Шийко Роман Сергеевич. Развитие рынка корпоративных облигаций в условиях рыночной экономики России : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2004 162 c. РГБ ОД, 61:04-8/4126

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА НА СОВРЕМЕННОМ ЭТАПЕ 12

1.1. Определение, сущность, структура и функционирование финансового рынка, рынка капитала и рынка ценных бумаг 12

1.2. Тенденции развития кредитных рынков и рынков долговых ценных бумаг 32

ГЛАВА 2. АНАЛИЗ ОСОБЕННОСТЕЙ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА В РОССИИ 48

2.1. Структура акционерного капитала и фондового рынка в России. ..48

2.2. Инвестиционные возможности банковской системы России 62

2.3. Развитие вексельного сегмента российского рынка ценных

бумаг 82

ГЛАВА 3. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РОССИИ 97

3.1. Особенности формирования рынка корпоративных облигаций в России 97

3.2. Анализ преимуществ облигаций по сравнению с другими формами привлечения займов, современное состояние и перспективы развития первичного и вторичного рынка корпоративных долгов 119

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 148

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 154

**Введение к работе**

Актуальность исследования определяется необходимостью создания и эффективного функционирования национального финансового рынка и его системообразующих частей (денежного рынка и рынка капиталов) в условиях интеграции и глобализации, потребностями в расширении спектра и разнообразия финансовых инструментов, обращающихся на фондовом рынке России, в целях полноценного финансирования инвестиций для модернизации отечественного производства.

В развитии мирового финансового рынка в условиях глобализации и интеграции преобладает процесс переоформления синдицированных банковских кредитов в долговые обязательства суверенных заёмщиков в форме международных облигаций. Процесс переоформления банковских кредитов в долговые обязательства и расширение использования ценных бумаг в качестве инструмента регулирования рыночных отношений и движения ссудного капитала получил название секъюритизации.

Основным преимуществом облигаций по сравнению с банковскими кредитами является организация вторичного рынка. Вторичный рынок облигаций предоставляет возможность инвесторам более эффективно управлять своим портфелем. Это позволило рынку международных облигаций стать одной из основных конструкций мирового финансового рынка и стимулирует развитие и преобладание долговых обязательств (облигаций) на внутренних национальных рынках.

Интеграция России в мировое сообщество происходит в условиях отсутствия эффективно функционирующего национального финансового рынка. Последний в процессе своего формирования испытывает огромное влияние мирового финансового рынка. Развитие национального фондового рынка приобретает большую актуальность в процессе финансирования инвестиций в реальный сектор и модернизации производственных мощностей отечественных предприятий.

В силу исторических особенностей становления рыночной экономики в России и ускоренной приватизации структура российского фондового рынка сложилась таким образом, что значение рынка акций в финансировании инвестиций в настоящее время ничтожно мало. Необходимость реализации инвестиционных проектов отечественными предприятиями в целях дальнейшего развития стимулирует ускоренное развитие другого сегмента фондового рынка - рынка корпоративных облигаций, что обуславливает актуальность исследования этой проблемы. Создание эффективно функционирующего национального фондового рынка приобретает большое значение и в свете решения задач ускоренного экономического развития и удвоения внутреннего валового продукта страны, которые ставит Президент Российской Федерации.

Степень разработанности проблемы.

Проблемам совершенствования финансового рынка и использования фондового рынка в качестве механизма привлечения инвестиций посвящено значительное количество научных работ российских и зарубежных учёных. Различные аспекты проблемы повышения роли финансового рынка в развитии экономики освещены в работах зарубежных учёных: Р. Гильфердинга, Ханса-Ульриха Дёрига, Р. Дорнбуша, Дж. М. Кейнса, К. Маркса, А. Маршала, Г. Мэнкью, Э. Рида, П. Самуэльсона, А. Смита, М. Реботье, Питера С. Роуза, С. Фишера. Методологической базой данного диссертационного исследования являются работы и исследования современных отечественных учёных: А.С. Булатова, В.В Булатова, В.И. Букато, В.В. Голосова, А.Г. Куликова, Л.И. Кроливецкой, О.И. Лаврушина, С. Леонтьева, Я.М. Миркина, Д.М. Михайлова, М.А. Песселя, Б.Б. Рубцова, В.Н. Шенаева и других.

