Тавлиярова Татьяна Юрьевна. Развитие рынка корпоративных облигаций в России : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2004 172 c. РГБ ОД, 61:05-8/1681

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Макроэкономические аспекты функционирования рынка облигаций. 10

1.1. Облигационные займы в условиях развивающихся рынков. 10

1.2. Корпоративные облигации в системе заемного финансирования экономики. 35

1.3. Инвестиционные риски на рынке корпоративных облигаций. 52

Глава 2. Тенденции развития рынка корпоративных облигаций в России. 69

2.1. Анализ выпуска корпоративных облигаций на национальном фондовом рынке. 69

2.2. Экономико-правовое регулирование эмиссии корпоративных облигаций на современном этапе. 93

2.3. Пути повышения ликвидности и эффективности функционирования рынка корпоративных облигаций. 116

Заключение. 129

Библиографический список использованной литературы 137

Приложения. 148

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. В условиях рыночных преобразований в нашей стране происходит формирование корпоративного сектора фондового рынка, на котором появление облигаций приобретает значение, как и приватизация или возникновение государственных краткосрочных облигаций. После финансово-экономического кризиса 1998 г. российский рынок корпоративных облигаций получил серьезную перспективу развития и в настоящее время является одним из наиболее стремительно развивающихся.

Для российских компаний рынок корпоративных облигаций становится источником публичного долгового финансирования на длительный срок. Тенденция повышения роли фондового рынка в обеспечении корпораций инвестициями проявляется, прежде всего, в области долгового финансирования, где наблюдается возрастание доли облигационных займов и снижение доли банковских кредитов в обязательствах корпораций. Кроме нефтегазового комплекса, на рынок облигаций в качестве эмитента выходят представители машиностроения, металлургии, энергетики, телекоммуникационных компаний, транспорта.

Данная тенденция не является уникальной для России. Рынок корпоративных облигаций играет важную роль в экономике многих развитых стран, занимая до 40% общего объема облигационного рынка. Вопросы корпоративного облигационного заимствования стали наиболее активно обсуждаться в отечественной науке недавно. Отношение к нему меняется с развитием экономической мысли, по мере стабилизации макроэкономической ситуации и социально-экономических условий в стране. На сегодняшний день объем средств, привлеченных с помощью рынка корпоративных облигаций, составляет в нашей стране не более 1% ВВП. Недостаточный опыт работы корпораций с облигациями, низкий уровень развития долговых отношений, небанковских финансовых институтов, отсутствие разнообразных инструментов и др. явились факторами, сдерживающими развитие сектора корпоративных облигаций в России.

В силу особенностей политического устройства и экономического положения обеспечение научного подхода к облигационному заимствованию корпораций и формирования на его основе обоснованной политики инвестиций в реальный сектор экономики приобретает особое значение для России. Развитие рынка корпоративных облигаций не только опережало формирование законодательной базы, но и приводило к неспособности участников рынка реально оценить инвестиционные риски, свойственные облигационным займам. В результате, не удалось обеспечить взаимоувязку экономических интересов инвесторов и корпоративных эмитентов, а, учитывая постепенный уход инвестиционного капитала с рынка государственных облигаций, это может оказать отрицательное воздействие на другие сектора экономики, отразившись и на ее эффективности.

Особую актуальность вопросы функционирования рынка корпоративных облигаций приобретают в связи с потребностью корпоративных эмитентов в альтернативных источниках долгосрочного кредитования, необходимостью наиболее полной реализации имеющегося внутреннего инвестиционного потенциала для модернизации отечественной экономики.

Состояние вопроса. Ыа тему использования облигационных займов в условиях макроэкономической нестабильности и переходной экономики, влияния облигационного финансирования корпоративного сектора на экономику и денежное обращение проведены исследования многими зарубежными и отечественными учеными. Среди них можно выделить работы таких авторов, как Александер Г., Алексеев М.Ю., Алехин Б.И., Бердникова Т.Б., Бочаров В.В., Брейли С, Бэйли Дж., Колесников В.И., Лялин В.А., Майерс, Миркин Я.М., Ральф Дж. Нортон, Рубцов Б.В., Рэй К.И., Торкановский B.C., Шарп У. и другие.

