Содержание

ВВЕДЕНИЕ…………………………………………………………………….……2

ГЛАВА 1.ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ПОНЯТИЯ ОБЛИГАЦИИ КАК ЦЕННОЙ БУМАГИ

* 1. Понятие и основные характеристики облигаций, их классификация………4
  2. Государственные и корпоративные облигации……………………………..12

ГЛАВА 2. АНАЛИЗ РОССИЙСКОГО РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

2.1. Анализ ситуации на российском рынке облигаций в период кризиса……..23

2.2. Дефолты на рынке облигаций и реструктуризация задолженности…….…30

2.3. Направления совершенствования по развитию рынка корпоративных облигаций………………………………………………………………………….……..35

ЗАКЛЮЧЕНИЕ………………………………………………………………….…39

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ…………………………………………………………42

ВВЕДЕНИЕ

Развитие экономики не в последнюю очередь связано с рынком ценных бумаг, который позволяет предприятиям аккумулировать свободные денежные средства для расширения производства. Формирование российского рынка ценных бумаг привело к появлению в стране фондовых бирж, ценных бумаг, института профессиональных участников рынка, созданию правовой базы.

Облигация (наряду с акцией) является самым главным современ­ным видом ценной бумаги. Исторически облигация возникла рань­ше акции. Еще в Средние века многие государства при­бегали к выпуску государственных облигаций для финансирова­ния своих расходов, как правило, связанных с завоевательными войнами. Однако настоящая история акций и облигаций началась лишь в эпоху быстрого развития капитализма, т. е. когда они пре­вратились в способ объединения частных капиталов для финанси­рования крупных капиталистически организованных производств во всех основных отраслях экономики или когда привлекаемые ими денежные средства стали использоваться в качестве истинного ка­питала. В настоящее время эти ценные бумаги доминируют на рынке ценных бумаг.

В течение многих лет облигации считались достаточно примитивным и негибким способом вложения капитала, способным лишь обеспечить текущий доход и практически ничего сверх того. Однако такое положение сохранялось недолго; сегодня облигации относятся к одному из наиболее конкурентоспособных инвестиционных инструментов, обладающих потенциальными возможностями обеспечения привлекательной доходности в виде текущих процентов и/или прироста капитала. Инвестор обязательно должен знать, во что он собирается вкладывать деньги, поскольку множество представляющихся незначительными моментов может оказывать чрезвычайно большое воздействие на судьбу выпуска и на доход от конкретных инвестиций, в этом и состоит актуальность данной темы.

Облигации - это долговое обязательство, в соответствии с которым заемщик гарантирует кредитору выплату определенной суммы по истечении определенного срока и выплату дохода в виде фиксированного или плавающего процента. Облигации приносят их владельцам доход в виде фиксированного дохода от своей нарицательной стоимости.

Выпуск облигаций содержит ряд привлекательных черт для компании-эмитента: посредством их размещения хозяйственная организация может мобилизовать дополнительные ресурсы без угрозы вмешательства их держателей-кредитов в управление финансово-хозяйственной деятельностью заемщика, и не затрагивает отношения собственности.

Цель данной курсовой работы является изучение понятия облигации как ценной бумаги, а также рассмотрение российского рынка облигаций.

Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

1. Раскрыть сущность облигации как ценной бумаги, раскрыть ее роль на рынке ценных бумаг.
2. Рассмотреть классификацию облигаций.
3. Проанализировать существующий рынок корпоративных облигаций в период сложившейся ситуации – кризиса.
4. Привести возможные перспективы развития рынка облигаций, направления его совершенствования.

Решить поставленные задачи помогли следующие источники: Гражданский кодекс, Федеральные законы – «О рынке ценных бумаг», «Об акционерных обществах», учебные пособия: Галанов В.А. «Рынок ценных бумаг», Ивасенко А.Г. «Рынок ценных бумаг», Стародубцева Е. Б. «Рынок ценных бумаг», журналы: «Рынок ценных бумаг», «Акционерный вестник», а также интернет-ресурсы, которые проводят анализ ценных бумаг, индексов.

ГЛАВА 1.ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ПОНЯТИЯ ОБЛИГАЦИИ КАК ЦЕННОЙ БУМАГИ

1.1. Понятие и основные характеристики облигаций, их классификация

Значительное место среди ценных бумаг занимают облигации, которые составляют около 50 % рынка ценных бумаг. Облигация — это обязательство эмитента выплатить в определенный срок владельцу этой ценной бумаги определенную сумму денежных средств.Под этой определенной суммой подразумевается стоимость облигации плюс доход, который носит название процента, и он не зависит от прибыли компании.

Облигация — это долговая, срочная ценная бумага. Эмитент обязан ее погасить, причем в указанный срок, называемый датой погашения. Эта ценная бумага не предоставляет прав на управление предприятием. Благодаря своему долговому характеру облигации представляют собой более надежные вложения, чем акции.

Будучи аналогом кредита, они являются «старшими» бумагами по отношению к акциям, т.е. дают преимущественное право при выплате дохода или возврате денежных средств в случае банкротства или ликвидации эмитента. Более высокая надежность облигаций и обеспечивает им популярность среди инвесторов, что привело к широкому разнообразию облигаций на рынке.

В российском законодательстве имеется несколько определений облигации:

– в ст. 816 ГК РФ: облигация*—* это ценная бумага, удостоверя­ющая право ее держателя на получение от лица, выпустив­шего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивален­та. Облигация предоставляет ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации или иные имущественные права;

– в ст. 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»: обли­гация*—* это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предус­мотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также пре­дусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и/или дисконт;

– в ст. 33 Федерального закона «Об акционерных обществах»: облигацияудостоверяет право ее владельца требовать пога­шения облигации (выплату номинальной стоимости или номинальной стоимости и процентов) в установленные сроки.

Как следует из приведенных текстов, второе определение пред­ставляет собой уточнение первого в отношении указания на фор­му выпуска облигации — путем эмиссии и на виды дохода по об­лигации — процент и дисконт, а третье может рассматриваться про­сто как краткое определение облигации.

С содержательной стороны облигация — мобильная, или лик­видная, или передаваемая, или рыночная форма существования договора займа на единичную часть этого займа с первичным кре­дитором. Целью выпуска облигаций, как, впрочем, и акций, явля­ется привлечение свободного капитала небольшими порциями*,* но зато от многих участников рынка на условиях выплаты им удов­летворяющего их дохода, или в более общей формулировке — на условиях, которые их устраивают. [16, стр. 131]

Выявляя сущности облигации как ценной бумаги, необходимо отметить ее основные характеристики. Облигация есть ценная бумага, ко­торая является:

* долговой;
* эмиссионной;
* доходной:
* документарной или бездокументарной;
* срочной по российскому законодательству, но в мировой практике имеются примеры и бессрочных облигаций;
* предъявительской или именной; облигация не может быть ордерной ценной бумагой;
* номинированной.

Облигация наряду с акцией является эмиссионной ценной бумаги, но существуют различия между облигацией и акцией. Эти различия можно сгруппировать следующим образом:

1) облигация — это частица (представитель) заемного капитала коммерческой организации, а акция есть частица уставного капитала акционерного общества;

2) облигации могут выпускать, во-первых, любые коммерчес­кие организации, а не только акционерные общества, а во-вторых, государство; акция — это ценная бумага, которая эмитируется лишь акционерными обществами;

3) по облигации в обязательном порядке предусматривается выплата ее номинала при ее выкупе (погашении), в условиях эмиссии акций никакого возврата номинала не предус­матривается, возможна лишь выплата ликвидационной сто­имости в случае ликвидации акционерного общества.

Облигация по своей сущности напоминает кредит. И облигация, и бан­ковский кредит представляют собой просто разные формы заем­ного капитала. Различия этих форм между собой состоят в том. что:

1) каждая отдельная облигация составляет лишь единичную часть необходимой ее эмитенту ссуды капитала, а не весь тре­буемый ему объем кредита;

2) облигация — это форма получения займа, минуя рыночного посредника в лице банковской системы. Облигация есть юри­дическая форма фиксации кредитного договора между эми­тентом и сразу конечным кредитором, в то время как бан­ковский кредит берется в коммерческом банке, который, в свою очередь, привлекает ресурсы для кредитования с рынка;

3) в форме облигации и ссудный капитал, и процентный доход по нему получают возможность обращаться на рынке как товар, быть предметом купли-продажи по какой-то рыноч­ной цене, в то время как банковская ссуда и выплачиваемый по ней процент не могут свободно обращаться (хотя в уста­новленных законом случаях и порядке возможна замена дол­жника или кредитора в кредитном соглашении).

Облигации, как правило, считаются более безопасным инвестиционным инструментом, чем акции, поскольку их владельцы имеют приоритет в требовании доли активов компании в случае ее ликвидации или реструктуризации. Для эмитентов облигации являются надежной альтернативой банкам и другим кредиторам, которые могут предлагать менее привлекательные финансовые условия, чем рынки капитала: например, более высокие процентные ставки по займам.

Собственник облигации является юридическим кредитором по отношению к ее эмитенту, например к акционерному обществу, а потому по установленному законом порядку он имеет существен­ные преимущества перед акционерами:

– в случае неисполнения эмитентом обязательств по облига­ции, например невыплате процентного дохода по ней, он может требовать банкротства такого эмитента;

– при ликвидации этого эмитента как юридического лица, ка­ковым является и акционерное общество, имущественные права владельца облигации удовлетворяются в первую оче­редь по сравнению с имущественными правами акционеров;

Владелец облигации может потребовать досрочного выкупа у него акционерным обществом своих облигаций при:

— при реорганизации акционерного общества;

— если стоимость чистых активов общества окажется мень­ше его уставного капитала или минимально разрешенной по закону величины уставного капитала.

Акционерные общества име­ют определенные ограничения на выпуск своих облигаций, основ­ные из которых состоят в том, что:

Во-первых, номинальная стоимость выпушенных облигаций не может превышать размера уставного капитала акционерногообщества или величину обеспечения, предоставленного об­ществу третьими лицами на эти цели;

Во-вторых, размещение облигаций разрешается только после полной оп­латы уставного капитала акционерного общества;

В-третьих, если акционерное общество выпускает облигации без обес­печения, то оно может это сделать не ранее, чем через два года после начала его существования и при условии надле­жащего утверждения к этому времени двух годовых балан­сов общества.

Облигации имеют несколько видов стоимости.

1. Номинал облигации — это та сумма, которая указана на облигации, которую желает привлечь эмитент при продаже данной облигации, и, можно сказать, основа для исчисления процента по данной облигации.

2. Рыночная цена или курс облигации — это цена облигаций на рынке, которая складывается под воздействием спроса и предложения. [27, стр.30]

3. Выкупная стоимость — цена, по которой эмитент выкупает облигацию по истечении срока займа. Чаще всего такая цена характерна для дисконтных облигаций. Ее размер может соответствовать номиналу, а может и отклоняться от него в зависимости от условий займа.

Инвестируя в облигации, важно помнить, что доходность инвестиций связана с риском. Чем более рискованной является облигация, тем более высокой бывает, как правило, ее доходность, поскольку она призвана вознаградить инвестора за принимаемый на себя риск. Инвестор, приобретая облигацию, опирается на ее текущую и конечную доходность. Доходность — это отношение дохода к стоимости облигации.

Текущая доходность облигации (Дт) определяется только у купонных облигаций по формуле:

(1.1)



где К — ставка купона;

Ц — курсовая стоимость облигации.

