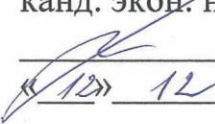


МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Федеральное государственное автономное образовательное учреждение
высшего образования
«ТЮМЕНСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»
ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ИНСТИТУТ
Кафедра финансов, денежного обращения и кредита

ДОПУЩЕНО К ЗАЩИТЕ В
ГЭК И ПРОВЕРЕНО НА
ОБЪЕМ ЗАИМСТВОВАНИЯ
И.о. заведующего кафедрой
канд. экон. наук, доцент


Е.С. Корчемкина

«12» 12 2016

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА

ОБЛИГАЦИОННОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ ХОЗЯЙСТВУЮЩЕГО
СУБЪЕКТА В УСЛОВИЯХ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ
(магистерская диссертация)

38.04.08 Финансы и кредит: Финансовая политика и стратегия бизнеса

Выполнила
Студентка 3 курса
заочной формы обучения



Пятина
Валерия
Григорьевна

Научный руководитель
д-р экон. наук, профессор



Болдырева
Наталья
Брониславовна

Рецензент
Заместитель директора
сургутского филиала АО
"БКС- Инвестиционный банк"



Воронов
Глеб
Анатольевич

Тюмень 2016

Работа выполнена на кафедре финансов, денежного обращения и кредита
Финансово-экономического института ТюмГУ
по направлению «Финансы и кредит»,
магистерская программа «Финансовая политика и стратегия бизнеса»

Защита в ГЭК
протокол от _____ № _____
оценка _____

ОГЛАВЛЕНИЕ

ГЛАВА 1. ОБЛИГАЦИОННОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ ХОЗЯЙСТВУЮЩЕГО СУБЪЕКТА: ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ И ПРАВОВОЙ АСПЕКТЫ	7
1.1. Понятие облигации, классификация и ее виды	7
1.2. Облигационный займ в системе источников финансирования коммерческих организаций	13
1.3. Процедура эмиссии облигаций: участники и этапы.....	19
ГЛАВА 2. СОСТОЯНИЕ РОССИЙСКОГО РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ	27
2.1. Анализ российского рынка корпоративных облигаций.....	27
2.2. Анализ российского рынка еврооблигаций	39
2.3. Особенности эмиссии облигаций российских АО	49
ГЛАВА 3. ПРОБЛЕМЫ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ОБЛИГАЦИОННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ХОЗЯЙСТВУЮЩИМ СУБЪЕКТОМ.....	58
3.1. Анализ заемных источников финансирования ПАО "Акрон"	58
3.1. Сравнительный анализ заемных источников финансирования ПАО "Акрон"	74
3.3. Проблемы привлечения облигационного займа хозяйствующим субъектом	80
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	85
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	88

ВВЕДЕНИЕ

Любая сфера деятельности не обходится без финансирования. Основным источником финансирования на этапе становления хозяйствующего субъекта занимают собственные средства. Но со временем встает вопрос о привлечении заемного капитала. Тогда перед предприятием стоит вопрос к каким именно источникам прибегнуть.

Зарубежный опыт свидетельствует о том, что большие объемы долгосрочных источников финансирования находятся на фондовом рынке. Именно через рынки облигаций наиболее эффективно перераспределяются финансы как на уровне государства, так и на уровне хозяйствующих субъектов.

Таким образом с 2008 года правительство направило свое внимание в сторону фондового рынка. Это связано с тем, что оно видит развитие экономики страны за счет повышения конкурентоспособности именно финансового рынка. Как отмечается в "Проекте основных направлений развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов", приоритетным направлением развития финансового рынка является развитие рынка облигаций.

На сегодняшний день, когда встает вопрос о привлечении капитала, хозяйствующие субъекты ограничиваются выбором финансового института с более выгодными условиями кредитования, когда как облигационное финансирование оказывается наиболее предпочтительней с учетом стоимости привлечения и других параметров.

Это обусловлено тем что современный российский рынок облигаций имеет ряд недостатков, которые не позволяют хозяйствующим субъектам в полной мере пользоваться финансирование путем выпуска облигаций.

Таким образом целью данной выпускной квалификационной работы является выявление проблем привлечения облигационного финансирования на российском фондовом рынке в текущих условиях.

Для достижения поставленной цели необходимо решение следующих задач:

- раскрыть теоретическое понятие облигаций как финансового инструмента, определить их классификацию и специфические особенности;
- установить участников рынка облигаций и определить их функции и задачи;
- рассмотреть механизм облигационного финансирования на российском рынке ценных бумаг и выявить его особенности;
- проанализировать особенности регулирования российского рынка облигаций;
- провести оценку состояния рынка корпоративных облигаций, установить тенденции развития;
- проанализировать предприятие в части его финансового состояния и оценить стоимость его заемных источников;
- провести сравнительную характеристику облигационного займа и кредита на примере предприятия;
- подробно проанализировать проблемы облигационного финансирования и предложить решения.

Объектом исследования является российский рынок корпоративных облигаций и ПАО "Акрон".

Предметом исследования выступают экономические отношения, связанные с привлечением облигационного займа хозяйствующим субъектом.

Информационной базой исследования являются законодательные и нормативные правовые акты, регулирующие процессы размещения и обращения облигаций на российском рынке ценных бумаг, а также различные статистические данные Фондовой биржи ММВБ, Банка России,

Министерства финансов РФ, специализированных информационных ресурсов (агентств "Cbonds", "Rusbonds" и "НАУФОР"). При написании работы использовались научные труды и пособия авторов: Ковалева В.В., Никулиной Н.Н., Жукова Е.Ф., Семериной Ю.В. и др., а также экспертные мнения представителей профессиональных участников российского рынка ценных бумаг.

К элементу новизны следует отнести исследование особенностей эмиссии облигаций АО и заемных источников финансирования ПАО "Акрон" за анализируемый период.

Практическое значение заключается в том, что выводы могут быть использованы менеджментом российских АО при принятии решения о привлечении финансирования путем выпуска облигаций.

ГЛАВА 1. ОБЛИГАЦИОННОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ ХОЗЯЙСТВУЮЩЕГО СУБЪЕКТА: ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ И ПРАВОВОЙ АСПЕКТЫ

1.1. Понятие облигации, классификация и ее виды

Согласно ФЗ № 39 от 22.04.1996 (ред. от 06.04.2015) "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."

Таким образом, облигация - это долговое свидетельство, которое непременно включает два главных элемента:

- обязанность эмитента вернуть инвестору по истечению срока сумму, указанную на титуле (лицевой стороне) облигации;
- обязанность эмитента выплачивать инвестору фиксированный доход в виде процента (возможен имущественный эквивалент).

Как финансовый инструмент облигации обладают следующими отличительными чертами:

- 1) срочностью (она обусловлена наличием фиксированной даты погашения);
- 2) подлежит обязательному выкупу;
- 3) обеспечивает получение дохода на инвестированный капитал;
- 4) дает право на часть имущества эмитента облигаций в случае его ликвидации;
- 5) не дает право на участие в управлении обществом.

Облигация, как финансовый инструмент, характеризуется рядом параметров, имеющих важное значение, как для ее эмитента, так и для инвесторов, приобретающих их.

Во-первых, облигация имеет фиксированный номинал, под которым понимается денежная сумма, выплачиваемая эмитентом владельцу облигаций в дату погашения. Существуют понятия номинальной стоимости одной облигации и номинальной стоимости облигационного выпуска в целом. На российском рынке ценных бумаг широко распространены облигации, имеющие номинальную стоимость 1000 руб. Номинальная стоимость облигационного выпуска в целом представляет собой совокупную номинальную стоимость всех облигаций данного выпуска. Например, если номинальная стоимость одной облигации составляет 1000 руб. а количество облигаций в выпуске - 3000000 штук, то номинальный объем выпуска будет равен 3 млрд. рублей. [28, с.153]

Во-вторых, облигация имеет установленную дату погашения. Соответственно, сроком до погашения это интервал времени от текущего момента до даты погашения. Кроме того, используется термин «срок обращения», под ним понимается временной интервал от момента размещения облигации до момента ее погашения.

В-третьих, облигации имеют определенность денежных потоков, подразумевающие получение определенного фиксированного дохода, который может рассматриваться с точки зрения эмитента как плата за привлечение заемного капитала на облигационном рынке. Доход может собой представлять регулярные платежи - купоны, называемых купонами, либо в виде единовременного платежа. [21, с 39]

Схема получения дохода по таким облигациям будет отличаться, отличия представлены в таблице 1.1.

Таблица 1.1.

Схема получения дохода по облигациям

Вид облигации	Дисконтная облигация	Купонная облигация
Приобретение облигации	Дешевле номинала	По номиналу
Выплаты по облигациям	Текущие доходы отсутствуют	Выплата купонов по истечении 6,12,18,24 месяцев
Погашение облигации	По номиналу	По номиналу
Доход инвестора	Номинал облигации минус цена приобретения	Сумма купонных выплат

Источник [10, с. 115]

Одним из важнейших теоретических аспектов при рассмотрении облигаций как финансовых инструментов, является классификация их видов, осуществляемая на основании разных качественных и количественных признаков. Классификация облигаций представлена в таблице 1.2

Таблица 1.2.

Классификация облигаций

Классификационный признак	Вид облигации
По виду получаемого дохода	Дисконтные
	Купонные
По виду рынка	Внутренние (правительственные, корпоративные)
	Внешние (еврооблигации, драгон, международные)
По виду эмитента	Государственные (эмитент МинФин РФ)
	Муниципальные (Эмитенты местные органы власти)
	Корпоративные (Эмитенты АО)
По форме существования	Документарные облигации
	Бездокументарные
По цели выпуска	Для финансирования новых инвестиционных проектов

	Для рефинансирования задолженности
	Для финансирования непроизводственной деятельности
По степени обеспеченности	Обеспеченные(в т.ч. гарантированные)
	Необеспеченные(в т.ч. субординированные)
По сроку до погашения	Срочные облигации
	Бессрочные облигации
По способу погашения	Единовременно погашаемые
	Амортизационные облигации
В зависимости от круга инвесторов	Размещаемые по открытой подписке
	Размещаемые по закрытой подписке
По способу размещения	Биржевые
	Внебиржевые
По виду купона	Постоянный
	Переменный

Источник [12, с.184]

Теперь более подробно разберем виды и особенности различных видов облигаций.

Если с внутренними облигациями все ясно, эмитентами выступает Правительство страны либо его хозяйствующие субъекты, то с внешними необходимо уточнение.

Еврооблигация представляет собой облигацию выпущенную в валюте, являющейся иностранной для эмитента. Помимо этого, она размещается с помощью иностранного андеррайтера, эмитентами таких облигаций могут выступать и корпорации и правительства.

Разновидностью еврооблигаций также являются облигации «драгон». Это евродолларовые облигации, размещённые на азиатском рынке и имеющие листинг на какой-либо азиатской бирже, обычно в Сингапуре или Гонконге.

Еще один вид облигации это глобальные облигации. Особенностью данного вида бумаг является их обращение на нескольких рынках и сложности с расчетами.

Клиринговые расчеты по глобальным облигациям представляют собой отдельный большой блок вопросов. В отличие от традиционных инструментов международного рынка, которые имеют свою рыночную инфраструктуру для торгов и расчетов, GB такой инфраструктурой не обладают.

Выделяют документарные и бездокументарные облигации. Документарной форма заключается в том, что существует сертификат ценной бумаги, в котором и указывается ее владелец. Либо путем его депонирования, по записям на счете «депо» в депозитарии. Такой сертификат выпускает эмитент и подтверждает права на указанное в этом документе количество ценных бумаг.

Владельца бездокументарных ценных бумаг определяют на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или, в случае их депонирования, на основании записи по счету «депо» в депозитарии.

Обеспеченные облигации предполагают наличие залога, в качестве которого может выступать движимое и недвижимое имущество, оборудование, ценными бумаги, пул ипотечных кредитов, активы и т.д. Так же существуют гарантированные. Одно или несколько лиц берут на себя ответственность выполнять обязательства по долгу, если это не в состоянии выполнить сам эмитент. Гарантами могут выступать хозяйствующие субъекты, банки, государство и т.д. Такую форму выпуска часто применяют при облигационном финансировании дочерних компаний.

Соответственно необеспеченные облигации не предполагают никакого залога. В таком случае при невозможности эмитентом отвечать по обязательствам, не может быть наложен арест на его имущество. Только крупные предприятия могут прибегать к такой форме выпуска облигаций, так как имеют высокий уровень надежности.

Среди необеспеченных выделяют субординированные облигации. В случае дефолта инвесторы имеют право требовать возврат долга после удовлетворения задолженности перед держателями основного долга. Таким образом необеспеченные облигации являются более рискованным вложением для инвесторов. [9]

Срочные облигации предполагают конкретный срок погашения. Этот срок определяется эмитентом в момент выпуска облигации. Выделяют краткосрочные облигации - до 1 года, среднесрочные от 1 года до 5 лет, долгосрочные от 5 до 10 лет.

Бессрочные облигации (или вечные) не имеют срока погашения. При этом эмитент может установить сроки в которые будет их принудительное погашение. По таким бумагам инвестор может неограниченное время получать купон, а в случае необходимости продать их на рынке.

Такие облигации являются чем то средним между обычными облигациями и привилегированными акциями, так как эмитент выплачивает стабильный доход и не обязан возвращать сумму инвестиций инвестору. [7]

Стоит отметить, что на российском рынке долговых обязательств облигации без фиксированного срока погашения не обращаются, при этом существует и законодательно закреплён механизм оферты по облигациям.

Единовременно погашаемые облигации предполагают погашение всего номинального выпуска в конце срока обращения бумаг.

Облигации с амортизацией долга— это облигации, по которым номинал гасится не в конце срока, а постепенно в течение нескольких определенных заранее периодов. Например по амортизационным облигациям через 3 года будет выплата 40% от номинала выпуска, таким образом у инвесторов высвобождается часть средств для дальнейших инвестиций, но с другой стороны уменьшается сумма дохода, так как купон будет начисляться только на оставшуюся сумму долга.

Облигации размещаемые путем открытой подписки доступны неограниченному кругу инвесторов. В отличие от размещаемых путем

закрытой подписки, в таком случае выкуп облигаций происходит среди учредителей и заранее определенного круга инвесторов.

