

АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ХОЗЯЙСТВЕННОЙ ПРАКТИКИ

ФИНАНСОВЫЙ МАРКЕТИНГ КАК ОСНОВА РАБОТЫ ЭМИТЕНТА НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

А.И. ЗОТОВА

кандидат экономических наук, доцент
кафедры «Финансы и кредит», Ростов-
ский государственный университет

Д.А. ШЕВЧЕНКО

аспирант кафедры «Финансы и кредит»,
Ростовский государственный универ-
ситет

Проблема повышения эффективнос-
ти рынка ценных бумаг как меха-
низма привлечения инвестиций в
реальный сектор экономики стала в
последнее время одной из ключевых в
публикациях российских экономистов.
При этом наряду с обоснованием форм
и методов государственного вмеша-
тельства в работу фондового рынка не-
которые авторы подчеркивают необхо-
димость принципиального изменения
роли эмитентов на рынке ценных бумаг
[1; 2]. В некоторой степени этому спо-
способствует совершенствование методов
корпоративного управления и измене-
ние дивидендной политики российских
предприятий. Вместе с тем эффектив-
ное использование возможностей фи-
нансового рынка, прежде всего в части
трансформации сбережений в инвести-
ции, предполагает активное взаимодей-
ствие эмитента с инвесторами (акцио-
нерами, держателями облигаций) и по-
средниками. Именно такой подход
способствует повышению привлека-
тельности ценных бумаг для инвесто-
ров, формированию объективной ры-
ночной оценки финансовых инструмен-
тов, снижению затрат на мобилизацию
капитала, разрешению корпоративных
конфликтов. В США и странах Запад-
ной Европы необходимость в подоб-
ной деятельности возникла еще в
1960-х гг., и уже тогда появилась идея
использовать в работе на рынке цен-
ных бумаг широко известный и успеш-
но применяемый на рынке товаров и
услуг маркетинговый подход. С тех пор
на Западе существует и развивается
концепция финансового маркетинга,
которая позволяет эффективно решать

проблемы предприятий-эмитентов на финансовом рынке.

Теоретические модели рынка ценных бумаг и рынка товаров идентичны: потенциальному инвестору противостоят широкий спектр способов применения капитала, подобно тому, как потенциальному покупателю — большой выбор товаров и услуг. Предприятие, желающее привлечь финансовые ресурсы (на товарном рынке — продавец), должно изучать потребности и ожидания потенциального инвестора (покупателя), чтобы успешно конкурировать с предложениями других фирм. Эта сопоставимость товарных и финансовых рынков и моделей поведения их участников позволяет разрабатывать теорию маркетинга на рынке ценных бумаг на основе классической маркетинговой концепции, с необходимыми уточнениями и изменениями, вызванными спецификой финансовых отношений как объекта маркетинга.

Возможны два принципиально различных варианта финансового маркетинга предприятия: действия, предшествующие и сопровождающие первичное размещение ценных бумаг, в том числе эмиссию облигаций и IPO (Initial Public Offering) — первое публичное размещение акций компании, а также мероприятия, направленные на вторичный рынок ценных бумаг. В соответствии с этим различаются цели и применяемые инструменты финансового маркетинга. Следует отметить, что процедуры IPO — пока достаточно редкое явление на российском фондовом рынке, однако экономисты ожидают бума первичных размещений в ближайшее время. На российском рынке успешно прошли IPO таких компаний, как ОАО «РБК Информационные Системы» в 2002 г., ОАО «Аптечная сеть 36,6» в 2003 г., авиастроительной корпорации «Иркут» в 2004 г. и др. Некоторые крупные российские компании, например «Вимпль-Данн», ОАО «Вымпелком», МТС,

ОАО «Сургутнефтегаз», выходят на европейские и американские рынки путем оформления части своих акций в американские депозитарные расписки (АДР), т.е. фактически осуществляют IPO на международных рынках. В последнее время более широкое применение находит эмиссия облигаций как инструмент привлечения инвестиций в российскую промышленность. В первом полугодии 2004 г. был зарегистрирован 41 выпуск облигаций российских компаний, что на 20% превышает количество эмиссий за аналогичный период предыдущего года. Перспективным направлением работы для наиболее известных заемщиков является также выпуск еврооблигаций.