Конечная доходность облигации рассчитывается по формуле:

(1.2)



где Н — цена погашения облигации, равная номиналу;

n — количество лет до погашения.

Доходность облигации к погашению дает представления о реальной ценности бумаг для инвестиционного портфеля и поэтому является одним из важнейших показателей, которые необходимо учитывать при принятии решения о покупке облигаций. [27, стр.31]

Приведенная формула расчета конечной доходности верна при условии равноценности всех купонов. В случае с плавающей купонной ставкой удобно пользоваться следующей формулой:

(1.3)



где Si— сегодняшняя стоимость i-го денежного поступления.

Количество видов об­лигаций, существующих в мировой практике, можно было бы на­звать теоретически бесконечным. Это объясняется тем, что обли­гация есть способ прямого доступа к кредитору, который часто может предъявлять свои индивидуальные требования к условиям, на которых он согласен отдать свой свободный капитал в долг другому участнику рынка. На практике облигации часто выпускают­ся на условиях, которые представляют интерес для какого-то оп­ределенного слоя (группы) кредиторов. Различия в условиях вы­пуска облигаций и лежат в основе соответствующих их видов и разновидностей. Наиболее массовые виды облигаций могут быть классифицированы последующим признакам (рис.1.1).

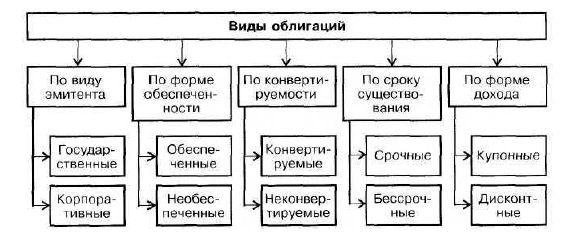


Рис.1.1. Основные виды облигаций

По виду эмитента облигации, как и все ценные бумаги, подразделяются на государственные или корпоративные. Первые выпускаются государством или от его лица, а вторые — коммерческими организациями различных ви­дов.

О видах государственных облигаций будет рассказано в сле­дующем пункте.

По сроку существования и форме его установления облигации могут быть срочные или бессрочные. Пер­вые выпускаются на установленный условиями выпуска (эмиссии) период времени, исчисляемый обычно годами, по окончании ко­торого номинал облигации возвращается его последнему владельцу.

К бессрочным облигациям относятся облигации, конкретный срок выкупа которых заранее не устанавливается, но тем не менее в целом облигация выпускается на вполне определенный период времени. В мировой практике имеется исключение — существует вид государственных облигаций Великобритании, называемый «консоли», срок обращения которых не имеет ограничения, т. е. потенциально они могут обращаться вечно (только пока этого же­лает само государство, или пока оно существует, или пока суще­ствует сам рынок). Возможность на определенных условиях дос­рочно погасить облигации может означать, что либо эмитент мо­жет досрочно выкупить свои облигации, либо инвестор может досрочно их вернуть эмитенту по своему желанию. Такое право досрочного прекращения обращения облигации называется опци­оном эмитента или инвестора. [16, стр.135]

Конвертируемые и неконвертируемые. Конвертируемость—пра­во на обмен данной ценной бумаги на какую-то другую ценную бумагу на заранее установленных условиях.

Конвертируемая облигация — это облигация, владелец которой имеет право на определенных условиях обменять ее на определенное количество других ценных бумаг данной компании. По рос­сийскому законодательству облигации могут конвертироваться в другие облигации, привилегированные акции или акции (обрат­ная конвертация не разрешается).

Неконвертируемые облигации — это обычные облигации, владе­лец которых не имеет права на их конвертацию в иные ценные бумаги.

Купонные (процентные) и дисконтные. По форме доходаоблига­ции принято разделять на:

– купонные (процентные) — это облигации, по которым выпла­чивается доход в виде определенного процента к их номина­лу. В случае документарных облигаций процентный доход обычно выплачивается на основе купонов, которые печата­ются на самом бланке облигации и затем при предъявлении облигации отрезаются от нее в обмен на выплату денежного дохода в установленные сроки;

– дисконтные — это облигации, доход по которым определя­ется в виде разницы между номиналом облигации и ценой ее приобретения владельцем, которая всегда меньше номи­нала.

В купонной (процентной) облигации доход выплачивается ча­стями на протяжении всего срока ее существования. В дисконтной облигации доход выплачивается целиком, т. е. как накоплен­ный доход, в момент ее погашения эмитентом.

Процентный доход по облигации может быть установлен зара­нее при ее выпуске (облигация с фиксированным купоном), а может быть привязан к какому-то рыночному показателю, от значения которого на дату выплаты процентного дохода будет зависеть его величина. Поэтому размер процентного дохода становится извес­тен только на дату его выплаты (облигации с плавающим, или не­фиксированным, процентом).

Процентный доход по облигации с фиксированным купоном может не меняться в течение всего срока ее существования, а мо­жет быть дифференцированным по отдельным ее периодам обра­щения (облигация со ступенчатым процентом).

Величина дохода по облигациям с плавающим процентом мо­жет устанавливаться либо:

– составной из ее фиксированной условиями выпуска величи­ны и нефиксируемой части, например, фиксированная часть— 3% годовых плюс рыночная ставка по 6-месячным ссудам на рынке на момент выплаты процентного дохода по обли­гации, или 5% плюс официальная величина инфляции за год;

– равной выбранной процентной ставке на рынке;

– равной приросту (в процентах) рыночной цены какого-то то­вара и т.п.

Принято процентный доход по облигации выплачивать раз в полгода, в отличие от акции, для которой наиболее часто распрос­траненный период выплаты дивиденда в мировой практике состав­ляет каждые три месяца.

Какую бы конкретную форму ни имел процентный доход по облигации, в экономическом плане он всегда представляет собой фиксированный процент. Это связано с тем, что в отличие от ак­ции процент по облигации есть рыночная плата (цена) за предос­тавленную ссуду. Рыночная цена может быть зафиксирована в аб­солютной, относительной величине или в виде иного порядка ее определения на момент расчета по ссуде. Но она всегда должна быть фиксирована, иначе перестанет быть рыночной ценой. Ди­виденд по акции — это не плата за ссуду, а результат управленчес­кого решения по распределению чистого дохода на реинвестируе­мую часть и на присваиваемую часть. Поэтому дивиденд по своей основе не может быть заранее фиксируемой величиной, так как и размер чистого дохода, и пропорция его разделения на части под­вижны, изменчивы, и их искусственная фиксация на сколько-ни­будь длительный срок обязательно придет в противоречие с инте­ресами либо акционеров, либо акционерного общества.

Обеспеченные и необеспеченные. Гарантиями со стороны эмитента выполнения обязательств по облигации могут быть либо его имущество, либо его доброе имя на рынке, либо им могут быть привлечены гарантии другого участника рынка.

Обеспеченные облигации*—*это облигации и, вы пускаемые под за­лог у третьего лица, которым обычно становится назначаемый кре­диторами банк, какого-либо конкретного вида имущества их эми­тента (например, под залог каких-то ценных бумаг, имеющихся у эмитента, или под залог его ценного оборудования и др., в общем, всего того, что может быть достаточно легко продано на рынке и доход от продажи которого способен покрыть долг эмитента). В случае невыполнения эмитентом своих долговых обязательств залог продается на рынке, а вырученные средства идут на погашение долгов перед кредиторами, т. е.владельцами данного вида облигаций.

К обеспеченным облигациям относятся и облигации, выпуска­емые под гарантию другого участника рынка, которому доверяют кредиторы эмитента. В случае неплатежеспособности эмитента долги по облигациям обязан выплатить гарант облигационного займа.

Необеспеченные облигации —это облигации, которые не имеют какого-либо имущественного обеспечения, а своего рода «немате­риальной гарантией» для них является общий высокий кредитный рейтинг эмитента и его имидж как компании, которая всегда пол­ностью выполняет свои рыночные обязательства. На самом деле даже в случае выпуска необеспеченных облигаций последние яв­ляются обеспеченными, но только уже не заранее определенным видом имущества эмитента, а всем его имуществом в целом.

Порядок выпуска облигаций акционерными обществами регламентируется Федеральным законом «Об акционерных обществах». В соответствии с названным Законом при выпуске облигаций акционерными обществами должны быть coблюдeны следующие дополнительные условия:

* номинальная стоимость всех выпущенных обществом облигаций не должна превышать размер уставного капитала общества либо величину обеспечения, предоставленного обществу третьими лицами для целей выпуска;
* выпуск облигаций допускается после полной оплаты уставного капитала;
* выпуск облигаций без обеспечения допускается на третьем году существования общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества;
* общество не вправе размещать облигации, конвертируемые в акции общества, если количество объявленных акций общества меньше количества акций, право на приобретение которых предоставляют облигации.

Обращение. В отличие от акций, обращение облигаций не ха­рактеризуется такой же активностью. Хотя в ряде случаев облига­ции и присутствуют на фондовых биржах, поскольку часто этого требуют условия налогообложения процентного дохода или по дру­гим причинам, основной оборот облигаций совершается на вне­биржевом рынке. Это связано с тем, что каждая эмиссия облига­ций различна по своим условиям: срокам, процентным ставкам, встроенным опционам (правам) и т.д. Поэтому конкретная обли­гация не представляет всеобщего интереса или интереса для всех участников рынка одновременно, а лишь для их отдельных групп. У облигации, как правило, отсутствует общий рынок, имеется лишь сегментированный, т. е. свои обособленные профессиональные торговцы и клиенты (инвесторы).

Облигации выступают главным инструментом мобилизации средств правительствами, различными государственными органами и муниципалитетами. К организации и размещению облигационных займов прибегают и компании, когда у них возникает потребность в дополнительных финансовых средствах. [15, стр.79]

Эмиссия облигаций во всех странах растет и обеспечивает основную часть привлекаемых с рынка ценных бумаг денежных средств. Широко развивается рынок корпоративных облигаций и в нашей стране. Начиная с 1995 г., когда начали появляться первые корпоративные облигации, их выпуск постоянно увеличивается, и уже к настоящему времени говорят о буме на этом рынке.

1.2.Государственные и корпоративные облигации

Ценные бумаги - необходимый атрибут развития рыночного оборота. С их помощью могут оформляться как кредитные, так и расчетные отношения, передача прав на товара и залог недвижимости и многие другие необходимые в рыночной экономике операции. Этот правовой инструмент позволяет ускорять расчеты между участниками имущественных отношений, вовлекать в кредитно-денежные и товарные обязательства широкий круг лиц, содействую эффективному удовлетворению их имущественных интересов и, вместе с тем, охраняя их от возможных злоупотреблений недобросовестных партнеров. Однако, для нормального функционирования этот институт рынка - как никакой другой - нуждается в тщательно продуманной и оформленной правовой регламентации.

Практика и экономическое развитие большинства стран показывает, что государство не может быть профессиональным предпринимателем. При этом оно всегда сохраняет прямую зависимость от тех, кто профессионально занимается бизнесом. Поэтому государство никогда не выпускает акций или товарораспорядительных документов (предоставляющих конкретные товарные массы на хранение или в оборот). На его долю остаются лишь долговые денежные бумаги - то есть ценные бумаги, оформляющие отношения займа, а именно – облигации.

