

small.

Looking back were there better ways to hedge the risk and could the investor have benefited from the share price actually being higher? If the position was not hedged there would have a profit of \$7.94 (\$78.17 less \$70.23) so this strategy has missed out on the upside. A short min-max option strategy would offer a hedge over a larger variation of the asset price which in this case would be more appropriate. A volatility of 17.1% is high and the bear put spread could not capture the upside benefit of the stock moving to the final June price of \$78.17.

The bull call strategy was a hedge against price increases to protect a short position on the stock. As the stock finished at \$78.17 it did indeed close higher than the position one year earlier. In this case the call option would be exercised and the profit is \$2.91 after the deduction of the call premium. However the short call will also be exercised and this will produce a loss of \$1.27 net of the received premium. The net position is a profit of \$1.64 plus the benefit of having the \$3.77 premium received one year earlier.

Table 3. Profit Table on the Bull Call.

Buy call	
Share Price	78.17
Buy call	70.23
Less premium paid	-5.03
Profit	2.91
Sell Call	
share price	-78.17
Sell put	73.13
Less premium received	3.77
Profit	-1.27
Net profit	1.64

This looks like a successful result. What other strategies could have brought a better return? If the position was un-

hedged then there would have been a loss of \$7.94 (\$78.17 less \$70.23) so having a profit of \$1.64 is a vast improvement. Having a simple long call would have resulted in a higher profit of \$2.91. This would increase if the call purchase was made which are strongly out of the money as the premiums would be lower.

To conclude this research has looked at different options strategies to both hedge against a fall and rise in the value of UPS Inc. shares. It has seen that the options chosen have had different results due to the final share price being higher than one year ago. Hence a bullish strategy was more appropriate. But even the put strategy had established a hedge against a fall in the stock price at a relatively small cost: which if the stock had indeed fallen would have turned out to have been the right strategy.

Variants of hedging price risk can be applied to other markets such as raw materials and energy. [7]

## REFERENCES

1. Hull, John C. Fundamentals of Futures and Options Markets. - Pearson. 2011.
2. Буренин, А.Н. Форварды, фьючерсы, опционы, экзотические и погодные производные. - М.: Научно-техническое общество им. академика С.И. Вавилова, 2008.
3. Галанов В.А. Производные инструменты срочного рынка: фьючерсы, опционы, свопы: учебник - М.: Финансы и статистика, 2002.
- Jordan, Lenny. Options, The plain and Simple Guide to Successful Strategies. - Prentice Hill. 2011.
4. Crouhy, M., Galai, D., Mark, R. The Essentials of Risk Management. - McGraw Hill. 2006.
5. Elton, E., Gruber, M., Brown, S., Goetzmann, W. Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, - Wiley. 2011.
7. Анисимова Ю.А. Конструирование финансовых продуктов хеджирования рисков на рынке электрической энергии // Вектор науки ТГУ: Серия: Экономика и управление. 2012. № 4. С. 9-14.

## THE HEDGING STRATEGY ON THE VOLATILITY OF STOCK PRICES FOR THE COMPANY UNITED PARCEL SERVICES INC

© 2013

*M. Johnson*, Finance Director  
*Gulf Agency Company Ltd (GAC Ltd), United Kingdom*

*Annotation:* In the paper, such financial instruments as options and futures. The structure of the options and how they can be used by investors for speculation and hedging. The research strategy of hedging against fluctuations in the stock United Parcel Services Inc (UPS Inc). This assignment will discuss and develop strategies for hedging an investment in the shares of company UPS Inc. This paper is organized as follows: the first part of the assignment will discuss strategies based on information available in June 2011; the second part will analyse the results of these strategies one year later in June 2012. The assignment will start with an introduction to options; present a discussion on how they are priced and how options can be used by investors for speculating and hedging.

*Keywords:* Options, futures, puts, calls, strategies.

