Семернина, Юлия Вячеславовна. Теория и методология облигационного финансирования хозяйствующих субъектов на российском рынке ценных бумаг : диссертация ... доктора экономических наук : 08.00.10 / Семернина Юлия Вячеславовна; [Место защиты: Саратовский государственный социально-экономический университет].- Саратов, 2012.- 410 с.: ил. РГБ ОД, 71 13-8/212

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.** Мировой опыт свидетельствует, что основные долгосрочные источники финансирования предприятий и государства находятся на фондовом рынке. Масштабы и способы привлечения финансовых ресурсов в разных странах имеют свою специфику, тем не менее, одной из тенденций последних лет является увеличение роли рынков облигаций в аккумуляции и перераспределении финансовых ресурсов во многих странах, в том числе и в России. В то же время, российский рынок облигаций, специфической чертой которого является биржевой характер, занимает далеко не передовые позиции в структуре мирового рынка облигаций в целом и биржевого рынка в частности.

На современном этапе развития корпоративный сегмент является наиболее крупным в структуре всего российского облигационного рынка и существенно выделяется на фоне сегментов государственных, субфедеральных и муниципальных облигаций. Тем не менее, показатели эмиссионной активности и ликвидности российского рынка корпоративных облигаций имеют очень скромные значения по сравнению с рынками корпоративного долга в развитых и некоторых развивающихся странах.

В свою очередь, динамичное развитие рынка корпоративных облигаций, способного удовлетворять запросы не только инвесторов, но и эмитентов, является неотъемлемым условием построения не только развитого национального фондового рынка, но и отечественной экономики в целом. В этой связи обеспечение долгосрочной конкурентоспособности российского фондового рынка является одним из экономических приоритетов России на современном этапе, о чем свидетельствует утвержденная распоряжением Правительства РФ №2043 от 29 декабря 2008 г. "Стратегия развития финансового рынка РФ на период до 2020 года", одним из запланированных показателей которой является увеличение стоимости корпоративных облигаций в обращении до 19 трлн руб. к 2020 году.

Несмотря на наличие необходимого инструментария и имеющегося у ряда отечественных корпораций опыта в области привлечения финансовых ресурсов посредством выпуска облигаций, достижение поставленной цели невозможно без комплексного решения многочисленных проблем российского рынка корпоративных облигаций. Так, остается ограниченным количество видов облигаций, потенциально доступных к обращению на российском рынке. Неоправданно сложны и длительны процедуры подготовки документов к регистрации облигационного выпуска. Не решены проблемы налогообложения участников рынка облигаций. Российский рынок корпоративных облигаций крайне узок, и на нем доминируют эмитенты "первого" эшелона - крупные компании нефтегазового и финансового сектора. Имеет место явный дисбаланс в срочной структуре обращающихся на российском рынке облигаций, выражающийся в практически полном отсутствии сегмента долгосрочных выпусков.

Тенденции развития регулирования отечественного рынка ценных бумаг свидетельствуют о том, что, вопреки принимаемым мерам, направленным на защиту

прав инвесторов и снижение рыночных рисков, процесс функционирования как первичного, так и вторичного рынка корпоративных облигаций продолжает отклоняться от оптимального. Поэтому особую актуальность на современном этапе развития обретает разработка системы регулирования облигационного рынка, учитывающей мировые тенденции и специфику развития российского рынка облигаций.

Названные проблемы сдерживают поступательное развитие российского рынка корпоративных облигаций и мешают ему выполнять свое предназначение -обеспечивать российских хозяйствующих субъектов долгосрочными источниками финансирования реальных инвестиций.

На этом фоне становится очевидным, что известные пути решения проблем рынка ценных бумаг требуют переосмысления. Необходим во многом новый подход к теоретическому и методическому обоснованию совершенствования механизмов финансового обеспечения деятельности российских предприятий, который позволил бы преодолеть ограниченность сформировавшихся представлений, учитывал бы опыт развитых стран и давал бы четкие ориентиры, как должны функционировать современные механизмы выпуска и обращения облигаций.

Вышеперчисленное делает актуальными вопросы формирования целостной концепции облигационного финансирования, включающей в себя разработку его теоретических, методологических и прикладных проблем.