Маркетинг на вторичном рынке ценных бумаг — потенциальная сфера деятельности любого акционерного общества, акции которого находятся в свободном обращении, так как от интереса инвесторов к уже обращающимся на рынке финансовым инструментам во многом зависят результаты будущих эмиссий. Наиболее очевидное преимущество высокого курса акций заключается в существенном снижении затрат на мобилизацию капитала: во время размещения нового выпуска ценных бумаг это может обеспечить выгодную разницу между номинальной стоимостью и эмиссионным курсом (ажю), которая будет отнесена к добавочному капиталу акционерного общества. Например, первичное размещение миллиона акций номинальной стоимостью 200 руб./акция принесет дополнительно 20 млн рублей за счет роста эмиссионного курса всего на 10% (увеличение стоимости до 220 руб./акция).

Основой разработки комплекса финансового маркетинга эмитента является определение целей деятельности на рынке ценных бумаг, выбор которых обусловлен концепцией развития предприятия и современной ситуацией на финансовом рынке. Возможными целя-

ми эмитента на рынке ценных бумаг являются:

- привлечение капитала на наиболее выгодных условиях;
- снижение затрат на обслуживание привлеченного капитала;
- минимизация риска враждебного поглощения.

Для реализации этих интересов компании на фондовом рынке необходимо сформулировать конкретные цели финансового маркетинга, определяющие в дальнейшем выбор инструментов работы на рынке и формирование комплекса маркетинговых мероприятий. Такими целями могут быть: максимизация курса ценных бумаг компании, выход на международный рынок ценных бумаг, повышение степени известности, «распыление» акций, выстраивание стабильных отношений с инвесторами, стабилизация динамики курса ценных бумаг, повышение ликвидности, улучшение имиджа и др. Выбор целей определяется уровнем развития эмитента, характеристиками структуры акционеров, положением предприятия в отрасли, состоянием рынка ценных бумаг. Элементы анализа внутренней и внешней среды компании могут быть объединены в рамках методики SWOT-анализа, с помощью которого определяют возможные цели и направления маркетинговой деятельности. На рынке ценных бумаг угроза враждебного поглощения и возможности привлечения инвестиций, которые проявляются с разной степенью интенсивности для каждой компании, в сочетании с собственными сильными и слабыми сторонами эмитента определяют цели финансового маркетинга и возможные направления работы на фондовом рынке.

Маркетинговый подход предполагает последовательную ориентацию на требования рынка, поэтому эмитент должен постоянно заниматься исследованиями финансового рынка. Обычно выделяют такие секторы финансового

рынка, как рынок кредитов, фондовый рынок, валютный рынок и рынок золота. Действия предприятия по привлечению инвестиций путем эмиссии ценных бумаг направлены на фондовый рынок, поэтому именно он является непосредственным объектом маркетинговых исследований. Вместе с тем другие секторы предоставляют потенциальным инвесторам альтернативные способы вложения денежных средств (банковские вклады, покупка валюты и т.д.), поэтому эмитенту также необходима информация об основных тенденциях и процессах, характеризующих современные рынки кредитов, валюты и золота.

К основным направлениям исследований в финансовом маркетинге относятся изучение действительных и потенциальных инвесторов, изучение конкурентов, изучение потребностей в капитале внутри организации, контроль результатов маркетинговых мероприятий на рынке ценных бумаг.

Ориентация на конкретные потребности покупателей (в данном случае инвесторов) — основополагающий принцип классического маркетинга, который имеет силу и на финансовом рынке. Потребности настоящих и потенциальных инвесторов и их различия относительно величины ожидаемого дохода, длительности вклада, целей инвестирования, степени принятия риска являются важной характеристикой финансового рынка, поскольку позволяют провести сегментирование, выбрать определенный сегмент рынка и применить к нему детально разработанный комплекс маркетинга. Проблема разработки критериев сегментирования на фондовом рынке является одной из основных в трудах западных экономистов [6, с. 303; 10, с. 250], а в последнее время также находит отражение в некоторых публикациях российских авторов [3; 4, с. 168–169]. Наиболее часто упоминаются такие критерии сегментирования, как региональный аспект, цели капиталовложения, отноше-

ние к риску, статус инвестора (частные или институциональные вкладчики).