Облигации с постоянным купонным доходом - самые традиционные бумаги. Облигации с переменным купоном представляют собой облигации, купон по которым зависит от некой переменной величины, например, от инфляции или стоимости денег на межбанковском рынке.

Стоит отметить так же облигации с индексируемым номиналом это облигации, по которым номинал периодически индексируется на определенный коэффициент. Например на индекс потребительских цен.

Таким образом можно сделать вывод, что облигация это ценная бумага закрепляющая право владельца на получение дохода от эмитента. Как финансовый инструмент облигация обладает следующими характерными чертами: срочностью, подлежит обязательному выкупу, обеспечивает получение дохода на инвестированный капитал, право на часть имущества эмитента облигаций в случае его ликвидации.

1.2. Облигационный займ в системе источников финансирования хозяйствующих субъектов.

Под облигационным финансированием понимают пошаговую, целенаправленную деятельность хозяйствующего субъекта, сопровождающуюся последовательными этапами связанными с подготовкой, размещением, обслуживанием и погашением облигационных выпусков в целях привлечения заемных средств.

Данное определение дает целостную характеристику облигационного финансирования и дает возможность сделать акцент на важных моментах и параметрах облигационного финансирования.

В первую очередь нужно отметить рыночный характер привлечения облигационного финансирования эмитентом. Так как все действия, осуществляемые во время привлечения облигационного финансирования,

производятся в рыночных условиях, предполагающих наличие определенного уровня конкуренции и существование различных экономических интересов у отдельных участников облигационного рынка.

В процессе своей деятельности любое предприятие не независимо от сектора или отрасли национальной экономики на определенном этапе своей жизнедеятельности сталкивается с необходимостью выбора источников финансирования. При этом от большого числа факторов зависит состав и структура заемных источников.

Самая часто встречающаяся классификация источников финансирования хозяйствующих субъектов базируется на праве собственности на ресурсы:

- 1) ресурсы находящиеся в собственности;
- 2) привлеченные ресурсы, но временно находящиеся в его обороте.

Надо отметить что привлеченные источники финансирования характеризуются рядом специфических особенностей.

Основной отличительной особенностью привлеченных источников является их срочность и возвратность. Таким образом предприятие должно учитывать эти характеристики при принятии любых решений, сопоставляя, в частности, показатели срочности и эффективности инвестиционных проектов со срочностью и стоимостью привлеченных финансовых ресурсов.

Второй особенностью является их разница в стоимости. Можно определять стоимость ресурсов с учетом сложившейся конъюнктурой денежного рынка и уровнем процентных ставок в экономике. А можно с учетом стоимости ресурсов привлекаемых на льготных условиях, как правило на это будет влиять действующая нормативно правовой база и финансовая политика государства.

Третьей характерной чертой является то факт, что чаще всего заемное финансирование несет целевой характер. В отличие от собственных источников финансирования они, как правило, либо имеют явный целевой характер, либо подразумевают наличие определенных ограничений.

Следующей чертой является временной лаг. он появляется за счет того, что от момента принятия решения о необходимости финансирования до поступления привлеченных источников проходит большое количество времени, в зависимости от формы займа.

При этом следует отметить, что выбор источника финансирования будет зависит от масштаба деятельности предприятия. Чем больше масштаб хозяйствующего субъекта тем больше выбор источников и ниже стоимость заимствования. Однако возникает необходимость их диверсификации и определения оптимальной структуры.

Место облигационного финансирования хозяйствующего субъекта в системе финансирования можно представить в виде схемы.



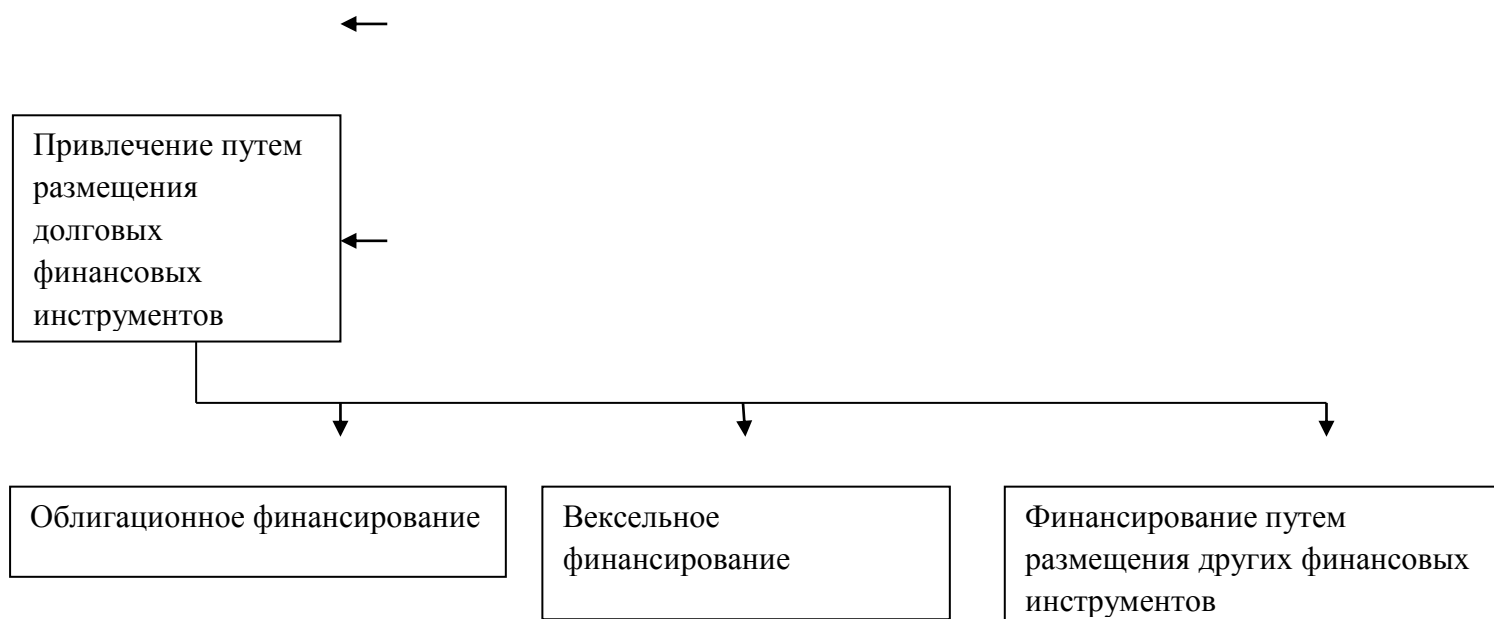


Рис. 1.1. Место облигационного финансирования в системе источников финансирования хозяйствующих субъектов

Источник: [14, с.36]

Важно заметить, что хозяйствующий субъект принимает стратегические решения, касающиеся привлечения облигационного финансирования, а именно:

- оценивает возможность, и эффективность его использования;
- определяет объемы облигационного финансирования;
- утверждает ключевые параметры финансирования и т.д.

У облигационного финансирования можно выделить как преимущества так и недостатки.

Таблица 1.3.

Преимущества и недостатки за счет привлечения долговых источников

Преимущества	Недостатки
1. Проценты по долгу не зависят от прибыли эмитента	1. Сокращение доходов может привести к тому, что приток доходов окажется недостаточным для их покрытия
2. Если увеличивается прибыль нет необходимости увеличивать процент по	2. Рост доли заемного капитала увеличивает

купону 3. Снижение стоимости заимствования за счет налога на прибыль (эффект налогового щита) 4. Эмитент сам управляет своим долгом 5. Большой выбор форм и способов заимствования.	ее риск, повышая цену заимствования 3. Фиксированный срок погашения 4. Размер средств ограничен
--	---

[Источник 11, с. 99]

Далее приведем сравнительную характеристику источников заемного капитала.

Таблица 1.4.

Сравнительная характеристика видов заемного финансирования

Вид заемного капитала	Преимущества	Недостатки
Банковский кредит	Налоговая экономия при оплате процентов. Широкие условия привлечения в зависимости потребностей. Возможность выбора различных видов кредитования.	Сложная процедура оформления. Высокая стоимость привлечения. Необходимость обеспечения. В России как правило короткий срок привлечения.
Облигационный займ	Налоговая экономия при оплате процентов. Отсутствие обеспечения. Возможность привлечения больших объемов и на длительный срок. Невысокая стоимость. Широкий выбор способов займа. Повышение статуса компании. Диверсификация заемщиков.	Большие затраты финансов и времени при организации займа. Высокий уровень финансовой ответственности по выплате процентов и долга.
Товарный и коммерческий кредит	Налоговая экономия при оплате расходов. отсутствие	Может быть привлечен только в материальной

	обеспечения. свободное распоряжение товарами. низкая стоимость.	форме. Ограниченный характер во времени.
Финансовый лизинг	Налоговая экономия при оплате лизинговых платежей. Долгосрочный характер. Не требуется обеспечения.	Высокая стоимость использования. Может быть привлечен только в материальной форме.

[Источник 17, с. 66]

По данным таблицы видно, что налоговая экономия и высокая стоимость привлечения являются общими чертами как облигационного займа так и кредита. При этом облигационное финансирование обладает рядом преимуществ. В первую очередь это неограниченный объем привлечения, при этом чем больше сумма тем меньше процентное соотношение издержек на привлечение. Во вторых - срок, выпустить облигации на длительный срок (5-15 лет) гораздо вероятнее чем получить кредит. При этом эмитент сам вправе устанавливать параметры выпуска, наиболее комфортные для него. Помимо прочего, размещая займ по открытой подписке эмитент не становится зависимым от одного кредитора, что снижает риск по сравнению с банковским кредитом.

Таким образом, в системе источников финансирования хозяйствующих субъектов облигационное финансирование относится к привлеченным источникам финансирования, привлекаемых на рыночных условиях путем размещения долговых финансовых инструментов. Облигационный займ по многим параметрам гораздо предпочтительней в качестве заемного финансирования.

1.3. Процедура эмиссии облигаций: участники, этапы.

Для того что бы рассмотреть эмиссию облигаций в условиях российского долгового рынка, в первую очередь необходимо рассмотреть участников фондового рынка России.

Согласно Федеральному закону «О рынке ценных бумаг», основными участниками рынка облигаций являются эмитенты, владельцы в том числе общее собрание владельцев облигаций, профессиональные участники рынка ценных бумаг, представители владельцев облигаций, а регулирующую и контролирующую функцию исполняет мегарегулятор- Центральный банк.

Под эмитентом облигаций понимается «юридическое лицо или органы исполнительной власти либо органы местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими». В свою очередь, владелец облигаций - это «лицо, которому ценные бумаги принадлежат на праве собственности или ином вещном праве»

Инвестором является физическое лицо вкладывающее свои средства с целью получения прибыли, в данном случае прибыль в качестве купонного платежа. С 2013 года на российском облигационном рынке появилось понятие собрание владельцев облигаций, которое представляет собой особый институт, имеющий право на принятия определенных решений. Такие решения обязательны к исполнению всем участникам собрания. На собраниях рассматриваются следующие вопросы: выбор представителя, внесение эмитентом изменений в эмиссионные документы, связанные с объемом прав по облигациям и порядком их осуществления, отказ от права требовать досрочного погашения облигаций или предъявлять требования к лицу, предоставившему обеспечение, в случае возникновения у владельцев указанных правил, отказе от права на обращение в суд с требованием к эмитенту облигаций, в том числе с требованием о признании указанных лиц банкротами и др.

Представитель владельцев облигаций является официальным лицом, которое представляет инвесторов и держателей облигаций в первую очередь перед эмитентом, а так же перед государственными органами. К его функциям относятся: исполнение решений общего собрания; защита прав инвесторов; контроль выполнения обязанностей эмитента; информирование инвесторов о каких либо новостях; передача денежных средств инвесторам.

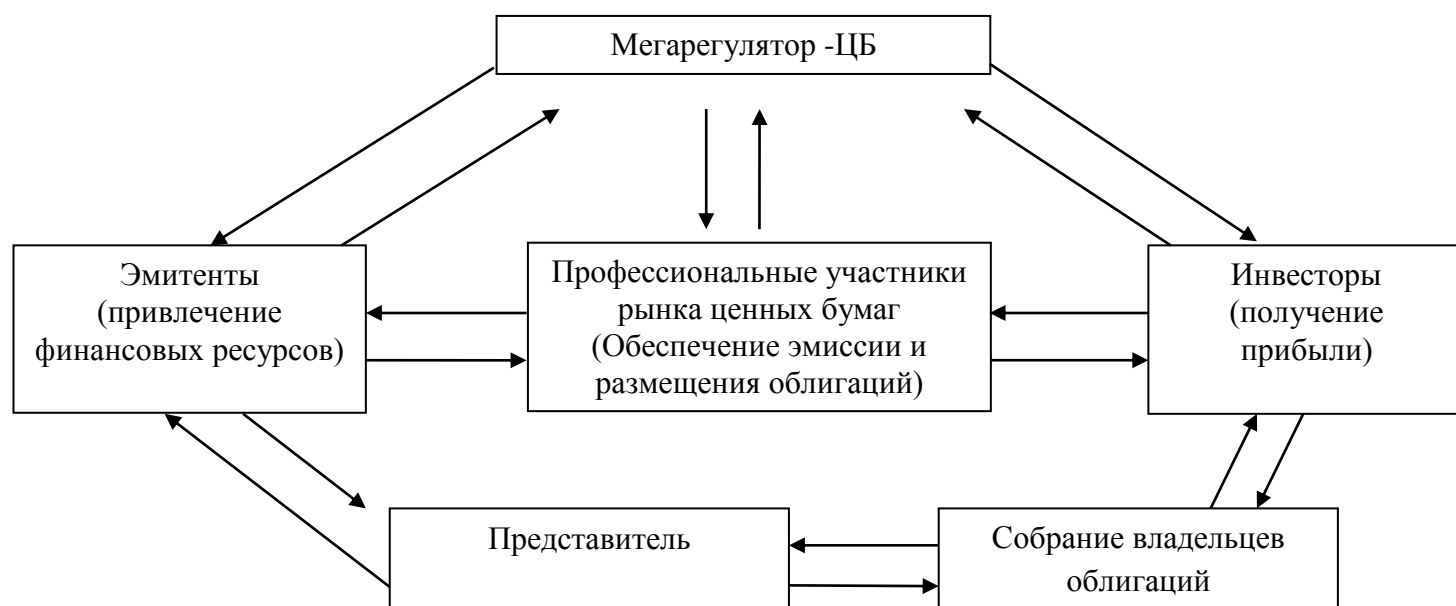
С июля 2016 для эмитентов размещающих свои облигации путем открытой подписки, наличие представителя обязательно. [51]

В отечественном законодательстве под профессиональными участниками рынка ценных бумаг понимаются, юридические лица, осуществляющие такие виды деятельности как: брокерская деятельность; дилерская деятельность; деятельность по управлению ценными бумагами; деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг); депозитарная деятельность; деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг и деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг.