**Степень разработанности проблемы.** На современном этапе развития российской экономики все больший научный интерес исследователей привлекают к себе проблемы облигационного финансирования хозяйствующих субъектов в теоретическом и методологическом аспекте. В отечественной литературе вопросам рассмотрения сущности инструментов рынка ценных бумаг и его организации, а также проблемам в области принятия решений на фондовом рынке посвящены научные труды следующих исследователей: А.Р. Алиева, В.М. Аскинадзи, В.В. Бочарова, О.В. Буклемешева, А.Н. Буренина, Ф.А. Гудкова, О.И. Дегтяревой, Е.Ф. Жукова, В.И. Колесникова, Н.Н. Косаренко, И.А. Коха, В.А. Лялина, А.В. Макеева, Н.Л Маренкова, Я.С. Мелкумова, Я.М. Миркина, Д.М. Михайлова, Б.Б. Рубцова, А.С. Селищева, Е.В. Семенковой, А.А. Суэтина, А.В. Якушева и др.

Несмотря на то, что облигации, как инструмент рынка ценных бумаг, рассматриваются в научных трудах многих авторов, среди которых выделяются работы Т.А. Батяевой, Н.И. Берзона, В.А. Галанова, А.Г. Ивасенко, СВ. Лялина, А.А. Мишарева, И.И. Столярова, Ф Дж. Фабоцци и других, следует отметить, что вопросы использования облигаций в качестве инструмента привлечения финансовых ресурсов хозяйствующими субъектами получили гораздо меньше внимания. Тем не менее, существенный анализ теоретических и методологических основ облигационного финансирования содержится в научных трудах И.А. Бланка, И.Я. Лукасевича, А. Дамодарана, Е.Ф Сысоевой.

Проблемы, связанные с вопросами теории и методологии финансового менеджмента в целом, и с вопросами выбора источников финансирования и управления структурой капитала хозяйствующего субъекта, в частности, нашли свое отображение в работах таких отечественных и зарубежных экономистов, как: Г.Александер, О.Е. Алехина, Дж. Бейли, В.В. Бочаров, Л.М. Бурмистрова, Дж.

К. Ван Хорн, Р. Брейли, Ю.Бригхем, Л. Гапенски, В.В. Ковалев, Н.В. Колчина, Ю.Е. Копченко, И.Я. Лукасевич, Р.Майерс, Е.С. Стоянова, Г.Б. Поляк, М.И.Черутова, У Шарп, Е.И. Шохин, Т.В. Репетун, П. Эртилл, А.В. Якунина и др.

Методологической базой при разработке проблем моделирования параметров  
выпуска корпоративных облигаций послужили известные научные труды в обла  
сти финансовой математики и математического моделирования Л.Т. Ащепкова,  
П.П. Бочарова, Ю.Ф. Касимова, В.И. Малыхина, Е.А. Нурминского,

Е.В. Трифонова, Е.М. Четыркина и др.

Научные достижения названных авторов широко известны и признаны среди ученых-экономистов. Вместе с тем, следует отметить, что целый ряд научных проблем до сих пор оставался вне поля зрения исследователей. В частности, широко используемые в настоящее время в специальной литературе и нормативно-правовой базе определения облигации не отражают всех ее особенностей и свойств в качестве финансового инструмента и не учитывают ряда базовых параметров облигации, имеющих принципиальное значение, как для ее эмитента, так и для инвесторов. Также следует отметить преобладание научных работ, направленных на исследование вопросов, связанных с принятием решений на рынке облигаций с позиции инвестора, в ущерб рассмотрению вопросов облигационного финансирования с позиции эмитента. Фрагментарный характер носят и существующие исследования рисков участников процесса облигационного финансирования. Остается нерешенным вопрос определения состава и распределения рисков облигационного финансирования между его участниками. Кроме того, выпуск облигаций в целях привлечения средств нередко рассматривается очень обобщенно, и исследователи, как правило, не рассматривают вопросы использования облигационного финансирования как механизма управления структурой капитала хозяйствующего субъекта. И, наконец, не стала предметом самостоятельного исследования проблема оперативного, точного и методологически корректного моделирования параметров облигационных выпусков, в том числе в сегменте корпоративных облигаций, хотя данная проблема является одной из наиболее актуальных научных проблем, связанных с функционированием российского рынка долговых инструментов.