УДК 336.647.2

## ПРОБЛЕМЫ ФОРМИРОВАНИЯ КАПИТАЛА ФИНАНСОВО-ПРОМЫШЛЕННЫХ ГРУПП В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ

© 2013

*А.В. Севастьянов*, кандидат экономических наук, доцент кафедры «Учет и финансы», докторант Самарского государственного экономического университета

*О.В. Гуренкова*, кандидат экономических наук, доцент кафедры «Теория и практика хозяйствования» Филиал Самарского государственного экономического университета в Тольятти, Тольятти (Россия)

*Аннотация:* В условиях глобализации современной экономики особенно остро назревает необходимость повышения капитализации финансово-промышленных групп за счет увеличения собственного капитала их подразделений, что требует всестороннего переосмысления основ осуществления первоначального публичного предложения акций и разработки обеспечения для эффективной реализации данного процесса российскими финансово-промышленными группами.

*Ключевые слова:* мировой финансовый рынок, первичное размещение акций, финансово-промышленная группа, финансовые ресурсы, самофинансирование.

Инновационный социально ориентированный тип развития, к которому должна перейти российская экономика согласно Концепции долгосрочного социаль-

но-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 г., невозможен без активизации процессов эффективного межотраслевого перераспределения

ресурсов. Несмотря на положительную динамику развития российской промышленности в последние годы, она все так же остается не конкурентоспособной на международном уровне.

Это связано, в том числе и с недостаточным размером их капитала. С этой точки зрения, повышение капитализации коммерческих предприятий является одним из важнейших направлений укрепления их конкурентоспособности и финансовой устойчивости в стратегическом аспекте развития и является ключевой предпосылкой формирования конкурентоспособных финансово-промышленных групп.

В международной практике одним из эффективных и детально отработанных механизмов привлечения ресурсов и повышения капитализации компаний, является выход на фондовый рынок посредством первоначального публичного предложения акций. В условиях ресурсных ограничений, вызванных последствиями мирового финансового кризиса, большинство российских предприятий и финансово-промышленных групп корректируют планы развития в части увеличения собственного капитала главным образом за счет первоначального публичного предложения акций, что обуславливает важность более глубокой научной разработки теоретических и практических вопросов организации IPO подразделениями финансово-промышленных групп в условиях глобализации.

Высокий интерес к проведению размещений проявляется со стороны компаний средней и малой капитализации, особенно из высокотехнологичных секторов. Специально для таких эмитентов на объединенной фондовой бирже ММВБ-РТС работает сектор «Рынок инноваций и инвестиций», целью которого является формирование условий и предпосылок для привлечения средств на фондовом рынке для компаний small- и mid-cap.

Начиная с 2007 года, биржи облегчают таким компаниям доступ на рынок, либерализовав, в частности, их листинг по таким параметрам, как период существования, структура акционеров, капитализация, но при этом ужесточив требования по раскрытию информации в целях защиты инвесторов. Начиная с июня 2007 г. на данном Секторе уже прошли успешные размещения 24 компании и 8 венчурных фондов. Только в 2012 году эмитентами на данной площадке выступили 8 компаний, в том числе ОАО «ЕВК», ОАО «СкайКомпьютинг», ОАО «Группа Компаний «Роллман», ОАО «Мультисистема» и др.

Несмотря на декларируемое многими компаниями стремление к выходу на зарубежные биржевые площадки, на практике многие эмитенты сталкиваются с определенными сложностями – такими как относительно низкая ликвидность, которую могут предложить зарубежные площадки. Даже крупные и широко известные на российском рынке эмитенты сталкиваются с весьма осторожным отношением зарубежных инвесторов, что, безусловно, влияет на объемы торгов. Для сравнения, Лондонская фондовая биржа, самая популярная среди российских эмитентов зарубежная площадка, обеспечивает менее 25% объема глобального биржевого рынка торговли российскими ценными бумагами, в то время как доля Фондовой биржи ММВБ в глобальном биржевом рынке превышает 70%, что дает возможность российским площадкам играть роль центра формирования ликвидности на российские активы.