На рынке облигаций профессиональные участники рынка ценных бумаг выполняют посреднические функции между эмитентами облигаций и инвесторами. И обеспечивают процедуру эмиссии и размещения облигаций. Они же согласно законодательству могут выступать представителями. По данным на октябрь 2016 года Центральным банком зарегистрировано 40 представителей. [48] Кроме профессиональных участников представителями могут выступать любые компании созданные согласно российскому законодательству и существующие более трех лет.

Федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг является Центральный банк России.

Центральный банк России регулярно и достаточно плотно взаимодействует со всеми основными участниками облигационного рынка.



Источник [30, с.362]

Рис.1.2. Схема взаимодействия участников облигационного рынка с регулирующим органом и между собой

Функционирование облигационного рынка на современном этапе его развития предполагает использование рыночных институтов, представляющих собой совокупность тесно взаимодействующих между собой специализированных организаций.

К специализированным организациям, рассматриваемым в качестве элементов относятся:

- 1) организатор торговли; 2) депозитарий; 3) регистратора.

В отечественной практике функции организаторов торговли облигациями выполняют фондовые биржи, крупнейшей из которых в настоящий момент является биржа ММВБ.

Депозитарной деятельности, признается деятельность по оказанию услуг хранения сертификатов ценных бумаг и/или учета и перехода прав на ценные бумаги.

Еще одной специализированной организацией, задействованной в рамках механизма облигационного финансирования, является регистратор, осуществляющей деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, которой «признаются сбор, фиксация, обработка, хранение данных,

составляющих реестр владельцев ценных бумаг, и предоставление информации из реестра владельцев ценных бумаг, кроме ведение реестра ценных бумаг на предъявителя, а также реестр владельцев именных ценных бумаг.

Таким образом, можно констатировать, что фондовая биржа обеспечивает размещение и процесс вторичного обращения облигаций с использованием соответствующей инфраструктуры; депозитарий осуществляет учет прав собственности на облигации; регистратор ведет реестр владельцев облигаций.

Под эмиссией ценных бумаг понимается установленная Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» последовательность действий эмитента по размещению ценных бумаг.

Рассмотрим пошагово процесс эмиссии облигаций. На первом этапе эмитент выбирает андеррайтера, который будет осуществлять весь процесс эмиссии. В первую очередь подписывается соглашение о неразглашении информации, после чего эмитент с андеррайтером приступают к оценке условий рынка и инвестиционной привлекательности эмитента, его способности привлекать денежные ресурсы на основе выпуска облигационных займов. [25]

Следующим шагом при выпуске облигаций является решение о выпуске облигаций. Данное решение утверждается советом директоров (наблюдательным советом). В случае если облигации имеют обеспечение в качестве залога, банковской гарантии или иными способами, в решении о выпуске указывается лицо предоставившее обеспечение.

Решение должно включать в себя следующие основные параметры:

- дату принятия решения о размещении; наименование уполномоченного органа эмитента, принявшего решение о размещении эмиссионных ценных бумаг; дату утверждения решения о выпуске; наименование уполномоченного органа, утвердившего решение о выпуске; вид, категорию эмиссионных ценных бумаг; права владельца, закрепленные эмиссионной ценной бумагой; условия размещения эмиссионных ценных

бумаг; указание количества эмиссионных ценных бумаг в данном выпуске; указание общего количества бумаг; указание, являются эмиссионные ценные бумаги именными или на предъявителя; номинальную стоимость; подпись лица, осуществляющего функции единоличного исполнительного органа эмитента, и печать эмитента. [46]

После решения о выпуске наступает этап подготовки проспекта эмиссий, за которым следует один из самых длительных этапов - государственная регистрация выпуска облигаций и проспекта облигаций.

На данном этапе выпуску облигаций присваивается идентификационный номер. Параллельно процедура эмиссии может сопровождаться выпуском проспектом ценных бумаг.

Далее если необходимо изготавливаются сертификаты облигаций. Андеррайтер проводит маркетинговую кампанию по продвижению облигаций на рынок. Заключает договора с инвесторами. Организует встречи высшего управленческого персонала предприятия с инвесторами. После чего начинается этап непосредственного размещения выпуска путем заключения сделок купли – продажи облигаций в ходе первичного размещения.

После завершения размещения проводится государственная регистрация отчета об итогах выпуска.

По закону о защите прав инвесторов вторичная торговля облигациями возможна только после государственной регистрации отчета об итогах выпуска. Такие требования к эмитентам и условиям выпуска направлены на снижение рисков инвесторов.

Кроме этого, для того что бы облигации были допущены к торговле на бирже необходимо прохождение процедуры листинга путем включение облигаций в список бумаг допущенных к торговле. Для этого необходима подача заявления и соответствие требованиям биржи как ценной бумаги так и эмитента.

Обобщая выше сказанное, видно, что процедура выпуска классических корпоративных облигаций является не только очень длительной но и дорогостоящей.

Для решения этой проблемы правительство предложило инвесторам в 2006 г. новый финансовый инструмент – российские биржевые облигации. Установленные федеральными законами ограничения, связанные с выпуском облигаций, не распространяются на биржевые облигации, за исключением ограничения на выпуск облигаций до полной оплаты уставного капитала акционерного общества – эмитента.

Выпуск биржевых облигаций не требует государственной регистрации эмиссии и государственной регистрации отчета об итогах их выпуска. Поэтому вторичные торги по этим облигациям могут проходить сразу после уведомления фондовой биржей регулирующей орган о начале торгов такими облигациями.

Согласно законодательству биржевые облигации обладают следующими особенностями:

- размещаются только путем открытой подписки;
- предоставляют право только на получение номинальной стоимости и процента;
- выпускаются в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением;
- выплаты осуществляется только денежными средствами;
- владельцы биржевых облигаций вправе предъявить их к досрочному погашению в случае делистинга биржевых облигаций на всех биржах.

Относительно новым инструментом на российском рынке являются коммерческие облигации. Это краткосрочные ценные бумаги, выпускаемые на срок до 270 дней. Кроме этого практически отсутствует обеспечения по данным бумагам, а основным гарантом является деловая репутация компании. Так же коммерческие облигации не подлежат должному

государственному контролю. Именно по данному ряду причин до появления такого типа бумаг в стране было много противоречий.

Коммерческие облигации, похожи на биржевые. Согласно ст. 27.5-2 ФЗ "О рынке ценных бумаг" отличительными чертами коммерческих облигаций является то, что их выпуск регистрируется Центральным депозитарием (а не Биржей), а сами облигации могут размещаться только путем закрытой подписки.

При регистрации выпуска коммерческих облигаций Центральный депозитарий проверяет соблюдение эмитентом требований законодательства при осуществлении эмиссии таких облигаций.

По аналогии с биржевыми облигациями, уведомление об итогах размещения коммерческих облигаций направляется в Банк России не эмитентом, а Центральным депозитарием.

Среди плюсов коммерческих облигаций можно выделить:

- подготовка к выпуску занимает порядка одного месяца;
- высокий процент прибыли;
- удобный инвестиционный инструмент по характеристикам объединяющий преимущества векселя и обычной корпоративной облигации;
- относительная дешевизна.

Таким образом эмиссия биржевых и коммерческих облигаций предполагает более короткий процесс, и является более предпочтительной видом займа.

Подводя итог первой главы можно сказать, что облигация выступает финансовым инструментом, обладающим чертами срочности, подлежит обязательному выкупу, обеспечивает доход. Облигации классифицируются по виду получаемого дохода, по виду эмитента, по форме существования, по цели выпуска, по степени обеспеченности, по способу размещения и т.д.,

В системе источников финансирования облигационное финансирование относится к заемным источникам, и для растущей организации является более привлекательным источником.

Участниками фондового рынка являются: эмитенты, инвесторы, профессиональные участники и Центральный банк. Кроме этого необходима развитая инфраструктура. Процесс размещения облигаций полностью регламентируется законодательно и состоит из большого количества этапов. Для упрощения процедуры эмиссии облигаций, государством были введены новые инструменты - биржевые и коммерческие облигации, которые позволяют сделать процедуру выпуска и размещения займа более доступной.

ГЛАВА 2. СОСТОЯНИЕ РОССИЙСКОГО РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ

2.1. Анализ российского рынка корпоративных облигаций

В России основными источниками информации о структуре облигационного рынка являются данные Московской биржи, специализированных информационных ресурсов таких как информационное агентство Cbonds и Rusbonds, а также аналитические исследования, проводимые профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Сегментарная информация по облигационному рынку имеется в распоряжении Министерства финансов и ЦБ РФ.

В таблице 2.1. представлена количество эмитентов и выпусков за анализируемый период по данным НАУФОР.

Таблица 2.1.

Количество эмитентов и выпусков на московской фондовой бирже в
период за 2012-2015 гг.

	2012	2013	2014	2015
Количество эмитентов облигаций	308	328	323	349
Количество выпусков облигаций	793	937	950	1042

Составлено автором на основе [31]

По данным таблицы видно, что за анализируемый период количество эмитентов выросло не значительно с 308 до 349, рост составил 11,7 процентных пункта. Количество выпусков увеличилось с 793 до 1042, рост составил 68%. Данные показатели говорят о том, что уже действующие эмитенты наращивают объемы заимствований, когда как появления новых

растет незначительными темпами, а в 2014 году даже наблюдалось сокращение эмитентов.

В структуре облигационного рынка в России, принято выделять три больших сегмента облигационного рынка: государственные облигации, субфедеральные и муниципальные облигации, корпоративные облигации, также выделяют еврооблигации. Рассмотрим объем сегментов долгового рынка, в частности объем корпоративных облигаций, исходя из данных информационного агентства Сbonds.

Таблица 2.2.

Структура российского рынка облигаций в 2010-2015 гг.

(на конец года, в млрд. руб.)

Сегмент	2012	2013	2014	2015
Государственный	3210	3661	3630	5573
Субфедеральный и муниципальный	439	498	533	576
Корпоративный	4057	5189	6623	8068
Итого	7706	9348	10786	14217

Составлено автором на основе [31]

По данным таблицы видно, что за рассматриваемый период корпоративные облигации занимают большую долю долгового рынка, в 2010 году на долю корпоративных облигаций приходилось 53% а к 2015 году составила 57%. Совокупный объем корпоративных облигаций за рассматриваемый период вырос на 5103 млрд.рублей.

Для наглядного представления изменения объема рынка облигаций данные представлены на рис. 2.3.

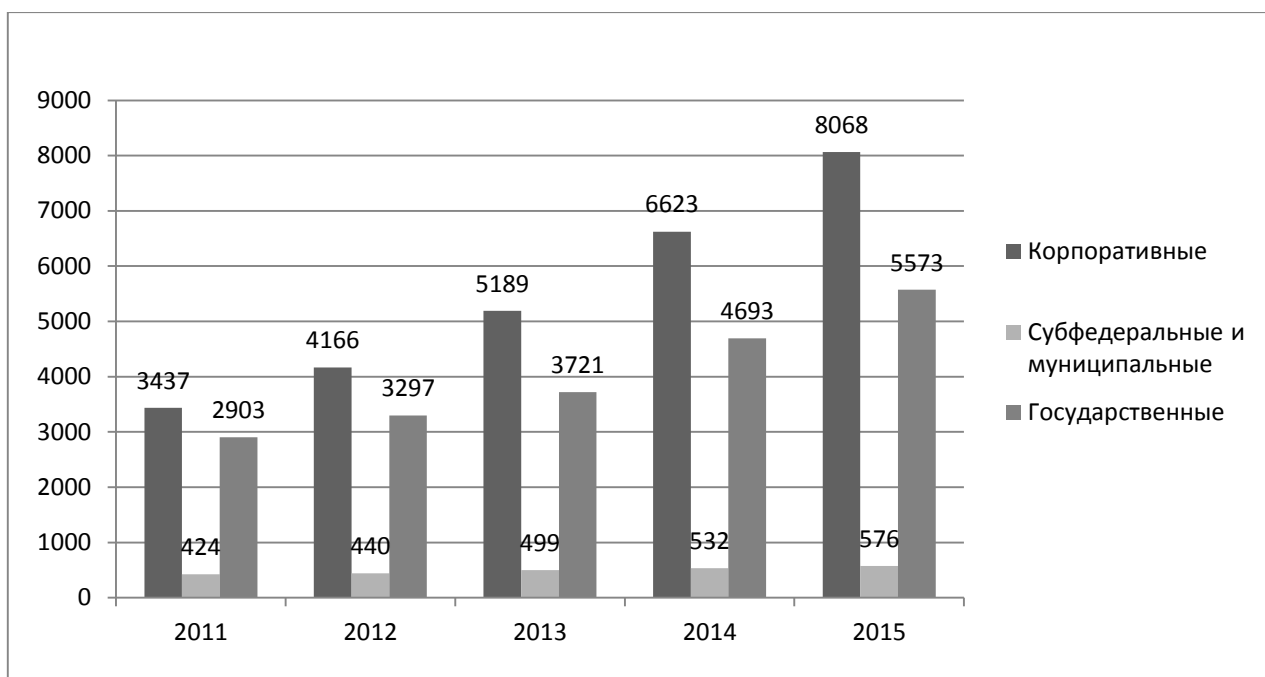


Рис. 2.3. Объемы долгового рынка в РФ в период 2011 - 2015 гг. в млрд. руб.

