

## РАЗВИТИЕ КОРПОРАЦИЙ И СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

© 2011 А.А. Сапожников

Самарский государственный экономический университет

E-mail: a.sap@me.com

Обосновано, что российский рынок корпоративных облигаций, несмотря на немалое количество довольно существенных структурных проблем, все более становится перспективным источником финансирования, инструментом эффективного привлечения заемных средств.

*Ключевые слова:* рынок ценных бумаг (РЦБ), первичное размещение акций, российский рынок корпоративных облигаций.

Формирование и состояние отечественного рынка ценных бумаг (РЦБ) напрямую зависят от степени развития экономики страны, от глубины и эффективности ее интеграции в мировую экономику, и рынок ценных бумаг в России первоначально развивался в достаточно широких масштабах как рынок государственных ценных бумаг. Российский рынок ценных бумаг - это молодой рынок, со второй половины 1994 г. на отечественном рынке ценных бумаг торговля велась акциями российских акционерных обществ, но с 1996 г. курс в развитии рынка ценных бумаг в нашей стране был взят на операции с государственными облигациями, которые были популярны в эпоху Российской империи, в минимальном масштабе - в советские годы и возродились в виде рынка ГКО-ОФЗ в 1990-х гг. Рынок акций предприятий постепенно формировался после приватизации в современной рыночной экономике России по мере укрепления крупных нефтяных, газовых, энергетических и других корпораций, ценные бумаги которых сейчас относятся к биржевой категории "голубых фишек". На российский рынок ценных бумаг, как и на весь мировой фондовый рынок, существенно будет влиять ряд факторов. Акции корпораций открытого типа выступают важнейшим товаром на рынке ценных бумаг, который поставляется в ходе эмиссионной их деятельности. В современной российской экономике экономические отношения в корпорациях в подавляющем большинстве не развиты, что определяется совмещением функций основных собственников (предпринимателей) и топ-менеджмента. Это сдерживает новую эмиссионную деятельность корпораций, возможности реализации ими современных инновационных проектов, усиливает заинтересованность предпринимате-

лей в преимущественном росте дивидендов. При собственных инвестициях такая ситуация не способствует увеличению курса акций и в целом отрицательно влияет на развитие российского рынка ценных бумаг.

Российский рынок ценных бумаг, в целом, является неликвидным, на нем существует дефицит предложения и спроса при ограниченном числе эмитентов. Здесь 60-70 % капитала акционерных обществ находится в малоподвижных контрольных пакетах акций ("неделимых" для управления компанией), а размеры свободной части капиталов невелики (показатель акций эмитента, находящихся в свободной продаже, - free float - по России составляет 27 %), при этом последующие эмиссии связаны с переоценкой активов. Нежелание "старых" акционеров "размывать" причитающуюся им долю в общем капитале своих компаний приводит к тому, что акции при дополнительных эмиссиях распределяются среди тех же акционеров, т.е. формально открытая подписка, по сути, является закрытой, и в конечном итоге выпущенные акции в свободное обращение на рынок не попадают. На отечественный рынок ценных бумаг оказывает сильное влияние неурегулированность отношений собственности, которая препятствует притоку сбережений населения на рынок акций и делает невозможным создание массового ликвидного рынка акций, поэтому в странах с инсайдерской моделью собственности рынки акций меньше и капитализация компаний ниже. Так, по капитализации компании Италии и Германии меньше, чем компании США или Великобритании. Особенность российского рынка акций заключается в том, что вторичные и последующие эмиссии не имеют достаточно широкого распространения. Причины такого поло-

жения дел следующие: трудоемкость и длительность мероприятий по подготовке, выпуску и размещению ценных бумаг; боязнь ряда руководителей потерять контрольный пакет; малая доля свободно торгуемых акций; нежелание ряда руководителей предоставлять требуемую при подготовке эмиссии подробную информацию о финансово-хозяйственной деятельности предприятия, доле участия руководства в уставном капитале и др. Поэтому выпуск акций в нашей стране играл практически нулевую роль в инвестиционном процессе (эмиссий с привлечением капитала предприятиями практически не было).

