в том числе через первоначальное публичное (на бирже) предложение акций (Initial Public Offering – IPO).
2. Привлекать заемные средства – через размещение облигационных займов.

Экономические последствия эмиссии акций и облигаций заметно различаются. В первом случае речь идет о так называемом долевым финансировании. Источником ресурсов здесь являются средства инвесторов, либо уже бывших раньше, либо ставших теперь акционерами фирмы-эмитента, и приобретших, в частности, права на периодическое получение части прибыли эмитента в виде дивиденда и на участие в управлении его делами, в т.ч. на ознакомление с финансовой документацией. Особенностью акционерного финансирования является то, что привлеченные фирмой ресурсы увеличивают уставный и – тем самым – собственный капитал. В случае же выпуска облигаций имеет место долговое финансирование, сопоставимое с получением кредита одновременно от множества кредиторов и приводящее к росту кредиторской задолженности фирмы. Сравнение двух способов эмиссионного финансирования позволяет сделать следующие выводы.

Эмиссия акций как способ привлечения инвестиций дает фирме следующие **выгоды**:

1. Акционерное финансирование представляет средства в виде собственного капитала на постоянной основе – их не надо возвращать пока фирма не будет ликвидирована (в отличие от заемного капитала, подлежащего возврату в оговоренный срок). Иначе говоря, принципы срочности и возвратности, характерные для долгового финансирования, в данном случае не применяются.
2. При всей важности выплаты дивидендов для позитивного восприятия фирмы акционерное общество не обязано их платить. Выплачиваться они могут только из чистой прибыли, причем направления ее использования определяют сами акционеры. На общем собрании они могут принять решение о ее инвестировании в новые фирменные проекты, отказавшись от дивидендов.

Особая ситуация характерна для привилегированных акций, по которым в уставе указан размер дивиденда или порядок их определения; в этом случае дивиденды полагается платить. При отсутствии прибыли для этого могут использоваться специальные фонды.

3. Эмиссия акций не связана с необходимостью оговаривать какое-то обеспечение, что обычно требуется при долговом финансировании (при выпуске облигаций – не всегда).

4. При первичном размещении акции могут продаваться по цене, превышающей их номинальную стоимость. Разница (эмиссионный доход) позволит увеличить добавочный капитал фирмы.

5. Улучшение финансового положения (рост уставного и собственного капитала) фирмы позволит привлекать кредиты на более выгодных условиях.

6. Превращение фирмы в открытое акционерное общество может привести к росту ее «узнаваемости», повышению престижа – на финансовых рынках, у клиентов и поставщиков.

Однако на практике выпуск акций как способ финансирования в нашей стране пока используется довольно редко. Рассмотрим **недостатки открытого размещения акций с позиции фирмы.**

1. Необходимость существенного раскрытия финансовой информации о фирме – особенно, если требуется составление проспекта эмиссии (при проведении открытой подписки, а также и закрытой, если в ней участвует более 500 лиц). Это приводит к тому, что многие российские фирмы остаются непрозрачными и непубличными.

2. Появление дополнительных значительных расходов: на подготовку и регистрацию проспекта эмиссии, оплату услуг реестродержателя, андеррайтера (максимальный размер вознаграждения посредника, участвующего в размещении акций посредством подписки, может составить 10% цены их размещения) и др.

3. Непредсказуемость результатов эмиссии акций, особенно – при неблагоприятной ситуации на фондовом рынке.

4. Хотя раньше и отмечалось, что акционерное общество не обязано платить дивиденды, однако собственники (особенно миноритарные акционеры, у которых нет реального доступа к денежным потокам и возможности проведения трансферных сделок с аффилированными лицами) в них заинтересованы. Кроме этого периодичность и размеры дивидендов влияют на биржевой курс акций. Поэтому дивиденды обычно платить приходится – причем в течение всего периода существования общества.

5. Выплачиваемые дивиденды не уменьшают налогооблагаемую прибыль, и увеличивают налогооблагаемые доходы у акционеров.

6. Необходимость постоянного отслеживания биржевых котировок акций. Снижение капитализации фирмы, не являющееся следствием негативной рыночной конъюнктуры, может подорвать позиции фирмы в глазах инвесторов и требует оперативного реагирования.