Указанные обстоятельства подтверждают актуальность темы исследования и обусловливают необходимость ее теоретического и методологического развития, что предопределило цель, задачи и структуру работы.

**Цель диссертационного исследования** заключается в развитии теоретических и методологических аспектов облигационного финансирования хозяйствующих субъектов на основе анализа структуры и тенденций развития мирового и российского рынка облигаций, а также в разработке методических рекомендаций по моделированию параметров выпуска корпоративных облигаций.

**Задачи исследования.** В соответствии с целью диссертационного исследования перед ним были поставлены следующие задачи теоретического и прикладного характера:

рассмотреть сущностное содержание облигаций как финансовых инструментов и проанализировать особенности их обращения на биржевом рынке;

систематизировать существующие подходы к классификации облигаций и

предложить классификацию облигаций, максимально полно отражающую развитие российского рынка ценных бумаг;

раскрыть теоретические особенности облигационного финансирования и определить его место в системе финансирования хозяйствующих субъектов;

выделить особенности облигационного финансирования коммерческих предприятий в сравнении с эмитентами государственных, субфедеральных и муниципальных облигаций;

рассмотреть механизм облигационного финансирования на российском рынке ценных бумаг и выявить его особенности;

исследовать риски облигационного финансирования и характер их распределения между участниками (эмитентами, инвесторами, профессиональными посредниками);

выявить и раскрыть принципы облигационного финансирования;

раскрыть роль облигационного финансирования в качестве механизма управления структурой капитала хозяйствующего субъекта;

систематизировать основные современные тенденции развития мирового рынка облигаций;

проанализировать структурные особенности российского биржевого рынка облигаций и выявить основные тенденции развития российского рынка корпоративных облигаций;

выделить специфические особенности российского рынка облигаций;

проанализировать регулирование российского рынка корпоративных облигаций и сформулировать рекомендации для регулирования отечественного облигационного рынка;

предложить методологические подходы к моделированию параметров выпуска корпоративных облигаций;

разработать методические рекомендации для корпоративных эмитентов, планирующих привлечение финансовых ресурсов посредством размещения облигационных займов на российском рынке ценных бумаг.

**Предметом исследования** выступили экономические отношения, возникающие у хозяйствующих субъектов в процессе привлечения облигационного финансирования.

**Объектом исследования** стал российский рынок облигаций, его участники, инфраструктура, механизмы регулирования.

**Методологической основой исследования** послужил диалектический подход, раскрывающий возможности исследования вопросов облигационного финансирования в динамике, взаимосвязи и взаимообусловленности. В процессе исследования использовались такие общенаучные методы и приемы, как научная абстракция, анализ и синтез, методы группировки и сравнения. Также применялись логические и графические методы, методы финансового анализа и финансового моделирования, приемы и методы статистико-математического анализа.

**Теоретическую базу диссертационного исследования** составили теория ценных бумаг и финансового менеджмента, теория финансовых рынков и финансовых инструментов, теория принятия финансовых решений в условиях риска и неопределенности и теория финансового анализа. В диссертационном исследова-

ний использовались монографические исследования отечественных и зарубежных исследователей в области теории и практики организации облигационных рынков а также другие фундаментальные научные и научно-прикладные исследования зарубежных и отечественных специалистов в области принятия решений на фондовом рынке, в том числе связанных с размещением и обращением облигаций.

**Информационной базой** диссертационного исследования послужили законодательные и нормативные акты, регулирующие процессы размещения и обращения облигаций на российском рынке ценных бумаг, материалы Федеральной службы по финансовым рынкам, данные Фондовой биржи ММВБ, Банка России, Министерства финансов РФ, Всемирной федерации бирж и специализированных информационных ресурсов (агентств "Cbonds" и "Rusbonds"). При написании работы использовались научно-практические публикации в периодических изданиях и в сети Интернет, а также экспертные мнения представителей крупнейших профессиональных участников российского рынка ценных бумаг.

**Научная новизна исследования** состоит в разработке авторской концепции облигационного финансирования на российском рынке ценных бумаг, позволившей предложить новые методологические подходы к моделированию параметров облигационных выпусков.