Вместе с тем проблема расширения финансовых инструментов, обращающихся на фондовом рынке России, и использования рынка корпоративных облигаций в условиях переходной экономики России в целях финансирования инвестиций для модернизации отечественного производства остаётся открытой.

Недостаточная теоретическая разработанность вопросов использования источников финансирования инвестиций, а также возросшая практическая значимость этой проблемы в свете современной экономической ситуации в России предопределяет выбор темы данного исследования.

Целью исследования является решение важной финансово -экономической задачи, состоящей в дополнении, развитии и обновлении теоретических, методологических основ формирования и развития рынка корпоративных облигаций в России, выявления преимуществ облигаций по сравнению с другими формами привлечения инвестиций в реальный сектор экономики в условиях интеграции России в мировое сообщество.

Для достижения поставленной цели необходимо было решить следующие задачи:

- определить главные направления развития мирового и национальных финансовых рынков в условиях глобализации и интеграции;

- исследовать закономерности, тенденции развития, особенности российского финансового рынка;

- теоретически обосновать возрастающую роль долгового сегмента фондового рынка как на мировом, так и на национальных финансовых рынках, в том числе и российском;

- выявить особенности функционирования и структурирования отечественного рынка ценных бумаг;

- показать инвестиционные возможности российской банковской системы;

- раскрыть особенности российского и зарубежного опыта развития долгового рынка;

- показать особенности развития рынка корпоративных долгов в России;

- определить перспективы российского рынка корпоративных облигаций.

Объектом исследования является процесс развития рынка корпоративных облигаций в России и его роль в финансировании инвестиций в реальный сектор экономики.

Предметом исследования выступают экономические отношения, складывающиеся в процессе развития рынка корпоративных облигаций в России.

Теоретико-методологической базой исследования послужили фундаментальные работы по теории финансовых рынков, рынка капитала, долгового рынка и рынка ценных бумаг, законодательные акты Российской Федерации, российская и зарубежная монографическая литература, статьи в экономических журналах, практический материал. В ходе исследования использовались общенаучные методы познания, диалектический метод, метод системного и факторного анализа, метод сравнительного анализа, а также метод экспертных оценок. Исходными материалами являлись данные Государственного комитета Российской Федерации по статистике; аналитические данные Банка России и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг; факты, опубликованные в экономической литературе, средствах массовой информации и в информационной сети Интернет; материалы справочников, ежегодников, аналитических записок, издаваемых профессиональными участниками рынка ценных бумаг; собственные наблюдения автора, являющегос аттестованным специалистом организаций, осуществляющих деятельность по управлению ценными бумагами, инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, а также брокерскую, дилерскую деятельность.

Научная новизна состоит в дополнении и развитии теоретических, методологических основ формирования и развития рынка корпоративных облигаций в условиях переходной экономики России. В частности:

1. Выявлены факторы, обуславливающие секъюритизацию синдицированных банковских кредитов в долговые обязательства на мировом финансовом рынке: развитие информационных технологий; прямая связь между инвестором и должником, способствующая более эффективному обеспечению инвестиционной активности; наличие вторичного рынка, обеспечивающего ликвидность; публичность облигационных займов. Отмечено, что трансформация синдицированных кредитов в облигации приводит к минимизации трансакционных издержек как на мировом, так и на национальных финансовых рынках.

2. Определены условия становления рынка корпоративных облигаций в России и особенности его развития, такие как:

- стихийность формирования рынка;

- отсутствие инфраструктуры рынка долгосрочных долгов предприятий и использование инфраструктуры вексельного рынка и государственных облигаций на этапе становления рынка корпоративных облигаций;

- отсутствие интереса к выпуску внутренних облигаций со стороны отечественных предприятий в связи с несбалансированной денежно-кредитной политикой и высокой долей товарообменных операций;

- ограниченность обращения, нерыночный характер эмиссий, краткосрочность облигаций на первоначальном этапе формирования рынка;

- медленное формирование рынка корпоративных облигаций в связи с отсутствием ориентации финансового механизма, созданного в 90-е годы, на активное использование потенциала финансового рынка.

З.На основе комплексного анализа российского финансового рынка определены причины ускоренного роста российского рынка корпоративных облигаций:

- ничтожно малая роль российского рынка акций в процессе финансирования инвестиций;

- неадекватность российской банковской системы задачам ускоренного экономического роста и полноценного финансирования инвестиций;

- переход компаний с выпуска векселей на долгосрочные формы заимствований (облигации) для финансирования инвестиций.

