Климонов Леонид Викторович. Облигационные займы как инструмент финансирования российских предприятий : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2002 196 c. РГБ ОД, 61:03-8/1458-3

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Роль корпоративного облигационного займа в процессе привлечения капитала российским предприятиями 9

1.1. Проблема выпуска предприятием эмиссионных долговых инструментов 9

1.2. Отечественная практика размещения и обращения корпоративных облигаций 35

Глава 2. Организационно - экономическая подготовка выпуска корпоративного облигационного займа 51

2.1. Формирование концепции облигационных заимствований предприятия 51

2.2. Принципы конструирования облигационного займа 64

2.3. Маркетинг облигационного займа 92

2.4.Место посредников и экспертов в осуществлении займа 113

Глава 3. Реализация российского корпоративного облигационного займа 139

3.1. Теоретические и практические аспекты размещения облигационного займа

3.2. Обращение, погашение и реструктуризация

облигационного займа 160

Заключение 176

Список литературы 181

Приложения 187

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования

Переходный период в экономике России характеризуется существенным недостатком финансовых ресурсов на предприятиях. В условиях экономического роста и износа основных фондов тысячи предприятий нуждаются в долгосрочных инвестициях. В этой связи наряду с эффективным использованием финансовых ресурсов все чаще акцент ставится на проблему эффективного привлечения денежных средств; организация корпоративного финансирования постепенно занимает важное место в комплексе мер, направленных на улучшение работы российского предприятия.

В настоящее время в экономике России прослеживается плавный переход от спорадических и часто неудачных попыток, к цивилизованным и проверенным всем мировым опытом методам стабильного финансирования предприятий. Сжатие рынка государственных ценных бумаг, общее снижение доходностей на финансовом рынке открыло возможности для корпоративных эмитентов по привлечению ресурсов путем выпуска облигаций. Этому процессу способствует также ситуация экономического роста, общей политической стабилизации в России. Рынок корпоративных облигаций становится одним из наиболее динамичных и перспективных сегментов фондового рынка Российской Федерации. Растет количество предприятий обращающих внимание на данный инструмент привлечения денежных средств, а также инвесторов, готовых к его приобретению.

Однако, хотя менеджеры становятся все более опытными в деле привлечения финансовых ресурсов, практика показывает, что для многих организация финансирования предприятия это скорее искусство, чем наука. Это тем более касается тех инструментов финансирования, которые только начинают применяться в хозяйственной деятельности предприятий, в том числе и корпоративных облигационных займов.

Менеджмент предприятия часто сталкивается с облигационным финансированием впервые и ему приходится действовать методом проб и ошибок. Те же предприятия, которые уже успешно разместили облигационные займы зачастую нуждаются в повышении эффективности заимствований. Таким образом, существует целый ряд методических и методологических вопросов, требующих теоретических исследований и разработок практических рекомендаций с целью совершенствования механизма корпоративного облигационного финансирования, тем более что на сегодняшний момент потенциал фондового рынка как источника привлечения финансовых ресурсов для российских предприятий востребован не в полной мере.

Степень разработанности проблемы

В современной российской литературе проблемам операций с ценными бумагами уделено достаточно много места. Они нашли свое отражение в работах таких отечественных авторов, как М.Ю. Алексеев, Т.Б. Бердникова И.А. Бланк, А.Н. Иванов, В.А. Лялин, Я.М. Миркин, Л.Н. Павлова, Б.Б.Рубцов, Е.В.Семенкова, Т.В. Теплова, П. Филимошин и др. Однако, в части работ наблюдается доминирование анализа инвестирования денежных средств в ценные бумаги с целью получения дохода. Освещение же вопросов эмиссионного финансирования предприятий в большинстве случаев отходит на второй план, им уделяется существенно меньше внимания и поэтому изученность данных вопросов находится на уровне, на наш взгляд, неприемлемом для сегодняшнего динамичного развития рынка корпоративных облигаций в Российской Федерации. Ряд авторов занимается исследованием смежных вопросов, либо косвенно касается рассматриваемой проблемы. В других работах рекомендации по выпуску ценных бумаг в большинстве своем относятся к акциям и обычно оперируют юридическими вопросами, которые могут возникнуть во время регистрации эмиссии. Проблемы же выпуска и размещения корпоративных облигационных займов рассматриваются лишь фрагментарно, а не комплексно.