Решение об IPO принимается собранием акционеров, которое вправе принимать, контролировать ключевые решения руководства компании по данному вопросу. Важность надлежащего раскрытия информации в данном ключе обусловлена не только возможностью управления капитализацией компании после IPO, но и законодательными требованиями.

Так, в случае размещения на американской бирже

следует учитывать принятый в 2002 г. в США закон Сарбэйна-Оксли, ставший самым значимым нормативно-правовым актом в истории американского законодательства.

Данный закон устанавливает личную ответственность менеджмента, а именно руководителя и финансового директора, непосредственно заверяющих отчетность перед представлением ее в SEC, за корректировку финансовой информации компанией-эмитентом вплоть до уголовной, одновременно увеличивая объем финансовой информации, подлежащей раскрытию. Теперь это не просто подробные отчеты, но и данные обо всех крупных сделках, не отраженных в балансе предприятия, результаты и отчеты обо всех внутренних проверках и даже нормы корпоративной этики. Юрисдикция американских органов исполнительной власти распространяется и на российские аудиторские компании, занимающиеся проверкой отчетности по эмитентам, контролирующим на американских фондовых биржах, и на юристов, занимающихся регистрацией отчетности. По данным Financial Times, расходы компаний по размещению, связанные с соответствием требованиям этого закона, измеряются миллионами долларов и составляют в среднем 5 млн. долл.

Условно компании, выходящие на фондовый рынок, можно разделить на три группы: крупные компании, активно вовлеченные в международную торговлю, быстрорастущие компании среднего размера и малый инновационный бизнес.

С точки зрения непосредственно компании выбор биржи определяется как соотношением выгод и издержек размещения на каждой бирже, так и отраслевой спецификой компании. Эмитентам, активно сотрудничающим с иностранными контрагентами, ориентированным на глобальное расширение бизнеса, целесообразно выходить на зарубежные площадки. Отечественные эмитенты выбирают между Нью-Йоркской и Лондонской фондовыми биржами, биржами континентальной Европы (Deutsche Borse и SWX) и комплексной площадкой Euronext.

Листинг на европейских биржах, в том числе на Лондонской, формально проще. А согласно принятой в 2005 г. директиве ЕС по стандартам эмиссии, установившей единые требования к листингу по всей Европе, компания-эмитент имеет право, зарегистрировав проспект эмиссии в одной из стран Евросоюза (home member state), разместить их на любой бирже, что означает конкуренцию европейских бирж на основе ликвидности. Несмотря на то, что первоначально многие крупные российские эмитенты выходили на NYSE (Вымпелком, МТС, Ростелеком, Мечел), в 2011 г. российские предприятия предпочитали LSE.

И даже себестоимость, которая в несколько раз ниже на российских биржах, не является определяющим фактором размещения (таблица 6). По оценкам руководства ММВБ, российский внутренний рынок готов «поглотить» IPO в размере 500 млн. долл., что превышает средний размер российского IPO. Не способны «удерживать» компании на внутреннем рынке и требования ФCFP о листинге на российской бирже перед выходом на иностранную.

Эмитент специально регистрирует новую компанию за рубежом, которая затем на активы материнской компании выпускает собственные ценные бумаги. Пользуясь механизмом SPV (Special Purpose Vehicle), были выпущены GDR «Пятерочки» и «Evraz Group» на LSE. Размещение спровоцировало конфликт компаний с ФCFP, однако же, с юридической стороны служба не вправе контролировать выпуск иностранными компаниями ценных бумаг, даже на основе российских активов.

На Лондонской фондовой бирже (LSE) есть две площадки для выхода компаний: основной рынок (Main Market) и альтернативная площадка AIM (Alternative

Investment Market) (табл. 1).

