

# Часть 1. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ И ОРГАНИЗАЦИОННЫЕ ОСНОВЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

## Глава 1. Рынок ценных бумаг как дополнительный источник финансирования экономики

### 1.1. Общие аспекты самофинансирования и привлечения денежных ресурсов с рынка капитала

Поиск источников денежных средств — сложная задача, стоящая перед компаниями и предприятиями. Для эффективного функционирования хозяйственных субъектов (корпораций, компаний и предприятий), действующих в рамках рыночной экономики, необходимо установление оптимальных структурных пропорций инвестиций из различных источников финансирования. Соотношение внутренних и внешних таких источников обеспечивает осуществление текущих и капитальных затрат, соответствующий уровень рентабельности, устойчивость финансового положения компании или предприятия в процессе их деятельности. Благодаря оптимизации соотношения источников финансирования достигается повышение платежеспособности предприятия, ускоренное обновление основного капитала, реализация новых технологических программ.

Понятие самофинансирования получило развитие в капиталистических странах в основном в довоенный период XX в. Наиболее широко этот термин в капиталистическом мире стали использовать после Второй мировой войны.

Под термином «самофинансирование» (англ. *selffinancing*), пришедшим к нам из США и Англии, подразумевается увеличение доли двух внутренних источников финансирования: амортизационных отчислений и нераспределенной прибыли для всех предприятий (*business unity*), крупных и мелких.

Самофинансирование предполагает финансирование капиталовложений в основной капитал, общее финансирование корпораций за счет собственных источников.

Таким образом, самофинансирование означает широкое использование внутренних источников (амортизационных отчислений и прибыли), а также кредитов с рынка ссудных капиталов. **Самофинансирование** — финансовое обеспечение производственно-хозяйственной деятельности за счет собственных источников с привлечением кредита и ценных бумаг.

**Первая** особенность взаимоотношений самофинансирования и кредита заключается в том, что соотношение между внутренними источниками и привлеченными средствами, как правило, циклически изменяется.

В периоды экономического бума, подъема, доля самофинансирования снижается, а доля кредита и эмиссия ценных бумаг возрастает. В условиях депрессии, спада, наоборот, доля кредита и ценных бумаг из-за высокого процента снижается, а доля самофинансирования возрастает.

На стадии экономического подъема соотношение между внутренними и привлеченными источниками обычно составляет 70–80%. В период экономического спада доля самофинансирования возрастает до 80–90%, а кредита и ценных бумаг снижается до 10–20% и более.

**Вторая** особенность самофинансирования в условиях капитализма состоит в том, что в определенных нестандартных конъюнктурных обстоятельствах может происходить резкое изменение соотношения внутренних и привлеченных источников финансирования. Примером тому может служить стагфляция (сочетание инфляции и спада), имевшая место в США в 1970–1980-е гг. В условиях низкой платежеспособности корпораций (предприятий) происходит самое сильное снижение объемов самофинансирования, т.е. амортизационных отчислений и прибыли, и резкое увеличение привлеченных источников, т.е. кредита и эмиссии ценных бумаг (в отдельные годы доля привлеченных источников в США достигала 70–80%).

**Третья** особенность — различный уровень самофинансирования в отраслевом разрезе. Наиболее высокая доля самофинансирования в обрабатывающей промышленности, а самая низкая — у предприятий добывающей промышленности, коммунального обслуживания, транспорта и связи. В то же время в этих отраслях тенденции к росту самофинансирования выражены особенно сильно.

**Четвертая** особенность состоит в том, что процесс самофинансирования в определенной степени дифференцирован по странам.

В послевоенный период рост отмечался в основном в США, Канаде, ФРГ. Что касается Франции и Англии, стран с относительно высоким уровнем госсектора, то здесь имело место сочетание самофинансирования и кредита, эмиссии ценных бумаг и бюджетного субсидирования. В Японии высокий уровень кредитных источников и ценных бумаг обусловлен высокой нормой денежных поступлений.