[Источник 21]

По данным центрального банка динамика развития корпоративного рынка облигаций складывалась следующим образом. На внутреннем рынке корпоративных облигаций в 2010 году был рост объема портфеля обращающихся облигаций. Объем размещенных корпоративных облигаций на ФБ ММВБ в 2010 году уменьшился на 6,3% по сравнению с 2009 годом и составил 2966 млрд. рублей, количество новых выпусков увеличилось на 24,0% — до 191. В 2011 было размещено 190 новых выпусков корпоративных облигаций. В 2012 году в обращение был выпущен рекордно высокий объем ценных бумаг. На Московской Бирже было размещено 255 новых выпусков суммарным объемом 4166 млрд. рублей. Рост объема первичных заимствований в 2014 году возросли, отчасти вследствие того, что доступ российских компаний и банков к внешнему фондированию был ограничен санкциями, введенными США и Евросоюзом. Рыночный портфель обращающихся на внутреннем рынке выпусков корпоративных облигаций по итогам 2014 года увеличился на 27,6% по сравнению с концом 2013 года

и составил 6,6 млрд.рублей по номиналу. К 2015 году объем корпоративного долга уже составлял 8068 млрд. рублей.

За анализируемый период темп прироста корпоративных облигаций в номинальном объеме составил 46,9% в год. По итогам 2015 г. объем корпоративного долга составил 8068 млрд. руб., что на 21,8% больше, чем в 2014 год.

Если проанализировать отношение объемов корпоративных облигаций к ВВП, то он остается небольшим. По данным Центрального банка РФ уровень ВВП в 2015 году составлял 80804 млрд. долл., следовательно отношение объема долга к ВВП составило 13,3%.

Объем вторичных торгов корпоративными облигациями на ММВБ и ФБ ММВБ в 2010 году увеличился в 1,8 раза по сравнению с 2009 годом и составил 4472,0 млрд. рублей. В 2011 и 2012 году этот объем достиг 5147,0 млрд. рублей. 5286,1 млрд.рублей соответственно. К 2013 году объем вырос на 16,7% и составили 6,2 трлн. рублей соответственно. В структуре вторичных торгов корпоративными облигациями на ФБ ММВБ наибольший удельный вес принадлежал инструментам кредитных организаций, компаний металлургии, нефтегазового сектора и железнодорожного транспорта. Объемы вторичных торгов в 2014 году корпоративными облигациями уменьшились на 30,9%, составив 4,3 трлн. рублей. В 2015 году объем торгов на вторичном рынке вырос до 4,9 трлн. рублей, однако еще не достиг уровня 2013года. [34]

Далее рассмотрим отраслевую структуру корпоративных облигаций, данные представлены на Рис 2.1.

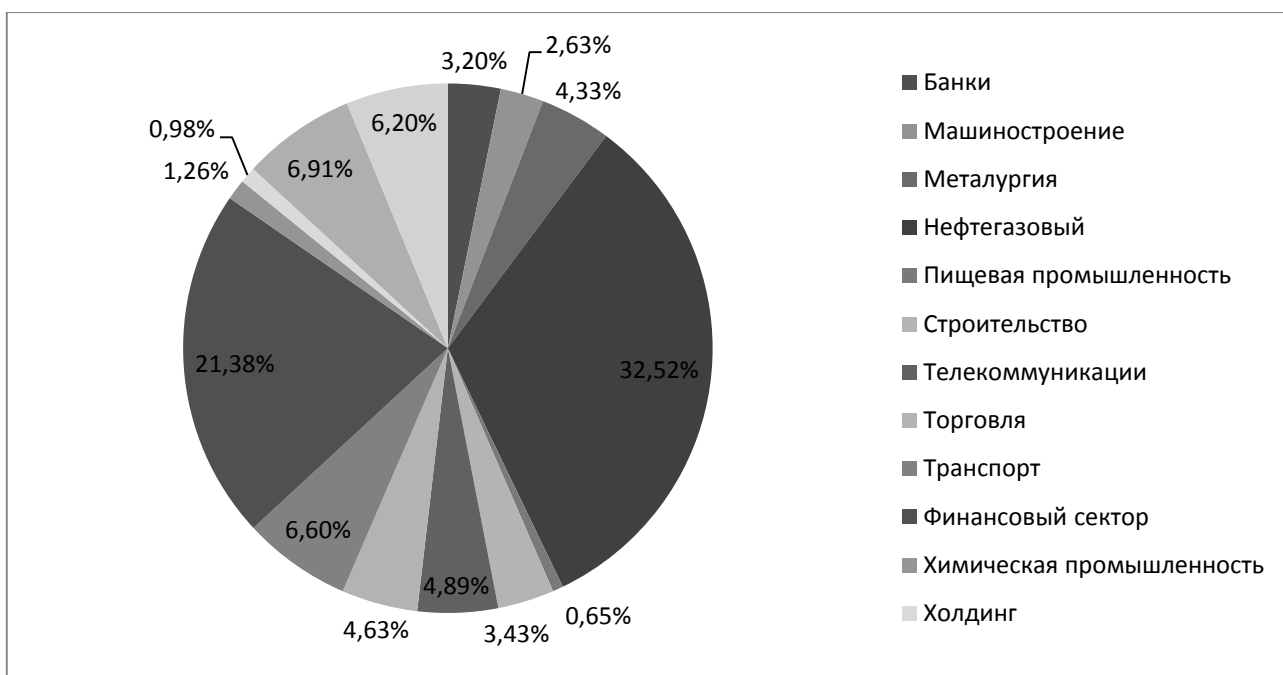


Рис. 2.1. Объем рынка корпоративных облигаций по отраслям находящихся в обращении на 01.10.2016

[Источник 31]

По данным рисунка видно, что большая часть приходится на нефтегазовый, финансовый и банковский сектора. Нефтегазовая отрасль занимает 32,5% процента от общего объема. Лидерами в данном секторе по объему заимствования являются Роснефть 1190 млрд. руб., Башнефть - 115 млрд. руб. общий объем и Транснефть 254 млрд. руб.

Второе место занимает финансовый сектор. Среди компаний большой объем приходится на АИЖК - 163 млрд. руб., ВТБ Лизинг - 68 млрд. руб., ВЭБ -лизинг 69 млрд. руб., а так же ФГ Открытие и Уралсиб.

Среди Банковского сектора крупные заемщики Внешэкономбанк, Газпромбанк, ВТБ и Россельхозбанк. При чем банки выступают не только в роли заемщиков но и активно инвестируют свои средства. Они привлекли около 60% всех первичных размещений. Отчасти это связано с тем что банкам проще выпустить облигации. Банкам хорошо известны механизмы эмиссии и размещения облигаций, так же могут оказывать некоторые услуги сами себе, благодаря тому что являются профессиональными участниками рынка.

В региональной структуре первое место по эмиссии корпоративных облигаций занимает Москва порядка 60%, это обусловлено в первую очередь экономической ситуацией в стране, по всем экономическим показателям Москва занимает лидирующие позиции с большим отрывом от регионов.

Доходность корпоративных облигаций на вторичном рынке в 2010 году преимущественно снижалась и в конце декабря достигла 7,8% годовых. К концу 2011 года доходность по корпоративным облигациям достигла 8,8%. Диапазон колебаний доходности в 2012 году составил от 8,3 до 9,5% годовых. В 2013 динамика рыночной доходности долговых ценных бумаг определялась в основном ситуацией на денежном рынке. Значительные объемы рублевой ликвидности банковского сектора и политика эмитентов на первичном рынке способствовали некоторому снижению доходности корпоративных облигаций. По состоянию на конец 2013 года корпоративных облигаций— снизилась до 8,39 % годовых.

Участники рынка долговых ценных бумаг в 2014 году из-за роста девальвационных и инфляционных рисков существенно повысили премии за риски инвестирования в российские финансовые активы. Показатели доходности корпоративных облигаций с начала 2014 года росли и к середине декабря 2014 года приблизились к своим десятилетним максимумам, зафиксированным в период глобального финансово-экономического кризиса 2008–2009 годов. В конце декабря 2014 года благодаря стабилизации ситуации на внутреннем валютном и денежном рынках наметилось восстановление котировок облигаций на российском рынке долговых ценных бумаг. По состоянию на конец 2014 года доходность корпоративных облигаций увеличилась до 15,65% с 8,39% . В 2015 году доходность по облигациям на ожиданиях снижалась до 13 %. В начале 2016 года средняя доходность составляла порядка 11,7%.

Далее рассмотрим обращающиеся на рынке корпоративные облигации в разрезе купонного дохода

Таблица 2.3.

Структура рынка корпоративных облигаций в
разрезе купонного дохода.

Размер купона	Объем рынка, млн. долл.	В % к итогу	Число выпусков	В % к итогу
Менее 7%	158,438	2,77%	50	6,28%
От 7 до 10%	1537,363	26,9%	213	26,76%
От 10 до 13%	3483,379	60,97%	404	50,75%
От 13 до 16%	495,063	8,67%	115	14,45%
От 16 до 18%	35,957	0,63%	10	1,26%
От 18% и выше	2,878	0,05%	4	2,04%
Всего:	5713,078	100,0%	796	100,0%

Составлено автором на основе [31]

По данным таблицы видно что больше половины рынка занимают облигации с купонами от 10 до 13%. Облигации которые дают купон от 18% и выше достаточно рискованные, это говорит что качество эмитента не очень высокое и единственным способом привлечения инвестиций для таких компаний является повышенная ставка купона. В доле рынка такие облигации занимают не более 3 %.

Таблица 2.4.

Рынок корпоративных облигаций в 2016 году в разрезе сроков
обращения

Период обращения	Объем рынка, млн. долл.	В % к итогу	Число выпусков	В % к итогу
До 1 года	401,364	7,03%	71	8,92%
От 1 до 3 лет	1902,228	33,3%	274	34,42%
От 3 до 5 лет	1307,778	22,9%	152	19,09%
Более 5 до 10 лет	1543,161	27%	203	28,89%
Свыше 10	558,547	9,78%	96	12,06%
Всего:	5713,078	100,0%	796	100,0%

Составлено автором на основе [31]

По данным таблиц видно, что облигации со сроком погашения от 1 до 5 лет занимают больше половины рынка. Это связано с тем что на российском рынке существует проблема длинных денег. Для этого эмитенты выбирают средний срок заимствования от 3 до 5 лет. облигации со сроком погашения свыше 10 лет занимают лишь 12 % рынка. Эмитентами таких облигаций являются крупнейшие компании с государственным участием, такие как Внешэконом банк, Газпромбанк, АИЖК, ВТБ. Ипотечный агент ВТБ разместил несколько выпусков на срок свыше 40 лет.

Как уже было отмечено ранее, все большую популярность в России получают биржевые облигации.

Биржевая облигация представляет собой эмиссионную ценную бумагу, которая позволяет привлекать краткосрочное финансирование на срок до 3 лет по упрощенной процедуре эмиссии.

Интерес эмитентов к биржевым облигациям обусловлен следующим:

- эти инструменты не требуют государственной регистрации (регистрацию выпусков биржевых облигаций осуществляет непосредственно фондовая биржа, что значительно сокращает сроки их размещения);

- не требуется государственной регистрации отчета об итогах выпуска;

- эмитент биржевых облигаций не уплачивает государственную пошлину за регистрацию облигационного выпуска (тем самым снижается стоимость привлечения заемного капитала, так как величина этой пошлины составляет 0,2% от номинальной суммы выпуска, но не более 200000 руб.);

- требования к эмиссионным документам биржевых облигаций (прежде всего, проспекту эмиссии облигаций) являются менее строгими по сравнению с выпуском облигаций по традиционной схеме.

Одновременно на биржевые облигации накладывается ряд ограничений. Облигации их эмитента должны быть включены в котировальный список фондовой биржи. Эмитент облигаций должен существовать не менее трех лет и срок обращения этих инструментов не

может превышать трех лет. Обращение таких облигаций возможно только на одной биржевой площадке.

Тем не менее, с учетом всех имеющихся ограничений на эмиссию и обращение биржевых облигаций, в настоящее время они играют весьма заметную роль на облигационном рынке. Это можно утверждать, исходя из Рис. 2.2.

Для более подробного представления об объеме биржевых облигаций и динамике их роста проанализируем их долю в общем объеме корпоративных облигаций по данным отчета о торгах на Московской биржи.

Первое размещение биржевых облигаций было осуществлено 25 марта 2008 г., а уже по итогам 2009 г. и 2010 г. было размещено биржевых облигаций на 138,6 млрд. руб. и 354,3 млрд. руб. соответственно.

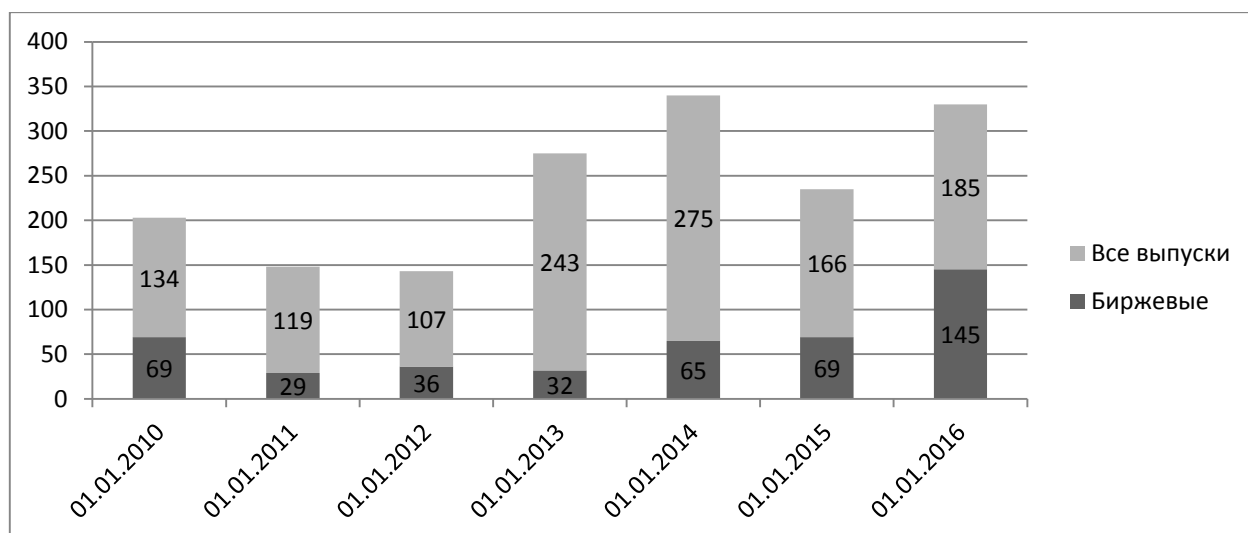


Рис. 2.2. Динамика роста выпусков биржевых облигаций с 01.01.2010 по 01.01.2016 гг.