В этих работах анализируются различные аспекты влияния корпоративных форм заимствования на экономику; рассматриваются основные факторы, определяющие функционирование рынка долгового финансирования и его воздействие на денежное обращение. Анализ специальной литературы показал, что практически отсутствуют работы, где системно и комплексно увязывались бы задачи мобилизации внутренних ресурсов на основе облигаций для осуществления инве стиций в реальный сектор экономики, механизмы выпуска корпоративных облигаций для разных инвестиционных проектов, факторы, определяющие стабильность функционирования рынка корпоративных облигаций, а также их особенности для российской экономики.

Отсутствие целостной концепции рынка корпоративных облигаций нередко приводит к использованию общих подходов, взятых из рынка облигаций, без учета особенностей корпоративного сектора. В целом анализ научной и научно-методической литературы по проблемам облигационного заимствования российскими корпорациями приводит к выводу, что в настоящее время недостаточно разработана теоретическая база этого вопроса с учетом российской специфики. Эти обстоятельства подтверждают целесообразность и актуальность углубленных исследований в данной области.

Цель и задачи диссертационного исследования. Основной целью диссертационной работы является разработка научно обоснованного подхода к функционированию рынка корпоративных облигаций с учетом российских особенностей переходной экономики, законодательной базы в области фондового рынка и облигационного заимствования. Для достижения поставленной цели автор сформулировал следующие задачи, определившие логику исследования и структуру работы:

• обобщить конкретные проявления макроэкономической нестабильности в стране и раскрыть природу ее влияния на обращение облигационных займов в условиях развивающихся рынков;

• проанализировать различные определения корпоративной облигации отечественных авторов с целью конкретизации принципиальных отличий этой ценной бумаги от других корпоративных ценных бумаг;

• выявить основные предпосылки и раскрыть механизм использования облигаций в качестве долгового инструмента для финансирования корпораций;

• проанализировать функционирование российского рынка корпоративных облигаций, показать его влияние на экономику и инвестиционные процессы в стране;

• выделить основные факторы, влияющие на стабильность корпоративного сектора рынка облигаций в российских условиях, определить критерии оценки инвестиционного риска;

• провести анализ системы экономико-правового регулирования эмиссии корпоративных облигаций и обосновать направления ее совершенствования;

• определить пути повышения ликвидности российского рынка корпоративных облигаций и дать рекомендации, способствующие развитию рын-ка этих ценных бумаг.

Объектом исследования является российский рынок облигационных займов корпоративного сектора экономики.

Предметом исследования выступают экономические, правовые и организационные отношения, возникающие между субъектами фондового рынка в процессе подготовки эмиссии корпоративных облигаций, их размещения и обращения.

Основа исследования. Исследование базируется на методах научного по знания, в том числе дедуктивного и индуктивного анализа, абстракции, исторического метода, использовании приемов сравнительного анализа, системном и ситуационном подходах, и др. Обоснованность выводов и предложений, полученных в процессе исследования, обусловливается выбранной методологией исследования. Подготовка диссертационной работы основана на трудах отечественных и зарубежных авторов, посвященных проблемам долгового финансирования корпораций с использованием инструментов рынка облигаций, справочной литерату AN ре, законодательных актах РФ, связанных с сектором корпоративных облигаций.

Информационной базой послужили статистические данные Госкомстата, Минфина, ФКЦБ РФ, нормативно-правовая база, данные периодической печати и сети Интернет.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в развитии теоретических основ российского рынка корпоративных облигаций и совершенствовании механизмов выпуска и обращения облигационных займов корпорациями РФ, что выражается в следующих полученных лично автором научных результатах:

• выявлена взаимосвязь между формой облигационного финансирования корпораций, состоянием денежного рынка в стране, инвестиционными ожиданиями инвесторов и эмитентов на основе обобщения исторического опыта использования облигаций в условиях развивающихся рынков;

• конкретизировано экономическое содержание корпоративной облигации с учетом характеристик, присущих этому долговому инструменту;