Понятие государственной облигации вытекает из ст. 817 ГК РФ:

• государственная облигация *—* это ценная бумага, выпускае­мая государством и удостоверяющая договор государствен­ного займа;

• государственная облигация— это ценная бумага, удостове­ряющая право гражданина или юридического лица на полу­чение от Российской Федерации или субъекта РФ предос­тавленных им взаймы денежных средств или, в зависимости от условий займа, иного имущества, установленных процентов либо иных имущественных прав в сроки, предусмотрен­ные условиями выпуска займа в обращение.

Государственная облигация есть форма существования государ­ственного долга. Если государство реализует свои облигации внутри страны, то они есть форма существования внутреннего долга. Если государственные облигации продаются за пределами страны, то они представляют собой внешний долг государства. Такого рода обли­гации обычно называются «еврооблигациями».

В 817 статье ГК РФ содержится важное положение, согласно которому прави­ла о договоре государственного займа применяются и к займам, выпускаемым муниципальным образованием. Тем самым с юри­дической точки зрения государственная облигация и муниципаль­ная облигация, или облигация, выпушенная муниципальным ор­ганом власти, ничем не отличаются. (Что косвенно свидетельствует об искусственности имеющегося пока что в России разделения ор­ганов власти на государственные и муниципальные). [16, стр.138]

Отношение государствен­ной облигации с капиталом имеет двойственный характер. С по­зиций государства как эмитента государственная облигация есть частица займа государства, но не заемного капитала, так как день­ги, взятые в долг государством, не представляют собой капитал, они не используются в целях получения прибыли, чистого дохода. Проценты по такой облигации выплачиваются из общей суммы доходов государственного бюджета.

С позиций покупателя облигации, т. е. инвестора, она представ­ляет собой такой же капитал, как и любые другие приобретаемые им облигации или акции, поскольку приносит ему процентный доход.

Государственные облигации в ус­ловиях развитой экономики страны обычно имеют сле­дующие экономические преимущества перед ценными бумагами корпоративных эмитентов:

1) Самый низкий уровень риска или самый высокий относи­тельный уровень надежности для инвестиций.

Это связано с тем. что доходы государственного бюджета всегда позволя­ют своевременно и в полном объеме выполнять долговые обя­зательства по ним;

2) Частольготное налогообложение любых доходов инвестора по этим облигациям. Данный порядок применяется государ­ством для того, чтобы в экономике всегда имелся спрос на его облигации и в нужный момент не возникло бы проблем с продажей необходимого их количества частным инвесто­рам.

В отличие от корпоративных ценных бумаг, выпуск которых во времена существования СССР не осуществлялся, рынок государ­ственных облигаций не прекращал своего существования даже в условиях социалистической, т. е. некапиталистической, формы организации экономики. Причина этого коренится в том что го­сударственная облигация, как уже упоминалось, имеет в себе и некапиталистическую («некапитальную») сторону. Выпускаемые прежде в СССР государственные займы были приспособлены для обращения в условиях плановой, т. е. нерыночной, экономики. Но тем не менее можно с полным правом утверждать, что история рынка государственных облигаций в нашей стране еще не преры­валась. [15, стр.35]

Выпуск государственных облигаций осуществ­ляется на основе Федерального закона от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращении государственных и муни­ципальных ценных бумаг».

Эмиссия государственных облигаций обычно осуществляется Министерством финансов РФ или государственными органами, уполномоченными на это субъектами РФ (в широком смысле — и муниципальными органами управления).

Основными покупателями государственных облигаций в зави­симости от их вида являются: банки, пенсионные и страховые ком­пании, инвестиционные фонды, население.

Государственные облигации выпускаются либо в обычной до­кументарной форме, при которой каждая облигация существует в виде отдельного документа, либо в специфической документарной форме. Последняя означает, что сам выпуск оформляется докумен­тарным сертификатом сразу на все составляющие его облигации, а их учет по отдельным владельцам осуществляется в бездокументар­ной форме, т. е. в виде записей на счетах в уполномоченных депо­зитариях.

Государственные облигации обращаются на бирже­вом или внебиржевом рынках, наряду с ценными бумагами кор­поративных эмитентов. Российский биржевой рынок государствен­ных облигаций организован на базе Московской межбанковской валютной биржи.

Государственные облигации часто занимают ведущее место на рынке облигаций, где их доля в разных странах доходит до 50%. В структуре государственных ценных бумаг обычно наибольший вес имеют среднесрочные и долгосрочные облигации*.* Российский рынок государственных облигаций также занимает видное место на внут­реннем рынке ценных бумаг. Его тенденцией тоже является стрем­ление государства увеличивать долю все более долгосрочных обли­гаций по сравнению с краткосрочными облигационными займами.

В отличие от выпуска корпоративных облигаций, принесенные которыми денежные средства используются для из­влечения прибыли (чистого дохода), выпуск государственных об­лигаций преследует совершенно иные цели, в частности:

1) покрытие дефицита государственного бюджета на неинфля­ционной основе, т. е. без дополнительного выпуска денег в обращение;

2) Привлечение внебюджетных средств для финансирования тех или иных целевых государственных программ в области стро­ительства жилья, дорог и т.п.;

3) Государственное регулирование количества денег в обраще­нии, снижение инфляции и другие направления воздействия на экономику страны.

Рыночная цена государственной облигации образуется по тем же правилам, что и цена корпоративной облигации.

Хотя по своей сути все облигации, выпускаемые госу­дарством, являются государственными, на практике каждый их са­мостоятельный вид получает свое собственное юридическое на­звание, позволяющее отличать его от других видов государствен­ных облигаций. В мировой практике часто не существует единого наименования выпускаемых государством ценных бумаг, напри­мер, как в России. Каждый их вид имеет свое название, обычно в зависимости от срока, на который государство берет деньги в долг. Например, в США облигации сроком до года называются казна­чейскими векселями, сроком до 10 лет — ноты, с еще большими сроками— бонды.

Основными современными видами российских государствен­ных облигаций являются:

* облигации российского внутреннего валютного займа 1993 г. (ОРВВЗ);
* государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО);
* облигации федерального займа (ОФЗ);
* государственные сберегательные облигации (ГСО);
* облигации государственных нерыночных займов (ОГНЗ).

Кроме перечисленных, могут выпускаться российские государ­ственные облигации и других видов, разрешенных уже имеющей­ся правовой базой.

Облигации российского внутреннего валютного займа (ОРВВЗ). Цель выпуска — возвращение юридическим и физическим лицам их валютных средств, которые хранились в Банке внешнеэконо­мической деятельности СССР на момент его банкротства летом 1991 г. В мае 1993 г. Министерством финансов РФ был осуществ­лен внутренний валютный заем, в соответствии с которым долги перед юридическими лицами переводились в облигации этого зай­ма. (Долги перед физическими лицами были погашены в полном объеме с 1 июля 1993 г.)

Условия займа: валюта займа—доллары США, процентная ставка— 3% годовых. Объем займа — 7885 млрд долл. в 1993 г. и 5050 млрд долл. в 1996 г. Номинал облигации— 1000, 10 000 и 100 000 долл. США. Форма выпуска — предъявительская облигация с купона­ми. Дата выплаты по купонам — 14 мая каждого года; купон дей­ствителен в течение 10 лет. Всего было выпушено 7 серий облига­ций, из которых к настоящему времени остаются три транша: 5-й транш — на сумму 2.167 млрддолл. и с датой погашения — 14 мая 2008 г.; 6-й транш — на сумму 1,750 млрддолл. и с датой погаше­ния — 14 мая 2006 г.; 7-й транш — на сумму 1.750 млрддолл. и с датой погашения — 14 мая 2011 г.

Облигации данного займа свободно продаются и покупаются с расчетом за рубли или за конвертируемую валюту, но их вывоз из России запрещен. Приобретение этих облигаций иностранными юридическими или физическими лицами (т. е. нерезидентами) разрешено только за счет средств специальных рублевых счетов в уполномоченных российских банках. Валютные облигации могут вноситься в качестве вклада в уставный капитал предприятий и коммерческих организаций.

Государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО). Выпускаются Министерством финансов РФ с 1993 г.. до дефолта 1998 г. они были основным видом государственных облигаций в нашей стране.

ГКО имеет характеристики:

– сроки обращения —до 1 года;

– номинал — обычно 1000 руб. ( устанавливается эмитентом при выпуске);

– форма существования —документарная (но с обязательным централизованным хранением сертификата и учетом владель­цев на бездокументарной основе);

– именная;

– форма дохода—дисконт, т. е. облигации продаются по цене ниже номинала;

– место торговли — Московская межбанковская валютная бир­жа, которая выполняет одновременно функции торговой си­стемы, расчетной системы и депозитария. Облигации федерального займа (ОФЗ). Выпускаются Министер­ством финансов РФ с июля 1995 г. Цель — постепенный переход государства к заимствованию денежных средств на долгосрочной основе.

ОФЗ имеют характеристики:

– сроки обращения — свыше 1 года;

– форма существования — документарная (но с обязательным централизованным хранением сертификата и учетом владель­цев на бездокументарной основе);

– номинал — обычно 1000 руб.;

– именная;

– вид дохода — фиксированная или переменная купонная ставка;

– место торговли — Московская межбанковская валютная биржа.

Существуют четыре разновидности облигаций федерального займа в зависимости от особенностей установления процентного дохода по ним:

1) ОФЗ с фиксированным купонным доходам (ОФЗ-ФД)— по таким облигациям процентный доход заранее фиксируется на каждый соответствующий период, например, на каждый конкретный год всего срока существования облигации уста­навливается свой процентный (купонный) доход;

2) ОФЗ с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД) — в дан­ных облигациях устанавливается единая процентная ставка дохода на весь срок существования облигации;

3) ОФЗ с переменным купонным доходом (ОФЗ-ПК) — в этой облигации процентный доход не фиксируется при выпуске облигации, а определяется для каждого периода его выпла­ты на основе доходности ГКО (например, доход устанавли­вается на каждые последующие три месяца, исходя из сред­ней доходности по ГКО) или путем привязки к иным ры­ночным показателям;

4) ОФЗ с амортизацией долга (ОФЗ-АМ) — в данной облига­ции процентная ставка является единой на весь период и на­числяется только на непогашенную частьдолга. Погашение номинальной стоимости облигаций выпуска осуществляет­ся заранее определенными частями в установленные даты из числа дат, совпадающих с датами выплаты купонов (процен­тов).

Государственные сберегательные облигации (ГСО). Цель выпус­ка со стороны Министерства финансов РФ— привлечение средств юридических лиц на длительные сроки на взаимовыгодных для сторон условиях, а также создание инструмента для вложения средств паевых инвестиционных и негосударственных пенсион­ных фондов, а также страховых организаций.

Основные характеристики:

– сроки обращения — среднесрочные и долгосрочные; номинал— 1000 руб.;

– документарная;

– гашение — осуществляется в денежной форме или путем об­мена на новые выпуски ОГНЗ.

Государственные облигации, размещаемые на мировом рынке (ев­рооблигации). С 1996г. Россия осуществляет размещение своих долговых пенных бумаг на мировом рынке. На европейском рын­ке эти бумаги называются еврооблигациями.