**Пятая** особенность проявляется в соотношениях (балансе) прибыли и амортизации, которые динамично меняются под воздействием колебаний конъюнктуры.

**Шестая** особенность заключается в том, что рост самофинансирования происходит на фоне низких темпов роста капиталовложений и обусловлен уменьшением капиталоемкости производства, т.е. величины капитала (прежде всего основного), необходимого для выпуска единицы продукции и соответственно для увеличения объема продукции на единицу.

Уровень капиталоемкости зависит от технического прогресса и обуславливается рядом конкретных технико-экономических показателей производства. Уменьшение величины капитала, необходимого для расширения производства, понижает потребность в привлеченном денежном капитале и позволяет в большей мере финансировать капиталовложения за счет внутренних источников.

**Седьмая** особенность — рост самофинансирования или сам процесс самофинансирования наталкиваются на ряд противодействующих факторов, которые могут ограничивать его определенными рамками:

ограниченные размеры нераспределенной прибыли;

- использование прибыли для накопления денежного капитала (счета в банках, госбумаги, акции);
- неравномерное развитие отраслей, неизбежно большие потребности в привлеченном капитале в условиях быстрого роста отраслей

(электронная промышленность и другие отрасли, способствующие ускорению научно-технического прогресса, строительство магистральных газо- и нефтепроводов), когда собственных внутренних источников недостаточно, и поэтому широко привлекаются кредиты, особенно эмиссия ценных бумаг (в основном облигаций).

**Восьмая** особенность — провалы и банкротства крупных фирм, когда они вынуждены временно привлекать бюджетные средства.

**Девятая** — льготная налоговая политика позволяет компаниям и корпорациям в западных странах накапливать большие объемы прибыли и уменьшать привлеченные средства в виде кредитов и эмиссии ценных бумаг.

## **1.2. Сущность и принципы самофинансирования на микроуровне**

Компании или предприятия для осуществления своей производственной деятельности должны располагать определенными денежными средствами или денежным капиталом, главным образом формируемым за счет прибыли и амортизационных отчислений. Первоначально при создании хозяйствующих субъектов источником приобретения производственных фондов, нематериальных активов, оборотных средств является уставный капитал, за счет средств которого обеспечиваются необходимые условия для осуществления предпринимательской деятельности. Затем в процессе производства продукции, работ и оказания услуг создается новая стоимость, которая определяется ценой произведенной продукции, работ и услуг. Результатом реализации готовой продукции (работ, услуг) является выручка, которая и поступает на расчетный счет предприятия.

В процессе кругооборота капитала высвобождается денежный капитал, образующийся в результате реализации и воплощающий в себе перенесенную и вновь созданную стоимость. Валовую выручку предприятия составляют три основных элемента: оборотный капитал, перенесенная на продукцию (работы и услуги) часть стоимости основного капитала (в виде амортизационных отчислений) и прибыль предприятия.

В процессе полного цикла одного оборота капитал проходит три стадии:

- *первая* — капитал в денежной форме авансируется в конкретные факторы производства (средства труда, предметы труда), преобразуясь в производственную форму;
- *вторая* — производственный капитал в процессе изготовления продукции постепенно преобразуется в товарную форму;
- *третья* — производственный капитал по мере реализации произведенных товаров и услуг превращается в денежный капитал.

Последовательно проходя все стадии и соответственно изменяя формы своего использования, капитал функционирует непосредственно как в сфере производства, так и в сфере обращения.

В процессе оборота различные виды производственного капитала функционируют по-разному. Одна часть производственного капитала в форме средств труда функционирует на протяжении длительного периода — это **основной капитал**; другая его часть используется в процессе производства — однократно **оборотный капитал**. В процессе производства основной капитал постепенно, по частям, в меру своего износа переносит свою стоимость на производимую продукцию (товары, услуги), трансформируясь в определенную часть товарного капитала. Этот процесс осуществляется в течение многих производственных циклов и продолжается до полного износа отдельных видов средств труда, в которые авансирован основной капитал.