Составлено автором на основе [31]

По данным рисунка видно, что по данным на начало 2015 и 2016 годов биржевые облигации занимает практически половину всего рынка выпусков долговых бумаг.

Для более подробного представления какое количество биржевых облигаций занимают в сегменте корпоративных рассмотрим рис. 2.3.

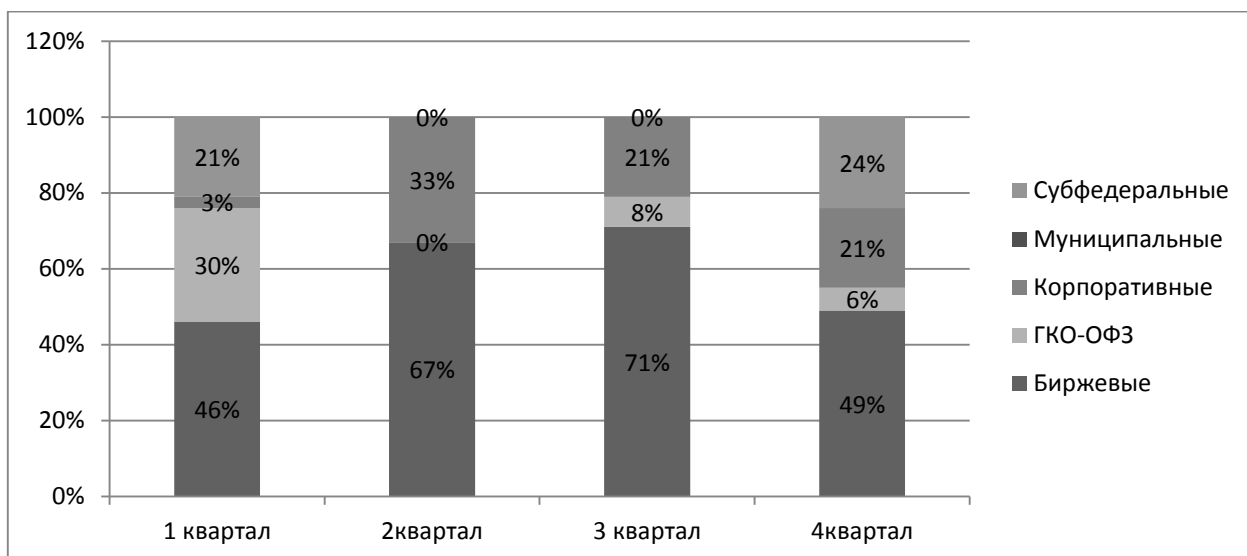


Рис 2.3. Доля сегмента биржевых облигаций за 2015 год

Источник [19]

Итак, по данным рисунка можно с уверенностью сказать что отечественные предприятия все больше прибегают к выпуску именно биржевых облигаций. Именно по этой причине на российском рынке преобладают облигации со сроком размещения 1-3 года.

Таблица 2.5.

Объеме биржевых облигаций в общем объеме корпоративных 2012-2015 гг.

		Количество эмиссий корпоративных облигаций	Из них: биржевые
2012	Количество эмиссий	172	74
	Объем, млрд.руб.	819	352
	Доля, %	100%	43%
2013	Количество эмиссий	224	102
	Объем, млрд.руб.	997	449
	Доля, %	100	45%
2014	Количество эмиссий	286	148

	Объем, млрд.руб.	1.527	794
	Доля, %	100%	52%
2015	Количество эмиссий	159	98
	Объем, млрд.руб.	2.260	1.401
	Доля, %	100%	62%

Источник [18]

По данным таблицы видно, что в 2011 году доля биржевых облигаций в структуре корпоративных составляла 43%, а по итогам торгов 2014 года доля выросла до 62%. Подобная динамика роста этого сегмента рынка корпоративного долга свидетельствует о стремительном увеличении интереса к этому инструменту со стороны российских эмитентов.

В первую очередь увеличение выпусков биржевых облигаций обусловлен тем, что Биржевые облигации на российском рынке, прежде всего, интересны компаниям, которые регулярно привлекают кратко- и среднесрочные средства на публичных долговых рынках, так как короткие сроки размещения биржевых облигаций позволяют гибко реагировать на конъюнктуру долгового рынка.

Тем не менее, многие эксперты долгового рынка твердо уверены в том, что биржевые облигации не заменят «классические» облигации. Так как по мере восстановления экономики компаниям понадобится долгосрочная ликвидность, которую могут дать только «классические» корпоративные облигации.

Как уже было отмечено ранее в России появилась возможность выпускать коммерческие облигации. Такие облигации выпускаются на очень короткий срок и не чем не обеспечиваются, а гарантией выступает репутация самого предприятия. Подготовка такого выпуска занимает не более 1 месяца.

Первым кто разместил коммерческие облигации в России стала микрофинансовая компания «Фэирдип инвестментс ру». Выпуск был объемом 100 млн. рублей и купоном 25% годовых. Выкупили весь объем структуры связанные с самой компанией, что не удивительно, ведь пока этот

инструмент новый для российского рынка и ждать что будет большой спрос частных инвесторов не стоит.

По большому счету как раз коммерческие облигации выступают альтернативой кредиту. Во первых так как это возможность получить финансирование в очень короткие сроки в отличии даже от биржевых облигаций. Во вторых для такого займа компании нет необходимости становиться публичной. В третьих, не нужна государственная регистрация выпуска, отчета а размещение проходит по закрытой подписки, регистрируются такие бумаги национальным расчетным депозитарием.

Среди недостатков данного способа привлечения средств можно выделить:

- размещение проходит путем закрытой подписки, что сужает круг инвесторов.

- по сравнению с обычными облигациями, данный способ заимствования дороже, порядка 20-30%.

По данным RusBonds на ноябрь 2016 года возвращаются выпуски ООО "ломбард Мастер" объемом 30 млн. руб. Готовятся банк "открытие" на сумму 100 млн.руб.

По мнению экспертов в течении двух лет этот инструмент наберет большую популярность среди эмитентов.

Таким образом, обобщая все вышесказанное можно утверждать, что российский рынок корпоративных облигаций, имеет ряд специфических особенностей, обусловленных законодательным регулированием, уровнем развития инфраструктуры, а также историей и характером развития национального рынка облигаций. За последние пару лет существенную долю рынка начали занимать биржевые облигации, что связано с упрощенной процедурой эмиссии. Кроме этого, для эмитентов появилась новая возможность осуществлять выпуск коммерческих облигаций, которые позволяют получить финансирование на еще более упрощенных условиях и в короткие сроки. Таким образом в условиях высокой ключевой ставки в

стране, данный сегмент облигаций быстро привлечет к себе внимание хозяйствующих субъектов, которые до сегодняшнего времени привыкли получать финансирование исключительно путем получения банковского кредита.

2.2. Анализ российского рынка еврооблигаций

Еврооблигации – это один из наиболее выгодных финансовых инструментов, предназначенных для привлечения денежных средств западных инвесторов и финансовых институтов. Основными преимуществами еврооблигаций выступают длительный срок заимствования, крупные суммы заимствования, доход по евробондам выплачивается без вычетов налога на прибыль, гарантами эмиссии являются крупные международные банки. Кроме того, данный вид бумаг характеризуется низкой стоимостью заимствования. Это связано с тем, что на международном рынке предлагается большой объем денежных средств. Уровень процентной ставки по еврооблигациям зависит от кредитного рейтинга эмитента, но не ниже рейтинга, установленного для Правительства страны.

Еврооблигации представляют собой один из самых распространенных способов привлечения иностранного капитала. За последнее время рынок еврооблигаций получил развитие за счет активного использования его суверенными и корпоративными эмитентами в качестве основного источника дешевых финансовых ресурсов для реализации крупных проектов. Однако, доступ на рынок еврооблигаций получают лишь крупные профессиональные участники, обладающие солидной репутацией и значительной ресурсной базой. Эмитентами на рынке еврооблигаций выступают крупные национальные компании, международные организации, государственные органы. Эмиссия данного вида ценных бумаг дает эмитентам преимущества по сравнению с другими источниками финансирования, что выражено в снижении издержек на привлечение средств, упрощении требований, предъявляемых к эмитенту или к направлениям использования полученных

средств, возможности привлечения финансовых ресурсов в различных формах, оптимизации налогообложения.

В Европе эмиссия еврооблигаций проводится главным образом в целях реструктуризации активов или приватизации государственной собственности. Основные еврооблигационные рынки находятся в Лондоне, Люксембурге и Швейцарии. Процент по еврооблигациям формируется на основе ставки банков в Сингапуре (ставка Sibor).

Одним из основных условий выхода на рынок еврооблигаций является получение кредитного рейтинга, что говорит о кредитоспособности заемщика.

Кредитные рейтинги основаны на принципах независимости, объективности и открытости. Основными рейтинговыми агентствами являются: Moody's Investors Service, Standard&Poor's, Fitch IBCA.

В формировании «правил игры» ключевую роль играют профессиональные объединения участников рынка. Одним из ведущих координаторов деятельности профессиональных участников рынка капитала является «Ассоциация участников международного рынка капитала» (ISMA), созданная путем объединения в июле 2005 г. Ассоциации участников международных фондовых рынков (International Securities Market Association, ISMA) с Международной ассоциацией первичных рынков (International Primary Market Association, IPMA). Членами ассоциации на данный момент являются более 390 участников рынка капитала из 47 стран от крупнейших международных инвестиционных банков до небольших региональных банков. В состав ассоциации также входят центральные банки, торговые организации, а также профессиональные консультанты, в том числе юридические фирмы. Членами ассоциации являются такие российские банки как сеть Сбербанк, Альфа-банк, государственная корпорация Внешэкономбанк.

Первое публичное размещение еврооблигаций российским банком было организовано в июле 1997 г., его провел банк «СБС-АГРО». Через

короткий промежуток на международный рынок капитала вышли такие банки, как Альфа-банк, Российский кредит, Внешторгбанк.

Уже в середине 2003 г. российские банки стали активно выходить на рынок еврооблигаций и других евробумаг. К концу 2003 г. объем международных заимствований составил 3,4 млрд. долл.

С 2004 по 2008 г. наблюдался настоящий бум на банковском рынке, особенно в сфере кредитных операций. Это происходило именно благодаря привлеченным средствам нерезидентов. Именно привлечение иностранного долгового капитала, а в первую очередь долгосрочного, позволило российским банкам количественно пополнить и качественно укрепить свою ресурсную базу.

Вследствие особенностей российского законодательства в налоговых и валютных целях для российских эмитентов предпочтителен выход на рынок еврооблигаций с использованием оффшорного специального механизма (special purpose vehicle, SPV), успешно применяющегося во многих странах, включая США, способа избегания налогов при осуществлении международных финансовых операций.

Формальным эмитентом еврооблигаций под гарантии российской компании выступает дочерняя компания, создаваемая в странах, с которыми у России заключены благоприятные договоры и в которых не взимается налог с выплат дивидендов держателям облигаций (например, Кипр, Нидерланды и т.д.). При механизме SPV выпускаются облигации в обмен на средства, полученные от инвесторов, и передаются через оффшорный банк российской компании в форме необлагаемого НДС кредита, условия которого аналогичны условиям выпуска облигаций.

Динамика объемы рынка российских еврооблигаций представлена в табл. 2.6.

Таблица 2.6

Динамика объема рынка еврооблигаций, млрд. долл.

Годы	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Государственные и федеральные облигации	38,5	34,7	31,9	31,9	34,4	35,6	42,6	49,4	48,2	45,7
Корпоративные облигации	63,1	94,3	103,8	99,4	121,1	115,4	149,5	181,8	165,9	139,1
Субфедеральные и муниципальные облигации	1	1,1	1,3	1,4	1,3	0,7	0,5	0,6	0,5	0,4
Всего:	102,6	130,1	137	132,7	156,8	151,7	192,6	231,8	214,6	185,2

Составлено автором на основе [31]

Из таблицы видно, что рынок еврооблигаций за последние 10 лет развивался довольно высокими темпами – за 10 лет его объем вырос на 82,6 млрд. долл. или 80,5%. Основную долю рынка занимают корпоративные еврооблигации (в 2015 году их доля составила 75,1%). Очевидно, что сегмент корпоративных еврооблигаций растет наиболее быстро – за анализируемый период он увеличился в 2,2 раза. Динамика и структура российского рынка еврооблигаций изображена на рис. 2.4.