Основные характеристики:

– сроки обращения — 5—10лет;

– номинал — в долларах США, в евро или других валютах, кро­ме (важно!) российского рубля;

– доход:

– фиксированный на весь срок обращения купонный доход; устанавливается в процентах к номиналу примерно на уровне 9—13% годовых;

– выплачивается в валюте номинала 1—2 раза в год;

– форма существования — обычно документарная;

– первичное размещение — через международный синдикат банков сразу не менее чем в двух или более странах мира; эмиссия еврооблигаций не подлежит регистрации ни в ка­кой стране мира;

– обращение — еврооблигации свободно обращаются на ми­ровом рынке ценных бумаг.

Корпоративная облигация - это ценная бумага, удостоверяющая отношения займа между ее владельцем (кредитором) и лицом, ее выпустившим (заемщиком), в качестве последнего выступают акционерные общества, предприятия и организации других организационно-правовых форм собственности.

К основным характеристикам облигаций относят: стоимостную оценку, купон, период обращения.

Корпоративные облигации имеют нарицательную цену (номинал) и рыночную цену.

Номинальная стоимость облигации обозначает сумму, которая берется взаймы и подлежит возврату по истечении срока ее обращения. Номинальная цена является базовой величиной для расчета принесенного облигацией дохода.

Процент по облигации устанавливается к номиналу, прирост (уменьшение) стоимости облигации за соответствующий период рассчитывается как разница между номинальной стоимостью, по которой облигация будет погашена и ценой покупки облигации.

Как правило, облигации выпускаются с высокой номинальной стоимостью. Они ориентированы на богатых инвесторов, как индивидуальных, так и институциональных. Этим они отличаются от акций, номинальную стоимость которых эмитент устанавливает в расчете на приобретение их широкими слоями инвесторов. Следует при этом отметить, что для акций номинальная стоимость — величина довольно условная, они и продаются, и покупаются преимущественно по цене, не привязан­ной к номиналу, то для облигаций номинальная стоимость является очень важным параметром, значение которого не меняется на протяжении всего срока облигационного займа. Именно по изначально зафиксированной величине номинала облигации будут погашаться по окончании срока их обращения. [6, 20]

С момента их эмиссии и до погашения они продаются и покупаются по установившимся на рынке ценам. Рыночная цена в момент размещения облигации может быть ниже номинала, равна номиналу и выше номинала. В дальнейшем рыночная цена облигаций определяется исходя из ситуации, сложившейся на рынке облигаций и финансовом рынке в целом к моменту продажи, а также двух главных элементов самого облигационного займа. Этими элементами являются:

– перспектива получить при погашении номинальную стоимость об­лигации (чем ближе в момент покупки облигации срок ее погашения, тем выше ее рыночная стоимость);

– право на регулярный фиксированный доход (чем выше доход, прино­симый облигацией, тем выше ее рыночная стоимость).

Рыночная цена облигаций зависит и от ряда других условий, важнейшим из которых является надежность (степень риска) вложений.

Поскольку номиналы у разных облигаций существенно различаются между собой, то часто возникает необходимость в сопоставимом измери­теле рыночных цен облигаций. Таким показателем является курс.

Курсом облигации называется значение рыночной цены облигации, вы­раженное в процентах к ее номиналу. Например, если облигация с номиналом 100000 руб. продается за 98 500 руб., то ее курс 98,5. В зарубежной литературе помимо перечисленных (номинальной и ры­ночной) приводится еще одна стоимостная характеристика облигаций — их выкупная цена, по которой эмитент по истечении срока займа погашает облигации. Выкупная цена может совпадать с номинальной, а может быть выше или, наоборот, ниже ее. Российское законодательство исключает существование выкупной цены, так как Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» закрепляет право держателя на получение от эмитента ее номиналь­ной стоимости. Это означает, что облигации могут погашаться (выкупать­ся) только по номинальной стоимости.

На рынке различные облигации предлагают и различ­ные проценты по купону. В целом уровень купона будет зависеть от двух параметров: надежности эмитента и сро­ка, на который выпущена облигация. Чем менее надежен эмитент, тем более высокий уровень купона он долен пре­доставить по облигации, чтобы компенсировать потенци­ально более высокий риск повышенным доходом. Чем на более длительный период выпускается облигация, тем более высокий купон она должна нести, поскольку для инвес­тора растет риск, связанный с владением такой бумагой.

Крупная компания, если она стремится сделать свои облигации привлекательными для инвесторов, должна обес­печить более высокий уровень купона, чтобы компенсиро­вать риск вложения денег в эти бумаги. Кроме того, она столкнется с более жесткими ограничениями срока, на ко­торый могут быть выпущены ее облигации, поскольку с продлением жизни облигации возрастает и риск возможных потерь для инвестора. Какой бы крупной и надежной ни была компания в момент эмиссии бумаг, в перспективе для нее, увеличивается риск неплатежей, риск ликвидности ее ценных бумаг. Поэтому она вряд ли сможет разместить на рынке долгосрочный займ, хотя в каждом конкретном случае такая возможность будет зависеть от складывающейся конъ­юнктуры рынка.

Небольшая, стабильно работающая фирма выпустит облигации под еще больший процент и на более короткий срок. Поскольку риск приобретения бумаг такой компании довольно высок, вкладчики вряд ли согласятся приобре­тать ее бумаги на период более года. Конечно, данная ком­пания могла бы привлечь средства вкладчиков, например, на 5 лет, однако в этом случае ей пришлось бы предло­жить купон порядка 40%, но подобное финансовое бремя оказалось бы для нее чрезмерным. Крупная компания в кри­зисном состоянии может рассчитывать на реализацию своего займа только под высокий процент и на непродолжительное время.

Приобретая корпоративные облигации, инвестор дол­жен оценить их инвестиционные качества и взвесить риск и доходность по этим ценным бумагам.

К факторам риска, которые должны приниматься инвестором во внимание при решении и приобретении облигаций эмитента можно отнести:

1. Экономические факторы.

* Изменение законодательства (таможенного, налогового, рынка ценных бумаг и др.)
* Изменение финансово-хозяйственной деятельности эмитента
* Нестабильность экономической ситуации в народном хозяйстве, уровень инфляции
* Размер конкуренции в целом по основной деятельности, на рынке ценных бумаг и перспективы развития эмитента
* Развитие инфраструктуры рынка ценных бумаг.

2. Политические факторы – изменение законодательства РФ. [17, 34]

Оценка инвестиционных качеств облигаций производится по следующим направлениям:

Во-первых, определяется надежность компании по осущест­влению процентных выплат. С этой целью производится сопо­ставление дохода, получаемого компанией в течение года, с сум­мой процентных платежей по всем видам займов. Величина до­хода в 2—3 раза должна превышать размер процентных выплат, что свидетельствует об устойчивом финансовом состоянии кор­порации. Анализ целесообразно производить в динамике за ряд лет. Если тренд возрастающий, то фирма наращивает свои воз­можности для покрытия процентных платежей. Если же тренд понижающийся, то это свидетельствует о нестабильности дея­тельности компании и с течением времени она не сможет в полном объеме обеспечить процентные выплаты.

Во-вторых, оценивается способность компании погасить имеющуюся задолженность по всем основаниям. Инвестор дол­жен учитывать, что, кроме облигационного долга, у фирмы мо­гут быть и другие долговые обязательства. Поэтому в процессе анализа производится сопоставление потока поступлений де­нежных средств в компанию с общей суммой задолженности. Приемлемым уровнем считается, если сумма дохода по отноше­нию к величине долга составляет не менее 30%.

В-третьих, оценивается финансовая независимость компа­нии. С этой целью общая сумма долга сопоставляется с собст­венным капиталом фирмы. Обычно считается, что предприятие находится в хорошем финансовом состоянии и не зависит от внешних источников финансирования, если величина долга не превышает 50% ее собственного капитала. Кроме перечисленных показателей, производится оценка платежеспособности фирмы, ликвидности активов, рентабель­ности функционирования и других качественных параметров деятельности компании. Рядовому инвестору провести качест­венный анализ облигаций практически невозможно. Крупные инвестиционные компании имеют в своем штате службы анали­за, рекомендации которых обеспечивают принятие обоснован­ных решений.

Корпоративные облигации, обращающиеся на российском рынке, условно можно разделить на три основные группы:

1. среднесрочные валютно-индексированные облигации (срок обращения 2-5 лет);
2. краткосрочные (3-9- месяцев);
3. небольшие займы региональных компаний, предусматривающие плавающую ставку процента, обычно привязанную к ставке рефинансирования Центрального Банка России или ставкам по депозитным счетам Сбербанка РФ.

Доходность корпоративных облигаций колеблется от 8 до 18% в зависимости от надежности эмитента облигаций. На рынке обращается большое разнообразие выпусков облигаций, из которых инвестор может выбрать наилучшее для себя сочетание доходности и риска. Есть облигации надежных, крупных компаний с небольшими купонными выплатами, есть также "бросовые" облигации некрупных предприятий с высокими процентными платежами. Особенно высока доходность по облигациям новых небольших эмитентов, которые впервые выводят на рынок свои ценные бумаги.

Государственные облигации РФ (ОФЗ) не представляют интереса для массового инвестора ввиду их низкой доходности (около 8% годовых).

В 2006 году более 80 компаний и банков выпустили свои облигации. Среди них были как высококлассные, так и менее надежные эмитенты.

Облигации можно продать в любой день или дождаться срока погашения облигации эмитентом (срок облигации 3-5 лет). Накопленный доход по купону и номинальная стоимость облигаций перечисляются на счет инвестора, открытый у брокера.  
Основные торги облигациями ведутся в Секции фондового рынка ММВБ.

Таким образом, облигация – долговая ценная бумага. Купив облигацию компании-эмитента, инвестор становится ее кредитором. Эмитент обязуется выплатить держателю облигации по окончании срока ее обращения номинальную стоимость облигации и заранее известный или легко прогнозируемый стабильный доход в виде процентов от номинальной стоимости. Существует обширная классификации облигаций по видам. Наиболее распространенной является деление облигаций по виду эмитента: государственные и корпоративные. Государственные облигации выпускаются государством, муниципалитетами. Корпоративные облигации выпускают банки, а также компании самых разных отраслей.

Облигации, как правило, считаются более безопасным инвестиционным инструментом, чем акции, поскольку их владельцы имеют приоритет в требовании доли активов компании в случае ее ликвидации или реструктуризации. Для эмитентов облигации являются надежной альтернативой банкам и другим кредиторам, которые могут предлагать менее привлекательные финансовые условия, чем рынки капитала: например, более высокие процентные ставки по займам.

**ГЛАВА 2. АНАЛИЗ РОССИЙСКОГО РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ**

2.1. Анализ ситуации на российском рынке облигаций в период кризиса

Быстрый рост российской экономики, выплата Россией долга Парижскому клубу кредиторов, положительная динамика золотовалютных резервов способствовали в 2006 году повышению мировыми рейтинговыми агентствами инвестиционного рейтинга России. Это явилось сильным толчком к уверенному росту российского долгового рынка в 2006 году, который продолжил свою положительную динамику и в первой половине 2007 года. В результате большое число иностранных инвесторов обратили свое внимание на этот сегмент. Приток иностранного капитала в Россию (в первой половине 2007 года прирост золотовалютных резервов составил 34%) способствовал развитию рынка корпоративных заимствований, который в результате стал зависим от ситуации на внешних мировых площадках.