Таблица 1

Условие размещения российских эмитентов на  
 Лондонской бирже

LSE - Main market	LSE - AIM
Соответствие требованиям Листингового агентства Великобритании (UKLA)	Правила размещения регулируются только самой биржей
Требуется наличие реестра за 3 года	Не требуется ведение и предоставление реестра за предыдущие периоды
Минимум 25% акций в публичном обращении	Не установлено минимальное количество акций в публичном обращении
Требуется согласие главного акционера на определенные сделки	В большинстве случаев не требуется согласия главного акционера на сделки
Предварительная проверка предоставленных документов Листинговым агентством	Предоставленные документы не проверяет ни биржа, ни UKLA, а номад (Nominated advisor)
Для определенных сделок требуется гарант	Для всех операций требуется номад

Иностранные компании традиционно размещают в Лондоне свои глобальные депозитарные расписки (GDR), также здесь торгуются американские депозитарные расписки (ADR), а с 1998 г. на основной площадке появились европейские депозитарные расписки (EDR). Возможность числиться в основном листе Лондонской биржи очень привлекательна, но это право предоставляется только крупным эмитентам. AIM была создана для молодых и развивающихся компаний. Требования, предъявляемые к компаниям, значительно упрощены. Сама AIM непосредственно не регулируется Листинговым агентством Великобритании (UKLA), а сама биржа не требует установления минимального количества акций в публичном обращении, ведения реестра за прошлые годы и не определяет минимального уровня рыночной капитализации.

Согласно правилам площадки экспертиза ценных бумаг не проводится, а размещение организуется номадом (nominated advisor) совместно с другими партнерами компании по размещению - аудиторами, PR-консультантами. Номад проводит due diligence, после чего выносит заключение о способности компании пройти листинг на AIM. Совет директоров готовит заявление о достаточности оборотного капитала фирмы для работы в течение года и документ о допуске на биржу (admission document), документ, аналогичный проспекту эмиссии и заменяющий его. Требования к раскрытию информации несколько мягче, особенно в сравнении с американскими биржами и законом Сарбэйнса-Оксли. Тем не менее, информация о структуре капитала компании, аналитические прогнозы, стратегия будущей деятельности, собранная в инвестиционном меморандуме, должна быть достоверной: процедура раскрытия и ответственность установлена Financial Services and Markets Act 2000. Потенциально возможен переход компании на основной рынок уже с меньшими издержками. AIM недостаточно ликвидный, а круг потенциальных инвесторов ограничен.

Несмотря на значительный рост рынка IPO в России в течение последних лет и значительной потенции роста рынка размещений, далеко не все компании решаются на этот шаг. Собственник боится потерять контроль над компанией в случае враждебного поглощения, а команда менеджеров опасается быть смещенной решением новых акционеров. Американское законодательство содержит правовые нормы, способные нейтрализовать «вражеские атаки»: компаниям разрешается выпускать несколько классов акций с разным количеством голосов, создавать эшелонированный совет директоров (в этом случае на ежегодном собрании акционеры переизбирают только одну группу совета директоров), выпуск

«отравленных пилюль», дающих право на приобретение владельцам «пилюли» дополнительных обыкновенных акций с дисконтом или по заранее фиксированной цене. К сожалению, эти и многие другие способы защиты от нежелательных поглощений не прописаны в гражданском законодательстве, они даже прямо противоречат его нормам.

К объективным причинам нежелания «размещаться» относятся сомнения в конкурентной среде фондового рынка страны и, как следствие, возможности получения справедливой оценки бизнеса. Крупные компании все чаще и чаще предпочитают выходить на мировые финансовые рынки, а не привлекать средства внутри страны. Неразвитость фондового рынка и отсутствие необходимого количества финансовых ресурсов определенного качества - вот главные препятствия развитию рынка IPO. Решение проблемы слабости институциональных инвесторов может способствовать усилению конкурентных преимуществ российских бирж. Но какими бы сложными не были препятствия, IPO способно принести компании ощутимые выгоды уже в самом ближайшем будущем после размещения:

- получение эффективного инструмента оценки рыночной стоимости компании;
- повышение финансовой репутации и возможность привлекать кредиты и займы под более низкий процент;
- повышение престижа при работе с контрагентами;
- возможность использования акций как залога при привлечении кредитов;
- усиление лоббистского потенциала за счет включения влиятельных финансовых институтов в состав акционеров;
- повышение международного престижа и известности компании, гарантия соблюдения права собственности внутри страны в случае выхода на зарубежные рынки.

И главное, что обеспечивает IPO, - привлечение капитала для дальнейшего развития компании и расширения бизнеса.

Для дальнейшего развития рынка ценных бумаг вне зависимости от выбранной стратегии, на наш взгляд, необходимо предпринять следующие важные шаги:

1. Усовершенствовать законодательную базу. Нужны гарантии для инвесторов о неизменности первоначальных условий, особенно в сфере прямых инвестиций.
2. Ввести налоговое стимулирование инвестиций. Например, для отраслей, которые являются стратегическими для России, необходимо создавать определенные благоприятные условия. В США на инвестиции, связанные с коммунальным хозяйством, установлены льготы по налогообложению при получении дохода по данному виду бизнеса. Следует также стимулировать долгосрочные инвестиции со сроком инвестирования более одного года. В США ставка налога на прибыль различается относительно времени, в течение которого инвестор держал купленные ценные бумаги (до шести месяцев и более шести месяцев).
3. Необходимо воздействовать на основной фундаментальный фактор привлекательности корпоративных акций с точки зрения вложения средств — соотношение «сумма выплаченного дивиденда/рыночная стоимость акции», т.е. для увеличения рыночной стоимости акции какого-либо предприятия необходимо:
  - выплачивать дивиденды,
  - сумма выплат должна быть по возможности больше.

В этих целях необходимо:

Создать экономические условия для того, чтобы все предприятия, получающие фактическую прибыль, показывали ее. В настоящий момент из 100 организаций, имеющих прибыль, показывают ее не более 30%, а значительно занижают ее — более 80%. Ставку налога на прибыль целесообразно установить в размере 5-10%.

Создать экономические условия, стимулирующие

предприятия выплачивать дивиденды. Предусмотреть дополнительные льготы для организаций, выплачивающих дивиденды.

В результате резко повысится спрос на корпоративные акции, возрастет капитализация компаний, и у предприятий появятся дополнительные возможности для привлечения инвестиций на более выгодных условиях (дополнительная эмиссия акций, размещение облигаций и др.), т.е. более активно заработают портфельные инвестиции.

Для компенсации краткосрочного снижения налоговых поступлений за счет уменьшения ставки по некоторым налогам достаточно будет продать несколько пакетов акций, принадлежащих государству (в настоящий момент более 60% акций, принадлежащих государству, неликвиды).

#### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Севастьянов А.В., Бердников В.А., Реснянский М.М. Разработка гибких стратегий как резерв и новый аспект конкурентоспособности предприятий среднего и малого бизнеса // Вестник Самарского государственного экономического университета. 2008. № 6. С. 5-11
2. Севастьянов А.В. Разработка гибких стратегий как новый аспект конкурентоспособности промышленных корпораций // Предпринимательство. 2008. №7. С. 122-127
3. Севастьянов А.В. Формирование аналитических моделей систем гибкого корпоративного управления // Наука – промышленности и сервису: сборник статей второй научно-практической конференции. Ч.1 / Тольяттинский гос. ун-т сервиса. – Тольятти: Изд-во ТГУС, 2008. – С. 158-162

#### PROBLEMS OF CAPITAL FORMATION FINANCIAL-INDUSTRIAL GROUPS IN GLOBALIZATION

© 2013

*A.V. Sevastianov*, candidate of economic sciences, associate professor of the department of «Accounting and Finance», doctoral student of Samara state university of economics

*O.V. Gurenkova*, candidate of economic sciences, associate professor of the department of «The theory and practice of management »

*Branch of the Samara state university of economics, Togliatti (Russia)*

*Annotation:* With the globalization of today's economy matures particularly acute need to increase the capitalization of financial-industrial groups by increasing their equity units, which requires a comprehensive rethinking of the foundations of the initial public offering and the development of software for the effective implementation of this process, the Russian financial-industrial groups.

*Keywords:* the global financial market, the initial public offering, financial and industrial group, financial resources, self-financing.