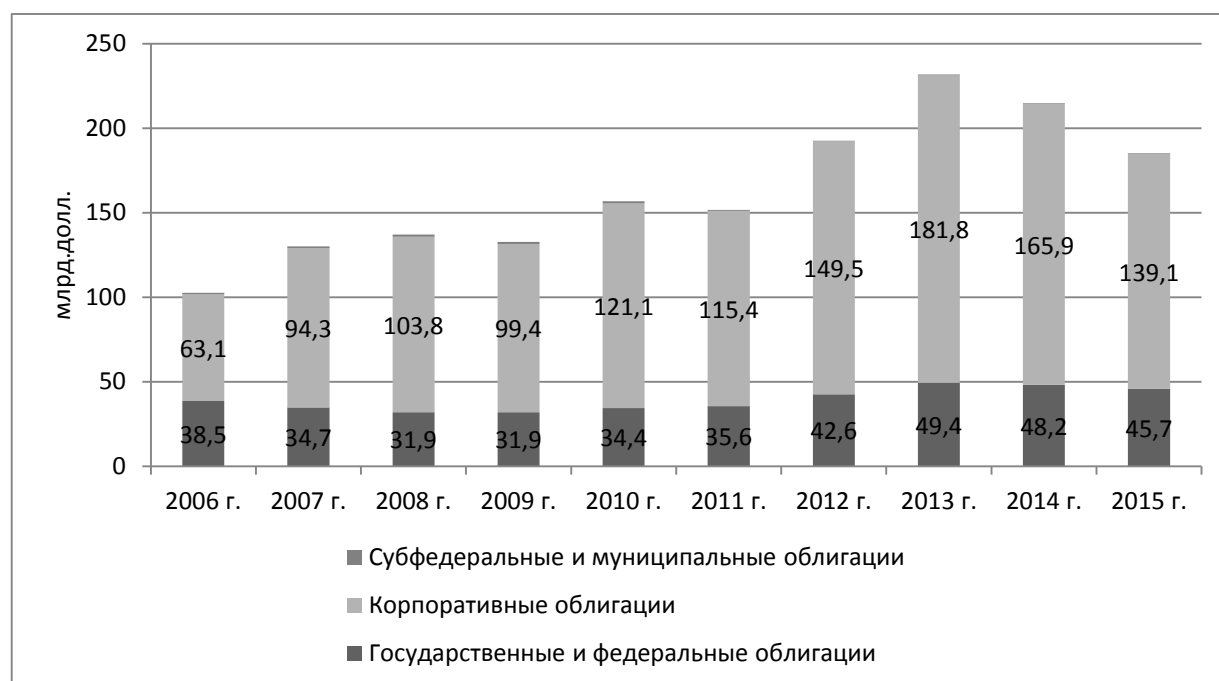


Рис. 2.4. Динамика и структура российского рынка еврооблигаций

Составлено автором на основе [31]

Рассмотрим структуру российского рынка корпоративных облигаций в 2016 году. Для этого был проведен анализ выпусков корпоративных еврооблигаций, находящихся в обращении на сегодняшний день по данным сайта Rusbonds.ru (табл. 2.5).

Таблица 2.7

Структура российского рынка корпоративных еврооблигаций
по отраслям экономики в 2016 году

№	Сектор экономики	Объем рынка, млн. долл.	В % к итогу	Число выпусков	В % к итогу
1	Банки	66248,3	40,4%	120	45,8%
2	Горнодобывающая промышленность	1250,0	0,8%	2	0,8%
3	Металлургия	12425,0	7,6%	18	6,9%
4	Нефтегазовая промышленность	39184,0	23,9%	41	15,6%
5	Телекоммуникации	8285,0	5,1%	12	4,6%
6	Транспорт	9158,5	5,6%	15	5,7%
7	Химическая промышленность	2116,0	1,3%	5	1,9%
8	Финансы	22619,4	13,8%	44	16,8%
9	Другая деятельность	2650,0	1,6%	5	1,9%
	Итого:	163936,1	100,0%	262	100,0%

[Источник 39]

Из таблицы видно, что наибольший удельный вес в структуре рынка еврооблигаций занимают банки (40,4% от общего объема рынка и 45,8% от числа выпусков). Первое место по объему эмиссии еврооблигаций среди банков-эмитентов занимает RCB Bank – один из крупнейших европейских банков с головным офисом на Кипре. На российском рынке обращается еврооблигаций этого банка на сумму 16061 млн. долл.

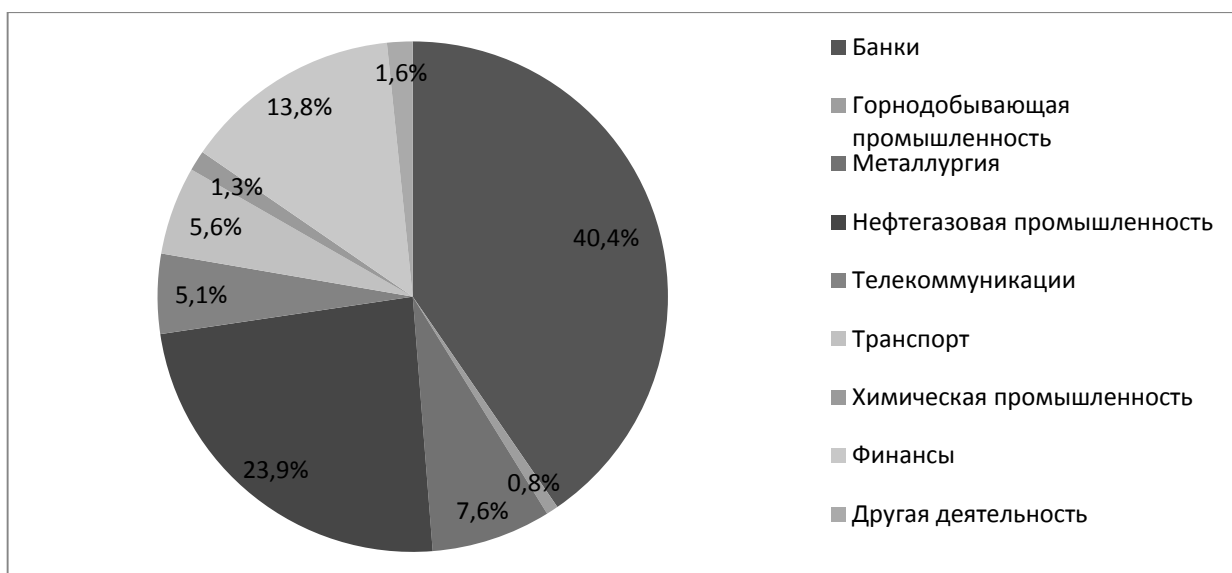


Рис. 2.5. Структура российского рынка корпоративных еврооблигаций в разрезе отраслей экономики

Составлено автором на основе [31]

Второе по значимости место занимает Группа ВТБ (общий объем еврооблигаций – 14210,2 млн. долл.), а третье – «Сбербанк России» (12664,7 млн. долл.). Всего в обращении находятся еврооблигации 32 банков-эмитентов.

Вторым по объему привлеченных ресурсов сектором экономики является нефтегазовая промышленность (23,9% от общего объема рынка). Крупнейшим эмитентом в этом секторе является ПАО «Газпром» – на сегодняшний день в обращении находятся 25 выпусков еврооблигаций этой компании на общую сумму 25790 млн. долл. Кроме того, крупными эмитентами в этом секторе являются ОАО «Роснефть», «Лукойл» и «Новатэк», однако суммарный объем их выпусков меньше величины выпусков «Газпрома».

Второе место по количеству выпусков еврооблигаций занимает финансовый сектор (44 выпуска из 262). Крупнейшими эмитентами в этом секторе являются Государственная корпорация «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)» (общая стоимость еврооблигаций – 8630 млн. долл.) и «Российский сельскохозяйственный банк»

(6150 млн. долл.). В этом секторе находятся эмитенты с различными объемами займов – от 2,4 млн. долл. («Barclays Capital») до 1100 млн. долл. (АО «РН Холдинг»).

В секторе «Металлургия» основными эмитентами еврооблигаций являются компании «Норильский Никель» и «Северсталь», а также Новолипецкий металлургический комбинат. Основным эмитентом еврооблигаций в секторе телекоммуникации является ОАО «Вымпелком», а в секторе «Транспорт» – ОАО «РЖД».

Рассмотрим состав российского рынка еврооблигаций в разрезе сроков обращения (табл. 2.8).

Таблица 2.8

Рынок еврооблигаций в 2016 году в разрезе сроков обращения

Период обращения	Объем рынка, млн. долл.	В % к итогу	Число выпусков	В % к итогу
До 1 года	117,61	0,1%	2	0,8%
От 1 до 3 лет	578,3	0,4%	3	1,1%
От 3 до 5 лет	25576,0	15,6%	33	12,6%
Более 5 лет	134254,2	81,9%	220	84,0%
Бессрочные	3410	2,1%	4	1,5%
Всего:	163936,1	100,0%	262	100,0%

Составлено автором на основе [31]

Из таблицы видно, что наибольший удельный вес в объеме рынка российских еврооблигаций занимают облигации со сроком более 5 лет (81,9% от номинальной стоимости еврооблигаций и 84% от общего количества выпусков). Это закономерно, так как еврооблигации на международном рынке считаются источником долговременного заемного капитала.

Второе по значимости место занимают облигации со сроком обращения от 3 до 5 лет (15,6% от объема рынка и 12,6% от общего числа выпусков), т.е. среднесрочные облигации.

Кроме того, в последние годы эмитенты начали выпускать бессрочные еврооблигации. Бессрочными облигациями называют долговые ценные бумаги, не имеющие конкретного срока возврата долга. Инвестор, который приобрел такую облигацию, может либо получать процентный доход неограниченное время, либо продать облигацию другому инвестору. Иногда эмитент при выпуске бессрочных облигаций закладывает возможность принудительного досрочного погашения.

Выпуск бессрочных еврооблигаций для эмитента выгоден тем, что он не обязан возвращать инвестору сумму первоначальных вложений (как при выпуске привилегированных акций). Особые преимущества при выпуске бессрочных еврооблигаций имеют банки, так как они имеют возможность включить полученные средства в капитал первого или второго уровня. Следует отметить, что эмитентов всех 4 выпусков бессрочных еврооблигаций, обращающихся в данное время на российском рынке, являются банки.

Графически состав российского рынка еврооблигаций в разрезе сроков обращения представлен на рис. 2.6.

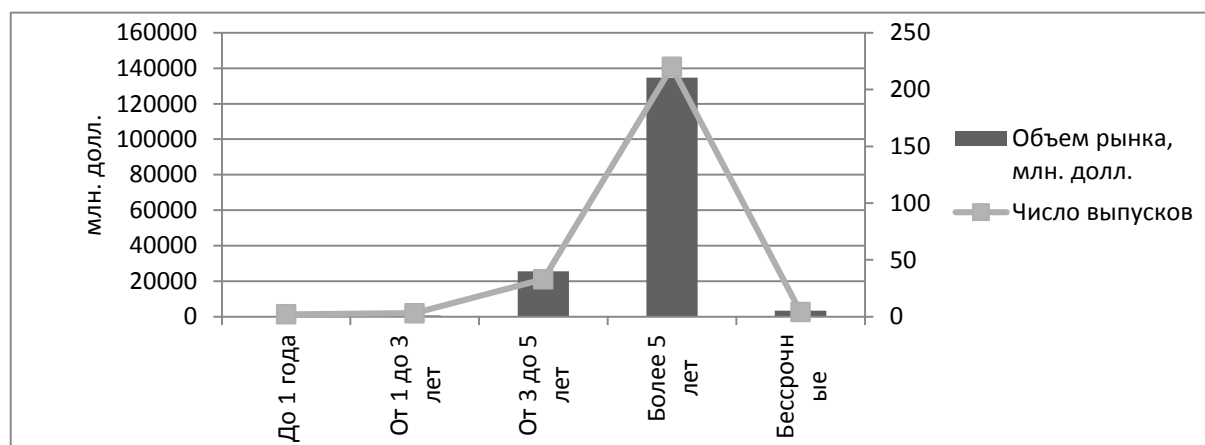


Рис. 2.6. Рынок еврооблигаций в разрезе сроков обращения

Составлено автором на основе [31]

Анализ находящихся в обращении еврооблигаций по уровню купонного дохода приведен в табл. 2.9.

Российский рынок еврооблигаций в 2016 году
в разрезе уровня купонного дохода

Размер купона	Объем рынка, млн. долл.	В % к итогу	Число выпусков	В % к итогу
Менее 5%	58315,4	35,5%	65	24,8%
От 5 до 8%	78988,4	48,0%	115	43,9%
От 8 до 11%	19790,0	12,0%	47	17,9%
От 11 до 14%	1101,0	0,7%	11	4,2%
От 14 до 20%	91,4	0,1%	3	1,1%
Размер купона неизвестен	6163,4	3,7%	21	8,0%
Всего:	164449,6	100,0%	262	100,0%

Составлено автором на основе [31]

Таблица показывает, что основной удельный вес в общей номинальной стоимости еврооблигаций занимают ценные бумаги с купонным доходом от 5 до 8% годовых. Второй по значимости группой являются еврооблигации с уровнем купонного дохода менее 5% (35,5% от общего объема рынка). Следует отметить, что в обе эти группы входят облигации крупных компаний, относящихся к «голубым фишкам» (т.е. компаниям, чьи акции считаются наиболее надежными и ликвидными).

Например, купонный доход на уровне 5-8% имеют еврооблигации «Новатэк», «Альфа-банка», «Банка ВТБ», «Норильского никеля», «Газпрома», «Лукойла» и др. В группу еврооблигаций с купонным доходом до 5% входят ценные бумаги тех же эмитентов (в основном «голубых фишек» и государственных компаний). Следует отметить, что выпуски более «дешевых» еврооблигаций начались с 2012 года. Очевидно, у эмитентов появилась возможность привлекать более дешевые финансовые ресурсы, чем раньше.

Еврооблигации с купонным доходом от 8 до 11% годовых составляют всего 12% или 17,9% от общего числа выпусков. Эмитентами этих

облигаций, как правило, являются компании «второго эшелона» (не такие крупные и известные, как «голубые фишки») – «Бинбанк», «ФК Открытие», «Промсвязьбанк», «Ренессанс капитал» и др.

Некоторые компании выпускают еврооблигации с купонным доходом более 11% для привлечения инвесторов, однако их доля невелика – менее 1% от объема рынка. Графически состав еврооблигаций по размеру купонного дохода представлен на рис. 2.7.

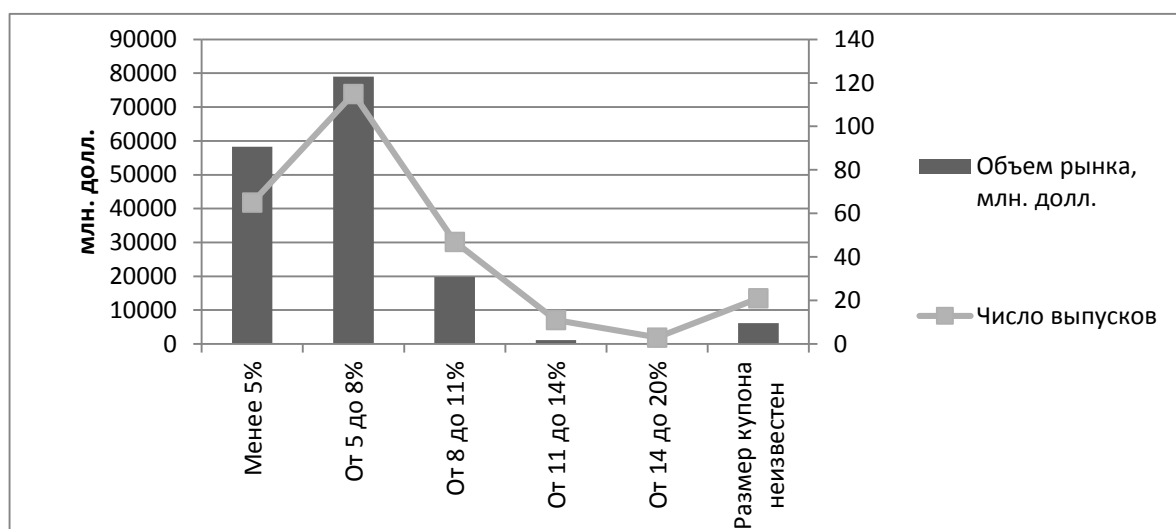


Рис. 2.7. Российский рынок еврооблигаций в 2016 году
в разрезе купонного дохода

Составлено автором на основе [31]

Среди проблем можно выделить следующие. Во первых, при привлечении иностранного капитала, очень важный фактор это кредитный рейтинг.

Последние годы преобладают следующие проблемы: слабые перспективы роста экономики, западные санкции, низкие цены на нефть, в следствии чего дефицит бюджета. Все это дает основания западным рейтинговым агентствам, таким как S&P и Moody's устанавливать "мусорные" рейтинги для России. Несмотря на то, что рейтинговое агентство Standard & Poor's (S&P) в 2016 году пересмотрело прогноз долгосрочного

кредитного рейтинга России с "негативного" на "стабильный", он по прежнему остается ниже инвестиционного.

Так же существует проблема связанная. Сейчас есть ряд инвесторов желающих приобрести рублевые еврооблигации. Однако покупка долговых бумаг значительно затруднена. Не хватает инфраструктуры. Все операции на финансовых рынках проводятся через специализированные компании – клиринговые центры. Эту проблему может исправить создание Международного финансового центра, который сделает операции прозрачными и увеличит число желающих вкладываться в российский долговой рынок.

2.3. Особенности эмиссии облигаций российских АО

Проанализировав рынок корпоративных облигаций в России необходимо рассмотреть государственные методы регулирования которые оправдывают текущее состояние рынка.

Одной из тенденций на фондовом рынке является повышение уровня регулирования. Это связано с тем, что правительство видит развитие экономики страны за счет повышения конкурентоспособности именно финансового рынка. А приоритетным направлением развития финансового рынка, как отмечается в проекте основных направлений развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов, является развитие рынка облигаций. [5, с.41] Так же необходимость эффективного регулирования обуславливается тем, что без доверия к ценным бумагам со стороны инвесторов, рынок перестанет существовать.

Для того что бы проанализировать методы регулирования рынка корпоративных облигаций в России, в первую очередь необходимо указать его характерные особенности.

Особенности национального рынка облигаций, могут быть обусловлены такими факторами как:

- 1) особенности законодательной базы;
- 2) уровень инфраструктуры облигационного рынка;
- 3) история и характер развития национального рынка облигаций.

К группе особенностей, обусловленных российским законодательством можно отнести следующее.

Крайне малый объем облигаций эмитируемых на срок до одного года. В России при соблюдении стандартной процедуры выпуска облигаций государственная регистрация требуется вне зависимости от срока обращения долговых бумаг. В результате отечественные эмитенты предпочитают привлекать средства на облигационном рынке на более длительные сроки.

Следующей законодательной особенностью является интенсивное развитие сегмента биржевых облигаций. Законодательная база, определяющая основные параметры выпуска и обращения этих инструментов, была сформирована в 2006-2008 гг., а наиболее бурно этот сегмент стал развиваться, начиная с 2009 года. Так же к плюсу размещения биржевых облигаций является их относительно недорогая стоимость. У эмитента возникают расходы перед ММВБ за услуги по присвоению биржевым облигациям идентификационного номера составляет в размере 150 тыс.руб.за первый выпуск и 50 тыс. руб. за последующие. Вознаграждение за услуги по размещению облигаций составляет: от 350 тыс. руб. (при объеме выпуска в 1 млрд. руб.) и до 650 тыс. руб. (при объеме выпуска более 10 млрд. руб.). [24]

С 2014 года правительством было принято решение о разделении акционерных обществ на публичные и непубличные. Главным отличием является возможность выхода на фондовый рынок, таким образом,

облигационное финансирование доступно только публичным обществам. По данным центра раскрытия корпоративной информации на конец 2015 года осталось 23 534 открытых акционерных обществ (со статусом публичное), при этом их число быстро сокращалось все последние годы. В первую очередь, это связано с жесткими требованиями по раскрытию корпоративной информации. Оно должно осуществляться в формах: ежеквартального отчета, консолидированной финансовой отчетности и сообщений о существенных фактах связанных с организацией.

По этой причине предприятия, которые в ближайшее время не планируют прибегать к облигационному финансированию, предпочитают преобразовываться в статус не публичного, так как у непубличного общества есть право на отказ в раскрытии информации.

Безусловно, с точки зрения инвесторов, наличие грамотного корпоративного управления и доступность итогов работы предприятия является основополагающим фактором для принятия решения о покупке его облигаций. Но, с точки зрения предприятий, необходимо государственное мягкое регулирование, которое будет подразумевать разработку инструментов для предоставления успешных практик и рекомендаций по ведению корпоративного управления.

Основные, уже существующие эмитенты, увеличивают объемы заимствований, а новые предприятия избегают финансирования путем выпуска облигаций. Такие данные свидетельствуют о том, что рынок корпоративных облигаций увеличивается в ширь или можно сказать - количественно, а не качественно.

Еще одной законодательной особенностью является установленная законодательно процедура эмиссии, в которой важным этапом является получение государственной регистрации. При этом на эмитента возлагается уплата государственной пошлины в размере 0,2 % от номинальной суммы выпуска, но не более 200.000 рублей - если размещение происходит путем подписки; и 35.000 рублей для иных способов размещения. После

завершения размещения проводится государственная регистрация отчета об итогах выпуска. На данном этапе у эмитента вновь появляются издержки в виде пошлины за государственную регистрацию отчета об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг в размере 35 000 рублей.

Для необеспеченных облигаций необходима полная оплата уставного капитала и 3 года существования организации. Для обеспеченных необходимы гарантии третьих лиц либо обеспечение имуществом. Это в том числе повышает интерес к биржевым облигациям так как процедура регистрации длительна.

От принятия решений о выпуске до размещения, как правило, проходит много времени, поэтому когда у предприятия возникает срочная потребность в финансировании, он с большей вероятностью прибегнет к другим заемным источникам. Для многих организаций такие требования достаточно высоки и являются преградой для выхода на фондовый рынок. Следовательно необходимо совершенствовать процедуру эмиссии, сокращая сроки и упрощая государственную регистрацию.

К инфраструктурным особенностям можно отнести следующие. Для допуска к торгам необходимо пройти процедуру листинга, которую осуществляет Московская биржа путем включения облигаций в котировальный список. В результате прохождения процедуры листинга облигации включаются в первый, второй или третий уровень списка.

Для включения бумаги в первый уровень необходимо что бы сумма эмиссия превышала 2 млрд. руб., срок жизни эмитента был более 3 лет, наличие финансовой отчетности, рейтинга, отсутствие дефолта ит.д. Для второго и третьего уровня требования мягче.

На данном этапе на эмитента так же ложатся расходы по процедуре листинга. Для включения в первый уровень стоимость составляет 300 тыс. руб., второй уровень 180 тыс. руб., третий уровень 80 тыс. руб. Стоимость размещения объемом 100 млн. руб. - 350 тыс.руб., от 2 млрд. руб. составляет 416 тыс. руб. [49]

Если бумаги хранятся и учитываются в НРД, следовательно ежемесячно на эмитента ложатся расходы на оплату его услуг. Согласно тарифам плата составляет от 1%-2,3% от стоимости остатков ценных бумаг.

На конец 2015 года на московской бирже торгуется 155 облигаций первого уровня, 114 облигаций второго уровня и 297 - третьего.

Важным этапом жизни облигаций для компании является их движение на вторичном рынке, которое возможно после размещения всего выпуска. При этом эмитенту необходимо обеспечивать полное раскрытие информации, предоставлять финансовую отчетность, поддерживать привлекательность и ликвидность своих ценных бумаг.

Следующим административным методом регулирования является лицензирование. Все виды деятельности на рынке ценных бумаг, такие как, брокерская, депозитарная, деятельность по ведению реестра и управлению ценными бумагами подлежит обязательному лицензированию. Для подготовки облигационного выпуска, в большинстве случаев, предприятия прибегают к услугам андеррайтера. Начиная с 2013 года банк России активно отзывает лицензии у банков, в 2014 и 2015 отозвали лицензии у 92 и 87 банков соответственно. А именно банки выступают в роли андеррайтера при первичном размещении облигации. Такая политика центрального банка привела к снижению андеррайтеров до 80 по состоянию на 3 квартал 2015 года. Конечно, пока проблема с выбором андеррайтера нет, однако если Центральный банк будет и дальше проводить такую жесткую политику "зачистки" то, снижение конкуренции на данном рынке услуг может привести к увеличению их стоимости, следовательно, повысится стоимость облигационных заимствований для эмитентов.

Стоимость услуг андеррайтера является одной из основных затрат при размещении .

Виды андеррайтинга и его стоимость

Виды андеррайтинга	Качество размещения	Стоимость услуг андеррайтинга
Полный андеррайтинг	100-процентная гарантия размещения	Высокая
Частичный андеррайтинг	Частичная гарантия размещения ценных бумаг	Средняя
Андеррайтинг на основе максимальных усилий	Отсутствие гарантий размещения ценных бумаг	Низкая

[Источник 32]

На сегодняшний день стоимость андеррайтинга варьируется от 0,5% до 5 % от номинальной стоимости выпуска. Соответственно стоимость которая доходит до 5% устанавливается при полном андеррайтинге. В таком случае организатор выкупает часть облигаций, которые не смог разместить на рынке. Аналогично этому самая низкая стоимость у андеррайтинга, когда отсутствуют какие либо гарантии успешного размещения. [47]

Так же особенностью российского рынка облигаций можно считать отсутствие существенных льгот для долгосрочных инвесторов. Однако с 2015 года возвращена льгота для физических лиц владеющих ценными бумагами более 3-х лет. Тем самым в будущем планируется увеличение частных инвесторов, в данный момент их доля составляет порядка 5%, а тех кто принимает активное участие в торговле ценными бумагами не более 3%. Кроме того на такой низкой доле физических лиц сказывается слабая защита прав инвесторов и частые дефолты. Чаще у обычного инвестора может не хватать инструментария и профессиональных знаний для выбора ценных бумаг.

По этому контроль за участниками облигационного финансирования и меры ответственности, являются важной частью административного регулирования. Контролю подвергаются все участники этих отношений, но особое внимание уделяется эмитентам. Ответственность эмитента перед

инвесторами по своим обязательствам, устанавливаются все тем же ФЗ "О рынке ценных бумаг". Надзор Центральный банк осуществляет путем: контроля за соблюдением законодательства, проведения мониторинга раскрытия корпоративной информации, противодействия использованию инсайдерской информации и т.д. В случае каких либо нарушений Банк России принимает меры о приостановлении дальнейшего размещения облигаций, а эмитент несет ответственность согласно гражданскому, административному или уголовному законодательству РФ.

Согласно ГК РФ при утрате либо ухудшении обеспечения обязательств заемщика инвестор может требовать от эмитента досрочного возврата суммы займа и уплаты причитающихся процентов. Если просрочка выплаты процентов составляет более 7 дней, а погашение облигаций больше 30 дней в этом случае признается дефолт эмитента.

С середины 2015 годы в СМИ стали звучать прогнозы на ожидания большого количества дефолтов по рублевым облигациям. Ниже на Рис. 2.1. приведены динамика дефолтов по рублевым облигациям.

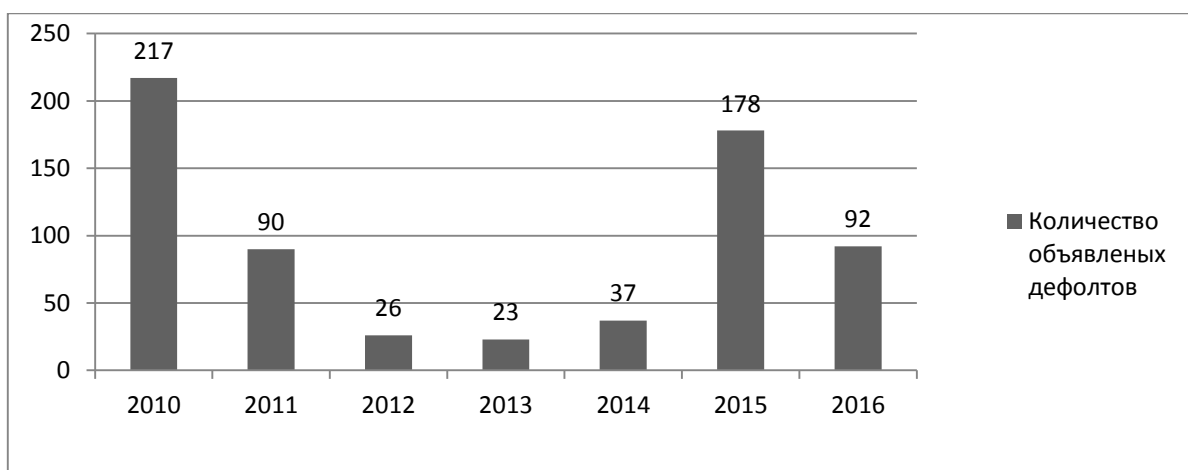


Рис. 2.8. Динамика количества дефолтов с 2010 года по октябрь 2016 [Источник 20]

По данным рисунка 2.1. видно, что прогнозы Центрального банка и ведущих экономистов осуществились. В 2012 -2014 годах дефолтов состоялось мало, однако 2015 год показал увеличение дефолтов почти в 5

раз, из них дефолтов по купонным выплатам 64, по оферте 16, по погашению номинала 9.