В западной экономической литературе проблемы долгового финансирования компаний освещены гораздо шире. Общие и специальные вопросы корпоративного облигационного финансирования достаточно полно рассмотрены в зарубежной литературе в работах М. Вейнстейна, С. Датта, С. Майерса, Т. Оплера, К. Смита, Ф. Фабоцци и др. С другой стороны понятно, что простое заимствование западных методик неприемлемо в наших условиях и данные исследования не могут быть адекватно адаптированы и предложены российским эмитентам.

Итак, в настоящее время существует заметный дефицит аналитической и научной литературы для корпоративных эмитентов облигационных займов. Большая редкость и подробно описанные и формализованные подходы и методы выпуска и размещения облигаций предприятиями. Конечно, такие методы существуют, но они фактически являются ноу - хау своих разработчиков (в большинстве своем кредитно — финансовых институтов), которые не очень заинтересованы в их раскрытии. Поэтому совершенно необходимы теоретические разработки, на которые могли бы опираться отечественные предприятия - эмитенты облигационных займов.

Актуальность и недостаточная комплексная проработанность проблемы и обусловили выбор темы и структуры, объекта и предмета, цели и задач исследования.

Цель и задачи исследования

Целью диссертационной работы является выявление особенностей выпуска российскими предприятиями долговых эмиссионных ценных бумаг и разработка теоретических аспектов и методических рекомендаций по подготовке и формированию российскими предприятиями облигационных займов.

Для достижения поставленной цели в работе определены следующие задачи:

- рассмотреть факторы, влияющие на принятие решения об использовании облигационных займов в качестве инструмента финансирования предприятия;

- проанализировать цели и задачи выпуска облигационных займов российскими предприятиями;

- выявить особенности российского рынка корпоративных небанковских облигаций и обращающихся на нем займов;

- определить механизм составления концепции облигационных заимствований предприятия;

предложить общие принципы конструирования корпоративного облигационного займа;

- исследовать роль и место посредников в процессе подготовки, выпуска и обращения корпоративного облигационного займа;

определить особенности процедуры размещения предприятием облигационного займа;

- выявить первоочередные задачи предприятия на стадии обращения и погашения облигационного займа.

Объектом исследования являются предприятия РФ различных форм собственности нефинансового сектора, осуществляющие финансирование своей деятельности посредством выпуска долговых эмиссионных ценных бумаг.

Предметом исследования является совокупность организационных и экономических отношений, возникающих в процессе подготовки, размещения и обслуживания предприятием облигационных займов. Теоретическая и методологическая основа исследования

Теоретическую основу исследования составили труды отечественных и зарубежных экономистов, посвященные проблемам финансирования предприятий, выпуска предприятиями ценных бумаг, использованию облигаций в качестве инструмента привлечения капитала. В качестве информационной базы при написании диссертации использовались законодательные и нормативные акты Российской Федерации, официальные статистические материалы, материалы периодической печати по изучаемой проблематике, аналитические и статистические обзоры, информационные исследования финансово - кредитных институтов, материалы эмитентов ценных бумаг, а также результаты собственных исследований автора.