Необходимо отметить тот факт, что Россия относится к странам с развивающейся экономикой. Поэтому инвесторы с особым вниманием оценивают инвестиционный риск, который характеризует российские рынки. Так, в первой половине 2007 года динамика значений индекса EMBI + Russia spread имела боковую направленность. Индексы EMBI+ рассчитываются инвестиционным банком и отражают усредненный спрэд облигаций страны к безрисковым облигациям (ценным бумагам Федеральной резервной системы США). Эти индексы являются важнейшим индикатором состояния суверенного долга стран формирующихся рынков. Динамика индексов отслеживается всеми крупными инвесторами в процессе принятия решений о размещении части своих активов в облигации указанных стран. Сохранение тенденции к снижению значения EMBI+ Russia spread свидетельствует об уменьшении премии за риск для участников рынка при покупке российских облигаций, что означает повышение инвестиционной привлекательности России в глазах иностранных инвесторов. Это говорит о том, что премия за риск для участников рынка при покупке российских облигаций в этот период практически имела стабильное значение.[33]

Итоги уходящего 2007 года однозначно необходимо оценивать с учетом кризиса, охватившего мировые финансовые рынки. Ситуация, сложившаяся на рынке недвижимости в США в начале года, когда высокий уровень доходов и низкие ипотечные ставки увеличили покупательную активность на рынке жилья, заставляла задуматься. В середине августа 2007 года после публикации данных о рынке ипотечного кредитования в США стало ясно, что сбылись самые пессимистичные прогнозы. В Соединенных Штатах разразился кризис на ипотечном рынке, который усугубила и без того двойственная ситуация в экономике.

Российский долговой рынок ощутил на себе воздействие мирового кризиса. Недостаток ликвидности на внешних рынках способствовал оттоку средств с рублевого рынка. Российский долговой рынок, начиная с середины августа 2007, находился в глубоком кризисе, основными чертами которого были снижение уровня рублевой ликвидности в банковском секторе, уменьшение объемов совершаемых сделок и размещений и рост доходности по долговым инструментам.

За период с июня по ноябрь 2007 года остатки денежных средств кредитных организаций на корреспондентских и депозитных счетах в Банке России снизились с 1706 млрд. руб. до 568 млрд. руб. (изменение составило 1138 млрд. руб.). (рис.2.1)

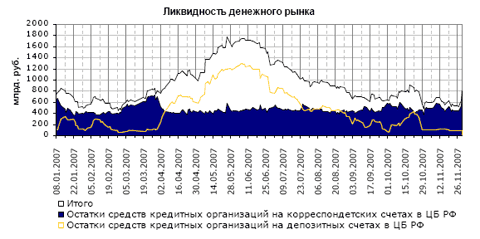


Рис.2.1. Ликвидность денежного рынка

Как видно из рисунка, к концу 2007 года средства на корреспондентских счетах и депозитных счетах ЦБ РФ стали уменьшаться – вкладчики забирали свои средства. Если в середине июня средства на депозитных счетах составляли около 1200 млрд. руб., то в ноябре 2007 составили меньше 200 млрд. руб. Значение уменьшилось на 83,3 % в относительном выражении. В целом наблюдалось снижение средств на 66,7 %.

На российском долговом рынке в результате кризиса ликвидности произошло снижение котировок и повышение доходности практически всех выпусков облигаций (изменение составило от 150-300 б.п. среди бумаг первого эшелона до 500-600 б.п. по менее ликвидным облигациям третьего эшелона). Снижение цены наглядно отражает динамика индекса RCBI (индекс корпоративных облигаций ММВБ) на рис. 2.2.



Рис. 2.2. Динамика индекса корпоративных облигаций ММВБ

Как видно из графика, в с августа 2007 года сократилось число первичных размещений корпоративных облигаций, фактически отсутствовали рыночные размещения (в сентябре состоялось лишь два размещения облигаций корпоративных эмитентов). Большинство инвесторов настороженно стали относиться к бумагам низкого кредитного качества, а эмитенты соответственно стали откладывать первичные размещения облигаций на более поздний период.

Таким образом, это сказалось на объемах размещений. В период с июня по ноябрь 2007 года номинальный объем облигационных выпусков на первичном рынке сократился на 16,0% по сравнению с аналогичным периодом 2006 года и составил 232,2 млрд. руб.

В результате отсутствия свободных денежных средств у инвесторов и возросших ставок на рынке межбанковского кредитования активность вторичного рынка (особенно в бумагах третьего эшелона) была сведена к минимуму. Большинство участников долгового рынка исключали данные бумаги из своего инвестиционного портфеля, в том числе предъявляя их к оферте. Среди компаний, у которых даты оферт по облигациям пришлись на период кризиса, оказались «Макси-Групп» (предъявлено к оферте 83% объема выпуска), «Талосто» (70%), «ЛОМО» (43%).

Эмитенты, чьи облигации в момент кризиса находились в обращении, также ощутили всю его глубину. Для поддержания интереса инвесторов к их бумагам и предотвращения риска их предъявления к оферте, т.е. к предложению заключить договор с изложением его существенных условий, им пришлось повышать процентные ставки по очередным купонам.

В 2007г. в структуре размещений преобладали облигации государственного сектора (73,6%). На долю корпоративного сектора бумаг пришлось 23,7% всех первичных размещений, остальной процент (2,7%) составляли муниципальные бумаги (рис. 2.3.)

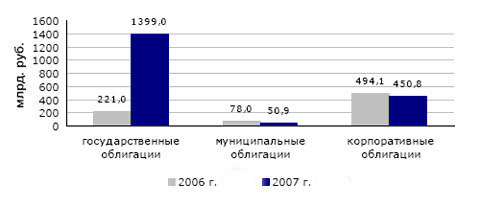


Рис.2.3. Размещения облигаций

В структуре размещений облигаций наибольшую долю в 2007 году составляли государственные ценные бумаги – 73,6 %. По сравнению с 2006 годом больше на 78 %. В то время как доля корпоративных облигаций в 2007 году по сравнению с 2006 годом снизилась на 50 млрд. руб. В целом в 2007 году объем выпусков облигаций в государственном секторе достигнет 1399,0 млрд. рублей, что в 6,3 раза превысит объем соответствующих размещений в 2006 году. Такой рост обеспечен, в первую очередь, выпусками бескупонных облигаций Центральным Банком РФ (2 эмиссии по 250 млрд. руб., 1 эмиссия — 350 млрд. руб.). В декабре 2007 года Банком России был произведен выпуск облигаций в размере 400 млрд. руб. Средний размер купонной ставки по государственным облигациям составил 6,3%.

На рынке муниципальных облигаций в 2007 году было привлечено 50,9 млрд. рублей. Количество эмитентов муниципального сектора в 2007 году составило 23 единицы. Наибольший по объему эмиссии в 2007 году стал выпуск бумаг Московской области (16 млрд. руб.), доля которого составила 31% всего объема размещений в данном секторе. Наиболее активно в 2007 году (также как и в 2006 году) привлекали средства те субъекты РФ, которые уже имеют в обращении облигационные выпуски. Средний объем выпуска среди муниципальных облигаций составил 2,1 млрд. руб. в 2007г.

Уровень цен муниципальных облигаций в течение первых 7 месяцев 2007 года колебался вокруг отметки 105% (по индексу Cbonds-Muni ценовой). В результате наступившего кризиса, начиная с августа, динамика данного показателя приобрела отрицательную направленность движения (минимальное значение в 102,4% было достигнуто 21.09.07 г.). В следствие постепенного улучшения ситуации на долговом рынке ценовой индекс муниципальных облигаций изменил свое движение в положительную область.[36]

По данным информационного агентства Cbonds, объем первичных размещений облигаций в корпоративном секторе в 2007 году составил 450,8 млрд. руб. (с учетом первичных размещений в декабре 2007 г.). Незначительное снижение данного показателя по сравнению с итогами 2006 года объясняется кризисом на мировых финансовых рынках.[36]

Средний объем эмиссии облигаций в корпоративном секторе в 2007 году по данным на конец ноября составил 2,3 млрд. руб. При этом средневзвешенная по объему эмиссии купонная ставка имела значение 8,66%.

Рассматривая отраслевую структуру облигационных выпусков среди бумаг корпоративного сектора, необходимо отметить, что подавляющую долю (41,6%) занимали бумаги банков и финансовых институтов. Вслед за ними 13,1% корпоративных первичных размещений пришлось на отрасль «Торговля», также с небольшим отставанием лидировали компании энергетической отрасли (10,4%).

В условиях постепенной стабилизации ситуации в мировой и российской экономике за­метно увеличился объем размещений на первичном рынке Конец весны — начало лета 2009 года характеризовались ростом деловой активности на российском рынке корпоративных облигаций.. Так, если в мар­те, апреле и мае объем размещений корпоративных облигаций на внутрен­нем рынке составлял 1—1,5 млрд долл. в месяц, то в июне он достиг 6,6 млрд долл. — это максимальное значение за все время существования рынка.

Помимо улучшения внешнего фона свою роль в столь заметном росте мог сыграть, по всей видимости, и значитель­ный «навес» из неразмещенных ранее и отложенных выпусков. В первые месяцы кризиса в связи с уменьшением склонно­сти инвесторов к риску и увеличением стоимости заимствований объем разме­щений существенно сократился. Если на внутреннем рынке облигации еще раз­мещались, то первичный рынок россий­ских еврооблигаций оказался фактиче­ски заморожен с августа 2008 года.

Мировой финансовый кризис су­щественным образом изменил картину российского рынка облигаций. В прошлом остались низкие процентные ставки и определенное равнодушие ин­весторов к вопросам контроля за риска­ми. В новых условиях спросом, в первую очередь, стали пользоваться наименее рисковые облигации, поэтому основная часть размещаемых бумаг приходилась на облигации наиболее крупных и на­дежных заемщиков. Хороший спрос со стороны инвесторов позволял таким компаниям в июне даже увеличивать в ходе размещения объем предложения. Так, ЛУКОЙЛ разместил 23 июня бир­жевые облигации на 15 млрд рублей, хотя первоначально планировал при­влечь лишь 5 млрд рублей.[32]

Одним из наиболее заметных про­явлений кризиса стал рост процентных ставок и их значительная сегментация по категориям заемщиков. Во втором полугодии 2008 года доходность облига­ций «первого эшелона» (в рейтинге облигаций) выросла на вну­треннем вторичном рынке с 6—9% до 10—18% годовых (для отдельных выпу­сков ставки поднялись еще выше), «вто­рого эшелона» — с 8—12% до 20—30% годовых. Доходность облигаций «тре­тьего эшелона» увеличилась еще силь­нее. На конец 2008 года на внутреннем рынке около 110 выпусков торговалось с доходностью выше 100% годовых (это 17% от общего числа выпусков корпо­ративных облигаций, торгуемых на ФБ ММВБ).



Рис 2.4. Объем размещений корпоративных облигаций

Анализируя динамику размещений корпоративных облигаций, можно отметить что с сентября 2007 года рынок облигаций стал значительно уменьшаться. Практически не наблюдается размещений ни еврооблигаций, ни корпоративных облигаций. С марта по май 2008 года ситуация на рынке стала стабилизироваться, но в с сентября 2008 объемы размещений снова снизились.

После резкого ухудшения конъюн­ктуры рынка во второй половине 2008 года ситуация стала постепенно улуч­шаться. С начала 2008 года наблюда­лось снижение ставок. В результате, к июню доходность на аук­ционах по размещению наиболее каче­ственных бумаг установилась на уров­не 13,5—15,0% годовых.