Важным фактором деятельности эмитента на фондовом рынке является постоянно обостряющаяся конкуренция за доступ к временно свободным денежным средствам. Поэтому большое внимание необходимо уделять изучению предлагаемых на рынке финансовых инструментов, а также анализу имиджа, поведения, стратегий финансового маркетинга других эмитентов.

Изучение потребностей в капитале внутри организации необходимо для определения величины и времени использования денежных средств, а также для оценки фактора риска. Эти особенности определяют свойства финансового инструмента и его привлекательность на рынке, могут быть одним из критериев выбора целевых групп инвесторов.

Для исследований в рамках финансового маркетинга может использоваться информация из вторичных и первичных источников. Вторичные источники, к которым относятся опубликованные статистические и аналитические материалы, пресс-конференции, сообщения в средствах массовой информации, являются доступными и дешевыми, но чаще всего не дают полного представления о рассматриваемой проблеме, не ориентиро-

ваны на цели конкретного исследования. Гораздо большую ценность имеет первичная информация, данные, которые собраны впервые, предназначены для решения определенной проблемы. Проведение первичного исследования связано с дополнительными затратами, но они окупаются точностью, актуальностью, уникальностью полученной информации. Только таким путем можно изучить цели и мотивы инвесторов, структуру акционеров, особенности процесса принятия решений, потребности целевых групп финансового маркетинга.

На основании информации, полученной в ходе исследований финансового рынка, разрабатывается комплекс финансового маркетинга как согласованная совокупность отдельных маркетинговых инструментов продуктовой, ценовой, сбытовой и коммуникативной политик на рынке ценных бумаг. Принятие решений в рамках отдельных элементов маркетинга происходит в определенной последовательности, которая определяется взаимосвязями и характеристиками отдельных маркетинговых инструментов. На основании этих взаимосвязей представляется возможным схематичное изображение последовательного процесса разработки и реализации маркетинговых мероприятий на рынке ценных бумаг (рис. 1). Такая схема от-

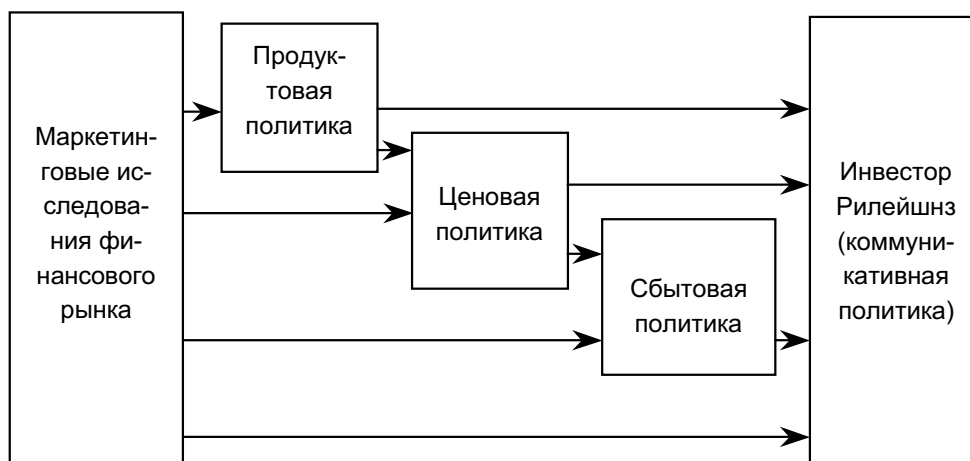


Рис. 1. Комплекс финансового маркетинга

ражает последовательность возникновения и решения задач в процессе практической реализации финансового маркетинга предприятия.