Оборотный капитал не может служить источником накопления и финансирования для расширения производства, так как в короткий срок он должен быть превращен в производственный капитал путем приобретения определенного количества труда и материальных элементов для обеспечения непрерывности производственного процесса.

**Прибыль** предприятия после вычета налогов в бюджет в случае акционерной формы собственности распадается на прибыль для акционеров в виде дивидендов и нераспределенную прибыль, остающуюся в распоряжении предприятия.

В некоторых случаях часть дивидендов, выплачиваемая акционерам, по решению самих акционеров может направляться на инвестиции, т.е. служить источником финансирования предприятия, но только через рынок ссудного капитала.

Другим источником самофинансирования предприятия служат **амортизационные отчисления**, выражающие стоимость изнашиваемого основного капитала в процессе производства. Для осуществления непрерывного процесса производства в течение длительно-

го периода времени предприятие должно осуществлять инвестиции в основной капитал в размере амортизационных отчислений. Обновление основного капитала может происходить в виде как простого, так и расширенного воспроизводства на новой технической и технологической основе, что является объективной предпосылкой повышения производительности труда. Длительный срок использования основного капитала способствует накоплению амортизационных отчислений, которые служат важным источником денежного капитала, используемого для финансирования капиталовложений.

Государственное регулирование накопления денежного капитала на уровне компаний и предприятий, а следовательно, регулирование самофинансирования предприятий осуществляется посредством налоговой политики. **Налоговая политика** как часть финансовой политики государства связана с комплексом антикризисных, антиинфляционных мероприятий правительства. Налоговая система используется не только как источник получения доходов для государственных и местных бюджетов, но и выступает важнейшим инструментом государственного регулирования экономики, включая накопление денежного капитала у корпораций.

Государственное регулирование накопления денежного капитала ведется по трем основным направлениям:

- амортизационная политика;
- налоговая политика;
- политика субсидий, субвенций, кредитов и дотаций.

Здесь необходимо отметить, что нельзя переоценивать знание какого-либо одного направления, так как все они призваны формировать доход предприятия или компании.

Однако необходимо отметить, что три источника формирования денежного капитала находятся на различных уровнях ответственности: амортизационным фондом распоряжается администрация предприятия, прибылью — акционеры предприятия, а налогами в виде субсидий, дотаций, льгот (налоговых кредитов) — государство.

Амортизация определяется установленными сроками службы оборудования, которое физически и морально устаревает. Поэтому предприятие стремится найти оптимальные сроки его списания. Стремление к более быстрому списанию оборудования, чтобы не затянуть с моральным износом, вызывает повышение цен на готовую продукцию за счет увеличения амортизационных отчислений и понижает конкурентоспособность предприятия на рынке. Несмотря на

это на современном этапе развития рынка обозначилась тенденция к **ускоренной амортизации**. Противоречие между быстрым списанием оборудования и повышением цен на готовую продукцию нивелируется научно-техническим прогрессом, амортизационной политикой государства, господством монополий на рынках, а также налоговыми изъятиями из прибыли. Более того, в последнее время роль амортизационных отчислений как источника финансирования возросла, так как они в отличие от прибыли не облагаются налогом. Быстрое списание позволяет увеличить амортизацию и уменьшить прибыль, а значит и налоги, способствуя росту денежного капитала предприятия.