По мере интеграции российского рынка в мировое эконо­мическое пространство динамика цен и процентных ставок на нем во все боль­шей степени определяется внешними факторами. Эта тенденция находит под­тверждение при построении модели за­висимости цен корпоративных облига­ций от различных факторов. Проведен­ный анализ показывает, что динамика цен корпоративных облигаций в наилуч­шей степени определяется динамикой ставок МБК на внутреннем рынке, дина­микой базовой процентной ставки ФРС. Статистическая значимость других объясняющих переменных, та­ких как динамика цен на нефть и курса рубля, при их включении в модель ока­залась сравнительно невысокой.[35]

Прирост индекса MICEX CBI представлен на рисунках 2.5.

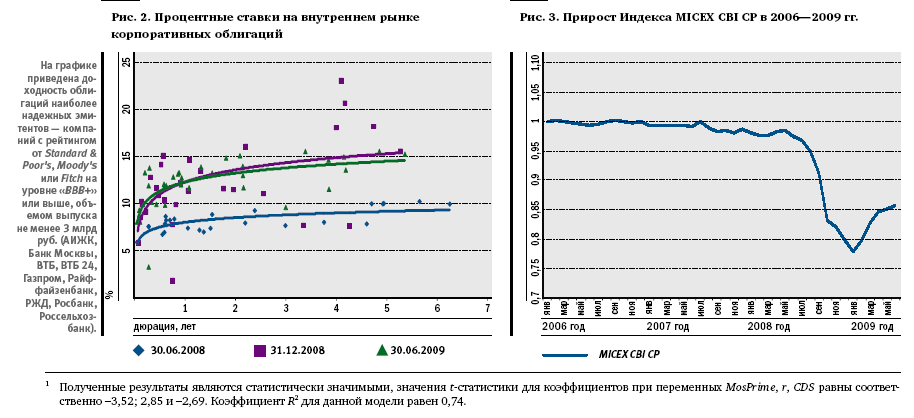


Рис. 2.5. Прирост индекса MICEX CBI в 2006-2009 гг.

Индекс корпоративных облигаций ММВБ (MICEX CBI) представляет собой взвешенный по объемам выпусков индекс облигаций корпоративных эмитентов, допущенных к обращению на Фондовой бирже ММВБ. Индекс рассчитывается с 1 января 2003 года (базовое значение 100 пунктов). Индекс MICEX CBI позволяет отслеживать как общее направление, так и краткосрочные колебания на рынке российских корпоративных облигаций, оценивать эффективность инвестиций в данные инструменты, строить прогнозы развития рынка.

Судя по графику, отмечается снижение ставки MICEX CBI. Если в 2006 г. она была равна 100 пунктам, то конце 2008 – начале 2009 годов ее значение резко уменьшилось на 21 пункт. Объемы торгов на рынке облигаций снизились. Если в конце 2008 года объем торгов составлял от 30-50 млрд.руб., то в начале 2009 г. объем торгов упал до 5,38 млрд.руб., что меньше в 8 раз. Далее ставка индекса корпоративных облигаций начала расти. Объем торгов не превышал 5 млрд.руб. до июня 2009 года. В июне-августе объем торгов составлял от 5-7 млрд. руб., а с сентября ситуация на рынке стала улучшаться, объем торгов начинал расти, но объем торгов не превышал значения 18,50 млрд.руб.(в середине сентября 2009). (рис.2.6.)

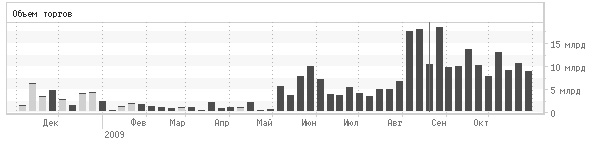


Рис.2.6. Объем торгов за 2009 год

При восстановлении рынок долгое время осваивает все первичные размещения, которые накапливаются с августа 2007 года. Эмитентов ждет серьезная конкурентная борьба за деньги инвесторов, что в свою очередь влияет на доходность рублевых облигаций Ее уровень по отдельным наиболее рискованным выпускам может превышать докризисные значения вплоть до 200 базисных пунктов, так как участники долгового рынка повысят свои требования к кредитному качеству эмитентов и ликвидности облигационных выпусков.

Таким об­разом, результатом кризиса рублевой ликвидности с конца июля 2007 года явилось приостановление эмитентами размещений уже объявленных облигационных выпусков на огромные суммы. Компании, надеясь на то, что долговой рынок придет в норму, не рискуют размещаться в текущих условиях. Дальнейшая динамика развития российского долгового рынка будет практически полностью зависеть от ситуации, складывающейся на внешних рынках. Учитывая возрастание индекса EMBI + Russia spread, можно говорить о том, что интерес иностранных инвесторов к российским долговым бумагам будет ослабленным. Эмитентам для привлечения внимания к выпускам придется повышать премию за риск для участников рынка при покупке российских облигаций.

Итак, в отсутствии каких—либо резко негативных внешних факторов можно ожидать дальнейшей постепенной ста­билизации ситуации на рынке облига­ций. Впрочем, многое будет зависеть и оттого, насколько успешно российские компании смогут пройти пик выплат по долгу.

2.2. Дефолты на рынке облигаций и реструктуризация задолженности

Мировой финансовый кризис сде­лал чрезвычайно актуальным целый ряд вопросов, которые ранее имели ско­рее теоретический интерес. Очевидной стала необходимость совершенствова­ния законодательства и принятия ряда законопроектов, которые в условиях благоприятной конъюнктуры могли бы обсуждаться еще длительное время.

Одной из самых серьезных для рынка проблем стал рост числа дефол­тов. Дефолты по облигациям случа­лись и раньше, но никогда еще в исто­рии российского рынка они не носили стать массовый характер. При этом ес­ли в первые месяцы кризиса проблемы с исполнением обязательств имели, в основном, компании сферы торгов­ли, транспорта, целлюлозно-бумажной промышленности и аграрного сектора, то уже осенью дефолты затронули прак­тически все отрасли российской эконо­мики.

В целом, с начала кризиса по май 2009 года на внутреннем рынке кор­поративных облигаций были зафикси­рованы дефолты по 105 ценным бума­гам 85 компаний—эмитентов, из ко­торых дефолты по 32 облигациям 64 компаний-эмитентов являются реаль­ными (при просрочке исполнения обя­зательства по выплате купона на срок более 7 дней или просрочке исполне­ния обязательства по погашению номи­нальной стоимости облигации на срок более 30 дней). Таким образом, с про­блемами с обслуживанием долга стол­кнулись уже окаю 20% от общего числа эмитентов (на конец мая на ФБ ММВБ обращался 591 выпуск корпоративных облигаций 428 эмитентов). Общая сум­ма невыполненных обязательств пре­высила 95 млрд. руб., из них реальные дефолты составили около 84 млрд. руб.

Отношение объема невыполнен­ных обязательств (невыполненные ку­поны, оферты и погашения) к общему объему корпоративных облигаций в об­ращении составило на конец мая 5,4% (в том числе 4,8%по реальным дефол­там). Для сравнения, на 1 июня просро­ченная задолженность по кредитам по банковской системе РФ достигла 3,9%. Отношение объема дефолтных облига­ций к общему объему облигаций в об­ращении, которое также может рассма­триваться в качестве оценки доли про­блемных обязательств, составило на конец мая 9,5% (7,4% по реальным де­фолтам).(табл.2.1.)

Табл.2.1 Дефолты на рынке корпоративных облигаций

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Дата | Число эмитентов, допустивших дефолт | | Объем невыполненных обязательств, млрд. руб. | |
| всего | в т.ч. реальные дефолты | всего | в т.ч. реальные дефолты |
| Январь 2008 | – | – | – | – |
| Февраль 2008 | – | – | – | – |
| Март 2008 | – | – | – | – |
| Апрель 2008 | – | – | – | – |
| Май 2008 | 1 | – | 0,8 | – |
| Июнь 2008 | 4 | 1 | 3,8 | 0,5 |
| Июль 2008 | 1 | – | 0,1 | – |
| Август 2008 | 4 | 3 | 3,2 | 3,0 |
| Сентябрь 2008 | 5 | 1 | 1,5 | 1,0 |
| Октябрь 2008 | 11 | 7 | 5,1 | 4,2 |
| Ноябрь 2008 | 12 | 10 | 4,6 | 4,6 |
| Декабрь 2008 | 19 | 16 | 21,1 | 17,6 |
| Всего за 2008 год | 48 | 33 | 40,3 | 30,8 |
| Январь 2009 | 15 | 11 | 5,9 | 4,9 |
| Февраль 2009 | 19 | 17 | 15,6 | 15,5 |
| Март 2009 | 15 | 13 | 14,0 | 13,6 |
| Апрель 2009 | 19 | 17 | 14,4 | 14,1 |

Продолжение табл.2.1.

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Май 2009 | 12 | 12 | 5,2 | 5,2 |
| Всего за янв-май 2009 | 63 | 54 | 55,1 | 53,3 |
| Всего за 2008-2009 | 85 | 64 | 95,3 | 84,1 |

Необходимо отметить, что число эмитентов может не совпадать с суммой по месяцам, поскольку по облигациям ряда эмитентов было зафиксировано несколько дефолтов.

По данным, представленным в таблице, видно, что количество дефолтов с каждым месяцем все увеличивалось. Если с января по апрель 2008 дефолтов вообще не допускалось, то начиная с мая количество дефолтов начинает постепенно увеличиваться и к концу 2008 года мы видим, что 48 эмитентов допустило дефолт. Объемы невыполненных обязательств также увеличиваются с каждым месяцем и к концу 2008 года они составили 40,3 млрд.руб.

По данным за полгода 2009 года количество эмитентов, допустивших дефолтов и объем невыполненных обязательств даже больше, чем за весь 2008 год. Количество эмитентов, допустивших дефолт возросло на почти на 24 %, а объемы невыполненных обязательств на 42 %.

Уже первые дефолты выявили про­блему низкой защищенности владель­цев облигаций в случае неисполнения эмитентом своих обязательств. Возврат вложенных средств или хотя бы их ча­сти оказался на практике весьма труд­ным и затратным делом.

В случае реального дефолта по об­лигациям события в дальнейшем могут развиваться либо по пути поиска взаи­моприемлемого решения по реструкту­ризации займа, либо по пути обраще­ния в суд. Реструктуризация задолженности – это любое изменение в условиях погашения обязательств. Сложности с реструктуриза­цией в значительной степени обуслов­лены самой природой облигационного займа.[35]

В отличие от банковского креди­та, когда заемщик имеет дело с одним банком-кредитором или их небольшим числом (в случае синдицированного кредита), в случае с облигациями заемщик должен договариваться уже со зна­чительным числом инвесторов, преследующих подчас разные цели. Это суще­ственно усложняет поиск приемлемого для всех решения. Согласие же всех вла­дельцев с условиями реструктуризации является сейчас необходимым условием для ее успешного прохождения. Кроме того, даже если такой консенсус и до­стигнут, сам процесс реструктуризации может занять много времени.

Обращение инвесторов в суд с иска­ми к заемщику также помогает не всег­да. Разбирательство в судах при нали­чии у компании-эмитента грамотных юристов может длиться достаточно долго (по словам участников рынка, до 2—3 лет).