Наиболее существенные результаты диссертационного исследования заключаются в следующем:

1. Комплексно раскрыты теоретические основы облигационного финансирования, развивающие и дополняющие положения классической теории корпоративных финансов с учетом специфики современного российского рынка ценных бумаг. При этом, в частности:

в результате критического анализа существующих подходов к понятиям "ценная бумага" и "финансовый инструмент" уточнено понятие "облигация", под которым предложено понимать долговой финансовый инструмент, обязывающий эмитента в течение установленного промежутка времени выплатить инвестору взятую взаймы сумму с учетом определенного процента (для купонных облигаций) или произвести погашение облигаций по номинальной стоимости (для дисконтных облигаций);

дана содержательная характеристика облигации как финансового инструмента, обладающего уникальной для эмиссионного инструмента совокупностью параметров (фиксированная номинальная стоимость, установленная дата погашения и определенность денежных потоков) и характеризующегося особенностями обращения (выставление котировок в процентах от номинальной стоимости, совершение сделок купли-продажи с учетом накопленного купонного дохода, периодическая приостановка торгов при обращении облигаций на вторичном организованном рынке, невозможность совершения маржинальных сделок с подавляющим большинством облигационных выпусков, преимущественно бездокументарная форма существования),

выделены специфические свойства облигации, к которым предложено относить безусловность исполнения эмитентом обязательств по облигациям, регулярность и высокий уровень прогнозируемости денежных доходов инвестора и расходов эмитента по обслуживанию долга, возможность систематического вторич-

ного обращения на биржевом рынке, способность быть элементом более сложного финансового инструмента (в частности, структурного продукта);

предложена расширенная классификация облигаций, предусматривающая использование дополнительных критериев (вид эмитента с учетом его резидентное; количество предусматриваемых оферт; способ установления оферты; симметричность распределения погашения во времени амортизационных облигаций; прохождение биржевого листинга; наличие просроченного исполнения обязательств; динамика ставки купона), а также расширение видов облигаций в рамках таких критериев как цель облигационного выпуска, номинальный объем облигационного выпуска, срок до погашения облигации, степень риска, принимаемого облигационером;

обоснована возможность введения в научный оборот понятия "облигационное финансирование", под которым предлагается понимать систематическую, целенаправленную деятельность хозяйствующего субъекта, связанную с осуществлением подготовительных мероприятий, непосредственным размещением, сопровождением, обслуживанием и погашением облигационных выпусков в целях привлечения финансовых ресурсов;

определено место облигационного финансирования в системе источников финансирования хозяйствующих субъектов как долгового финансирования, привлекаемого эмитентом, обладающим высоким уровнем информационной прозрачности, в значительных объемах на длительный срок, на рыночных условиях и предполагающего самостоятельность эмитента в определении параметров денежного потока, а также возможность перехода прав собственности на публичный долг эмитента;

выявлены особенности размещения облигаций коммерческими предприятиями по сравнению с государственными, субфедеральными и муниципальными эмитентами, влияющие на привлекательность облигационного финансирования коммерческих предприятий, а именно: высокая конкуренция со стороны эмитентов государственных, субфедеральных и муниципальных облигаций, различный уровень конкуренции в отдельных сегментах рынка корпоративных облигаций, более высокая стоимость привлечения капитала эмитентами корпоративных облигаций.

2. Сведены в единый комплекс и дополнены методологические основы облигационного финансирования хозяйствующих субъектов на российском рынке ценных бумаг. В том числе:

дана системная характеристика механизма облигационного финансирования по его субъектам, этапам (предварительный, подготовительный, размещение облигаций, обращение облигаций, погашение облигаций), движению финансовых ресурсов и сформулированы его особенности, к которым отнесены; конкурентный рыночный характер привлечения долгового капитала, единовременное размещение облигационного выпуска, использование профессиональных посредников и биржевой инфраструктуры, фиксированный характер обслуживания облигационного долга;

систематизированы и раскрыты риски участников облигационного финансирования, связанные с размещением (риск несбалансированности спроса и предло-

жения, риск несоответствия ожидаемой и фактической доходности) и с обращением облигаций (процентный риск; риск реинвестиций; риск, связанный с колл-опционами; кредитный; инфляционный; валютный; риск ликвидности; риск вола-тильности; риск недооценки возможных потерь);

сформулированы принципы облигационного финансирования, к которым отнесены масштабность, долгосрочность, гибкость, публичность и ликвидность;