Сущность продуктовой политики заключается в выборе финансового инструмента, который предприятие будет позиционировать на рынке, и его последующей модификации. При этом необходимо учитывать принцип оптимального сочетания безопасности (стабильность получения дохода), доходности (максимизации дохода на инвестиции) и ликвидности (быстрое, без потерь обращение ценных бумаг в деньги). Определение конкретных характеристик зависит от целевой группы инвесторов, их настроений и потребностей, которые должны быть четко установлены до разработки продуктовой политики в рамках маркетинговых исследований рынка. Несмотря на то, что ценные бумаги отличаются высокой степенью стандартизации и процесс эмиссии связан с большим количеством ограничений, в финансовом инструменте возможно совместить различные характеристики. Например, компании Филипс (Allgemeine Deutsche Philips Industrie GmbH) удалось совметить в ценной бумаге приемлемый для консервативных инвесторов уровень безопасности вложений со значительной доходностью и ликвидностью, которые должны привлечь спекулянтов и способствовать развитию вторичного рынка [10, с. 254–255]. Новая ценная бумага была выпущена в форме акции, гарантирующей получение определенной доли прибыли (Genüßschein). Она закрепляла право владельца на ежегодное получение дивидендов в размере $1/3$ от ставки дивиденда по обыкновенным акциям, но не менее $77/8$ процента (9,625%). Срок действия этих ценных бумаг — 10 лет, их владельцам предоставлялось право обмена на обыкновенные акции по среднему рыночному курсу. Ценные бумаги этого выпуска, которые не будут конвертиро-

ваны в обыкновенные акции в течение установленного периода времени, подлежат обязательной реализации.

Одной из основных особенностей ценных бумаг является их производный характер: успех эмитента на фондовом рынке зависит от его действий на рынке товаров и услуг, от успехов и неудач в рамках основного направления работы предприятия. Поэтому некоторые авторы [9] отождествляют продукт в финансовом маркетинге с Equity Story — «историей компании», предполагающей «перевод на язык инвесторов, финансистов, средств массовой информации» данных о стратегии предприятия, истории его развития, конкурентных преимуществах, положении на рынке. Именно Equity Story позволяет целенаправленно воздействовать на формирование и изменение имиджа эмитента на фондовом рынке.

Рынок ценных бумаг часто характеризуют как наиболее близкий по своим свойствам к рынку совершенной конкуренции. Поэтому одним из наиболее сложных элементов финансового маркетинга является ценовая политика. Первое ценовое решение — определение эмиссионной стоимости ценной бумаги, т.е. цены ее продажи при первичном размещении. Оптимальная стартовая цена должна обеспечивать максимальный доход эмитенту и не создавать ситуации потери потенциальных инвесторов, оптимально сочетать интересы эмитента и инвесторов.

На вторичном рынке цена не устанавливается предприятием напрямую, но формируется в процессе взаимодействия спроса и предложения. Воздействовать на этот процесс эмитент может только косвенно, путем изменения спроса или предложения (рис. 2).

Перемещение кривой спроса вправо (увеличение спроса) ведет к повышению курса, к этому же приведет и сдвиг кривой предложения влево, соответствующий уменьшению предложения.

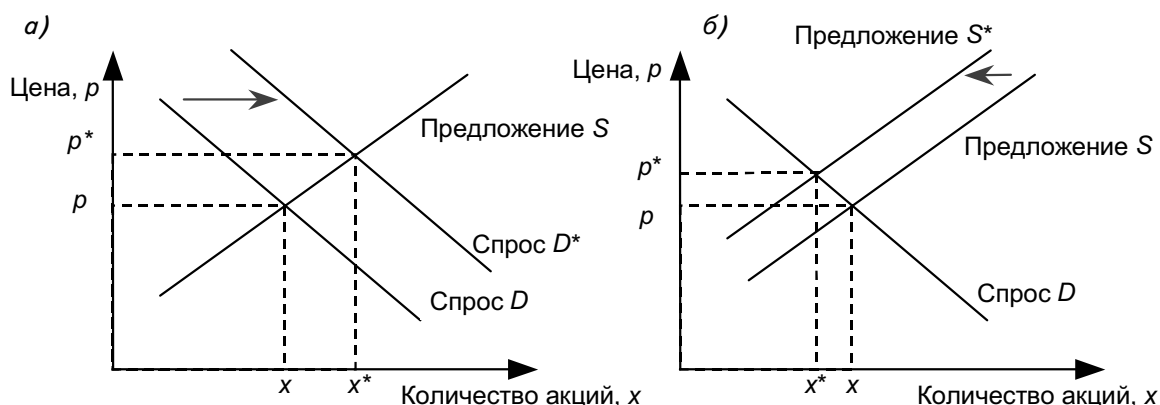


Рис. 2. Увеличение цены на вторичном рынке ценных бумаг в результате изменения спроса или предложения: а – увеличение спроса; б – уменьшение предложения

Таким образом, непосредственное использование классических инструментов ценовой политики (скидки, ценовая дифференциация и т.д.) возможно только при организации новой эмиссии ценных бумаг, в рамках определения первоначальной цены финансового инструмента. Увеличение цены на вторичном рынке (которое само по себе может быть целью финансового маркетинга) предполагает целенаправленное воздействие на поведение и ожидания реальных и потенциальных инвесторов, которое относится уже к коммуникативной политике эмитента.

В рамках сбытовой политики решаются вопросы выбора каналов сбыта, партнеров на финансовом рынке, места реализации финансовых инструментов, формы размещения ценных бумаг. В странах Западной Европы распространена практика сотрудничества эмитента с банками и консорциумами, которые профессионально занимаются реализацией ценных бумаг и располагают широкой информацией о потенциальных инвесторах, имеют различные контакты на финансовом рынке. Этот же подход находит применение и в России. Помощь в организации и осуществлении эмиссии ценных бумаг оказывают специализированные организации, андеррайтеры, которыми могут быть инвестиционные банки, инвестиционные ком-

пании. По результатам 2003 г. крупнейшими андеррайтерами эмиссий корпоративных облигаций стали инвестиционный банк ТРАСТ, Внешторгбанк, Райффайзенбанк, Альфа-Банк, МДМ-Банк, ИК «Тройка Диалог» (по данным информационного агентства CBONDS.ru). Выбор формы размещения (открытое или закрытое) связан с результатами исследований финансового рынка и с тем, на какой сегмент инвесторов ориентируется эмитент. Открытое (публичное) размещение ценных бумаг характеризуется потенциально неограниченным кругом инвесторов. Оно предполагает проведение большой подготовительной работы, публикацию проспекта эмиссии и реализацию всего комплекса финансового маркетинга непосредственно на рынке. Закрытое (частное) размещение – это размещение ценных бумаг без публичного объявления, без проведения рекламной кампании, публикации и регистрации проспекта эмиссии. В этом случае ценные бумаги продаются заранее известным инвесторам, число которых ограничено (до 100 включительно) во все время обращения этих финансовых инструментов. Эмитенты и инвестиционный институт, производящий по соглашению с эмитентом продажу ценных бумаг их первым владельцам, вправе избирать ту процедуру размещения, которая соответствует их интересам и

не противоречит требованиям законодательства.

Коммуникативная составляющая финансового маркетинга предполагает использование информационных каналов и инструментов коммуникации для достижения определенной ответной реакции инвесторов. Эта деятельность, получившая специальное название Инвестор Рилейшнз (Investor Relations, IR), является центральным элементом финансового маркетинга, поскольку от выстраивания правильного механизма коммуникаций с инвесторами во многом зависит окончательный результат работы на фондовом рынке. Примечательно, что именно с признания целесообразности информационного воздействия эмитента на рынок ценных бумаг началось развитие финансового маркетинга более 30 лет назад: тогда необходимость активной деятельности эмитента аргументировалась низким уровнем информационной эффективности фондового рынка и возможным влиянием на курс ценных бумаг новой информации о деятельности компании. Другие теоретические обоснования финансового маркетинга, опирающиеся, в частности, на поведенческий или неинституциональный подход, появились несколько позже [7; 8].

Важной особенностью коммуникативной политики в системе финансового

маркетинга является неоднородный состав ее адресатов. Инвестор Рилейшнз направлены не только на частных и институциональных инвесторов (как действительных, так и потенциальных), но и на других участников финансового рынка, формирующих общественное мнение и воздействующих на поведение инвесторов. Поэтому к целевым группам Инвестор Рилейшнз относятся также, помимо собственно инвесторов, такие участники фондового рынка, как финансовые аналитики, журналисты, инвестиционные консультанты (рис. 3).

Содержание коммуникаций и инструменты коммуникативной политики должны быть определены таким образом, чтобы обеспечить целенаправленное воздействие на заранее определенную аудиторию, отвечающее интересам предприятия и соответствующее специфическим характеристикам, интересам, потребностям целевых групп IR. Обеспечить такое воздействие могут специальные инструменты личной и неличной коммуникации. К первой группе относятся, например, пресс-конференции, презентации, роад-шоу, встречи с аналитиками, визиты на предприятие, собрания акционеров. Неличная коммуникация реализуется через подготовку и опубликование информации о компании, например, публикация и распространение

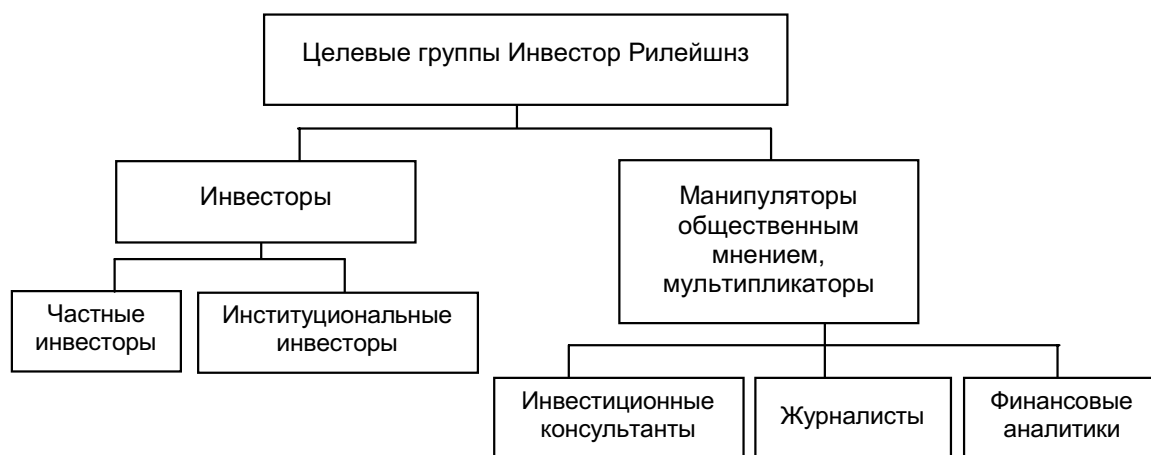


Рис. 3. Классификация целевых групп коммуникативной политики на рынке ценных бумаг

отчета о деятельности компании, годового бухгалтерского баланса, отчета о прибылях и убытках, проспекта эмиссии, информационных брошюр, информационного меморандума, профиля компании, журнала для акционеров, рекламы и т.д.

В процессе контроля результатов финансового маркетинга необходимо выявить степень достижения поставленных целей и эффективность конкретных маркетинговых мероприятий. При этом возникает ряд проблем, которые затрудняют проведение контроля. С одной стороны, концепция финансового маркетинга требует от предприятия проявления высокой активности в течение довольно долгого периода времени. Крайне редки случаи, когда для достижения поставленной цели достаточно использовать один инструмент или действовать непродолжительное время. Чаще всего комплекс маркетинга планируется на длительный период, применяется совокупность инструментов, совместное воздействие которых, как правило, не сводится к простой сумме эффектов от отдельных инструментов. Кроме этого, зачастую сложно отделить эффект, который вызван действиями предприятия, от последствий влияния других факторов внешней среды.

Для определения результативности финансового маркетинга немецкими компаниями используются такие методы, как обратная связь с инвесторами (61% в 2001 г.), контакты с аналитиками (45%), оценка динамики курса ценных бумаг (36%), статьи в специальных периодических изданиях (22%), изменения курса по сравнению с конкурентами, изменения структуры акционеров, степень известности компании [12]. Методика контроля в финансовом маркетинге определяется целями деятельности эмитента на фондовом рынке, но существуют универсальные методы, одним из которых является сопоставление динамики курса ценной бумаги компании с динамикой биржевого индекса. Практический пример такого анализа представлен на рис. 4.

Здесь рассматривается конкретное предприятие, акции которого котируются на Франкфуртской фондовой бирже и входили в биржевой индекс Германии M-Dax. Этот эмитент (Stinnes AG) начал маркетинговую кампанию на фондовом рынке летом 1999 г. и, как видно из графика, курс ценных бумаг предприятия развивался в 2000–2001 гг. более позитивно, чем биржевой индекс M-Dax [9, с. 122].



Рис. 4. Динамика биржевого курса акции после применения финансового маркетинга (по сравнению с биржевым индексом M-Dax)

На российском рынке ценных бумаг в последние годы сформировались предпосылки успешного применения финансового маркетинга: существует и постоянно совершенствуется законодательная база деятельности, сформирована инфраструктура рынка, многие предприятия, разработав стратегию развития, обращаются к рынку капиталов в поисках финансовых ресурсов. Опыт маркетинговой деятельности западных эмитентов показывает, что применение данной концепции позволяет эффективно решать проблемы низкой капитализации и информационной открытости, корпоративные конфликты, привлекать инвестиции на выгодных условиях, повышает эффективность работы на международных финансовых рынках. Основными препятствиями на пути внедрения маркетингового подхода в деятельность российских эмитентов являются принципиальная недооценка значимости финансового рынка как механизма привлечения инвестиций и недоверие менеджмента к финансовым инструментам по причине вероятной угрозы изменения структуры собственников и ослабления собственных позиций в руководстве компании. Важным фактором является также необходимость создания специальной службы финансового маркетинга и новых рабочих мест, что сопряжено с дополнительными затратами. Распространение финансового маркетинга среди российских эмитентов значительно ограничивают отсутствие теоретической основы деятельности и незначительное количество примеров практической реализации этого подхода на российском рынке ценных бумаг. Вместе с тем активная, ориентированная

на требования участников рынка деятельность эмитентов является, наряду с совершенствованием законодательной базы, созданием системы налогового стимулирования и разработкой государственной программы развития рынка капиталов, необходимым условием повышения эффективности рынка ценных бумаг как механизма финансирования инвестиций в реальный сектор экономики.

ЛИТЕРАТУРА

1. Данилов Ю. Новая роль фондового рынка в России // Вопросы экономики. 2003. № 7.
2. Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Эмитенты на рынке ценных бумаг // Финансы и кредит. 1999. № 9.
3. Музыка В. Несколько слов о способах привлечения финансирования // РЦБ Управление компанией. 2001. № 2.
4. Паланкоев А.М. Инвестиционные ресурсы фондового рынка. М.: Акционер, 2001.
5. Сизов Ю. Актуальные проблемы развития российского фондового рынка // Вопросы экономики. 2003. № 7.
6. Becker F. Finanzmarketing von Unternehmen // Die Betriebswirtschaft. 1994. № 3.
7. Bitz M., Oehler A. Überlegungen zu einer verhaltenswissenschaftlich fundierten Kapitalmarktforschung // Kredit und Kapital. 1993. № 2.
8. Klein S. Fremdkapitalmarketing: ein Teil des Finanzmarketing der Unternehmung. Wiesbaden: Gabler, 1996.
9. Simon H., Ebel B., Pohl A. Investor Marketing // Zeitschrift für Betriebswirtschaft. 2002. № 2.
10. Süchting I. Finanzmanagement: Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung. Wiesbaden: Gabler, 1995.
11. Информационное агентство CBONDS: [Электронный ресурс] // <http://www.cbonds.ru>.
12. Investor Relations Monitor 2001: [Электронный ресурс] // <http://www.wuv.de>.