Прибыль является весомым источником финансирования, особенно в период нормального функционирования экономики, когда прирост ВВП достигает 3–4% в год. Государственное регулирование использования прибыли заключается в определении величины налога на прибыль и тем самым размера части прибыли, остающейся предприятию для финансирования инвестиций. Роль налога на прибыль в развитии компаний можно проследить на примере США, Японии и других западных стран, где налог на прибыль в начале 1980-х гг. был снижен почти в два раза, что привело к увеличению доходов корпораций, расширению инвестиций и в конечном итоге — к абсолютному росту отчислений от прибыли в бюджет. Политику снижения налогов на прибыль использовали все страны Западной Европы, США и Япония. Необходимо отметить, что государственное регулирование прибыли посредством налога на прибыль является непрямым воздействием на уровень вложения предприятий в инвестиции, так как чистая прибыль после налогообложения может быть направлена предприятием просто на накопление денежного капитала. В последнее время государственное регулирование пошло по пути прямого управления инвестициями за счет вывода из-под налогообложения части прибыли, направляемой в инвестиции.

Государственное регулирование третьего источника инвестиций (налогового) осуществляется через бюджеты различных уровней, а в последнее время через новую форму — «налоговый кредит». В Западной Европе государство активно принимало участие в формировании инвестиционных фондов корпораций с помощью таких инструментов, как покупка акций (до контрольного пакета или полностью), постоянные дотации из бюджета с целью удержания предприятий от банкротств. В первую очередь это относится к добывающим (осо-

бенно в Англии), обрабатывающим отраслям, крупному машиностроению, в частности автомобилестроению (Франция, США). Однако крупные корпорации не заинтересованы в государственной поддержке, так как это приводит к подрыву престижа и снижению котировок их акций на фондовых биржах.

Согласно западной модели оптимальная структура источников финансирования предприятия складывается в условиях нормального экономического роста, когда предприятия финансируются более или менее равномерно.

### **1.3. Самофинансирование и рынок ценных бумаг на макроуровне**

Увеличение накопления денежного капитала обусловило развитие рынка ссудных капиталов, представляющего собой сферу перемещения ссудного капитала под влиянием спроса и предложения на него. Денежный капитал, высвобождающийся в процессе производства, через рынок направляется туда в виде ссудного капитала, а затем вновь возвращается к кредитору. Рынок ссудного капитала способствует росту производства и товарооборота, движению капиталов внутри страны, трансформации денежных сбережений в капиталовложения, научно-техническому прогрессу, обновлению основного капитала. Одна из основных функций ссудного капитала — аккумуляция денежных средств предприятий, населения, государства и трансформация их в ссудный капитал путем вложения в инвестиции. Структура рынка ссудного капитала складывается главным образом из двух основных элементов:

- кредитно-финансовых институтов;
- рынка ценных бумаг.

Кредитно-финансовые институты аккумулируют денежный капитал, накапливаемый населением, предприятиями и государством, и используют его для предоставления ссуд и приобретения ценных бумаг.

В настоящее время существуют три рынка ценных бумаг, которые участвуют в финансировании экономики: внебиржевой, фондовый (биржевой) и уличный. Внебиржевой рынок обращения ценных бумаг представляет собой важный элемент кредитно-финансовой надстройки, так как охватывает новые выпуски ценных бумаг и осуществ-

ляет в основном финансирование воспроизводственного процесса. Фондовый рынок ценных бумаг занимается обращением старых выпусков ценных бумаг; одновременно происходит перераспределение контроля над предприятиями. Через биржу также осуществляется частичное финансирование предприятий. В последнее время в подобном финансировании активно участвует и уличный рынок.

Процесс обновления основного капитала обусловил огромные потребности в выпуске новых эмиссий ценных бумаг (облигаций и акций). Эти методы нашли широкое применение в США, Канаде, Великобритании, ФРГ, Японии и ряде других стран.

Основным видом ценных бумаг, используемых на внебиржевом рынке, являются облигации, хотя также осуществляется и продажа акций. Посредниками на внебиржевом рынке выступают инвестиционные банки, банкирские дома и специализированные брокерские и дилерские фирмы.

Рынок ценных бумаг служит дополнительным источником финансирования экономики. Субъектами рынка являются частные предприятия, государство и индивидуальные лица, деятельность которых формирует курс ценных бумаг и его колебание в зависимости от рыночной конъюнктуры, т.е. усиление спроса повышает курс и снижает предложение, и наоборот, преобладание предложения над спросом понижает курс.

