



Инструменты финансирования публичных компаний



Классификация источников средств: юридический аспект

- собственные, то есть принадлежащие собственнику компании средства, и
- заемные средства, предоставленные компании на временной и, как правило, возмездной основе



Методы финансирования

Методы финансирования – это то, *каким образом* компания мобилизует долгосрочный капитал.

Выделим три элемента системы финансирования, присущей рыночной экономике (В.В.Ковалев):

- бюджетное финансирование,
- банковское кредитование и
- прямое финансирование через механизм финансовых рынков.



Бюджетное финансирование

Бюджетное финансирование предприятий в условиях развитой рыночной экономики имеет весьма ограниченное значение как вследствие ограниченности бюджетных ресурсов, так и вследствие низкой эффективности их использования коммерческими организациями.



Банковское кредитование

Банковское кредитование имеет значение прежде всего как способ пополнения оборотных средств предприятия: в современных условиях банки выдают достаточно долгосрочные ссуды почти исключительно под плавающую ставку, страхуя себя, тем самым, от процентных рисков.

Это ограничивает сферу применения подобных кредитов для финансирования долгосрочных инвестиций капитального характера, так как для оценки эффективности последних необходима фиксированная ставка.



Прямое финансирование через механизм финансовых рынков

В условиях развитых финансовых рынков основным источником долгосрочных финансовых ресурсов, особенно для крупных предприятий, является рынок капиталов. Размещение долевых и долговых ценных бумаг происходит главным образом при посредничестве финансовых институтов, направляющих потоки денежных средств в сферы экономики, где потребность в этих средствах (а значит, и их доходность) наиболее высока.

Элементы структуры собственного капитала: учетная классификация источников средств

Уставный капитал – сумма номинальных стоимостей долей участников (размещенных акций общества – для акционерной компании). Уставный капитал определяет минимальный размер имущества компании, гарантирующий интересы ее кредиторов. Именно поэтому законодательство запрещает размещение акций по цене ниже их номинальной стоимости. С правовой точки зрения номинальная стоимость доли (акции) устанавливает предел ответственности участника (акционера) по долгам компании.

Законодательство вводит понятия размещенных (то есть приобретенных акционерами) и объявленных акций. Компания может, а в некоторых случаях в соответствии с законодательством обязана выкупать акции у акционеров.



Элементы структуры собственного капитала

Динамично развивающиеся компании в качестве одного из основных источников долгосрочных средств используют **нераспределенную прибыль**, реинвестируя ее в хозяйственную деятельность.

В отчетах о финансовом положении отечественных компаний нераспределенная прибыль может быть показана одной строкой, как нераспределенная прибыль прошлых лет, или распределяться по фондам: резервному, накопления, потребления, социальной сферы и другим, сформированным по решению собрания участников либо в соответствии с учредительными документами.

Элементы структуры собственного капитала

В качестве одного из источников финансовых ресурсов компании часто называют и **амортизацию** основных производственных фондов, представляющую собой процесс переноса их стоимости в процессе использования в производстве на произведенный продукт.

Связано это с тем, что денежный поток компании может быть представлен как чистая прибыль плюс амортизация и, если уж мы говорим о прибыли, как источнике финансирования, то и амортизация может быть отнесена к числу таких источников. При этом необходимо иметь в виду, что начисление амортизации есть чисто бухгалтерская операция, за которой не стоит движение денежных средств.

Элементы структуры собственного капитала

К долгосрочным источникам финансирования относится также **добавочный капитал**, формируемый за счет так называемого *эмиссионного дохода*, возникающего при реализации акционерным обществом акций по цене, превышающей номинальную стоимость. При этом такой элемент долгосрочных пассивов, как добавочный капитал в неденежной части, возникновение которого связано с переоценкой основных средств и прочих активов предприятия, к источникам финансовых ресурсов не относится.

Инструменты формирования капитала, предоставленного собственником

В качестве инструмента формирования капитала, предоставленного собственником для осуществления уставных целей предприятия выступают, для акционерных обществ, *долевые ценные бумаги*, или *акции*. На момент создания акционерного предприятия акции являются главным инструментом его финансирования.

Основными нормативными актами, регулирующими размещение и обращение ценных бумаг, являются федеральные законы «Об акционерных обществах» и «О рынке ценных бумаг», а также нормативные акты регулирующей организации, министерств и ведомств.