Методологической основой проводимого исследования выступают общенаучные эмпирическо - теоретические методы анализа и синтеза, а также метод индукции. Исследование также базируется на экономической теории, выработанной зарубежной и отечественной наукой. При систематизации практических данных применялись экономико - статистические методы сравнения, классификации, группировки. Научная новизна исследования

В процессе исследования получены следующие научные результаты:

- раскрыты задачи и дополнительные цели выпуска облигационных займов предприятиями РФ;

- определены основные факторы, влияющие на принятие решения об использовании облигационных займов в качестве инструмента финансирования российского предприятия;

- выявлены характерные особенности современного рынка российских небанковских корпоративных облигаций и обращающихся на нем займов;

- сформулированы принципы составления концепции облигационных заимствований корпоративного эмитента;

- предложен процесс конструирования корпоративного облигационного займа и даны практические рекомендации по выбору и субконструированию отдельных элементов облигационного займа;

- предложен механизм участия независимых экспертов в приятии решения о целесообразности и возможности выпуска предприятием облигационных займов;

- выявлена роль андеррайтера в размещении корпоративного облигационного займа на современном этапе развития фондового рынка и сформулированы основные принципы выбора андеррайтера и схемы андеррайтинга;

- обоснованы преимущества биржевого размещения российских корпоративных облигационных займов и раскрыты особенности биржевого размещения.

Теоретическая и практическая значимость исследования состоит в том, что оно вносит определенный вклад в разработку актуальных экономических проблем, связанных с формированием финансовых ресурсов предприятия с помощью инструментов фондового рынка. Результаты исследования могут быть использованы как российскими предприятиями, рассматривающими пути и возможности облигационного финансирования своей деятельности, так и кредитно-финансовыми институтами, выступающими консультантами предприятий по выпуску облигационных займов. Основные положения и выводы диссертации могут послужить базой для составления пособий и выработки практических методик по организации подготовительных мероприятий, размещения и обслуживания корпоративного облигационного займа. Материалы диссертационного исследования могут быть использованы в учебном процессе. Апробация результатов исследования

Основные положения диссертации отражены в опубликованных автором работах и изложены: на 4 - ом Всероссийском Экономическом Форуме «Экономические и социальные преобразования в России: опыт и проблемы» (С-Петербург, 2001), Межвузовской Конференции аспирантов и докторантов «Теория и практика финансов и банковского дела на современном этапе: 160 -летию Сберегательного банка России посвящается» (С-Петербург, 2001). Предложения автора использованы в ряде проектов выпуска облигационных займов крупными предприятиями РФ. Структура исследования

Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений.

## Проблема выпуска предприятием эмиссионных долговых инструментов

Для некредитно - финансового предприятия вопросы привлечения денежных средств стоят особенно остро. По расчетам экспертов, в ближайшие 10 лет на модернизацию промышленности, включая внедрение новых технологий и замену оборудования, износ которого на некоторых предприятиях достигает 80%, потребуется от 50 до 200 млрд. долл. Опрос менеджеров 50 крупных российских предприятий показал, что главной проблемой предприятий они считают дефицит оборотных капиталов и собственных средств для инвестиций, что показывает актуальность проблемы поиска соответствующих финансовых инструментов [17]. В отличие, например, от коммерческих банков, которые уделяют повышенное внимание своим пассивным операциям и детально проработали адекватные механизмы, промышленно - торговые предприятия в большинстве своем акцентируются на основной деятельности. Это, а также потребности в инвестициях в условиях экономического роста, часто приводит к дефициту финансовых ресурсов на российских предприятиях и, как следствие, диктует необходимость расширения спектра финансовых инструментов, используемых предприятием для своего финансирования.

В мировой практике используется множество различных форм финансирования предприятий, большинство из которых в той или иной степени стали применяться в последнее десятилетие и в России. Сюда можно включить, как частный случай, и долговое эмиссионное (облигационное) финансирование

- финансирование с использованием корпоративных облигационных займов

(КОЗ), которое органично вписалось в инструментарий привлечения денежных средств российским предприятием на современном этапе.

Очертим круг проблем и возникающих вопросов, с которыми может столкнуться предприятие, планирующее эмитировать и разместить КОЗ: 1 .Каковы предпосылки успешного использования КОЗ в качестве инструмента привлечения финансирования и насколько он эффективен по сравнению с альтернативными инструментами?

2.С какой целью выпускается КОЗ, какие задачи он решает и какие выгоды дает предприятию?

3.Готово ли предприятие к выпуску КОЗ, какие факторы могут влиять на окончательное решение, каковы риски предприятия - эмитента и затраты по займу?

4.Существует ли практика выпуска и обращения облигаций российскими предприятиями и насколько она успешна?

5.Какие последовательные шаги должно предпринять предприятие для успешного выпуска и размещения КОЗ и как организовать данный процесс? 6.Каковы должны быть оптимальные конструкционные параметры КОЗ? 7.Какие маркетинговые проблемы могут возникнуть у предприятия при размещении КОЗ и как их решать?

8.Какие существуют юридические и технологические проблемы подготовки и проведения эмиссии и размещения КОЗ и как их решать?

9.Как организовать эффективный вторичный рынок облигаций КОЗ и требуется ли он?

10.Как добиться четкого погашения КОЗ и что делать в случае невозможности его обслуживания?

Для разных российских предприятий наиболее актуальными будут разные проблемы и вопросы из рассмотренных выше, однако основной части потенциальных эмитентов неизбежно придется решать их в совокупности.

## Формирование концепции облигационных заимствований предприятия

Все рассматриваемые нами действия предприятия, направленные на выпуск КОЗ, должны находиться в рамках политики эмиссионного долгового финансирования предприятия. Под такой политикой мы будем понимать систему взглядов, глобальное отношение предприятия к облигационным заимствованиям, общий характер поведения предприятия на рынке корпоративных облигаций, направленный на достижение определение целей. Рассматриваемая политика не является суммой изолированных положений и решений. Так, выпуск КОЗ может выступать частью политики предприятия по привлечению денежных средств, предусматривающей использование различных источников финансирования. Каждое положение политики долгового эмиссионного финансирования должно быть частью общей финансовой политики предприятия, включающее в себя совокупность инвестиционных решений и решений по финансированию предприятия (см. [71]). При этом необходима тесная координация политики эмиссионного долгового финансирования с остальными частями финансовой политики предприятия.

Можно рассматривать политику эмиссионного долгового финансирования предприятия в разрезе стратегии и тактики предприятия в этой области. При этом стратегия предприятия выступает как долгосрочная политика предприятия в области облигационного финансирования, общие принципы осуществления заимствований, а тактика является краткосрочной политикой и представляет собой комплекс последовательных мероприятий по реализации стратегии.

Политика облигационного финансирования предприятия выражается и конкретизируется в Концепции облигационных заимствований эмитента (далее Концепция). Понятно, что если политика предприятия в области облигационного финансирования выражается одной фразой: "Никаких эмиссий долговых инструментов", то и рассматриваемая Концепция будет отсутствовать. В общем же случае Концепция представляет собой разработанный и принятый внутренний информационно - аналитический документ предприятия, нормализующий и упорядочивающий отношение предприятия к облигационным заимствованиям; регламентирующий процесс заимствований; содержащий характеристику и анализ целей и ограничений заимствований; рекомендующий потенциальных и целевых инвесторов КОЗ и целесообразные параметры КОЗ (см.п.2.2.), варианты размещения займов. Концепция характеризуется в том числе анализом существующей ситуации, прогнозированием перспективы, вариантов развития рынка КОЗ и поведения предприятия на нем.

Необходимость разработки вышеупомянутого документа в общем случае на первый взгляд далеко не очевидна для предприятия - эмитента. Действительно, данный документ не регламентируется никакими нормативно -правовыми актами, его обязательность нигде не прописана. Однако, по нашему мнению, именно наличие такого внутреннего документа на предприятии позволит эмитенту, серьезно настроившемуся на заимствование денежных средств с российского фондового рынка, спланировать облигационное финансирование предприятия, увязать его с уже существующими планами, совершать необходимые действия последовательно и корректировать их в зависимости от ситуации. В настоящей экономической ситуации оптимальным будет составление среднесрочной Концепции (сроком на 1 - 3 года) с последующей корректировкой и пролонгацией.