4. Раскрыты перспективы развития рынка корпоративных облигаций, как наиболее быстрорастущего сегмента российского фондового рынка, основанные на том, что:

- корпоративные облигации, при громадных инвестиционных потребностях российских компаний, представляют собой один из немногих способов привлечения долгосрочных финансовых ресурсов;

- рынок облигаций представляет собой институциональный механизм соединения инвестиционных возможностей с имеющимися финансовыми средствами и выступает альтернативным способом прямому банковскому кредитованию, расширяя возможности заёмщиков;

- рост инвестиционного потенциала участников рынка капиталов (пенсионных фондов, страховых компаний, банковской системы), связанный со стабилизацией экономического развития, ведет к расширению спроса на долгосрочные финансовые инструменты (облигации)

5. Определены тенденции развития первичного рынка корпоративных облигаций:

- сокращение доли облигаций крупных нефтегазовых и энергетических компаний (первый эшелон) при увеличении предложения финансовых инструментов со стороны средних предприятий (второй эшелон);

- обострение конкуренции между средними компаниями (второй эшелон) за финансовые ресурсы;

- рост сроков заимствований при одновременном укрупнении среднего размера займа;

- увеличение вероятности банкротства одного эмитента при снижении системного риска; и факторы, влияющие на состояние вторичного рынка:

- состояние конъюнктуры мирового финансового рынка;

- цены на нефть и другие сырьевые экспортные товары;

- денежно-кредитная и валютная политика Банка России;

- состояние и перспективы первичного рынка корпоративных облигаций.

Основные положения диссертации, выносимые на защиту:

1. Непосредственное влияние на формирование и развитие российского национального финансового рынка процессов, происходящих на мировом финансовом рынке:

- секъюритизация синдицированных банковских кредитов;

- увеличение финансирования инвестиций за счёт выпуска долговых инструментов (облигаций) при сокращении использования долевых инструментов фондового рынка (акций);

- взаимопроникновение и использование англосаксонской, европейской и японской моделей финансовых рынков при совершенствовании механизма перераспределения капитала внутри страны.

2. Необходимость развития российского рынка корпоративных облигаций в целях финансирования инвестиций в реальный сектор экономики, вызванная: а) неспособностью банковской системы удовлетворить инвестиционные потребности отечественных предприятий,

б) недостаточностью выпуска акций в финансировании инвестиций, в) ростом спроса на капитал со стороны компаний при увеличении инвестиционного потенциала участников рынка. Использование рынка корпоративных облигаций в качестве механизма привлечения средств расширяет спектр долгосрочных долговых финансовых инструментов, совершенствует и увеличивает потенциал российского фондового рынка, делая его наиболее информационно прозрачным, публичным, цивилизованным.

3. Привлечение инвестиций посредством выпуска корпоративных облигаций (с позиции эмитента), имеющего следующие преимущества: обеспечивает публичность компании, формирует её кредитную историю, способствует снижению стоимости обслуживания долга и увеличению объёма займов при последующих обращениях к финансовому рынку, а также повышает имидж компании для инвестора. Привлекательность рынка корпоративных облигаций с позиции инвестора объясняется тем, что облигации позволяют инвестору оперативно управлять и диверсифицировать инвестиционный портфель; восстанавливать текущую ликвидность, осуществляя операции РЕПО и сделки продажи с обязательством обратного выкупа (sell - buy back) с облигациями; участвовать в финансировании заёмщиков независимо от размера собственного капитала инвестора.

Практическая значимость исследования заключается в важности разработанных теоретических положений и выводов, практическая реализация которых позволит повысить использование фондового рынка отечественными предприятиями в качестве источника финансирования инвестиций и увеличить привлекательность рынка корпоративных облигаций для инвесторов и других участников рынка ценных бумаг.

Выводы и рекомендации позволяют сформировать представление о содержании и механизме совершенствования финансового сектора и фондового рынка, принципах функционирования финансовой системы в условиях экономических преобразований. Результаты диссертационного исследования могут стать основой при реализации финансово-экономической политики предприятий, в частности, тех её направлений, которые связаны с совершенствованием методов управления инвестиционной деятельностью предприятия, выбором приемлемых способов финансирования инвестиций, привлечением капиталов с фондового рынка, а также использованы в законотворческой и исполнительской деятельности различных ветвей власти.