раскрыта роль облигационного финансирования как механизма управления структурой капитала хозяйствующего субъекта с позиций компромиссной, иерархической и поведенческой теорий структуры капитала и сделан вывод о том, что использование облигационного финансирования дает возможность динамично оптимизировать структуру капитала, эффективно решать вопросы оптимального соотношения привлеченных ресурсов с точки зрения срочности и платности, а также разрабатывать и реализовывать стратегию распределения чистой прибыли хозяйствующего субъекта;

3. Раскрыты, систематизированы и детализированы особенности функционирования и регулирования мирового и российского рынка облигаций, а именно:

выявлены и критически осмыслены основные направления развития мирового рынка облигаций в связи с его глобализацией, активным распространением ІТ-технологий при совершении операций с ценными бумагами, интенсивным развитием финансового инжиниринга, усилением государственного регулирования рынка, а также дифференциацией и переоценкой рисков инвестирования в облигации;

дана оценка современного состояния российского рынка облигаций и раскрыты его характерные черты, связанные со спецификой законодательного регулирования (практически полное отсутствие облигаций, первоначально эмитируемых на срок менее одного года, интенсивное развитие сегмента биржевых облигаций, отсутствие существенных льгот для долгосрочных инвесторов, низкий уровень правовой защиты владельцев облигаций в случае дефолта), с инфраструктурными (преобладание биржевой торговли облигациями, монополизация биржевой торговли, раздельная торговля государственными и иными видами облигаций, низкая ликвидность облигационного рынка, отсутствие практики функционирования центрального депозитария) и историческими (преобладание облигаций с фиксированными купонными выплатами, большой удельный вес облигаций государственных компаний, краткосрочный и среднесрочный характер привлечения заемного капитала, активное применение эмитентами специальных финансовых структур при выпуске облигаций, доминирование иностранных инвесторов при практически полном отсутствии иностранных эмитентов) особенностями;

выявлен ряд структурных особенностей российского биржевого рынка облигаций: преобладание облигаций стандартного номинала; высокий удельный вес облигаций, погашаемых единовременно; высокая доля выпусков большого объема; доминирование облигаций, прошедших процедуру листинга; преобладание краткосрочных облигаций; большой удельный вес облигаций, характеризующихся низким уровнем риска;

определены основные тенденции развития российского рынка корпоративных облигаций, а именно: опережающий рост вторичного рынка при сохраняю-

щемся высоком росте первичного; доминирование эмитентов трех основных отраслей (нефтегазовой, энергетической и финансовой) в структуре размещений корпоративных облигаций; более высокие темпы роста доли облигаций эмитентов "первого эшелона"; стремительное развитие сегмента биржевых облигаций; увеличение доли столичных эмитентов в региональной структуре рынка корпоративных облигаций и существенное расширение базы региональных эмитентов;

- сформулированы рекомендации, направленные на повышение эффективно  
сти регулирования российского рынка корпоративных облигаций: законодатель  
ные, нацеленные на совершенствование действующей в России нормативно-  
правовой базы; инфраструктурные, ориентированные на снижение рисков при со  
вершении операций с корпоративными облигациями; рекомендации, касающиеся  
процедуры размещения облигационных выпусков и призванные повысить про  
зрачность облигационного рынка; рекомендации, затрагивающие торговлю обли  
гациями и имеющие своей целью унификацию их обращения.

4. Систематизированы и дополнены методологические подходы и методический инструментарий облигационного финансирования и в их составе:

обоснован поэтапный подход к моделированию параметров облигационных выпусков, в основу которого положено сегментирование рынка корпоративных облигаций и определение параметров на базе компаний-аналогов, и предложена комплексная методика моделирования параметров облигационных выпусков, включающая в себя сегментирование рынка корпоративных облигаций и поиск компаний-аналогов, моделирование эмиссионных характеристик облигационного выпуска и моделирование доходности облигационного выпуска, а также определены условия и ограничения практического применения данной методики;

предложены критерии сегментирования российского рынка корпоративных облигаций, необходимые для моделирования параметров облигационных выпусков, к которым отнесены: вид собственности (компании с государственным участием и частные компании); отраслевая (секторная) принадлежность и специфические критерии (принадлежность к холдинговым компаниям; компаниям, реализующие новый инвестиционный проект);