Решению проблемы защиты прав владельцев облигаций в значительной степени должно способствовать вве­дение на российском рынке институ­та -представителя владельцев облига­ций» и «общего собрания владельцев облигаций". Необходимость скорей­шего решения этого вопроса, обсуждав­шегося на рынке в течение нескольких лет, стала очевидной сразу после пер­вых дефолтов. В результате разработан­ный Федеральной службой по финансо­вым рынкам (ФСФР) соответствующий законопроект был достаточно быстро согласован и внесен в середине июня правительством РФ в Госдуму. Предпо­лагается, что представитель владель­цев облигаций должен будет обеспе­чить надлежащий контроль за испол­нением эмитентом облигаций своих обязательств, тогда как общее собра­ние владельцев облигаций станет ин­струментом консолидации воли вла­дельцев облигаций. Решение общего собрания владельцев облигаций будет обязательным для всех владельцев об­лигаций. [31]

Это суще­ственно усложняет поиск приемлемого для всех решения. Согласие же всех вла­дельцев с условиями реструктуризации является сейчас необходимым условием для ее успешного прохождения. Кроме того, даже если такой консенсус и до­стигнут, сам процесс реструктуризации может занять много времени.

Обращение инвесторов в суд с иска­ми к заемщику также помогает не всег­да. Разбирательство в судах при нали­чии у компании-эмитента грамотных юристов может длиться достаточно долго (по словам участников рынка, до 2—3 лет).

Решению проблемы защиты прав владельцев облигаций в значительной степени должно способствовать вве­дение на российском рынке институ­та -представителя владельцев облига­ций» и «общего собрания владельцев облигаций". Необходимость скорей­шего решения этого вопроса, обсуждав­шегося на рынке в течение нескольких лет, стала очевидной сразу после пер­вых дефолтов. В результате разработан­ный Федеральной службой по финансо­вым рынкам (ФСФР) соответствующий законопроект был достаточно быстро согласован и внесен в середине июня правительством РФ в Госдуму. Предпо­лагается, что представитель владель­цев облигаций должен будет обеспе­чить надлежащий контроль за испол­нением эмитентом облигаций своих обязательств, тогда как общее собра­ние владельцев облигаций станет ин­струментом консолидации воли вла­дельцев облигаций. Решение общего собрания владельцев облигаций будет обязательным для всех владельцев об­лигаций.

Законопроектом также устанавли­ваются иные механизмы, направлен­ные на защиту прав владельцев обли­гаций. В частности, законопроектом устанавливается процедура досрочно­го погашения облигации. В случае не­возможности исполнения в полном объеме обязательств, связанных с до­срочным погашением облигаций, пе­ред всеми владельцами облигаций, за­явившими соответствующие требова­ния, эмитент будет обязан исполнить такие обязательства пропорционально заявленным требованиям. Такой под­ход позволит исключить случаи, когда отдельные владельцы облигаций полу­чают выплаты в полном объеме, тогда как остальные владельцы получают вы­платы лишь частично, либо не получа­ют их вовсе.

Решению проблемы с реструкту­ризацией задолженности отчасти мо­жет помочь предлагаемый ФСФР пере­смотр существующих ограничений по возможности оплаты уставного капита­ла путем зачета требований к обществу (для кредитных организаций предпола­гается сохранить существующие огра­ничения при оплате уставного капита­ла, в том числе путем зачета требований к обществу). Разработанный ФСФР соот­ветствующий законопроект также был внесен правительством РФ в Госдуму.

Важным фактором для российско­го рынка является повышение инфор­мационной прозрачности. Более под­робная информация о дефолтах позво­лит инвесторам лучше контролировать риски. Кроме того, она должна способствовать сокращению числа недобро­совестных эмитентов— компаний, которые имеют средства для обслужива­ния своего долга, однако решили не возвращать долги под предлогом ми­рового кризиса. Участники рынка счи­тают, что такие компании могут при­сутствовать и среди эмитентов, допу­стивших дефолт на российском рынке облигаций.

В настоящее время списки дефолтных облигаций публикуются, в частно­сти, на сайтах ММВБ и информацион­ного агентства Cbonds*.* Впрочем, ряд участников рынка предлагает не огра­ничиваться этим и пойти еще дальше. Как пишет газета РБК daily, в ближай­шее время Национальная лига управ­ляющих (НЛУ) планирует опублико­вать на своем сайте имена и фотогра­фии руководителей и акционеров ком­паний, которые допустили дефолты по своим обязательствам и скрываются от кредиторов. Ожидается, что это может повлиять на ситуацию, поскольку риску в дальнейшем кре­диторы будут уделять все большее вни­мание при выборе актива для инвести­рования.[31]

Со своей стороны ММВБ предприня­ла также ряд действий, направленных на защиту прав инвесторов. С 1 июля вступили в действие новые Правила ли­стинга и Правила торгов, определяю­щие процедуру торгов и вво­дящие отдельные режимы торгов для дефолтных облигаций. В соответствии с правилами, ценная бумага будет те­перь исключаться из Котировального списка в случае неисполнения эмитен­том обязательств по любому из выпу­сков облигаций, допущенных к обра­щению на ФБ ММВБ с прохождением или без прохождения процедуры ли­стинга (за исключением случаев техни­ческого дефолта по облигациям корпо­ративных эмитентов). Правила торгов также были дополнены двумя новыми режимами торгов, предназначенными для заключения сделок с дефолтными облигациями.

В отсутствии новых внешних проблем и при сохранении достаточно стабильной ситуации с ликвидностью в банковской системе темпы роста просроченной задолженности в дальней­шем, скорее всего, уменьшатся. На это указывает и сокращение числа новых эмитентов, впервые допустивших де­фолт по корпоративный облигаци­ям, — если в конце 2008 — начале 2009 года таких эмитентов в среднем было около 10 в месяц (максимум 15 компаний был зафиксирован в дека­бре) , то в мае их число сократилось до одного.

Учитывая более взвешенный под­ход участников рынка к выбору акти­вов для инвестиций, а также наметив­шуюся тенденцию к увеличению доли крупных выпусков, среднее по рынку кредитное качество активов при благо­приятном развитии событий через не­которое время может оказаться лучше соответствующего показателя по бан­ковскому сектору.

2.3. Направления совершенствования по развитию рынка корпоративных облигаций

Как известно, рынок облигаций является наиболее инвестиционно-ориентированным сегментом россий­ского фондового рынка. Наряду с банковской системой он выступает одним из основных элементов, связывающих финансовый и реальный сектор эконо­мики РФ. До кризиса отношение объе­ма размещений корпоративных обли­гаций на внутреннем и внешнем рын­ке к объему инвестиций в основной ка­питал превышало 25%. Однако с осени 2008 года возможности для привлече­ния средств, в особенности для сред­них и мелких компаний, заметно ухуд­шились и эта доля стала снижаться.

В настоящее время в условиях ро­ста кредитных рисков банки испыты­вают сложности с долгосрочным рефинансированием уже выданных ими кре­дитов и неохотно идут на выдачу новых займов. Решению данных проблем мог­ло бы способствовать развитие рынка секьюритизированных облигаций — ценных бумаг, обеспеченных денежны­ми потоками от определенных активов. Средства, полученные при размещении секьюритизированных облигаций, обе­спеченных уже выданными кредитами (ипотечными, автокредитами, кредитами малым и средним предприятиям и другими), российские компании и бан­ки могли бы использовать для расширения кредитования экономики РФ.

Как частный случай секьюритизированных бу­маг могут рассма­триваться и ин­фраструктурные облигации, обе­спеченные созда­ваемыми инфра­структурными объектами и дохо­дами от их после­дующей эксплуа­тации. С учетом растущей важно­сти вопроса пре­доставления на­дежного обеспечения при привлечении заемных средств данные облигации могли бы быть до­статочно интересны как эмитентам, так и инвесторам.

Сей­час возможным рискам стало уделять­ся намного больше внимания, чем до кризиса. Это позволяет рассчитывать на то, что при адекватном контроле за рисками секьюритизированные обли­гации могут стать в дальнейшем весь­ма эффективным инструментом рефи­нансирования и привлечения средств в реальную экономику.

В значительной степени дальней­шее развитие российского рынка будет зависеть от того, удастся ли разработать полноценное законодательство о секьюритизации финансовых активов. В на­стоящее время принципиальным сдер­живающим фактором для развития вну­треннего рынка секьюритизации оста­ется отсутствие законодательной базы о секьюритизированных облигациях, обе­спеченных всеми прочими активами, кроме недвижимости. Действующий за­кон «Об ипотечных ценных бумагах» ре­гулирует лишь отношения, связанные с выпуском облигаций, обеспеченных залогом недвижимого имущества.

Несмотря на проблемы в мировой финансовой системе и ухудшение усло­вий заимствования, многие российские эмитенты по-прежнему планируют в те­кущем году размещение секьюритизиро­ванных облигаций. В частности, о планах проведения новых сделок по секьюрити­зации заявляли АИЖК, ВТБ 24 и МБРР.

Основной объективной причиной, тормозящей развитие рынка корпоративных облигации, является ныне действующее российское законодательство. Одним из основных недостатков законодательства является то, что правовые акты, не делают различий между такими видами ценных бумаг, как акции и облигации.

1. Все долговые ценные бумаги имеют ограниченный срок действия, который истекает в установленный срок погашения - Срок погашения – это дата окончания срока действия облигации, когда подлежит возврату основная сумма долга. Хотя облигации имеют целую серию специальных дат выплаты процентов, сумма погашения (принципал) выплачивается лишь однажды: в день или перед истечением срока погашения. Поскольку срок платежа никогда не меняется, он не только определяет продолжительность жизни нового выпуска, но также указывает на продолжительность оставшегося времени действия более старых облигаций, находящихся в обращении.

Данный налог не несет в себе, по крайней мере, три отрицательных момента:

а) Во-первых, само существование налога, да еще уплачиваемого за счет чистой прибыли, сравнимо с наказанием предприятия, привлекающего инвестиции в реальный сектор экономики;

б) Во-вторых, возникает дискриминация корпоративных облигаций относительно облигаций федерального правительства, т.е. облигации предприятий заранее ставятся в неравные условия;

в) В-третьих, в сложившейся ситуации среди потенциальных инвесторов наиболее привлекательны бумаги с короткими сроками обращения. Однако для эмитента регулярный выпуск “коротких” облигаций излишне дорог, так как требует регулярной уплаты налога на операции с ценными бумагами.

2. Действующие акты ФКЦБ России не позволяют начинать вторичное обращение облигаций ранее регистрации отчета о выпуске ценных бумаг. Это в свою очередь не дает российским эмитентам возможности оперативного управления долгом за счет постепенного размещения облигаций отдельными траншами, поскольку сначала должны быть размещены все транши облигаций одного выпуска и лишь затем может начаться их вторичное обращение.[24, стр.104]

3. Размещение корпоративных облигаций затрудняется требованием о необходимости продажи ценных бумаг одного выпуска по единой цене в течение одного дня. В реальности это не позволяет эмитентам реализовывать облигации путем проведения аукциона, аналогичного ГКО/ОФЗ, т.е. когда все поданные заявки с ценой приобретения облигаций (не ниже устанавливаемой эмитентом минимальной “цены отсечения”) удовлетворяются путем совершения сделок купли/продажи. Вместо этого нужно сначала либо договариваться с потенциальными инвесторами о ценах размещения облигаций, либо продавать их на аукционе по единой цене, что также увеличивает стоимость заимствования.