Апробация работы и внедрение результатов исследования

Положения и выводы диссертации апробированы в ходе практической деятельности автора, обсуждены на совещаниях специалистов и включены в ряд аналитических обзоров казначейства Внешэкономбанка. Основные теоретические выводы и практические рекомендации изложены в опубликованных автором статьях.

Структура диссертации

Диссертационное исследование состоит из введения, трёх глав, включающих семь параграфов, и заключения, а также списка использованных источников и литературы.

## Определение, сущность, структура и функционирование финансового рынка, рынка капитала и рынка ценных бумаг

Одной из закономерностей современного экономического развития является интернационализация хозяйственной жизни. Национальные экономические субъекты всё в большей степени вступают в хозяйственные отношения с зарубежными партнёрами. Интернационализация приводит к созданию всемирного хозяйства, а в финансовой сфере - глобального, или мирового финансового рынка.

Глобализация и современные информационные технологии (ИТ) придали традиционному понятию «мировая экономика» радикально новое измерение. Понятие «глобализация финансов» включает представление о мире как о взаимосвязанном, в значительной степени интегрированном рынке, не имеющем границ. В отличие от этого понятия «интернационализация» обозначает мир с активными связями между национальными и региональными, но часто относительно независимыми рынками.

Предпосылками и движущими силами глобализации финансовых продуктов служат такие факторы1:

1. Конкуренция;

2. Оппортунизм в инвестировании; 3.Философия экономики;

4.Свободное движение капитала;

5.Реализуемость всё большего числа продуктов;

6.Потоки институционального и частного капитала.

Финансовая глобализация означает повсеместное сближение, сходство и идентичность цены и качества одного и того же финансового продукта в данный момент времени, без учёта локальных затрат и прочих местных обстоятельств.

Вместе с тем интеграция рынков капитала может оказать и негативное воздействие на национальную экономику. Так, глобализация финансовых рынков привела к заметному росту их волатильности, усилила эффект распространения финансовых потрясений на мировых финансовых рынках. Стандартизация, а также подвижный и гибкий характер потоков капитала произвели глубокие изменения в финансовом мире. Для долгового рынка процесс мировой интеграции сопровождается переоформлением синдицированных банковских кредитов в некий стандартизованный продукт - международные облигации (секъюритизация). Процесс секъюритизации набирает силу с 70-х годов прошлого века и является в какой-то степени стандартизацией процесса обмена капиталом. С начала 90-х XX века он постепенно приобретает всё большую актуальность в России.

В условиях интернационализации и глобализации иное значение приобретают национальные, международный и мировой финансовые рынки. Все более значительной становится роль мирового финансового рынка в качестве перераспределительного механизма мировых денежных потоков. Появляются разнообразные новые финансовые инструменты. Масштабность перелива капитала отражается на дальнейшем обособлении сферы обращения от воспроизводства. Происходят заметные структурные изменения составляющих рынка, все более глубокое их переплетение и взаимодополнение. Меняется структура мирового финансового рынка. Укрепляется региональная, страновая и отраслевая диверсификация заёмщиков и кредиторов. Определенное влияние на мировой рынок оказывают новые рынки капитала, сформировавшиеся в последнее время в

странах с переходной экономикой. Происходит существенная трансформация инвестиционного климата в сторону смягчения административных регламентации, что проявляется в либерализации финансового сектора и снятии многих административных ограничений. Усиливается конкуренция в банковской сфере между однотипными структурами, а также около банковскими институтами.

## Структура акционерного капитала и фондового рынка в России

Место фондового рынка в национальной экономике обуславливается правилами его организации и той ролью, которую он играет в финансовой системе страны.

России как стране, реформирующей свою экономику, необходимо правильно оценить значение фондового рынка в развитии конкуренции, долговременных капиталовложениях и инновациях, и роль, которую играют фондовые рынки в финансовых системах как развитых, так и развивающихся стран. Однако следует отметить, что роль фондового рынка даже в развитых странах различна. Основные характеристики сложившихся в развитых странах фондовых рынков позволяет условно поделить их на рынки с преобладанием акционерного (акций), либо долгового (облигации) капитала.

Как правило, чем шире база владельцев акций, тем более дробной, розничной является собственность, выше степень развития акционерной собственности, ближе финансовая система к рисковому финансированию экономического роста через акции, меньше роль долговых обязательств и банков как собственников и операторов фондового рынка. И наоборот, чем больше концентрация акционерной собственности и преобладание крупных и контрольных пакетов, тем большую роль играют банки, экономический рост в большей степени зависит от долговых обязательств.