Отсутствие на рынке акций первичных размещений (initial public offering, IPO) связано с неразвитостью рынка ценных бумаг, корпоративного права и законодательства о рынке ценных бумаг; затратностью этой процедуры; рискованностью проведения IPO для эмитента из-за трудности определения адекватной цены размещения при отсутствии рыночных котировок компаний-аналогов и с занижением цены предложения акций, что выражается в их высоких положительных начальных доходностях; низкой в долгосрочном периоде доходностью акций компаний, прошедших IPO; зачаточностью венчурного бизнеса, прибегающего в основном к IPO; с большим числом иностранных инвесторов (так как приобретают акции в основном иностранные инвестиционные фонды, ориентирующиеся на длительные сроки инвестирования, что может отрицательно повлиять на ликвидность акций); низким числом отечественных институциональных инвесторов (в настоящее время ход пенсионной реформы в России не дает надежд на приход пенсионных денег на рынок IPO, так как 97 % инвестируемой части пенсионных накоплений находятся в распоряжении государственной управляющей компании - Внешэкономбанка, который инвестирует средства в российские еврооблигации и ОФЗ); с существующим нормативным запретом на инвестирование пенсионных средств и средств ПФИФов в IPO и др. До 2005 г. за все время существования рынка на нем было проведено всего четыре размещения акций, которые могут быть с натяжкой отнесены к IPO: "Росбизнесконсалтинг", "Аптека 36,6", "Калина" и "Иркут". При проведении IPO российскими компаниями доходность акций составила: "Седьмой континент" (5 %), "Хлеба Алтая" (начальная доходность оказалась практически нулевой), "Открытые инвестиции" (17,3 %).

С начала 2005 г. совокупный объем размещения IPO российских компаний "Евразхолдинг", "Пятерочка", "Северсталь-Авто", "Лебедянский", АФК "Система" составил 2,87 млрд. долл. Для сравнения: до этого года за всю историю рынка было размещено российских акций менее чем на 1,3 млрд. долл.

У данного инструмента рынка большое будущее, чему способствуют значительные объемы экспортной выручки (увеличение золотовалютных резервов за счет притока нефтедолларов), рост активов институциональных инвесторов, получение Россией кредитного рейтинга инвестиционного уровня трех мировых рейтинговых агентств, меры Банка России по повышению ликвидности банковской системы (в том числе и решение о дополнении Ломбардного списка бумагами еще шести эмитентов: РЖД, Газпрома, ЛУКОЙла, ВТБ, ТНК, ХМАО) и др.

Российский рынок акций необычайно подвижен (волатилен), ему присущи высокие амплитуды колебаний. На нем рыночный риск один из самых высоких в мире. Отечественный рынок акций сильно зависит от рыночного риска других стран. Он всегда первым чутко реагирует на отрицательные ситуации, в том числе на ценовые колебания (улавливая изменения цен на нефть и воздействие внешних рынков), становясь "отправной точкой" и передаточным механизмом крайних значений ценовых колебаний на рынок ГКО-ОФЗ и рынки других ценных бумаг. В последнее время можно наблюдать тенденцию ухода торговой активности по российским акциям на Запад. Причем благодаря позитивной экономической конъюнктуре последних лет и наличию свободных финансовых средств к процессу покупки активов за рубежом стали активно подключаться компании "второго" и даже "третьего эшелона". Российский рынок акций более зависит от иностранных инвесторов, во многом определяющих его конъюнктуру, в отличие от рынка облигаций. Существует и другое обстоятельство, ограничивающее возможности развития национального рынка России, которое состоит в особом его положении в системе международной торговли ценными бумагами. Российский биржевой рынок имеет периферийное положение в рамках общей системы биржевых мировых центров. Он существенно зависит от иностранных инвестиций, которые в кризисной ситуации оперативно уходят на покрытие своих обязательств в ве-