Функционирование рынка ценных бумаг реализуется через движение ценных бумаг, т.е. фиктивного капитала. Инвестор представляет полученный им ссудный капитал как претензию на доход, что обеспечивается возможностью превращения его в форму денежного капитала путем реализации ценных бумаг. Таким образом, кругооборот капитала завершается преобразованием фиктивного капитала в денежный через фондовый рынок.

Акционерная форма инвестирования предполагает доход не ниже средней нормы ссудного процента, что позволяет использовать ее независимо от производителя, выпустившего акции, так как акционеру предоставляется возможность в любое время мобилизовать фиктивный капитал в деньги.

В современных условиях возрастает роль рынка ценных бумаг в аккумуляции денежного капитала и сбережений, что делает его дополнительным источником финансирования экономики. Рынок ценных бумаг функционально входит в рынок ссудных капиталов и тесно с ним увязан. Кроме того, замедление (ускорение) операций

на рынке ценных бумаг существенно сказывается на движении ссудного капитала, его структуре и функционировании. О соотношении источников финансирования экономики свидетельствуют данные табл. 1.1.

Таблица 1.1

**Соотношение источников финансирования экономики**

Источники финансирования	Нормальный экономический рост	Экономический спад, кризис	Экономический бум, подъем	Стагфляция
<b>Внутренние</b>	<b>70</b>	<b>80</b>	<b>60</b>	<b>50</b>
нераспределенная прибыль	40	30	35	20
амортизация	30	50	25	30
<b>Привлеченные</b>	<b>30</b>	<b>20</b>	<b>40</b>	<b>50</b>
банковский кредит	10	5	10	15
эмиссия ценных бумаг	20	15	30	35
акции	5	5	10	10
корпоративные облигации	15	15	20	25
<b>Бюджет</b>	—	—	—	—
	100	100	100	100

В условиях изменения экономической конъюнктуры меняется соотношение между внутренними и привлеченными источниками компаний. И при всех колебаниях конъюнктуры компании (предприятия) не могут обойтись без эмиссии ценных бумаг, где, как правило, преобладают облигации.

Выпуск корпоративных облигаций, которые привлекают капитал на период от 5 лет и более, является одним из важных способов инвестирования производителей через рынок ценных бумаг. Особенность кредитования с помощью облигаций заключается, во-первых, в большей устойчивости последних по сравнению с другими ценными бумагами и меньшей зависимости от конъюнктуры рынка, определяется разницей в процентах между доходностью царственных облигаций и облигаций корпораций, что связано с риском неплатежеспособности; во-вторых, в большей их надежности.

Кроме того, соотношение между внутренними и привлеченными средствами может изменяться не только по конъюнктурным соображениям. Так, в странах с государственной и смешанной формами собственности наряду с указанными источниками финансирования существует также бюджетное финансирование. Кроме того, бюджетный источник может возникать также, когда платежеспособность корпораций и компаний, обремененных долгами, ухудшается. В этих случаях в западных странах государство оказывает им временную помощь из бюджета. При этом сама корпорация (компания) стремится как можно быстрее ликвидировать финансовые трудности, которые снижают ее имидж на рынке. Так, в 1980-х гг. из федерального бюджета США была оказана помощь автомобильной корпорации «Крайслер». Аналогичная практика широко используется в Западной Европе и Японии.

Но при этом всегда имеет место эмиссия ценных бумаг.

Другая важная особенность соотношения между средствами, полученными из внутренних источников финансирования и позаимствованными на рынке ценных бумаг, — **отраслевой подход**: в обрабатывающих отраслях преобладают внутренние источники (70–80%), а в добывающей промышленности, наоборот, доминирующее положение занимают привлеченные средства (80%), причем 50–60% из них приходится на эмиссию ценных бумаг (в основном облигации), что также подтверждает большую роль рынка ценных бумаг в финансировании реального сектора экономики.