Понятие акции

Акция есть ценная бумага, свидетельствующая об участии ее владельца в собственном капитале предприятия (более развернутые определения можно найти в нормативных документах).

Акции не имеют установленных сроков обращения.



Права владельца акции

- Право на соответствующую долю в акционерном капитале компании и остаток активов при ее ликвидации.
- Право на пропорциональную часть прибыли компании в форме дивидендов
- Право на участие в управлении компанией (как правило, это право реализуется посредством голосования на собрании акционеров при выборе исполнительных органов компании, принятии стратегических решений относительно направления ее деятельности и пр.).
- Право продажи или уступки акции ее владельцем какому-либо другому лицу.
- Право на получение информации о деятельности компании (главным образом той информации, которая публикуется в годовом отчете).

Виды акций

- Владельцы **обыкновенных акций** имеют права, предоставляемые акциями, в полном объеме. Обыкновенная акция дает право на получение плавающего дохода (дохода, зависящего от результатов деятельности предприятия). Распределение чистой прибыли между держателями обыкновенных акций осуществляется после выплаты дивидендов по привилегированным акциям и пополнения резервов, предусмотренных учредительными документами и решениями собрания акционеров.
- **Привилегированная акция** не дает, как правило, ее владельцу права голоса на общем собрании акционеров, а привилегии владельца заключаются в преимущественном праве на получение дивидендов в форме гарантированного фиксированного процента, а также на долю в остатке активов при ликвидации общества (компании), которая может определяться в твердой сумме или в процентах к номинальной стоимости. Дивиденды по привилегированным акциям должны выплачиваться независимо от результатов деятельности компании.

Виды привилегированных акций (по ФЗ)

- **Кумулятивными** называются акции, невыплаченный или неполностью выплаченный дивиденд по которым накапливается и выплачивается впоследствии. Владелец кумулятивной акции получает право голоса на общем собрании акционеров на тот период, в течение которого он не получает дивиденд, и теряет это право с момента выплаты всех накопленных дивидендов.
- При выпуске **конвертируемых привилегированных акций** должна быть определена возможность и условия конвертации таких акций в обыкновенные акции или привилегированные акции других типов. При выпуске конвертируемых акций устанавливается период, пропорциональность или курс обмена. В зарубежной практике продолжительность периода обмена составляет, как правило, не менее трех лет. Курс конвертации устанавливается в момент выпуска таких акций и он, как правило, несколько превышает курс обыкновенных акций, сложившийся на рынке на этот момент. Если срок обмена истек, а владелец конвертируемой акции не обменял ее на какую-либо другую акцию, то она становится простой привилегированной акцией.

Виды привилегированных акций (зарубежная практика)

- Общество может выпустить привилегированные акции *с долей участия*. Такие акции дают владельцу право не только на фиксированный дивиденд, установленный при выпуске, но и на дополнительный дивиденд, если дивиденд по обыкновенным акциям по итогам года превысит некоторое значение.
- Возможны привилегированные акции с *плавающей ставкой дивиденда*, привязанной к доходности каких-либо широко распространенных ценных бумаг (например, государственных).



Размещение акций

Размещаться акции могут путем:

- открытой либо
- закрытой подписки,
- предложения действующим акционерам *преимущественных прав* на приобретение акций.



Размещение акций: финансовые посредники

Как уже отмечалось выше, переток средств на финансовых рынка в значительной степени осуществляется при помощи *финансовых посредников*.

При размещении акций таковыми являются, в первую очередь, инвестиционные банкиры или андеррайтеры.

Большинство инвестиционных банкиров имеют историю, насчитывающую многие десятилетия, и не будет большим преувеличением сказать, что основным их капиталом являются не столько денежные средства, сколько высокая репутация у инвесторов.

Примеры: *Lehman Brothers, Merrill Lynch, Salomon Brothers, First Boston, Goldman Sachs, Rothschild*.

Помимо чисто посреднической, эти фирмы играют и весьма важную «психологическую» роль: само их присутствие в проспекте эмиссии существенно повышает доверие инвесторов к размещаемым инструментам.

Понятие инвестиционного банкира (андеррайтера)

Собственно инвестиционный банкир (андеррайтер) представляет собой фирму, которая покупает новые выпуски ценных бумаг (акций, облигаций) у корпораций и продает их инвесторам.

Для инвестиционных банкиров характерна специализация по видам ценных бумаг, отраслям и пр.

Если объем выпуска весьма велик, андеррайтеры могут объединяться в синдикаты.

Услуги андеррайтера

Инвестиционные банкиры часто выступают в роли советников, в том числе по правовым вопросам эмиссии. Помимо уже упомянутой функции «подкрепления» своей репутацией размещаемого выпуска, важнейшей функцией андеррайтера является гарантирование успешного размещения.

Если андеррайтер выкупает весь выпуск ценных бумаг, то он принимает на себя риск его полного и частичного «неразмещения». Соответственно, этот риск учитывается при формировании спреда между стоимостью покупки ценных бумаг андеррайтером, и ценой предложения инвесторам.

Кроме того, в цене предложения бывает заложена стоимость и других услуг, оказываемых андеррайтером: консультирования, маркетинга ценных бумаг, сертификации выпуска и пр.

Стоимость услуг инвестиционных банкиров по размещению ценных бумаг устанавливается, как правило, в ходе прямых переговоров последних с эмитентом.

Услуги андеррайтера

Очевидно, что принятие андеррайтером на себя рисков размещения всего выпуска целесообразно не во всех случаях: если уровень рисковости предложенных к размещению ценных бумаг слишком высок, то инвестиционный банкир может ограничиться ролью агента (так называемая стратегия *best effort*). В последнем случае андеррайтер выполняет функцию не посредника, а консультанта, разрабатывая стратегию и организуя процесс размещения.

Не последнюю роль в успешном размещении ценных бумаг играет выбор андеррайтером той или иной стратегии ценообразования.

Успешная деятельность финансового посредника или консультанта содержит в себе значительный элемент искусства: абсолютно точное прогнозирование поведения рынка невозможно, а цена ошибки может быть весьма высокой. Как следствие, стоимость услуг инвестиционного банкира для эмитента оказывается весьма высокой, достигая на американских рынках в среднем 5% стоимости размещенных обыкновенных акций.



Венчурные компании

Большинство новых компаний сначала опирается на личные (семейные) сбережения учредителей и банковские ссуды.

В настоящее время, начинающим компаниям готовы предоставить капитал специализированные венчурные фирмы, которые собирают средства многих инвесторов и ищут перспективные для вложения капитала компании.

Как правило, фонды венчурного капитала организованы в виде частного партнерства с ограниченной ответственностью и сроком жизни (10 лет).



Венчурные компании: 2 способа окупить инвестиции

1. Когда компания «встает на ноги» и демонстрирует благоприятную динамику, ее можно продать более крупной компании.
2. Процедура открытого акционирования (IPO), которая дает первоначальным инвесторам «обналичить» свой пай и позволяет основателям остаться у руководства компании.



Первичное публичное предложение

IPO – initial public offering

Как правило, компании выпускают акции в открытую продажу с единственной целью – привлечь новый капитал для бизнеса. Но случается также, что компания не получает нового капитала, поскольку на продажу выставляются только собственные акции существующих акционеров в рамках вторичного предложения.



Преимущества публичного размещения акций

Рыночная цена акции является измерителем результатов хозяйственной деятельности и, располагая таким инструментом, компания может оплачивать работу своих менеджеров опционами на акции.

Более широкий доступ инвесторов к информации о компании позволяет ей разнообразить свои источники финансирования и сократить затраты на заемный капитал.

Эти выгоды перевешивают издержки публичной эмиссии, включая административные и прочие расходы, сопряженные с необходимостью поддерживать информационный обмен с акционерами.



Регистрационный бюллетень и проспект эмиссии (США)

Регистрационный бюллетень – это детальный документ, содержащий информацию о планируемых источниках финансирования, истории фирмы, ее текущей деятельности и планах на будущее. Регистрационный бюллетень предоставляется в SEC (Securities and Exchange Commission).

Наиболее важные разделы бюллетеня распространяются среди инвесторов в форме проспекта эмиссии.

Издержки эмиссии

Андеррайтер получает вознаграждение в форме ценового спреда (разницы цен), что означает, что им предоставляется право купить выпуск акций дешевле официальной цены предложения, по которой акции затем продаются инвесторам.

Наблюдения показывают, что в предложении на 5 млн. дол. ценовой спред насчитывает 10%, а в выпуске на 300 млн. дол. спред составит уже только 5%. Почти во всех публичных предложениях объемом от 20 до 80 млн. дол. спред составил 7% (Чен и Риттер).

Кроме этого, выпуск ценных бумаг влечет и большие административные расходы: оплата менеджеров, аудиторов, юристов, андеррайтеров и их консультантов; пошлины и регистрационные сборы; полиграфические и почтовые услуги и т.п.



Занижение цены предложения

Если цена предложения окажется ниже подлинной стоимости выпускаемых ценных бумаг, то инвесторы, купившие выпуск, извлекут выгоду за счет первоначальных владельцев фирмы.

Издержки, возникающие в результате занижения цены акций, являются скрытыми (неявными), однако они вполне реальны. В IPO они обычно перевешивают все прочие эмиссионные издержки.

Оценка стоимости акции при IPO

Стоимость акции =

= $EPS_{IPO} \times P/E \text{ Ratio}_{\text{сопоставимая компания}}$

Процедура эмиссии

Процедура эмиссии эмиссионных ценных бумаг включает в себя следующие этапы:

- 1) принятие решения о размещении эмиссионных ценных бумаг или иного решения, являющегося основанием для размещения эмиссионных ценных бумаг;
- 2) утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг;
- 3) государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или присвоение выпуску (дополнительному выпуску) эмиссионных ценных бумаг идентификационного номера;
- 4) размещение эмиссионных ценных бумаг;
- 5) государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или представление уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.



Процедура «Due diligence»

Процедура «Due diligence» означает юридическую экспертизу и сопровождение выпуска ценных бумаг с целью их успешного размещения и предотвращения отказа в регистрации выпуска.

Основания для отказа в регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг (ст.21 ФЗ «О рынке ценных бумаг»)

Основаниями для отказа в государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспекта ценных бумаг являются:

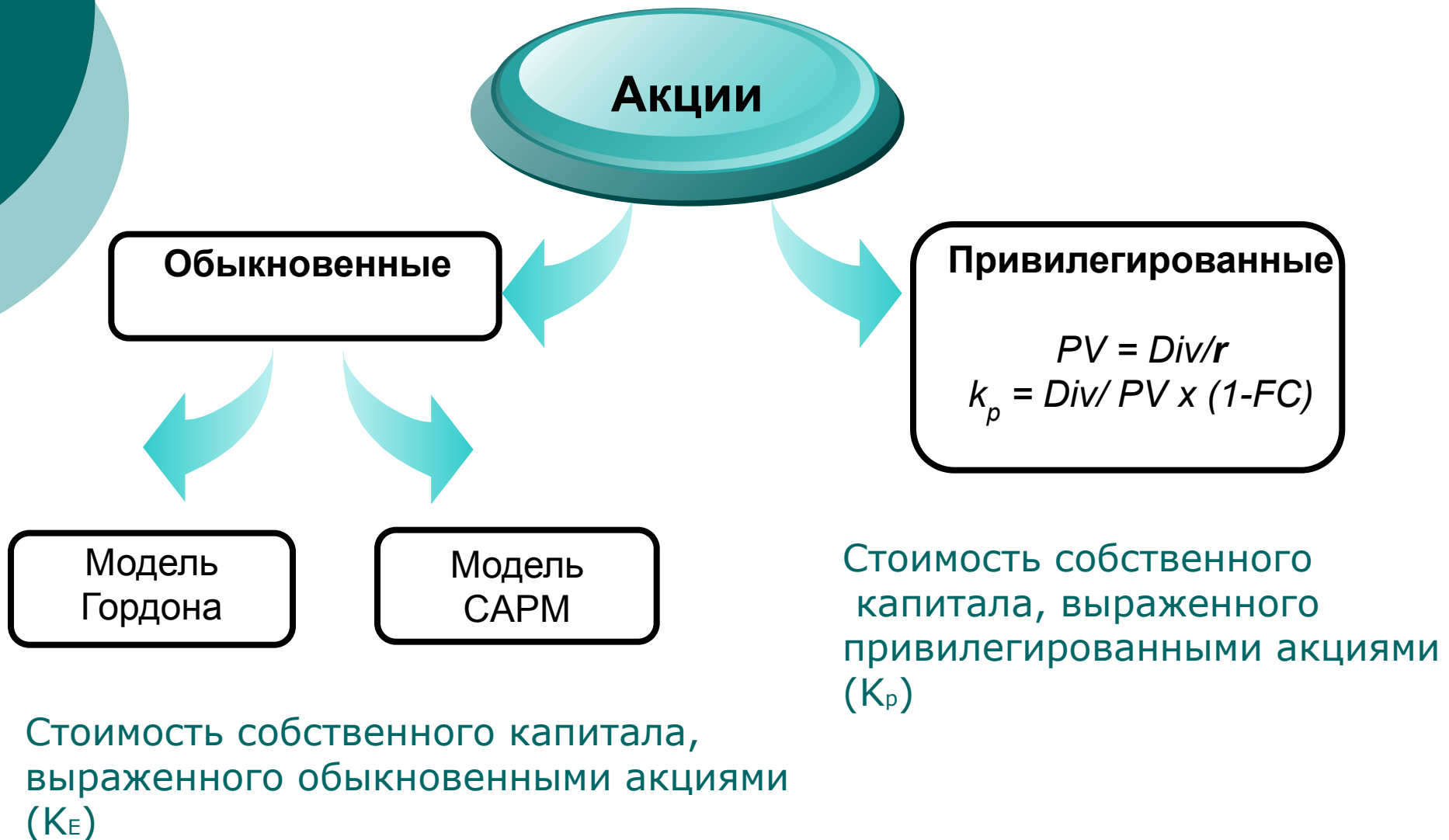
- нарушение эмитентом требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, в том числе наличие в представленных документах сведений, позволяющих сделать вывод о противоречии условий эмиссии и обращения эмиссионных ценных бумаг законодательству Российской Федерации и несоответствии условий выпуска эмиссионных ценных бумаг законодательству Российской Федерации о ценных бумагах;
- несоответствие документов, представленных для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или регистрации проспекта ценных бумаг, и состава содержащихся в них сведений требованиям настоящего Федерального закона и нормативных актов Банка России;

Основания для отказа в регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг (ст.21 ФЗ О рынке ценных бумаг)

Основаниями для отказа в государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспекта ценных бумаг являются:

- непредставление в течение 30 дней по запросу Банка России всех документов, необходимых для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или регистрации проспекта ценных бумаг;
- несоответствие финансового консультанта на рынке ценных бумаг, подписавшего проспект ценных бумаг, установленным требованиям;
- внесение в проспект ценных бумаг или решение о выпуске ценных бумаг (иные документы, являющиеся основанием для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг) ложных сведений либо сведений, не соответствующих действительности (недостоверных сведений);
- иные основания, установленные федеральными законами.

Модели оценки стоимости долевого финансирования



Модель Гордона

Может использоваться в случае оценки доходности капитала компании, стабильно выплачивающей дивиденды, то есть при возможности прогнозирования дивидендов

$$PV = Div_1 / (r - g);$$

$$k_E = Div_1 / PV + g$$

$$k_E = Div_1 / PV(1 - FC) + g$$

g – темп прироста дивидендов компании

Модель CAPM (*Capital Assets Pricing Model*)

Модель оценки капитальных активов, устанавливает зависимость между уровнем риска, присущим конкретному инвестиционному активу и ожидаемой доходностью

$$\check{r}_i = r_f + (\check{r}_m - r_f) \beta$$

$\check{r}_i$ — ожидаемая доходность

r_f — безрисковая ставка

$(\check{r}_m - r_f)$ — рыночная риск-премия

β_i — отраслевой коэффициент, учитывает степень вклада рассматриваемой i -той ценной бумаги в суммарный риск рыночного портфеля

Допущения модели CAPM

1. Основной целью каждого инвестора (который предполагается несклонным к риску) является максимизация возможного прироста своего достояния на конец планируемого периода;
2. Все инвесторы могут получать и выдавать неограниченные по размерам ссуды по некоторой безрисковой процентной ставке r_f ; ограничений на «короткие продажи» любых активов не существует;
3. Все инвесторы находятся в равных условиях в плане доступа к информации, необходимой для принятия инвестиционных решений;
4. Все активы абсолютно делимы и совершенно ликвидны (то есть, всегда могут быть проданы на рынке по существующей цене);
5. Трансакционные издержки и налоги игнорируются;
6. Все инвесторы принимают цену как экзогенно заданную величину (то есть, предполагают, что сделки с ценными бумагами не влияют на уровень цен последних);
7. Количество всех финансовых активов заранее определено и фиксировано;
8. Инвестиционный горизонт постоянен для всех инвесторов.

Пример 11.1

Бета-коэффициент компании M&M составляет 1,5. Риск-премия 7 %. Рыночная цена одной обыкновенной акции равна 3 долл. Безрисковая процентная ставка равна 5%.

Инвесторы ожидают дивиденды в размере 36 центов на акцию. Предполагается, что в обозримом будущем темп роста дивидендов составит 3,5%.

Компания M&M также использует финансирование за счет привилегированных акций. Ставка дивиденда по привилегированным акциям составляет 16 % от номинальной стоимости (номинал одной акции составляет 1 долл.). Сейчас рыночная стоимость одной привилегированной акций составляет 1,1 долл.

Определить стоимость источников долевого финансирования.

Пример 11.2

Бета-коэффициент компании M&M составляет 1,5. Риск-премия 7 %. Рыночная цена одной обыкновенной акции равна 3 долл. Безрисковая процентная ставка равна 5%.

Инвесторы ожидают дивиденды в размере 36 центов на акцию. Предполагается, что в обозримом будущем темп роста дивидендов составит 3,5%.

Компания M&M собирается осуществлять дополнительную эмиссию обыкновенных акций. Предполагается, что издержки размещения составят приблизительно 7% от выпуска. За счет издержек размещения, инвесторы требуют от акций нового выпуска более высокой доходности – расчетная премия составляет 0,9%.

Определить стоимость источника долевого финансирования в виде обыкновенных акций нового выпуска.

Пример 11.3

Компания M&M также использует финансирование за счет привилегированных акций. Ставка дивиденда по привилегированным акциям составляет 16 % от номинальной стоимости (номинал одной акции составляет 1 долл.). Сейчас рыночная стоимость одной привилегированной акций составляет 1,1 долл.

Компания M&M собирается осуществлять дополнительную эмиссию привилегированных акций. Предполагается, что издержки размещения составят приблизительно 5,5% от выпуска.

Определить стоимость источника долевого финансирования в виде привилегированных акций нового выпуска.

Пример 11.4

Дивиденды компании M&M по обыкновенным акциям за пять последних лет представлены в таблице.

Период	1	2	3	4	5
Дивиденд , центов	30,3	33,8	27,1	32,5	34,78

Рыночная цена одной обыкновенной акции равна 3 долл.

Определить темп роста дивидендов, спрогнозировать ожидаемый инвесторами дивиденд на одну акцию, определить стоимость источника долевого финансирования.

Пример 11.5 (IPO)

Показатели	M&M	A
Чистая прибыль, млн. дол.	77	124
Количество обыкновенных акций в обращении (планируемое количество акций в обращении), млн. шт.	44	88
Рыночная цена 1 обыкновенной акции, дол.	x	5
Дивиденды по привилегированным акциям, млн. дол.	x	14

Компания M&M собирается осуществить первое публичное предложение своих акций. Для первичной оценки цены акции была найдена компания A, которая является сопоставимой с компанией M&M по всем ключевым параметрам. Некоторые показатели обеих компаний представлены в таблице.

Определить цену акции M&M для процедуры IPO.

Пример 11.6

Компания М&М осуществила льготную эмиссию с правом приобретения одной новой акции на каждые 4 имеющиеся по цене 5 дол. До выпуска в обращении находилось 10 млн. акций, а цена одной акции составляла 6 дол.

Дайте ответы на следующие вопросы:

- А) Какова сумма денежных поступлений от новой эмиссии?*
- Б) Сколько стоит право на покупку одной новой акции?*
- В) Какова ожидаемая цена акции после эмиссии?*
- Г) Насколько должна упасть стоимость компании, чтобы акционеры не захотели реализовывать свои права?*

Пример 11.6 продолжение

Предположим, что компания M&M решила выпустить новые акции по более низкой цене 4 дол.

Дайте ответы на следующие вопросы:

- А) Сколько новых акций теперь нужно продать, чтобы привлечь ту же сумму денег?*
 - Б) Сколько стоит право на покупку одной новой акции?*
 - В) Какова ожидаемая цена акции после эмиссии?*
 - Г) Насколько должна упасть стоимость компании, чтобы акционеры не захотели реализовывать свои права?*
- Покажите, что акционеры компании не пострадают от такого изменения цены выпуска (4 дол. вместо 5 дол.)*



Продолжение следует...