Из крупных развитых рынков наиболее демократичная структура собственности на акции сохраняется в США. Примерно половина всего

Высокая демократизация акционерного капитала в США отражается и высокой по сравнению с другими странами доле акций в структуре финансовых активов населения. На акции корпораций и акций взаимных фондов (инвестиционных компаний), вкладывающих средства в акции и облигации, в 2000 году приходилось около 30% финансовых активов населения, что вдвое больше, чем находится на счетах в банках - 13%.

Структура финансовых активов населения Германии заметно отличается от американской. В 1998 г. 36% активов населения приходилось на средства в банках и других кредитных учреждениях, и только 9% на акции, что, однако, отличается от показателей 1990 г., когда депозиты составляли большую долю - 48%, акции меньшую - 6% активов населения1..

Различия в структуре собственности на акционерный капитал отражаются и на системе контроля над компаниями (модели корпоративного контроля). Модели корпоративной собственности и контроля, существующие в той или иной стране, определяются в специальной литературе как инсайдерская и аутсайдерская (insider, outsider).

Инсайдерская модель преобладает в большинстве стран мира, но наиболее яркими её представителями являются Япония, Германия, Нидерланды, Швейцария, Швеция. Финансовым системам с данной моделью характерны крупные пакеты акций, широкое распространение взаимного (перекрестного) владения акциями. Инсайдерские группы относительно невелики, а их члены хорошо знают друг друга. Инсайдеры имеют возможность четко контролировать деятельность корпоративного менеджмента, проводить политику в своих собственных интересах, без оглядки на интересы мелких акционеров. В ряде стран континентальных европейских стран, в первую очередь в Германии, и в Японии, основное влияние среди инсайдеров играют банки. Законы, существующая практика и просто высокая концентрация собственности делает враждебное поглощение невозможным.

## Особенности формирования рынка корпоративных облигаций в России

Рынка корпоративных облигаций (РКО) в том виде, который отвечал бы функциональному предназначению этого сегмента финансового рынка и соответствовал существующим РКО в развитых странах в современной России практически не существовал до середины 1999 г.

По официальным данным, за 1992-1997 гг. было зарегистрировано всего 259 выпусков корпоративных облигаций (КО) на общую сумму около 6 трлн. неденоминированных рублей (около 1 млрд. долларов США). Выпуски корпоративных облигаций характеризовались небольшими объемами эмиссии — в среднем 35 млрд. неденоминированных рублей.

По данным ФКЦБ, из 13545 эмиссий корпоративных ценных бумаг в 1994 г. на КО приходилось лишь 0,26%, а в 1995 г. — 0,68%. Удельный вес облигационных выпусков в общем объеме выпусков корпоративных ценных бумаг по номинальной стоимости в 1994 г. составил 2,0%, а в 1995 г.-0,7%.

Медленное развитие РКО российских эмитентов объяснялось низкой реальной доходностью, связанной с высоким уровнем инфляции. Так, до 1996 г. реальная доходность по КО была отрицательной. Кроме того, всеобщий товарный дефицит экономики приводил к тому, что с 1992 г. по конец 1996 г. на российском рынке доминировали товарные займы, которые обеспечивались и погашались определенным товаром повышенного спроса, а не денежными средствами. Так, например, «АвтоВАЗ» и «ГАЗ» эмитировали облигации, дающие право на пога шение облигаций автомобилями по фиксированной цене. Распространение также получили жилищные займы, обеспечивающие возможность погашения долговых ценных бумаг квартирами (эмитенты — РОСТРО, САС-недвижимость).

По данным ФКЦБ, размещение небанковских КО в этот период становления рынка корпоративных облигаций в большинстве случаев проводилось сравнительно крупными обществами (с численностью работников от 3000 человек), доля государственной или муниципальной собственности которых составляла более 25% (обычно 38-51%), что было связано с законодательными ограничениями. Согласно п. 4 ст. 28 Федерального закона «О внесении изменений и дополнений в федеральный закон «Об акционерных обществах» от 7 августа 2001 г. № 120-ФЗ, акционерное общество не может осуществлять выпуск дополнительных акций, если доля государственной или муниципальной собственности в нем превышает 25% без сохранения размера доли государственной/муниципальной собственности.