4. Как известно, в российской практике бухгалтерского учета выплачиваемые эмитентам проценты по облигациям не относятся к составу затрат, включаемых в себестоимость, и выплачиваются из чистой прибыли, что резко снижает эффективность займа. Необходимо подчеркнуть, что такой порядок не соответствует международным стандартам бухгалтерского учета, согласно которым проценты по облигациям и кредитам должны удерживаться из прибыли до налогообложения. Только с выходом Постановления Правительства РФ от 26 июня 1999 г. №696 стало возможным отнесение процентов по облигациям, выплачиваемых эмитентам, на себестоимость. Однако такой порядок действует только в отношении облигаций, обращение которых осуществляется через организаторов торговли на рынке ценных бумаг, имеющих лицензию ФКЦБ России. Это обстоятельство существенно ограничивает круг возможных эмитентов: при невозможности и/или нецелесообразности выведения облигаций для обращения через организаторов торговли эффективность эмиссии облигаций по-прежнему будет невысокой.

5.Еще одна проблема состоит в том, что в отношении облигаций установлен ряд законодательных требований, также в известной степени ограничивающих их выпуск. Так, в соответствии с ГК РФ и ФЗ “Об акционерных обществах” при выпуске облигаций эмитентом в обязательном порядке должны быть соблюдены следующие формальные условия:

– номинальная стоимость всех выпущенных обществом облигаций не должна превышать размер уставного капитала общества, либо величину обеспечения, предоставленного обществу третьими лицами для целей выпуска;

– выпуск облигаций допускается после полной оплаты уставного капитала;

– выпуск облигаций без обеспечения допускается на третьем году существования общества при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества;

– общество также не вправе размещать облигации, конвертируемые в акции общества, если количество объявленных акций общества меньше количества акций, право на приобретение которых предоставляют облигации.

В целом, как уже предпринятые, так и планируемые меры по совершен­ствованию законодательства и разви­тию инфраструктуры рынка (например, секьютеризация ценных бумаг) позволя­ют рассчитывать на дальнейшее вос­становление активности на рынке облигаций. Предпринятые меры в условиях кризиса должны способствовать снижению рисков, уве­личению ликвидности и повышению роли рынка облигаций в инвестицион­ном процессе в РФ.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Рассмотрев понятие облигаций, рынок облигаций в России, а также проанализировав рынок корпоративных облигаций в условиях кризиса, можно делать следующие выводы.

Коммерческие предприятия прибегают к кредитам в виде облигационных займов с целью финансирования проектов, обещающих прибыль. Облигации можно определить как обращающиеся долговые инструменты, т.е. кредитор может передавать свои права по кредитному соглашению третьим лицам. Выпуск облигаций - это прямое обращение к инвесторам. Поэтому облигационные займы, как правило, дешевле, чем банковские кредиты и могут быть получены на большие сроки. Благодаря своему долговому характеру облигации представляют собой более надежные вложения, чем акции. Эмитенты процентных облигаций могут включать проценты в свои валовые расходы. Суммы, привлеченные в результате выпуска облигаций, не облагаются налогами на прибыль и на добавочную стоимость.

Кроме того, облигации - стандартные долговые контракты, выпуск и обращение которых регулируется государством, что в определенной мере позволяет контролировать риски, снижает издержки на заключение сделок с ними и позволяет организовать широкий вторичный рынок этих финансовых инструментов.

Облигация обладает особыми свойствами, так как выступает как элемент кредитования акционерного общества и представляет собой срочное долговое обязательство, которое гарантирует ее владельцу доход в виде фиксированного или плавающего процента и обращение ограничено определенным сроком. Курс облигации в меньшей степени подвержен колебаниям рыночной конъюнктуры, так как доход ниже дохода по другим ценным бумагам. Облигация является основным объектом инвестиции для коммерческих банков и крупных инвестиционных компаний, которых в первую очередь интересует не только доход, но и надежность вкладов. Обеспечение выполнения условий по облигациям подкрепляется не только природой данного вида ценной бумаги, но и социальными обязательствами, имуществом и авторитетом государства.

Существует обширная классификация облигаций: по виду эмитента, по форме обеспеченности, по форме дохода и т.д. По виду эмитента различают государственные и корпоративные облигации. Государственные облигации выпускаются государством и имеют меньшую доходность по сравнению с корпоративными облигациями. Корпоративные облигации выпускаются коммерческими организациями и обычно имеют доходность до 20 %.

Далее был рассмотрен рынок корпоративных облигаций. В последнее время интерес инвесторов к облигациям значительно вырос, так как более высокие и гибкие процентные ставки привлекали к рынку облигаций инвесторов, ориентированных как на текущий доход, так и на прирост капитала; изменение процентных ставок является наиважнейшим фактором на рынке облигаций, поскольку оно определяет размер не только текущего дохода, но и прироста (или убытка) капитала, который получит инвестор. К сожалению, изменения рыночных процентных ставок могут иметь драматические последствия для совокупных годовых прибылей, фактически полученных от облигаций. К тому же в то время как инвесторы, ориентированные на текущий доход, предпочитают высокие процентные ставки, те, кто ориентирован на прирост капитала, предпочитают, чтобы они снижались; благодаря своему более высокому статусу облигации являются относительно надежными инвестиционными инструментами и обычно рассматриваются как относительно гарантированные от невыполнения обязательств ценные бумаги. Однако существует ценовой (рыночный) риск, поскольку даже по первоклассным облигациям с высоким рейтингом курсы падают, когда рыночные процентные ставки начинают повышаться; поскольку условия действия облигации являются фиксированными на момент выпуска, изменения в рыночных условиях фактически ведут к изменению ее курса.

Но российский долговой рынок ощутил на себе воздействие мирового кризиса. Недостаток ликвидности на внешних рынках способствовал оттоку средств с рублевого рынка. Российский долговой рынок, начиная с середины августа 2007, находился в глубоком кризисе, основными чертами которого были снижение уровня рублевой ликвидности в банковском секторе, уменьшение объемов совершаемых сделок и размещений и рост доходности по долговым инструментам.

Проблемы с ликвидностью и общая негативная ситуация на рынках способствовала тому, что на российском долговом рынке участились случаи технических дефолтов, невыплат, и в целом ситуация оказалась весьма мрачной как для эмитентов второго-третьего эшелонов, так и для компаний первой величины. Общее количество дефолтов за 2008-2009 года составило 85, а объем невыполненных обязательств 95,3 млрд.руб.

Для преодоления кризиса ликвидности российским монетарным властям пришлось пустить в ход все имеющиеся инструменты. Были произведены многомиллиардные вливания в банковскую систему (в том числе через проведение аукционов по предоставлению ликвидности банкам), на фондовый рынок РФ (в ближайшее время, после регистрации Минюстом положения о работе Центробанка на бирже, ЦБ РФ готов начать операции на ФБ ММВБ). В пиковый период кризиса была оказана помощь реальному сектору экономики (поддержка пришла нефтяникам, автопрому, была также оказана помощь компаниям в рефинансировании внешней задолженности).

В настоящее время в условиях ро­ста кредитных рисков банки испыты­вают сложности с долгосрочным рефинансированием уже выданных ими кре­дитов и неохотно идут на выдачу новых займов. Решению данных проблем мог­ло бы способствовать развитие рынка секьюритизированных облигаций — ценных бумаг, обеспеченных денежны­ми потоками от определенных активов. Средства, полученные при размещении секьюритизированных облигаций, обе­спеченных уже выданными кредитами (ипотечными, автокредитами, кредитами малым и средним предприятиям и другими), российские компании и бан­ки могли бы использовать для расширения кредитования экономики РФ.

До 1 июня 2009г. ФСФР планирует внести в правительство законопроект о создании системы для компенсации убытков на финансовом рынке. Законопроект предусматривает введение обязательной системы компенсаций возможных убытков от недобросовестной деятельности на рынке. Система компенсации убытков может быть создана на базе Агентства по страхованию вкладов (АСВ).

Дополнительными мерами поддержки экономики в 2009-2010гг. станет снижение налогов. Налог на прибыль был снижен до 20%, а в 2010г. может быть введено освобождение от НДФЛ доходов граждан, полученных от реализации ценных бумаг.

Учитывая, что на 2009г. разработан ряд инструментов в поддержку профучастников финансового рынка и экономики, можно надеяться, что ситуация стабилизируется и заложит фундамент для дальнейшего роста.

**СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ**

1. Гражданский Кодекс Российской Федерации

2. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 № 208-ФЗ

3. Федеральный закон «Об особенностях эмиссии и обращении государственных и муни­ципальных ценных бумаг» от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ

4. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ

5. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. - М., Финансы и статистика, 2007

6. Аскинадзи В.М. Рынок ценных бумаг / Московский международный институт эконометрики, информатики, финансов и права. - М.: 2005

7. Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело М.: «ИНФРА-М» 2007

8. Банковское дело: Учебник / Под ред. О.И. Лаврушина. - М., 2005

9. Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Уч. пособие. - М., Инфра М., 2006

10. Баринов Э.А., Хмыз О.В. Рынки: валютные и ценных бумаг.- М.: Экзамен, 2006

11. Бердникова Т. Б. «Рынок ценных бумаг». – М.: Инфра-М, 2007

13. Беренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие М.: «ФКК» 2006

14. Берзон Н.И. Фондовый рынок: учебное пособие М.: « Вита-Пресс» 2005

15. Галанов В.А., Басов А.И. Рынок ценных бумаг.- М.: Финансы и статистика, 2006

16. Галанов В.А. Рынок ценных бумаг: учебник М.:ИНФРА-М, 2009

17. Ивасенко А.Г., Никонова Я.И., Павленко В.А. Рынок ценных бумаг: Институты и механизмы функционирования: М: КНОРУС, 2008

18. Жуков Е.Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки. М., Банки и биржи, 2007

19. Золотарева В.С. Рынок ценных бумаг: учебник Ростов-на-Дону «Феникс» 2008

20. Зверев А.Ф. «Фондовая биржа, рынок ценных бумаг». – М.: Прогресс, 2007

21. Каратцев А. Г. Ценные бумаги: виды и разновидности: Учебное пособие. – М.: РДЛ, 2007

22. Колесникова В.И. Ценные бумаги М.: « Финансы и статистика». 2007

23. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: учебник М.: «Перспектива» 2005

24. Литвиненко Л. Т., Нишатов Н. П., Удалищев Д. П. Рынок государственных ценных бумаг: – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 2007

25. Сергеев М. А. История рынка облигаций в РФ. – М.: Перспектива. 2007

27. Стародубцева Е. Б. Рынок ценных бумаг: Учебник. — М.: ИД «ФОРУМ»: ИНФРА-М, 2006

28. Рынок ценных бумаг: Учебное пособие / Под редакцией К.А. Колесникова. - М.: Финансы и статистика, 2007

29. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учеб. для вузов / Под ред. О.И. Дегтяревой и др. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007

30. Ценные бумаги: Учебник / Под ред. В. И. Колесникова, В. С. Торкановского. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2006

31. «Российский облигационный рынок: итоги года, прогнозы и перспективы развития» Виталий Антонов, Татьяна Саяпина, Журнал «Акционерный вестник» №1-2 , 2008 г.

32. www.rcb.ru/rcb/2005-08/6814/ – Журнал «Рынок ценных бумаг»

33. www.rusbonds.ru – Облигации в России

34. www.bonds.finam.ru Рынок облигаций

35. www.micex.ru/markets/stock/today

36. www.cbonds.info – Рынок облигаций в России