• осуществлена периодизация процесса формирования и развития отечественного рынка корпоративных облигаций в зависимости от уровня его капитализации, способов погашения и обращения долговых инструментов; исследованы инвестиционные риски, связанные с приобретением корпоративных облигаций и проведением операций с ними, дана оценка их формализации;

• даны рекомендации по совершенствованию порядка регистрации отчета о выпуске ценных бумаг, введению системы льгот при прохождении этапов эмиссии с целью создания предпосылок для более эффективного использования инвестиционного потенциала рынка корпоративных облигаций;

• определены подходы и механизмы, необходимые для привлечения на рынок новых эмитентов, коллективных инвесторов, частных лиц; для формирования ликвидного вторичного рынка облигаций;

• даны рекомендации по совершенствованию налогообложения операций с корпоративными облигациями, порядка финансирования услуг андеррайтеров и финансовых консультантов в ходе размещения корпоративных облигаций.

Теоретическая и практическая значимость исследования определяется комплексным подходом к анализу вопроса корпоративного облигационного заимствования в РФ, доведением теоретических положений и выводов по исследуемой проблеме до выработки конкретных практических рекомендаций, которые могут быть использованы в деятельности ФСФР РФ как регулирующего и надзорного органа, а также отраслевых министерств. Рекомендации автора могут быть использованы в качестве методических материалов при подготовке учебных программ, пособий, текстов лекций и проведении семинарских занятий по курсам «Рынок ценных бумаг и биржевое дело», «Корпоративные ценные бумаги».

Апробация работы. Основная часть диссертационной работы прошла научную и практическую апробацию. Ряд положений и научных результатов исследования были доложены на научно-практических конференциях, а также использованы в учебном процессе на кафедре денег и ценных бумаг Санкт-Петербургского государственного университета экономики и финансов при чте- • нии лекций и проведении практических занятий со студентами в курсе «Рынок ценных бумаг и биржевое дело».

Основные положения диссертации отражены в четырех публикациях общим объемом 1,3 условных печатных листов.

Объем и структура диссертации. Работа изложена на 172 страницах машинописного текста, содержит 14 таблиц, 11 схем и рисунков, состоит из введения, двух глав, заключения, библиографического списка использованной литературы и 14 приложений.

Во введении обосновывается актуальность темы, ее теоретическая и практическая значимость, определяются предмет, цели и задачи исследования, научная новизна и степень разработанности проблемы в научной литературе.

В первой главе «Макроэкономические аспекты функционирования рынка облигаций» исследуются проявления макроэкономической нестабильности и се влияние на обращение облигационных займов в странах с развивающейся рыночной экономикой; выявлены этапы развития российского рынка корпоративных облигаций; определены и проанализированы факторы, оказывающие влияние на ликвидность рынка корпоративных облигаций, доходность данного инструмента и инвестиционные риски, связанные с обращением корпоративных облигаций.

Во второй главе «Тенденции развития рынка корпоративных облигаций в России» проведен анализ выпуска корпоративных облигаций на национальном фондовом рынке, представлено современное состояние законодательной базы, регламентирующей процесс эмиссии корпоративных облигаций в РФ; даны рекомендации по совершенствованию системы регулирования выпуска корпоративных облигаций; выявлены тенденции в сфере формирования институциональной структуры рынка, использования инвестиционного потенциала внутреннего рынка, а именно, повышения ликвидности рынка, насыщения его разнообразными фондовыми инструментами и Др.

В заключении изложены основные результаты проведенного исследования в виде выводов, предложений и рекомендаций в области использования облигационного финансирования корпоративным сектором российской экономики.

## Облигационные займы в условиях развивающихся рынков

Следует отметить, что рост объемов кредитования, в основном, происходит не за счет расширения круга заемщиков, поскольку их расширение представляет угрозу российскому банковскому сектору из-за опасности негативного изменения кредитных портфелей банков в сторону повышения кредитных рисков.

С кредитованием за рубежом в принципе наблюдается похожая ситуация, так как лишь ограниченное число российских компаний, обладающих высоким уровнем корпоративного управления, имеет необходимый доступ к иностранным кредитным ресурсам. Большинству же субъектов реального сектора экономики по-прежнему не доступны банковские кредиты вследствие инфляции, отсутствия механизма рефинансирования, слабой защищенности кредиторов и заемщиков, отсутствия необходимой среды для развития институтов корпоративного управления и др. 2 В приложении № 2 на рисунке 1 отражена динамика кредитования реального сектора экономики российскими банками в 2001-2003 г.г.

Можно предполагать, что сложившаяся ситуация создает необходимые предпосылки для преимущественного развития процессов инвестирования и подъема реального сектора экономики на основе использования потенциала фондового рынка. Фондовый рынок, обеспечивая прозрачность, открытость и высокий уровень информативности инвестиционных процессов, способен дополнить банковскую систему кредитования экономики и выполнить функцию мобилизации временно свободных средств в обществе, межотраслевого и территориального перемещения капитала в целях повышения эффективности всего общественного воспроизводства.

Следует отметить, что отечественный рынок ценных бумаг стал возрождаться вместе с процессами приватизации и акционирования, а также в связи с переходом на рыночные механизмы финансирования дефицита государственного бюджета РФ, бюджетов ее субъектов и бюджетов муниципалитетов. Поэтому для периода 90-х годов прошлого столетия характерно преимущественное развитие первичного рынка акций и рынка государственных долговых обязательств.

К концу 1995 г. российский рынок внутреннего государственного долга столкнулся с проблемой изыскания внутренних ресурсов для расширения данного сегмента. Единственным решением, позволявшим в тот момент избежать дефолта и продолжить развитие рынка внутреннего долга, было его открытие для внешних инвесторов. Следует отметить, что требования к уровню доходности у зарубежных финансовых институтов были значительно ниже, нежели у российских. Поскольку отечественные коммерческие банки имели более дорогие пассивы, то они предъявляли и более высокие требования к норме доходности на рубль вложения средств. При этом снижение доходности государственных облигаций представлялось решаемой проблемой при условии существования валютного коридора. Кроме того, вплоть до начала 1998 г. Центробанк России заключал форвардные контракты с зарубежными банками на поставку иностранной валюты, с помощью которых регулировалась доходность государственных облигаций в иностранной валюте.

## Анализ выпуска корпоративных облигаций на национальном фондовом рынке

В условиях рыночной экономики, когда к выпуску облигаций приступили не только крупные и известные компании России, но и предприятия «второго эшелона», рынок корпоративных облигаций завоевал свою нишу среди остальных сегментов российского фондового рынка. При этом, если процесс акционирования в стране, протекающий в рамках приватизации предприятий государственной собственности, осуществлялся в основном сверху, то зарождение сектора корпоративных облигаций идет снизу как неотъемлемый элемент рыночных преобразований.

Развитие акционерной формы собственности в современной России неразрывно связано с приватизацией государственной собственности, поэтому обращающиеся на российском рынке акции в большинстве своем эмитированы акционерными обществами, возникшими на производственной базе бывших советских предприятий и экономических структур. Вместе с тем, сегодня редко можно встретить на организованном рынке ценных бумаг предприятия, использующие акции в качестве формы привлечения дополнительных инвестиций. Выпуск акций с целью финансирования инвестиций в производственную деятельность связан с учреждением новых компаний и реорганизацией частных корпораций в отраслях «высоких технологий», использующих рисковый или венчурный капитал. Это могут позволить крупные компании, которые создавались стратегическими инвесторами. Главными причинами создавшейся ситуации являются практически отсутствие ликвидного вторичного рынка долевых ценных бумаг, а также наличие риска утраты корпоративного контроля над предприятием в процессе осуществления дополнительных эмиссий акций.

Следует отметить, что на начальном этапе формирования в стране рыночных отношений (90-е годы двадцатого столетия) российские банки, которые в этот период выступали почти единственными эмитентами на российском рынке долговых финансовых инструментов, осуществили примерно 2300 эмиссий акций на сумму более 2 трлн. руб., однако, количество выпусков банковских облигаций в этом же периоде не превысило и ЗО1. В 1996 г. объем эмиссии банковских облигаций на внутреннем рынке вообще резко снизился: было зарегистрировано только три выпуска облигаций на общую сумму 12,6 млрд. руб., что по объему в 10 раз меньше, чем в 1995 г. Из этих выпусков только один был оплачен на 100%, по двум другим выпускам оплата на момент их завершения составила 47% и 35%.

Кредитные организации, стремясь повысить инвестиционную привлекательность долговых корпоративных инструментов, эмитировали в этот период (1995-1996 годы) в основном именные конвертируемые облигации. Выпускались также облигации на предъявителя, с выплатой процентов и дисконтные. За период с 1990 по 1998 гг. в России «основной сферой приложения банковского капитала послужили операции с государственными ценными бумагами и валютой, а также внешняя торговля; финансирование же реального сектора внутренней экономики играло второстепенную роль; в результате инвестиции в основной капитал финансировались почти исключительно за счет собственных источников корпораций и лишь от 1,9% до 4,0% инвестиций финансировались за счет долгосрочных кредитных вложений»2.

## Экономико-правовое регулирование эмиссии корпоративных облигаций на современном этапе

Анализируя последовательность действий эмитента по выпуску и размещению эмиссионных ценных бумаг, следует отметить, что согласно Стандартам решение о выпуске ценных бумаг принимается органом управления эмитента. При этом существует практика эмиссии облигаций организациями, созданными в форме хозяйственных обществ, решение о выпуске для которых принимается Советом директоров (наблюдательным советом) или органом, осуществляющим функции Совета директоров (наблюдательного совета) этого хозяйственного общества и унитарных предприятий. Решение этих вопросов производится и утверждается высшим органом управления, если иное не установлено федеральными законами.

Важным этапом при выпуске и размещении облигационного займа является подготовительный, от которого во многом зависит успех предстоящей эмиссии. Осуществление эмиссии должно быть основано на четком понимании целей займа и должно предполагать увязку с общей концепцией развития корпорации-эмитента, способной учесть интересы инвесторов и одновременно удешевить привлекаемые средства. В частности, концепция облигационного займа должна быть увязана с параметрами инвестиционного проекта, для которого предполагается получить финансирование путем выпуска облигаций.

Очевидно, что когда эмитент принимает решение о целесообразности выпуска именно облигаций он производит поиск оптимального набора инвестиционных свойств этих фондовых инструментов, позволяющий сочетать интересы эмитента, исходя из параметров его деятельности, и привлечь внимание инвесторов. В приложении представлен в виде схемы процесс конструирования облигаций корпоративного эмитента.

Вместе с тем, индивидуальность, модифицируемость ценной бумаги как товара необходимо сочетать с ее стандартностью, соответствием установленным видам ценных бумаг, правилам их выпуска и обращения, определенным законодательством, так как только тогда финансовый продукт может считаться хорошо регулируемым и, следовательно, пользоваться доверием и спросом инвесторов. В этой связи представляет интерес эмиссия корпоративных облигаций, осуществленная Обибанком в 2003 году, которая предусматривает погашение облигаций (в том числе и досрочное) осуществлять не только денежными средствами, но и имуществом, в виде обыкновенных именных бездокументарных акций. Для обмена предлагаются акции ОЛО «Ростелеком» любого выпуска, при этом соотношение обмена составляет: 1 облигация погашается 20 акциями (номинальная стоимость облигации равна 1 тыс. руб.). В результате, во время падения ставок по корпоративным облигациям, вложения в ценные бумаги, в основе которых лежит своеобразный опцион на покупку акций, выглядят достаточно привлекательными. Потенциальным инвесторам данный выпуск предоставляет возможность захед-жировать инвестиционные риски.

По размещенным Обибанком облигациям гарантом выступает ИФК «Метрополь», а также на весь срок обращения облигаций установлено дополнительное обеспечение в виде акций Ростелекома, заблокированных на счете депо ИФК «Метрополь» в ДКК в объеме, обеспечивающем погашение всей эмиссии облигаций в неденежной форме. С даты же вторичного обращения и заканчивая за четыре дня до конца обращения действует оферта ИФК «Метрополь» на обмен облигаций, согласно которой в любой момент действия данной оферты облигационер может поменять свои облигации на акции Ростелекома.