## Теоретические и практические аспекты размещения облигационного займа

Эмиссия облигаций предприятия - установленная Федеральным Законом «О рынке ценных бумаг» (см. [2]) последовательность действий эмитента по выпуску эмиссионных ценных бумаг (в данном случае мы рассматриваем юридическую сторону явления, а не смысловую). Процесс эмиссии КОЗ достаточно подробно регулируется нормами российского законодательства. Кроме вышеупомянутого закона, значительная часть норм, устанавливающая как процедуру эмиссии, так и сопутствующий ей документооборот, а также порядок и объем раскрытия соответствующей информации содержится в нормативных актах ФКЦБ (см. [10], [11] , [12], [13], [14]). Технически процесс эмиссии облигаций предприятием осуществляется в соответствии с определенными условиями и является специфичной и жестко ориентированной со стороны Федеральной Комиссией по Ценным Бумагам (ФКЦБ) процедурой.1

Официальные этапы процедуры эмиссии облигаций, размещаемых путем подписки, описаны в п.2.1. Стандартов эмиссии (см. [10]). Юридические тонкости процедуры, анализ и комментарии к ней уже не раз публиковались в соответствующей отечественной литературе (см., например, [51]). Отметим только, что эмиссия КОЗ является многошаговым процессом, и, в большинстве случаев, сопряжена со значительными временными затратами. Этапы, в большинстве своем имеют законодательные ограничения по своей длительности. Минимальный, чисто теоретический срок, который может пройти между принятием решения о размещении КОЗ и проведением размещения составляет 1 месяц. Однако, в реальности этот срок составляет от 2 до 6 месяцев. Вследствие этого, по нашему мнению, желательно установить временной график прохождения процедуры, соответствующих этапов и событий, и стараться его выдерживать.

Официально размещение займа является одним из этапов процедуры эмиссии выпуска КОЗ и регулируется разделом 8 Стандартов эмиссии (см.[10]). Размещение эмиссионных ценных бумаг по определению ст.2 Закона о РЦБ является отчуждением эмиссионных ценных бумаг эмитентом первым владельцам путем заключения гражданско - правовых сделок. Юридически эмитент создает вещь - облигацию и отчуждает ее покупателям (подробнее см. [128]). В этом случае предложение предприятием КОЗ к размещению можно квалифицировать как оферту, согласие покупателей лиц - как акцепт, а их совокупность — как договор (в процессе размещения оферта эмитента акцептуется приобретателем облигаций).

Размещение облигаций осуществляется в течение срока, указанного в зарегистрированном Решении о выпуске облигаций. Этот срок не может превышать 1 года со дня утверждения Решения о выпуске. Размещение займа предприятием до государственной регистрации выпуска запрещается (см. п.8.1. в [10]). При этом все сделки размещения облигаций, совершенные до регистрации, признаются недействительными.

В Проспекте эмиссии КОЗ может быть предусмотрено размещение всего объема эмиссии определенным числом траншей (в случае открытой подписки на облигации). Этот довольно новый механизм для российских предприятий, поэтому на нем стоит остановится подробнее. Выпуск облигаций траншами позволяет регулировать параметры эмиссии в зависимости от спроса, оперативно реагировать на изменения конъюнктуры рынка. При этом предприятие не обязано делить выпуск именно на указанное количество траншей: их может быть и меньше, если предприятие успешно размещает облигации (пример - выпуск КОЗ ОАО «ТНК»), но никак не больше. Таким образом, зарегистрировав выпуск на крупную сумму однажды, предприятие может размещать облигации траншами по мере необходимости (но в течение указанного в регистрационных документах срока).