Также можно выделить ряд недостатков выпуска новых акций и с **позиции акционеров.**

1. Возможность изменения структуры собственности. В принципе с целью сохранения статус-кво акционеры имеют преимущественное право приобретения дополнительных акций, размещаемых путем открытой подписки. Однако практическая реализация этого положения может быть затруднительна. С позиции держателя контрольного пакета акций или крупных акционеров (а именно они фактически и будут инициировать принятие соответствующего решения), возможный риск связан с появлением дополнительного числа акций, что в будущем может привести к изменению соотношения сил – уменьшению их доли в уставном капитале и потере контроля над фирмой.

2. Необходимость оплаты новых акций (при использовании преимущественного права приобретения дополнительных акций), т.е. прежние акционеры сами должны будут профинансировать увеличение капитала, что может не входить в их планы. Отказ же от участия в эмиссии автоматически приведет к уменьшению доли.

3. Возможность уменьшения в дальнейшем размера дивидендов, поскольку прибыль придется делить между большим числом акций.

4. Непринятие решения о выплате дивиденда или принятие решения о его неполной выплате по привилегированным акциям (если они есть) приведет к тому, что на следующем общем собрании акционеров их владельцы получают право голоса. А это может привести к нежелательным последствиям для держателей контрольного пакета – усложняется процесс принятия решений.

Если возможности акционерного финансирования используются в России пока слабо, то с долговыми заимствованиями **на рынке корпоративных облигаций** ситуация обстоит значительно лучше. Рассмотрим **выгоды**, которые дает выпуск облигаций фирмам-эмитентам.

1. Большие сроки и объемы займов (в сравнении с обычными кредитами).
2. Предоставление обеспечения не обязательно.

3. Возможность самостоятельного определения основных параметров займа и свойств размещаемых облигаций.

4. Выплата процентов происходит раз в полгода (или раз в квартал), погашение займа – всегда в конце срока. При кредите же часто встречается схема аннуитетных платежей – равными долями в течение кредитного периода. Это приводит к тому, что даже при равной процентной ставке и с учетом дополнительных расходов облигационный заем может оказаться выгоднее привлечения кредита. В реальности же процентные ставки по облигациям ниже.

По сути – это преимущества в сравнении с привлечением банковских кредитов, в случае же выпуска акций эти особенности в основном тоже будут иметь место.

5. Проценты по долговым обязательствам, в т.ч. облигационным займам, учитываются во внереализационных расходах и уменьшают сумму налога на прибыль.

6. Возможность самостоятельного управления объемом долга через покупку-продажу своих же облигаций на вторичном рынке.

7. Создание публичной кредитной истории фирмы-эмитента – возможность при своевременном выполнении своих обязательств получения имиджа надежного заемщика.

Однако наряду с положительными моментами, выпуск облигаций имеет и **недостатки** и может принести ряд проблем.

1. Возникновение дополнительных расходов при организации и обслуживании займа: вознаграждения финансовому консультанту, организатору (-ам) выпуска, платежному агенту, агенту по исполнению оферт, уплата налога при регистрации проспекта эмиссии, биржевого и клирингового сборов организатору торговли и др.

2. Высокий порог минимального объема выпуска, оправдывающий дополнительные расходы и необходимый для рыночного обращения облигаций (от 500 млн. руб. при биржевом размещении; при закрытой подписке – на порядок меньше).

3. Предъявление специальных требований по обеспечению:

– размещение облигаций без обеспечения допускается не ранее третьего года существования общества и при условии надлежащего утверждения двух годовых балансов;

– номинальная стоимость всех выпущенных облигаций не должна превышать размера уставного капитала либо величину обеспечения, предоставленного третьими лицами.

Чтобы не привлекать обеспечения, возможно осуществить номинальное увеличение уставного капитала за счет имущества общества. Например: перевести в уставный капитал средства из других источников собственного капитала и выпустить на эту сумму

дополнительные акции, пропорционально распределяемые среди всех акционеров, или увеличить номинальную стоимость уже имеющихся акций.

4. Появление значительных требований к эмитенту по прозрачности финансовой отчетности.

5. Выплата фиксированного процента (также и переменного, особенно – если он растет) в условиях финансового кризиса или нестабильности на рынке может вызвать проблемы.

6. Выплата основной суммы долга не исключается из налогооблагаемой прибыли. Поэтому необходим устойчивый и достаточный денежный поток для своевременного погашения долга.

7. Задержки с выплатой процентов или несвоевременное погашение долга могут отрицательно сказаться на публичной кредитной истории фирмы и снизить ее рейтинг.

Возможности фирм по привлечению средств на фондовом рынке, равно как и заинтересованность потенциальных инвесторов в приобретении акций и корпоративных облигаций, имеют тесную связь с общим новостным фоном в стране и перспективами экономического роста.