регламентирована процедура отбора компаний-аналогов и определены критерии (совпадение основных бизнес-направлений, сопоставимость масштабов бизнеса, наличие одного или нескольких облигационных выпусков, торгующихся на организованном рынке ценных бумаг, приемлемый уровень их ликвидности, доступность актуальной финансовой отчетности и отсутствие значительных уникальных рисков) для эмитентов, планирующих размещение облигационного выпуска на биржевом рынке;

определен перечень моделируемых эмиссионных параметров облигационного выпуска (валюта выпуска, номинальная стоимость одной облигации, характер погашения выпуска, объем облигационного выпуска, срок до погашения облигационного выпуска) и предложена методика их определения с использованием средних величин (средняя арифметическая и структурные средние);

разработана методика моделирования доходности облигационного выпуска для инвесторов, базирующаяся на трехкомпонентном подходе к величине ожидаемой доходности облигаций (безрисковой доходности, отраслевой премии за риск

и индивидуальной премии за риск) и предполагающая оценку суммарной величины безрисковой доходности и отраслевой премии за риск на основе метода аналитических кривых с классической формой кривой процентных ставок, а также определение индивидуальной премии за риск на основе разработанной шкалы оценки индивидуальных рисков, включая организационные, производственные, коммерческие, инвестиционные и правовые риски эмитента облигаций.

**Теоретическая и практическая значимость исследования.** Теоретическая значимость проведенного исследования заключается в том, что разработанная концепция облигационного финансирования хозяйствующих субъектов развивает теорию финансового менеджмента, теорию рынка ценных бумаг, а также теорию финансовых инструментов. В диссертационной работе поставлена и решена научная проблема построения теоретической базы и разработки методологических подходов к облигационному финансированию хозяйствующих субъектов, в частности, предложена комплексная методика моделирования параметров облигационного выпуска.

Применение предложенных в работе теоретических и практических разработок способствует: выбору оптимального варианта финансирования хозяйствующего субъекта на рынке заемного капитала; достижению гибкости заемного финансирования хозяйствующего субъекта с позиций выбранных параметров (срочности, стоимости привлечения заемного капитала, объема выпуска и т. д.); повышению финансовой устойчивости и платежеспособности хозяйствующего субъекта; принятию взвешенных и обоснованных стратегических управленческих решений относительно целесообразности реализации тех или иных проектов, требующих привлечения заемного, в том числе облигационного, финансирования.

**Апробация и внедрение результатов исследования.** Основные выводы и рекомендации диссертационного исследования докладывались и получили одобрение на международных, всероссийских и региональных научных и научно-практических конференциях, проходивших с 1998 по 2012 гг. в городах Саратове, Пензе, Гатчине, Казани, Воронеже, Харькове, Уфе, Балаково, Ижевске, Ростове-на-Дону, Краснодаре, Балашихе.

Результаты исследования опубликованы в 49 работах, в том числе в 16 статьях в научных изданиях, рекомендованных ВАК России для публикации результатов диссертаций, 7 монографиях (из них 3 в соавторстве), статьях и материалах конференций, общий объем которых составляет 124,3 п.л., в том числе авторских -80,6 п.л.

Отдельные научно-прикладные результаты диссертационного исследования нашли применение в деятельности Министерства финансов Саратовской области, ЗАО "Русские Фонды" (г. Москва), ОАО "АК "ТРАНСАЭРО" (г. Москва), ОАО "ИК "ПРОСПЕКТ" (г. Москва), ОАО "Межрегиональная распределительная сетевая компания Волги" (г. Саратов), ЗАО "Экономбанк" (г. Саратов), ООО "ДОХОДНЫЙ ДОМ ИНВЕСТОРА" (г. Саратов). Основные теоретические положения диссертационной работы используются в качестве учебно-методического материала в Саратовском государственном социально-экономическом университете при преподавании дисциплин "Финансы предприятий (организаций)", "Финансовый менеджмент", "Инвестиции", "Иностранные инвестиции", "Рынок ценных бумаг",

"Рынок ценных бумаг зарубежных стран". Практическое использование результатов исследования подтверждено справками о внедрении.

**Объем и структура работы.** Работа имеет следующую структуру, определенную совокупностью решаемых задач и логикой анализа взаимосвязанных аспектов изучаемого предмета: