



УДК 330.332
ББК 65.263.122

МОДЕРНИЗАЦИЯ МЕХАНИЗМА ФИНАНСИРОВАНИЯ ИННОВАЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ В СИСТЕМЕ ОБЕСПЕЧЕНИЯ УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ РЕГИОНА

М.С. Толстель

Обеспечение устойчивого развития региона не может быть реализовано без модернизации механизма финансирования инвестиционных проектов инновационно активных субъектов экономики, существующие методы продемонстрировали свою неэффективность, не позволив осуществить модернизацию экономики РФ и переход ее к инновационному социально ориентированному типу развития. В международной практике одним из эффективных механизмов привлечения ресурсов, в том числе и для инвестиционно-инновационного процесса, является выход на фондовый рынок посредством IPO, механизм осуществления которого в условиях российской действительности разработан автором.

Ключевые слова: инвестиционный проект, устойчивое развитие региона, первоначальное предложение акций, первичное размещение, этапы IPO, механизм IPO.

Согласно «Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года», предполагается переход российской экономики к инновационному социально ориентированному типу развития, который опирается не столько на модернизацию традиционных секторов российской экономики (нефтегазового, сырьевого, аграрного и транспортного), сколько требует превращения инноваций в ведущий фактор экономического роста во всех отраслях экономики, а также повышения производительности труда в 3–5 раз в сферах, определяющих национальную конкурентоспособность. Кроме того, согласно прогнозу Правительства Российской Федерации, доля промышленных предприятий, осуществляющих технологические инновации, должна возрасти до 40–50 % (в 2007 г. – 8,5 %), а доля инновационной продукции в объеме выпуска – до 25–35 % (в 2007 г. – 5,5 %) [4].

В работах отечественных ученых, уточнивших теоретико-методологическую сущность инновационного развития социально-экономической системы, обосновано также, что его уровень определяется степенью адаптированности региональных систем к инновационному типу как субъектов экономической деятельности, роль которых постоянно возрастает. С.В. Дорошенко выделены базовые принципы инновационного типа развития региональных социально-экономических систем, характеризуемого их социально-экономическим ростом на основе системных нововведений с учетом межсекторальных взаимодействий и согласованности многоуровневых интересов и направленных на создание условий саморазвития регионов [3, с. 23]. Автор к ним относит: стратегическое целеполагание, обеспеченность ресурсами, соблюдение баланса интересов и социальной ответственности, интеграцию деловой и социальной активности, результативность.

Таким образом, значительная роль в адаптации региональных систем к инновационному типу развития отводится обеспеченности ресурсами, предполагающей наличие у системы необходимого потенциала для реа-

лизации инноваций, что справедливо и для обеспечения устойчивого развития региона. В настоящее время большое количество российских предприятий испытывают крайнюю нехватку собственных финансовых ресурсов для активизации инвестиционной деятельности. Оживление и рост экономики на фоне благоприятной экономической конъюнктуры в предкризисный период привели к значительному росту кредитных вложений, однако современная кредитная система России обеспечивает лишь простое воспроизводство, используя традиционные формы кредитования, чаще всего краткосрочного, что не способствует созданию условий для ускоренного экономического роста, так как не позволяет обеспечить высокий уровень инвестиционной активности, финансовую поддержку инновационной деятельности. Это объясняется в первую очередь тем, что банковский сектор, на который приходится около 85 % активов российских финансовых институтов, из-за низкого уровня собственного капитала направляет лишь порядка 10 % инвестиций в экономику. Кроме этого, на фоне снижения доходности банковских операций и высокой неопределенности при кредитовании инновационно активных субъектов экономики возрастают требования к банкам по управлению рисками.

Приведенные факты позволяют согласиться с И.П. Довбий в том, что в России налицо кризис финансово-кредитного обеспечения инвестиционно-инновационного процесса. Среди финансовых и нефинансовых факторов, тормозящих данный процесс, наиболее значимыми являются: 1) асинхронность темпов развития реального и финансово-кредитного секто-

ров экономики; 2) рассогласованность институционального обеспечения инвестиционно-инновационных процессов; 3) высокий уровень транзакционных издержек, обусловленных опережающей, по сравнению с инфляцией, динамикой цен и тарифов на продукцию и услуги естественных монополий; 4) высокие риски, обусловленные несовершенством фундаментальных условий предпринимательства [2, с. 16]. Решение данных проблем определяет объективную необходимость формирования и реализации механизма, адекватного требованиям инновационного развития экономики и способного обеспечивать не просто связи между кредитными организациями и инновационно активными экономическими субъектами, образующиеся с целью получения экономической выгоды, но связи, носящие публичный характер и подчиняющие всех участников единым целям.

Политика Банка России в отношении повышения капитализации банковской системы (уменьшение сроков действия преимущественного права на покупку акций действующими акционерами, изменение порядка определения цены акций при размещении, отмена условия обязательного использования накопительного счета) уже направлена на стимулирование кредитных организаций к осуществлению публичного предложения акций на бирже – IPO. В условиях ресурсных ограничений большинству коммерческих организаций предстоит скорректировать планы развития в части обеспечения инвестиционно-инновационного процесса за счет использования данного метода, позволяющего получить не только необходимый уровень денежных средств, но и ряд других преимуществ (см. таблицу).

Таблица

SWOT-анализ IPO как метода финансирования инновационных проектов *

Внутренние факторы	Внешние факторы
Сильные стороны (Strengths)	Возможности (Opportunities)
- привлечение значительного объема капитала; - рост конкурентных преимуществ компании	- рост гибкости финансирования; - рост инвестиционной привлекательности компании
Слабые стороны (Weaknesses)	Угрозы (Threats)
- угроза потери контроля над компанией; - высокие издержки реализации (3–30 % привлеченных средств); - снижение EPS	- зависимость от конъюнктуры финансовых рынков; - временные затраты на организацию (от 3 месяцев до 3 лет); - необходимость раскрытия информации о компании и собственниках

* Составлено автором.

Компания, прибегая к процедуре проведения IPO, ожидает получить преимущества, превышающие сложности, связанные с его осуществлением, и неудобства, вызванные обязательствами публичной компании. Так, за счет привлечения крупных денежных средств и повышения капитализации компания получает значительное конкурентное преимущество, и ее развитие ускоряется. Кроме этого, публичная компания пользуется большим доверием, ее статус на рынке повышается. Подобный уровень развития предприятия создаст условия для его устойчивого экономического роста, и чем больше предприятий региона являются открытой экономической системой, тем выше инвестиционная безопасность и инвестиционный (инновационный) потенциал региона.

В свою очередь, чем больше регионов, имеющих устойчивый экономический рост, тем выше экономический рост страны в целом, ее инновационный потенциал. Влияние нижестоящего уровня системы на инновационное развитие вышестоящего в иерархии обусловлено синергетическим эффектом в его развитии.

В свете вышеизложенного представляется, что исследование вопроса, связанного с процессом осуществления первоначального публичного предложения акций инновационно активными субъектами экономики для финансирования инвестиционных проектов в условиях перехода к инновационному социально ориентированному типу развития, имеет существенный научный, теоретический и практический интерес.

Раскрытие общих закономерностей первоначального публичного предложения представлено в исследованиях В. Балашова, С. Гвардина, П. Гулькина, А. Демченко, С. Иванова, В. Кузнецова, А. Лукашова, Е. Мелешковой, А. Могина, А. Напольнова, Р. Прокофьева, О. Проскуряковой, В. Щелова, П. Шлык, В. Энгау, а также в работах зарубежных ученых, таких как Р. Геддес, Д. Голдрич, Ф. Корнелли, Д. Макадам, А. Юнквист.

В то же время, несмотря на многочисленные исследования, существуют противоречия в интерпретации (определении) содержания и экономической сущности IPO, слабо прослеживается системный подход к изучению процесса реализации первоначального публичного

предложения акций, в настоящий момент отсутствует научно-обоснованная методика проведения IPO. Так, ряд авторов (С. Марищев, В. Кузнецов, С. Гвардин) использует определение «initial public offering» как первичное публичное размещение акций, в других публикациях специалистов (Е. Таранковой, А. Трифионовой, Б. Федорова) можно встретить употребление понятия «первоначальное публичное предложение акций». В нормативных актах РФ термин IPO отсутствует.

На наш взгляд, под IPO (initial public offering) следует понимать первоначальное публичное предложение акций – публичную оферту компании-эмитента неограниченному кругу инвесторов, заявленную для продажи всех или части акций (первоначального или дополнительного выпуска) с осуществлением доступа к торгам фондовых бирж и/или иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг, в результате которой происходит увеличение капитализации (собственного капитала) компании-эмитента.

Данное определение позволяет выделить следующие особенности IPO:

- первоначальность предложения подразумевает, что на открытом рынке акции организации ранее не обращались, требуется подготовка компании, повышение ее инвестиционной привлекательности;
- публичность означает, что акции распространяются среди неопределенного числа инвесторов;
- отчуждением акций, которое осуществляется с доступом к торгам фондовых бирж и/или иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг, процесс не заканчивается, необходимо поддерживать постоянно котировки компании.

Соответственно, использование термина IPO в качестве первоначального публичного размещения значительно сужает экономическую сущность данного понятия, «публичное размещение» является одной из составных частей процедуры «публичное предложение». Отчуждение ценных бумаг эмитента в пользу приобретателей в результате сделанного первоначального публичного предложения является промежуточным этапом целого ряда действий и процедур, которые совершает эмитент с целью максимально

эффективной продажи предлагаемых ценных бумаг на рынке.

В международной практике IPO является одним из эффективных и детально отработанных механизмов привлечения ресурсов и повышения капитализации компаний. В настоящее время в листинги крупнейших бирж США входят акции почти 8 тыс. эмитентов, в Великобритании – около 3 тыс. компаний представлены на фондовых биржах. Активно действует фондовый рынок в развивающихся странах. На фондовом рынке Китая торгуется свыше 1 100 ликвидных акций, причем их рыночная капитализация превосходит российский показатель более чем в 10 раз. В Индии в листинги фондовых бирж включено около 10 тыс. эмитентов [5].

Проведенный нами анализ позволил выделить в процессе развития IPO в Российской Федерации следующие этапы:

1. Период становления (1996–2003 гг.): проведение IPO носило единичный характер (1996, 1999, 2000, 2002 и 2003 гг.), осуществлялось, как правило, на зарубежных фондовых биржах. Первым размещение 30 % своих акций на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) осуществил крупнейший российский оператор сотовой связи «Вымпелком». Сделка была заключена в 1997 г. на общую сумму 115 млн долларов. На российской площадке первое размещение произошло в 2002 году. ОАО «РБК Информационные Системы» разместило 16 % уставного капитала на российских биржах ММВБ и РТС и привлекло 13 млн долларов [1, с. 10–11].

2. Период интенсивного развития в условиях благоприятной экономической конъюнктуры (2004–2007 гг.). За 2004 г. российские компании провели шесть IPO. Объем размещений оказался сопоставим с суммарными продажами за все предыдущие восемь лет. В 2005 г. тринадцать компаний вышли на фондовый рынок, десять из которых провели размещение на Лондонской фондовой бирже (LSE). В 2006–2007 гг. IPO российских компаний продолжали находиться в стадии оживления. На рынок пришли и объявили о планах IPO компании принципиально новых секторов экономики. На данный момент более 80 компаний вышли на рынок IPO.

3. Период единичных сделок, осуществленных преимущественно на европейских и

азиатских площадках (2008–2010 гг.). За указанный период было проведено 21 IPO компаний различных отраслей экономики (электроэнергетика, розничная торговля, фармацевтика, металлургия, транспорт и логистика, интернет-технологии и др.).

4. Период сдержанной активности на рынке IPO (2011 г. – по настоящее время). При этом отличительными особенностями рынка, как отмечают аналитики, стало смещение активности с азиатских площадок на биржи США, а также увеличение доли размещений технологических компаний и финансовых эмитентов, в то время как потребительский сектор опустился на третье место.

По оценкам специалистов компании «Эрнст энд Янг» (Global IPO update), процент фирм, выжидающих благоприятного момента, чтобы стать публичными, по-прежнему высок. Так, на мировых рынках IPO во II квартале 2012 г. наблюдалась положительная динамика по сравнению с данными за I квартал. В результате 206 сделок, заключенных во II квартале, было привлечено 41,8 млрд долл. США. Эти показатели превышают показатели прошлого квартала на 5 % по количеству совершенных сделок и на 141 % по объему привлеченного капитала (I квартал 2012 г.: 17,4 млрд долл. США, 196 сделок) [7].

Во II квартале 2012 г. основная доля прироста объема привлеченного капитала пришла на IPO компании Facebook на сумму 16,0 млрд долл. США (38 % от общего объема капитала, привлеченного во II квартале). Даже без учета вышеупомянутой сделки, уровень активности на мировом рынке IPO во II квартале 2012 г. (25,8 млрд долл. США) увеличился на 49 % по объему привлеченного капитала по сравнению с I кварталом 2012 года. По объему привлеченных во II квартале средств первые места среди бирж занимают: NASDAQ, на долю которой приходится 42 % от общего мирового объема привлеченных средств (17,5 млрд долл. США, 12 сделок), Нью-Йоркская фондовая биржа (10,9 %, 4,6 млрд долл. США, 15 сделок), что является результатом принятого правительством США закона, снижающего требования к новообразованным компаниям в плане регулирования их деятельности и прохождения аудита (JOBS Act), который может открыть компа-

ниям малого бизнеса доступ к финансированию на рынках капитала США и способствовать росту уровня активности на рынке IPO в долгосрочной перспективе [7]. На наш взгляд, данное нововведение стимулирует выход на фондовый рынок организаций сектора высоких технологий, занимающихся как раз разработкой и внедрением инноваций и не имеющих возможности в своих регионах привлечь необходимый объем денежных средств.

Объективные предпосылки для расширения практики первичных публичных предложений акций региональных организаций в РФ как альтернативы существующим механизмам финансирования инвестиционных проектов создает высокая потребность в ресурсах, а также следующие факторы:

1. Внешние:

- глобализация мировой экономики;
- динамичное развитие фондового рынка в РФ, его потенциала, в том числе предоставляемых им возможностей;
- либерализация российской законодательной базы, способствующая использованию IPO;
- высокий спрос на новые инструменты инвестирования со стороны инвесторов.

2. Внутренние:

- возможность обретения реальной рыночной стоимости (цены акций): до проведения IPO стоимость компании, рассчитанная по какой-либо методике в результате анализа ее финансового состояния, рыночных перспектив, учета других факторов, является только оценочной величиной. Во время IPO определяется и реализуется реальная рыночная стоимость компании, которая в силу складывающейся рыночной конъюнктуры может многократно отличаться от стоимости, определенной другими методами;
- успешные размещения компаний заставляют других игроков более внимательно присматриваться к IPO как форме привлечения капитала;
- улучшение текущего финансового состояния организации;
- получение доступа в будущем к дешевым источникам привлечения средств на рынке капитала, это связано с увеличением кредитоспособности организа-

ции после IPO (происходит снижение финансового риска), что подтверждается многочисленными исследованиями в данной области [8];

- появление возможности использовать акции в качестве средства платежа, залога для получения долгового финансирования;
- расширение количества возможных партнеров и контрагентов (в лице инвестиционного банка, андеррайтеров, инвесторов);
- получение публичного статуса позволяет собственникам за счет перевода в международную плоскость административных, политических и страновых рисков усилить экономическую безопасность своего бизнеса.

Учитывая важность IPO как метода финансирования проектов инновационно активных субъектов экономики в условиях перехода российской экономики к инновационному типу развития, возникает острая потребность в разработке и формализации механизма осуществления первоначального публичного предложения акций.

В специальной литературе, посвященной вопросам организации первоначального публичного предложения акций, несмотря на упоминание, нет общепризнанного определения механизма IPO, отсутствует также выделение специфических черт осуществления данного процесса региональными компаниями. Более того, IPO, как в отечественной, так и зарубежной литературе, не изучается с позиции системного подхода, тогда как его максимальная действенность и эффективность может быть достигнута лишь при его использовании. Системный подход подразумевает исследование объекта как системы, под которой понимают целое, образованное путем объединения закономерно связанных друг с другом элементов, подчиненных объективным закономерностям.

Соответственно, исходя из экономического содержания первоначального публичного предложения акций, необходимо рассмотреть механизм IPO региональной организации как структурно-взаимосвязанную совокупность правовых и организационно-экономических мероприятий, осуществляемых специально уполномоченными на то

субъектами (эмитентом, организатором, аудитором, организаторами торговли ценными бумагами и др.) и направленных на регулирование финансовых отношений между ними, складывающихся в процессе осуще-

ствления публичной оферты неограниченному кругу инвесторов, заявленной для продажи всех или части акций (первоначального или дополнительного выпуска) организации (см. рисунок).

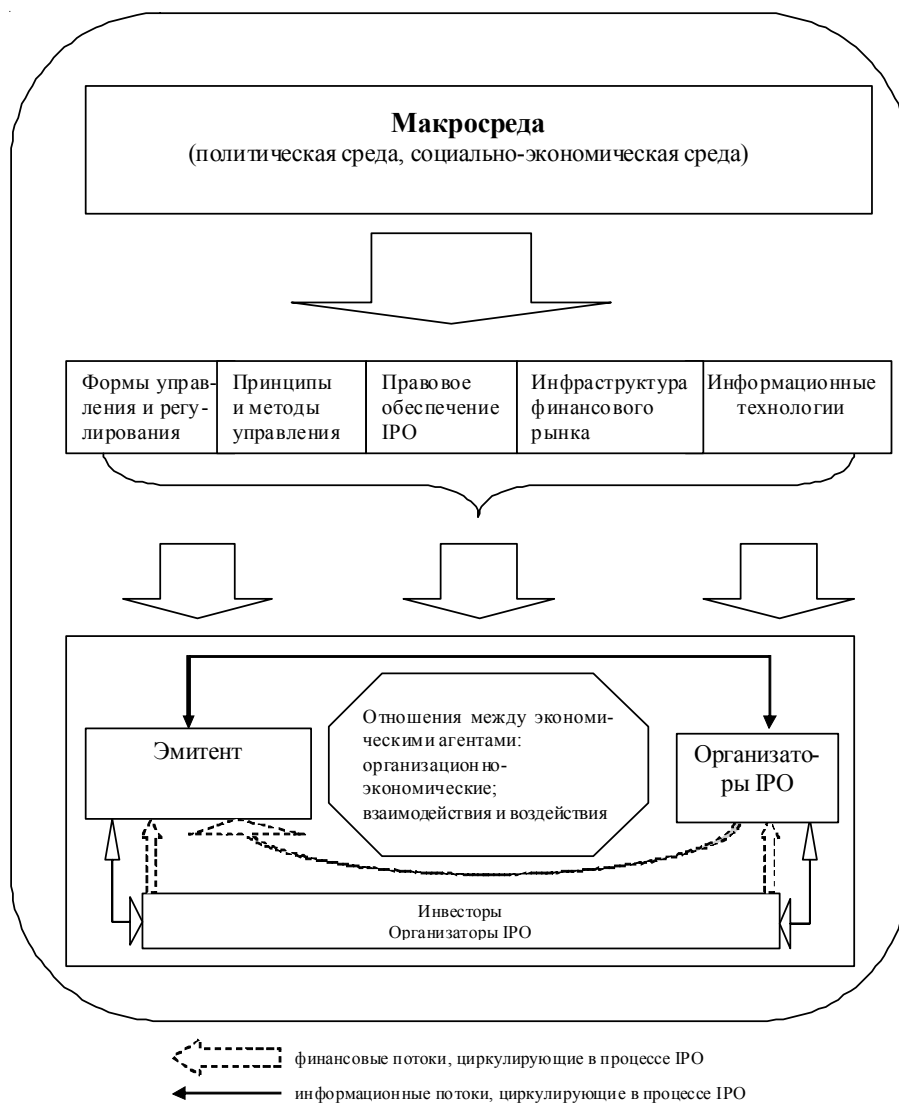


Рисунок. Схема механизма IPO региональной организации *

* Составлено автором.

Учитывая российский и международный опыт проведения первоначального публичного предложения, в процесс осуществления IPO целесообразно включать три этапа, каждый из которых представляет собой совокупность организационно-экономических и правовых мероприятий, учитывающих требования законодательства Российской Федерации

в части осуществления эмиссии акций, а также необходимые и достаточные для эффективного осуществления первоначального публичного предложения акций действия, сложившиеся в рамках делового оборота:

1. Период подготовки к размещению: производится анализ деятельности компании (финансово-хозяйственного положения, орга-

низационной структуры и других аспектов деятельности), внешнего окружения, осуществляется формирование команды, разработка стратегии выхода на рынок, подготовка инвестиционного меморандума и проспекта эмиссии, процедура due diligence, маркетинговые мероприятия, проведение road-show, определение цены.

2. Период осуществления размещения акций на бирже: сбор заявок, осуществление акционерами преимущественного права, удовлетворение иных заявок, прохождение процедуры листинга на бирже (согласно требованиям выбранной площадки), допуск ценных бумаг к торгам.

3. Период деятельности во время обращения на бирже: осуществление маркетинга в целях стабилизации, постоянная работа с инвесторами, оценка успешности состоявшегося IPO, составление ежеквартальных отчетов по ценным бумагам.

Согласно исследованию компании Ernst&Young, проведенному совместно с Гарвардским университетом [6], основополагающим фактором, определяющим успех IPO (привлечение капитала в достаточном количестве), является уровень его подготовки с точки зрения инвестора.