дущих мировых центрах (особенно в Нью-Йорке) с периферии биржевой мировой системы. Для российского фондового рынка характерно “расслоение акций”. На нем существует небольшая (по численности компаний) группа акций, называемых “голубыми фишками”. Это наиболее ликвидные, надежные акции некоторых крупных компаний. Однако их количество на рынке крайне ограничено, более того, наблюдается негативная тенденция сокращения числа “голубых фишек” и снижение доли акций в свободном обращении. “Голубым фишкам” противостоят остальные акции множества акционерных обществ (акции “второго и третьего эшелона”), которые менее ликвидны, риск вложений в них велик, их трудно реализовать на вторичном рынке. Поэтому разрыв между голубыми фишками и другими акциями необычайно велик. В отечественном обороте акций сделки с “голубыми фишками” составляют около 90 %. В настоящее время на рынке акций пользуются спросом в основном акции некоторых крупных российских компаний. Сегодня 98 % всех сделок на организованном рынке акций осуществляется с бумагами 10 эмитентов. На фоне усиливающихся позиций котировок на нефть, отклоняющихся в положительной динамике от намеченного курса, планомерному преодолению мирового финансового кризиса и стабильному развитию производств и автомобилестроения, существенно увеличивающих потребление нефтяных ресурсов, можно говорить о предстоящей тенденции повышения стоимости акций первого эшелона. Безусловно, значительная неопределенность, заключающаяся как в возможности реализации различных шоков, так и в будущих структурных изменениях в российской и мировой экономиках, заставляет рассматривать любые среднесрочные прогнозы с большой осторожностью. Докризисный уровень физического объема валового внутреннего продукта (ВВП) может быть достигнут уже в середине 2011 г. Следовательно, следует ожидать также большой размер экспортной выручки, сальдо счета текущих операций и более сильный рубль, средний курс которого может составить в 2011 г. 26,9 руб. за долл., укрепившись до отметки 24 руб. за долл. в 2013 г. Более быстрые темпы развития мировой экономики позволят России также расти более динамично, но даже в этом сценарии показатели экономического роста оказываются ниже докризисных: 5-5,5 % в год в 2010-

2011 гг. и 4-5 % год в 2012-2013 гг. Предкризисный уровень физического объема ВВП в оптимистическом сценарии может быть достигнут уже в середине 2011 г.

Под воздействием факторов противоположного действия - более высоких темпов роста денежной массы и более существенных темпов укрепления рубля - темпы роста потребительских цен в оптимистическом сценарии оказываются сопоставимыми с показателями инфляции в базовом сценарии. В то же время расчеты показывают, что денежная политика, допускающая более быстрое укрепление рубля, позволяет достичь более низких показателей инфляции. Приведем наиболее вероятный прогноз по среднесрочной перспективе развития рынка бумаг на примере эмитентов “первого эшелона”. Так, относительно ВТБ необходимо отметить, что прогноз строится на ожиданиях того, что в 2011-2013 гг. розничный бизнес будет демонстрировать темпы уверенного роста, что, соответственно, скажется на благосостоянии населения и как следствие произойдет увеличение числа депозитов. Ожидается, что соотношение кредитов к депозитам вернется на докризисный уровень к 2013 г. Цель новой стратегии ВТБ заключается в увеличении к 2013 г. рентабельности капитала до 15 % по трем основным направлениям деятельности, достижение этого результата вызовет рост котировок акций ВТБ до 30 коп. Далее проведем анализ стоимости акций ОАО “Газпромнефть”. Прежде всего прогноз стоимости акций ОАО “Газпромнефть” основывается на повышении уровня мировых цен на нефть, возвращении в ближайшей перспективе на докризисный уровень и, возможно, превышении уже достигнутых ранее показателей. Кроме того, процесс передачи лицензии от Газпрома к Газпромнефти на нефтяные месторождения будет завершён в 2011-2013 гг., что существенно отразится на рыночной стоимости компании. На данный момент после кризисного падения уровня котировок произошло существенное удорожание стоимости акций ОАО “Газпром”. Дальнейшие перспективы развития компании связаны с разработкой сибирского направления и прокладывания нефтегазопровода в КНР, что существенно повысит уровень капитализации компании и обеспечит в среднесрочной перспективе рост акций компании и приближение стоимости к докризисным результатам, а в дальнейшем, возможно, и увеличение ранее достигнутых показателей.

Растущие цены на цветные и редкоземельные металлы, повышение спроса вследствие развития мировой экономики и стремление цен к докризисному уровню оказывают существенное влияние на уровень капитализации компании и, как следствие, сохранение высоких показателей кредитоспособности. В соответствии с продолжением развития тенденции роста цен на продукцию компании следует ожидать стабильный рост стоимости акций в среднесрочной перспективе.

Нефтяная компания ОАО «ЛУКОЙЛ» входит в число крупнейших нефтеперерабатывающих компаний не только на территории России, но и во всем мире. Акции компании - одна из наиболее ликвидных акций на российском фондовом рынке. На данный момент акции компании находятся на нижней границе многолетнего канала, следовательно, в среднесрочной перспективе следует ожидать повышения стоимости акций компании и как минимум возвращения их на докризисные позиции с последующим удорожанием в перспективе. На данный момент правительство широко обсуждает возможности приватизации принадлежащих государству активов ОАО «Роснефть» и снижения государственной доли с 75 до 50%. Кроме того, правительство продлевает действие нулевых и льготных ставок по экспортной пошлине для Ванкорского месторождения, что обеспечивает компании прибыль на уровне нескольких миллиардов долларов. Вследствие этого следует предполагать, что в среднесрочной перспективе стоимость акций компании достигнет докризисных значений, учитывая, что чистая прибыль Роснефти за 10 месяцев 2010 г. выросла на 57,3% - до 7,6 млрд. долл. Акции ОАО «Ростелеком» не имеют большого потенциала роста, так как в компании не происходят изменения, которые могут отразиться на стоимости акций. Также в среднесрочной перспективе вряд ли стоит ожидать увеличения стоимости акций до величины докризисных котировок, поэтому наш прогноз основывается на небольшом росте акций компании, который будет происходить за счет восстановления рынка в целом. Программа развития ОАО «Сбербанк» предполагает в 2013 г. стать крупнейшим в России банком по объему реализуемых сделок торгово-экспортного финансирования (ТЭФ) и количеству корпоративных и банковских контрагентов. В 2013 г. Сбербанк планирует занять более 30% российского рынка ТЭФ. Объем операций банка по сравнению с концом 2009 г. вырастет в 3 раза. Кроме того, правительство планирует в 2013 г. продать часть своей доли в Сбербанке, что положительно скажет-

ся на повышении стоимости акций. Ситуация с акциями ОАО «Сургутнефтегаз» следующая: компания обладает высокой рентабельностью и большим объемом наличности, так что за стабильность компании можно не опасаться. Стоимость акций уже достигла докризисных показателей. В среднесрочной перспективе рост цен на нефть будет способствовать получению дополнительной прибыли и, как следствие, росту цен на акции компании. На остальные бумаги (почти 250 акций), торгуемые на ведущих биржах, приходится менее 2% оборота. Им принадлежат наиболее ликвидные акции, относящиеся к отраслям нефтегазодобычи, электроэнергетики, телекоммуникаций, металлургии, банковско-финансового сектора и др. На организованном рынке России обращается 250 акций отечественных компаний, но лишь 5-7 акций наиболее крупных предприятий «делают погоду» на рынке ценных бумаг. Пять акций, вокруг которых сосредоточено более 90% оборотов организованного рынка, составляют заведомо неустойчивую конструкцию, создающую сверхконцентрацию рыночного риска. Если же из акций нескольких сот эмитентов ликвидны лишь акции некоторых, то капитализация рынка акций и рыночная стоимость предприятий, не попавших в это число с ликвидными акциями, в значительной мере лишаются экономического смысла. На российском рынке акций можно наблюдать также спрос на акции «второго эшелона» (в основном на региональные «телекомы») и «третьего эшелона». Несмотря на недостаточно высокую ликвидность акций «второго эшелона», надежды на «углубление» рынка и устойчивый рост его капитализации связаны, прежде всего, с интенсификацией развития этого сегмента рынка акций. В России (при влиянии на изменение денежной массы мировых цен на нефть) при отсутствии у предприятий полноценной собственной базы инвестирования существует дефицит денежных ресурсов, что оказывает сильное влияние на рынок акций. Государству необходимо предпринять шаги по изменению данной ситуации. Таким образом, одно можно сказать: когда начнут работать, в первую очередь, промышленные предприятия, тогда появится интерес не только к спекулятивным сделкам. И, как следствие этого, сформируется нормальный рынок акций. Он, как инструмент привлечения инвестиций, обеспечит нормальное развитие предприятий и их устойчивый экономический рост. Однако для финансирования проекта выпуск корпоративных облигаций имеет ряд преимуществ, являясь одним из инструментов привлечения инвестиций: возможность получить значитель-

ные ресурсы на длительный срок (на средне- и долгосрочную перспективу), независимость заемщика от отдельного кредитора, обращение к широкому кругу инвесторов и снижение стоимости заимствования, появление положительного кредитного рейтинга, способствующего повышению имиджа компании (что позволяет в дальнейшем привлечь портфельных и прямых инвесторов), наличие выгодного режима налогообложения (процентные платежи и дисконты по облигациям можно отнести на себестоимость в момент начисления, а не выплачивать из чистой прибыли), возможность направить привлеченные займом средства на будущие расходы, простота и легкость обращения и др. Главное преимущество эмиссии облигаций - она не представляет для руководителей предприятий опасности с точки зрения изменения их долевого участия в уставном капитале общества (за исключением банкротства), хотя при банкротстве в соглашении обычно предусматривается возможность досрочного погашения облигаций по требованию владельцев в случае невыплаты процентов по ним или же держатели облигаций могут получить право участвовать в выборах лиц, управляющих компанией, благодаря "голосуем" облигациям.

Решение об эмиссии облигаций требует особой тщательности, ответственности, поскольку данный вид ценной бумаги предполагает возврат денежных средств инвестору в строго указанные сроки, причем как основной суммы, так и оговоренных процентов. В этом случае эмитент четко должен представлять себе номинал ценной бумаги, объем произведенного займа, источники его покрытия и сроки, которые не могут быть большими (как правило, не более года) и не могут быть маленькими (как правило, не менее полугода). Эмитент должен ориентироваться на инвестора. В зависимости от этого эмитент должен определить номинал облигации (чтобы он был удобен с точки зрения покупательных способностей инвесторов и минимизировал бы издержки эмитента на документарный выпуск) и процент по ней. Кроме того, эмиссия корпоративных облигаций - дело довольно дорогостоящее. В России акционерное общество вправе выпускать облигации на сумму, не превышающую размер уставного капитала или величину обеспечения, предоставленного обществу третьими лицами. Так, минимальный объем эмиссии, оправданный с точки зрения расходов на услуги андеррайтера, комиссионные сборы, маркетинговую компанию и др., должен составлять не менее 200 млн. руб. Размер заемных средств за счет

размещения этого вида ценных бумаг не должен превосходить 10-15 % от размера активов, которые у эмитента не должны быть ниже 2 млрд. руб. Однако в последнее время на рынок стали выходить средние компании, размещающие займы на 50-200 млн. руб., что свидетельствует о повышении доступности корпоративных облигаций в качестве механизма для привлечения инвестиций. Выпускать облигации в нашей стране могут и банки. Сегодня на фондовом рынке активизировались банки, которым выгоднее привлекать средства за счет выпуска долговых обязательств. Это и крупные еврооблигационные займы Сбербанка России, Банка Москвы, Внешторгбанка, и заимствования средних и мелких банков: Сибкадомбанка, Локо-банка, ХКФ Банка и др. Низкая капитализация банков, олигополистический характер данного сегмента рынка, наличие иностранного капитала, контролирующего более 90 % банков нашей страны, обострившиеся процессы слияний и поглощений банков на фоне развития трансграничных кредитных операций крупнейших мировых банков, отсутствие инвестиционной заинтересованности в деятельности отечественных банков приводят к ограничению выхода их на рынок облигаций и ограничению возможностей работать с реальной экономикой, к снижению роли банков в качестве андеррайтеров при выводе отечественных компаний при выпуске ими ценных бумаг на международный рынок капитала и на рынок ПРО и др. Корпоративная облигация может быть выпущена в документарной и бездокументарной форме. Сегодня бездокументарная форма облигации на российском рынке является преобладающей. В России на фондовом рынке существуют: купонные облигации, или облигации на предъявителя, и именные облигации. В США, например, облигации на предъявителя с 1983 г. запрещены, чтобы прекратить отмывание незаконных денег.

Наибольшим сегментом российского рынка ценных бумаг продолжает оставаться сектор ценных государственных бумаг (с преобладанием на нем государственных краткосрочных облигаций (ГКО) и облигаций федерального займа (ОФЗ), в основном краткосрочных, которые обеспечивают инвесторам более быстрый и надежный доход, с минимальным риском по сравнению с ценными корпоративными бумагами.

В дальнейшем рынок ценных корпоративных бумаг, как активно развивающийся рынок, сможет догнать и перегнать рынок государственных ценных бумаг. Рынок государственных ценных бумаг демон-

стрирует себя как динамично развивающийся рынок, так как объем эмиссии государственных ценных бумаг и объем их размещения и доразмещения по номиналу за 2006-2009 гг. увеличился более чем в 2 раза, это свидетельствует об увеличении роли государства в формировании и использовании фиктивного капитала.

Облигации обладают свойством обратимости, т.е. с ними можно осуществлять операции по купле-продаже. Как и акции, облигации имеют номинальную стоимость и рыночную цену. Облигации могут продаваться по цене выше номинала, с надбавкой (или с премией), или ниже номинала (по эмиссионному курсу), со скидкой или с дисконтом (со скидкой с цены - "дизажио"). Погашение облигации может быть проведено по более высокому курсу (с надбавкой - "ажио"). Рыночная цена облигации зависит от их надежности (финансовой стабильности корпорации-эмитента) и от ставки процента. Суммарный доход (процент и ажио или дизажио) облигации считается важным показателем при оценке ее условий.

Традиционно облигация считается ценной долговой бумагой с фиксированным процентом (но размер процента может изменяться в соответствии с заранее установленными правилами, например, в России иногда размер процента привязан к фиксированной доле чистой прибыли эмитента). Владелец облигаций не имеет права голоса и не участвует в собрании акционеров (в отличие от владельца акций).

На Западе часто между эмитентом и инвесторами заключается эмиссионный договор, в соответствии с которым владелец облигаций имеет возможность частично влиять на эмитента. В этом документе могут фиксироваться особые условия, которые должен выполнять эмитент и др. На наш взгляд, неплохо было бы эту практику перенять и использовать в России. В некоторых случаях в облигационное соглашение может быть включено требование о том, чтобы предприятие-эмитент осуществляло регулярные отчисления на специальный счет для гарантирования погашения облигаций при наступлении срока платежа из специального выкупного фонда или фонда погашения, дающего гарантии инвесторам. В российских условиях ценные бумаги выстраиваются вдоль шкалы изменения инвестиционных качеств (рисков, ликвидности, доходности).

Российский рынок корпоративных облигаций имеет огромный потенциал роста, он невелик по размерам по сравнению с мировыми рынками обли-

гаций. Так, ведущие европейские страны и Япония в 30-50 раз опережают Россию по объему корпоративных облигаций в обращении. Отечественный рынок корпоративных облигаций пока можно лишь сравнить с рынками корпоративных облигаций развивающихся стран: Аргентиной, Бразилией, Индией, а также с рынками стран Восточной Европы: Чехией, Венгрией.

Рынок корпоративных облигаций России - это молодой рынок, он моложе рынка акций. Отметим, что появление в нашей стране негосударственных корпоративных займов в большей степени было обусловлено коллапсом рынка госбумаг: при отсутствии традиционной точки приложения капитала инвесторы искали любую возможность для размещения денежных средств (за рубежом сектор корпоративных облигаций часто возникал из рынка векселей и межбанковских кредитов, из крупнооптового рынка небольшого числа участников с высоким номиналом ценных бумаг).

Развитие рынка корпоративных облигаций в настоящее время носит в России циклический характер: снижение процентных ставок привлекает на рынок новых эмитентов, а насыщение рынка новыми займами, объем которых может превысить капитализацию рынка, и новый цикл повышения доходности приводят к оттоку эмитентов с этого сегмента рынка. Получается некий замкнутый круг: без хорошего уровня ликвидности бумага не нужна рыночным инвесторам, а чтобы ликвидность появилась, облигации не хватает круга держателей.

Стремительное развитие российского рынка корпоративных облигаций в наши дни сопровождается появлением множества структур облигационных займов. Большинство выпусков используют классическую модель этой ценной бумаги с фиксированным купоном (bullet bond), но в обращении находится также большое число займов с нестандартной структурой.

Для улучшения кредитного качества и уменьшения рисков на российском фондовом рынке сегодня существуют следующие механизмы: поручительство, множественное поручительство, частичное поручительство, оферты на выкуп третьим лицам, когда оферентом по облигациям может выступать не сам эмитент, а другая компания или банк; ковенанты; облигации с компенсацией купонных выплат, когда из средств региональных бюджетов в целях стимулирования местных предприятий региональные администрации компенсируют часть купонных выплат по обли-

гациям или предоставляют субвенции в форме бюджетного кредита на сумму купонных выплат.

На российском рынке корпоративных облигаций наметилась тенденция к расслоению облигаций (хотя и в меньшей степени выраженная, чем на рынке акций). Облигации, входящие в небольшую группу "первого эшелона", отличаются сравнительно длительными сроками до погашения (около 4 лет и более), более низкой доходностью (а значит, и более низким риском), большей ликвидностью, большими размерами займа (3 млрд. руб. и более). И российский рынок корпоративных облигаций все более становится перспективным источником финансирования, инструментом эффективного привлечения заемных средств.

Отечественные крупные и средние предприятия (добывающих отраслей промышленности; финансовой сферы; телекоммуникации и др.), выпускающие облигации, начинают строить долгосрочные программы своего финансирования с использованием многих видов долговых инструментов с их одновременным обращением в России и за рубежом. Однако для небольших предприятий (розничной сети, строительства и др.) рынок еврооблигаций остается пока закрытым из-за высокой стоимости валютного займа, подготовки отчетности по международным стандартам, предпочтительного наличия рейтинга международного агентства и др.

Выделим несколько главных причин, тормозящих развитие рынка корпоративных облигаций в России, а именно:

- отсутствие налогового стимулирования для инвесторов (так, доходы по корпоративным облигациям облагаются по общей ставке налога на прибыль - 24 %, а для доходов по госбумагам предусмотрена льготная ставка - 15 %);
- невысокий уровень доверия инвесторов к государству, к эмитентам, к национальной валюте;
- недостаточная информационная прозрачность и низкое качество корпоративного управления;
- наличие большого размера капитала при эмиссии облигаций (около 200 млн. руб.);
- сложность процедуры регистрации эмиссии и длительность мероприятий по размещению но-

вых бумаг (слишком большой временной разрыв между регистрацией проспекта эмиссии и началом вторичного обращения затрудняет их выход на рынок, что увеличивает для эмитента финансовые риски изменения конъюнктуры), сильная конкуренция со стороны рынка еврооблигаций, отсутствие явных успехов в реализации пенсионной реформы (пенсионные деньги могли бы создать спрос на корпоративные займы, сегодня инвестиционная активность пенсионной системы остается невысокой) и становлении рынка ипотечных ценных бумаг, развитие которого сдерживается недостатками законодательной базы и др.

На рынке корпоративных облигаций существуют серьезные проблемы, которые необходимо решать, данный сегмент фондового рынка до сих пор остается ограниченно ликвидным и непрозрачным для инвесторов. Преодоление этих причин - задача и государства, и рынка ценных бумаг. Рынок сам по себе их решить не сможет.

Очевидно, что российский рынок корпоративных облигаций только начинает подходить к выполнению своей основной функции: выступать инструментом и быть источником долгосрочных инвестиций для реального сектора экономики.

1. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. М., 2009.
2. Алехин Б. Рынок ГКО-ОФЗ: в ожидании сделки // Б. Алехин // Финансы и кредит. 2004. № 5. С. 17-25.
3. Вавулин Д.А., Федотов В.Н. Российский рынок ценных бумаг: причины роста в первом полугодии 2009 г. // Финансы и кредит. 2009. № 35. С. 65-69.
4. Кислякова Е.Ю., Кармазина А.С. Российский рынок облигаций: испытание кризисом // Банковское дело. 2010. № 1. С. 40-46.
5. Лялин С., Лиджиев К. Рынок облигаций: итоги 2004 г. и перспективы развития в 2005 г. // Рынок ценных бумаг. 2004. № 23. С. 70-75.
6. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М., 2010. С. 132-133.
7. Радыгин А. Российский рынок слияний и поглощений: этапы, особенности, перспективы // Вопр. экономики. 2009. № 10. С. 23-45.
8. Смыслов Д. Российский рынок государственных ценных бумаг: становление, эволюция, перспективы // Мировая экономика и международные отношения. 2008. № 1. С. 34-44.

Поступила в редакцию 04.02.2011 г.