На наш взгляд, уровень готовности организации к осуществлению IPO считается высоким в том случае, когда она удовлетворяет всем обязательным требованиям IPO (соблюдаются нормы корпоративного управления, отсутствуют убытки, составляется годовая финансовая отчетность по стандартам IAS или US GAAP) и характеризуется высокой инвестиционной привлекательностью (высокие показатели рентабельности, занимает значительную долю рынка и т. п.). Компаниям с высокой степенью готовности к IPO остается решить задачи, непосредственно связанные с оформлением размещения акций на бирже и предоставлением соответствующей документации в регулирующие органы, минимальный срок выполнения которых в среднем 6 месяцев.

Средний уровень готовности к IPO предполагает высокую возможность выполнения обязательных требований при средней инвестиционной привлекательности. В дополнение к перечисленным для компании с высокой готовностью к IPO задачам добавляется комп-

лекс работ этапа подготовки к размещению акций – повышение инвестиционной привлекательности. Временные затраты на подготовку к IPO составят около 1 года.

Под низким уровнем готовности мы понимаем такое состояние компании, при котором существует вероятность невыполнения обязательных требований IPO и ее инвестиционная привлекательность низкая. Организации с низким уровнем готовности к IPO необходимо разработать программу создания эффективной системы корпоративного управления, а также план изменений, обеспечивающий повышение ее конкурентоспособности и динамичное развитие, минимальный срок реализации подобных документов составит не менее 2 лет.

Тем не менее, для повышения эффективности реализации первоначального публичного предложения акций российских компаний, занимающихся реализацией инновационных проектов, необходимы доработка и совершенствование находящегося в компетенции государственных органов (ЦБ РФ, ФСФР) нормативно-правового регулирования IPO в части развития рынка акций путем обеспечения необходимых условий для привлечения отечественных и иностранных инвестиций.

Выполнение данных условий позволит большему количеству инновационно активных субъектов экономики привлечь средства на реализацию инвестиционных проектов с помощью IPO и, тем самым, обеспечить устойчивое развитие региона, что также благоприятно отразится на экономике страны.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Гвардин, С. В. IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний / С. В. Гвардин. – М. : Вершина, 2007. – 264 с.
2. Довбий, И. П. Методологические принципы и механизм кредитного обеспечения инвестиционно-инновационных процессов : автореф. дис. ... д-ра экон. наук / И. П. Довбий. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: <http://www.vak.ed.gov.ru>. – Загл. с экрана.
3. Дорошенко, С. В. Стратегическая адаптация региональной социально-экономической системы к инновационному типу развития : автореф. дис. ... д-ра экон. наук / С. В. Дорошенко. – Екатеринбург : [Ин-т экономики Урал. отд-ния РАН], 2010. – 41 с.

4. Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года : распоряжение Правительства РФ от 17 нояб. 2008 г. № 1662-р. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: <http://www.kremlin.ru/transcripts/>. – Загл. с экрана.

5. Рукина, И. М. Фондовый рынок и его роль в развитии межрегиональных экономических связей / И. М. Рукина // Законодательство и экономика. – 2003. – № 9. – С. 25–27.

6. Global IPO trend report 2009. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global-IPO-Trends-Report-](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global-IPO-Trends-Report-2009-EN/$FILE/Global-IPO-Trends-Report-2009-EN.pdf)

[2009-EN/\\$FILE/Global-IPO-Trends-Report-2009-EN.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global-IPO-Trends-Report-2009-EN.pdf) (дата обращения: 26.02.2010). – Загл. с экрана.

7. Global IPO update. – Electronic text data. – Mode of access: <http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/IPO-update-EN.pdf> (date of access: 26.08.2012). – Title from screen.

8. Sokolyk, T. Do Banks Produce Additional Information about IPO Firms? / T. Sokolyk ; University of Wyoming, Department of Economics and Finance, Laramie, WY 82071. – Electronic text data. – Mode of access: <http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2009-milan/668.pdf> (data of access: 28.08.2012). – Title from screen.

MODERNIZATION OF THE INVESTMENT FINANCING MECHANISM FOR SUSTAINABLE REGIONAL DEVELOPMENT

M.S. Tolstel

The sustainable development of the region cannot be implemented without upgrading the mechanism of financing investment projects of innovation active economic agents, the existing methods have shown to be ineffective, not allowing to modernize the Russian economy and its transition to an innovative social-oriented type of development. Internationally, one of the most effective mechanisms for attracting resources, including for innovation process is to enter the stock market through IPO, which is a mechanism to implement the conditions of Russian reality, developed by the author.

Key words: *investment project, sustainable development of the region, initial public offering, initial placing, phases of the IPO process, mechanism IPO.*