Такой рост связан с рецессией в экономике, а в банковской сфере с продолжительным отзывом лицензий. Тем не менее, эксперты видят в этом позитив, считая что таким образом рынок почистился от недобросовестных и слабых эмитентов.

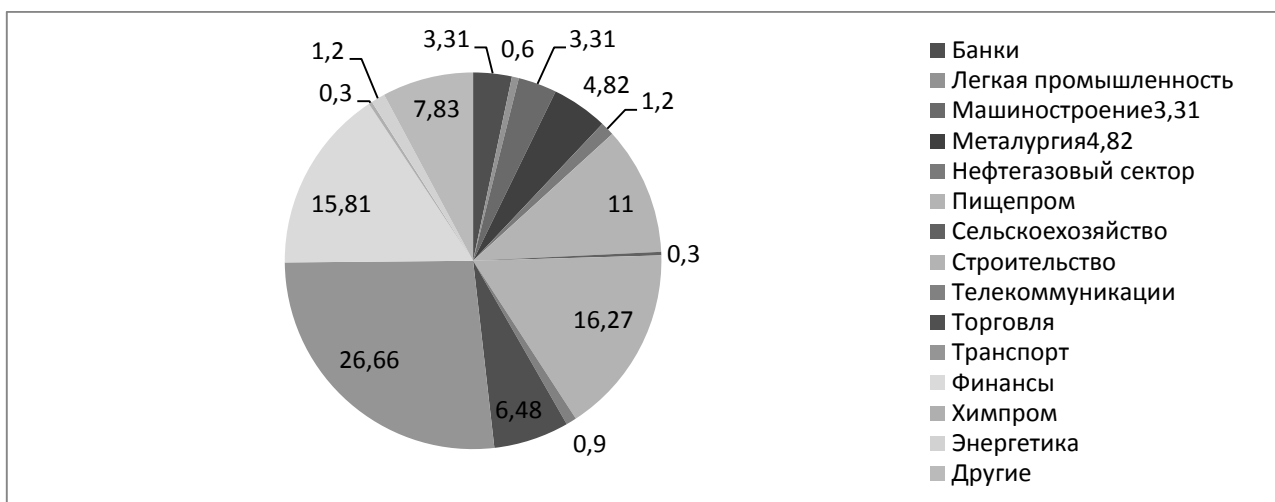


Рис. 2.9. Структура дефолтов облигаций по отраслям по данным на октябрь 2016 года.

[Источник 20]

По данным рисунка видно, что среди отраслей по количеству дефолтов выступают транспортный сектор, пищевая промышленность, строительство. Среди самых громких дефолтов за прошедшие 2 года были "Внешпромбанк", "Трансаэро", "Нота-банк", "Балтийский берег".

Для снижения дефолтов банк России продолжает работу над механизмами, которые позволят регулировать дефолты на долговом рынке. предполагается что часть долга будет конвертироваться в акции, другая часть будет пролонгироваться. В правительстве был предложен механизм "бэйл-ин"- который позволяет кредиторам становится акционерами.

На сегодняшний день уже существуют нововведения, которые в будущем смогут сократить количество дефолтов. Облигации, по которым

объявлен дефолт, теперь можно обменять на новый выпуск. Или эмитент после технического дефолта в течение 10 дней может объявить повторную оферту и исполнить обязательства, если смог найти средства.

В случае, когда дефолт все таки исполнен, инвестор вправе обратиться в суд. На практике суд принимает сторону инвестора, и выдает исполнительный лист на право получение всей суммы долга, однако если эмитент неплатежеспособен, де факто выплаты не будет. А признать акционеров общества к ответственности по обязательствам возможно лишь при признании этого акционерного общества банкротом.

Российская судебная практика по таким разбирательствам пока мала, а законодательство имеет ряд недостатков, это подтверждается опросом, так по данным информационного агентства Detail communications несовершенство российского законодательства в 2015 году стоит на третьем месте среди опасений инвесторов.

Помимо прочего, важно отметить, что в силу того что российский фондовый рынок относительно молодой, на нем слабо развито саморегулирование. Самая крупная саморегулируемая организация именуемая НАУФО сконцентрирована в основном центральной части России, и имеет всего 12 филиалов на всю страну, а объединений которые бы занимались исключительно развитием рынка облигаций вовсе нет.

Таким образом можно сделать следующие выводы. С одной стороны, государство всевозможными требованиями и ограничениями делает рынок корпоративных облигаций более прозрачным и привлекательным для инвесторов, а саморегулируемость российского фондового рынка слаба по сравнению с международными рынками капитала.

С другой стороны требования для предприятий, желающих прибегнуть к облигационному финансированию высоки. Что привело на сегодняшний день к тому, что рынок корпоративных облигаций растет лишь за счет увеличения объемов заимствований уже существующих эмитентов.

ГЛАВА 3. ПРОБЛЕМЫ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ОБЛИГАЦИОННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ХОЗЯЙСТВУЮЩИМ СУБЪЕКТОМ

3.1. Анализ использования заемных источников финансирования ПАО "Акрон"

ПАО «Акрон» – один из ведущих российских производителей минеральных удобрений. Ассортимент производимой продукции включает в себя сложные азотные удобрения, а также промышленные продукты. Предприятие было создано в 1996 году и расположено в г. Великий Новгород.

Решающими факторами строительства химического комбината в Новгороде стали близость технологического сырья, наличие железнодорожного сообщения, водных и трудовых ресурсов. Поэтапное строительство производств предназначалось в первую очередь для обеспечения сельского хозяйства Северо-Запада азотными и фосфатными удобрениями. Кроме того, производство продукции органического синтеза (метанол, формалин, карбамидоформальдегидные смолы, поливинилацетатная дисперсия) было необходимым для развития деревообрабатывающей и мебельной промышленности России.

С 2008 году акции ОАО «Акрон» были включены в котировальный список фондовых бирж ММВБ и РТС. В этом же году предприятие приступило к производству жидкого минерального удобрения на основе смеси растворов карбамида и аммиачной селитры (КАС) и удобрения сухого смешанного (УСС) на основе азофоски и аммиачной селитры.

В 2008 году предприятие выпустило глобальные депозитарные расписки (ГДР) для выхода на европейский фондовый рынок.

В июле 2010 года Международное рейтинговое агентство Moody's Investors Service присвоило ОАО «Акрон» корпоративный рейтинг «В1», рейтинг вероятности дефолта «В1», прогноз «стабильный». В октябре 2010 года Международное рейтинговое агентство Fitch Ratings подтвердило рейтинги ОАО «Акрон»: долгосрочный рейтинг дефолта Эмитента («РДЭ») в

иностранной валюте, долгосрочный РДЭ в национальной валюте и приоритетный необеспеченный рейтинг в национальной валюте на уровне «B+». Национальный долгосрочный рейтинг подтвержден на уровне «A(rus)». Прогноз по всем рейтингам пересмотрен на «Стабильный».

Основные виды продукции предприятия приведены в табл. 3.1.

Таблица 3.1.

Основные виды деятельности ПАО «Акрон» в 2014-2015 гг.

Вид деятельности	Выручка, млн. руб.		Удельный вес, %		Темп роста, %
	2014 г.	2015 г.	2014 г.	2015 г.	
Производство и реализация минеральных удобрений	31086	41509	78,9%	82,4%	133,5%
в том числе:					
• нитроаммофоска	15564	23132	39,5%	45,9%	148,6%
• селитра аммиачная	4903	5537	12,4%	11,0%	112,9%
• удобрение азотное жидкое	7991	9327	20,3%	18,5%	116,7%
• прочая продукция	2628	3513	6,7%	7,0%	133,7%
Прочие виды деятельности	8313	8866	21,1%	17,6%	106,7%
Всего:	39399	50375	100,0%	100,0%	127,9%

Составлено автором на основе [58]

Основным видом продукции компании является производство минеральных удобрений (их реализация составляет более 80% от общей величины выручки). Главной продукцией предприятия является нитроаммофоска (45,9% в общей выручке). В отчетном году ее производство значительно увеличилось (на 48,6% по сравнению с предыдущим годом). Также значительный удельный вес в выручке имеют аммиачная селитра (11%), а также жидкое азотное удобрение (18,5%).

Величина выручки за период выросла на 27,9%, что свидетельствует о расширении масштабов деятельности предприятия.

Компания реализует свою продукцию как на российском, так и на внешнем рынке – в США, Таиланде, Бразилии, Китае, Франции, Колумбии, Бельгии, Индии, Коста-Рике и Канаде.

Основной целью инвестиционной деятельности ПАО «Акрон» на среднесрочную и краткосрочную перспективы является постоянное повышение технологического уровня производства, достижение его высокой экономической эффективности, экологической и промышленной безопасности, развитие инфраструктуры и социальной сферы.

Анализ бухгалтерской отчетности компании начнем с анализа структуры и динамики активов (табл. 3.2).

Таблица 3.2

Анализ динамики и структуры активов ПАО «Акрон»

Статьи и разделы баланса	Сумма, млн. руб.		Удельный вес, %		Изменение, +/-	
	2015 г.	2014 г.	2015 г.	2014 г.	в млн. руб.	в %
Внеоборотные активы:						
Нематериальные активы	63204	63441	0,04	0,06	-237	-0,37
Результаты исследований и разработок	-	-	-	-	-	-
Основные средства	31027422	22447916	20,93	20,69	85795067	27,65
Доходные вложения в материальные ценности	-	-	-	-	-	-
Финансовые вложения	82342871	58796756	55,55	54,19	23546112	28,60
Отложенные налоговые активы	246286	708799	0,17	0,65	462513	287,12
Прочие внеоборотные активы	665328	1454632	0,49	1,34	-789304	-45,74
Всего внеоборотных активов	114345111	83471544	77,14	76,93	30873567	36,99
2 Оборотные активы						
Запасы	8759651	4345851	5,91	4,00	4413800	201,56
НДС по приобретенным ценностям	759450	529719	0,51	0,49	229731	43,37
Дебиторская задолженность	8917910	10929530	6,02	10,07	-2011620	-19,31
Финансовые вложения	8547812	5515059	5,77	5,08	3,032753	54,99
Денежные средства	6786551	3687875	4,58	3,40	3098676	84,02
Прочие оборотные активы	84024	27833	0,06	0,03	56191	301,89
Всего оборотные активы	33882398	25035867	22,86	23,07	8846531	35,36
	148	108	1	1	397	3
Итого	227509	507411	00,0	00,0	20098	6,61

Составлено автором на основе [58]

Из таблицы видно, что основную долю в активах предприятия составляют внеоборотные активы (77,14% на конец 2015 года). Среди внеоборотных активов наиболее значительной статьёй являются финансовые

вложения 55,5% и основные средства 20,93% от всех активов. Такая структура активов является типичной для добывающей компании.

Среди оборотных активов наибольший удельный вес имеют денежные средства и их эквиваленты (13,4%), что говорит о высокой ликвидности активов компании.

Структура и динамика пассивов представлена в табл. 2.3.

Таблица 3.3.

Анализ динамики и структуры пассивов ПАО «Акрон»

	Статьи и разделы баланса	Сумма, млн. руб.		Удельный вес, %		Изменение, +/-	
		2015 г.	2014 г.	2015 г.	2014 г.	в млн. руб.	в %
	Капитал и резервы						
	Уставной капитал	202670	202670	0,14	0,14	-	-
	Собственные акции выкупленные у акционеров	-	-	-	-	-	-
	Переоценка внеоборотных активов	973592	982672	0,66	0,91	-9080	-0,92
	Добавочный капитал	5976	3399	0,004	0,003	2577	75,82
	Резервный капитал	30401	30401	0,02	0,02	-	-
	Нераспределенная прибыль	2944101 2	2069613 2	19,86	19,07	87448804	42,25
	Всего капитал и резервы	3065365 1	2191827 4	20,68	20,20	8735377	39,85
4	Долгосрочные обязательства						
	Заемные средства	6941787 7	3161264 0	46,83	29,13	37805237	119,59
	Отложенные налоговые обязательства	6466817	3531103	4,36	0,33	2935714	83,14
	Оценочные обязательства	-	-	-	-	-	-
	Прочие обязательства	-	333284	-	0,31	-	100
	Всего долгосрочные обязательства	7588469 4	3547702 7	51,19	23,69	40407667	113,89
5	Краткосрочные обязательства						
	Заемные средства	3741888 5	4846922 8	25,24	44,69	-11050343	-22,79
	Кредиторская задолженность	4034774	2438664	2,72	2,25	1596110	65,45
	Доходы будущих периодов	124	-	-	-	124	100
	Оценочные обязательства	234888	132940	0,16	0,12	101948	76,69
	Прочие обязательства	493	71278	0,0003	0,07	-70785	99,3
	Всего краткосрочные обязательства	4168016 4	5111211 0	28,12	47,10	-9431946	-18,45
	Итого	1482275 09	1085074 11	100	100	39720098	36,61

Составлено автором на основе [58]

Из таблицы видно, что за собственного капитала финансируется четверть активов компании (удельный вес собственного капитала составляет 20,2% от общей величины пассивов). Такая доля собственного капитала в источниках финансирования свидетельствует о нормальной финансово устойчивости компании.

Удельный вес долгосрочных заемных источников средств в источниках финансирования также довольно высок – на конец 2015 года он составляет 51,19%. Следует отметить, что за анализируемый период произошло значительное изменение в структуре источников финансирования. В 2014 году значительную долю в них (47,10%) занимали краткосрочные заемные источники. Такое изменение в структуре можно объяснить появлением нового инвестиционного проекта, для финансирования которого целесообразно привлекать долгосрочные финансовые ресурсы.

Среди долгосрочных обязательств значительный удельный вес имеют долгосрочные кредиты и займы (30,3% от общей суммы пассивов). За анализируемый период их величина выросла на 40609 млн. руб. или 145%, что говорит о привлечении в отчетном году нового кредита или займа.

В краткосрочных обязательствах большой удельный вес также занимают кредиты и займы. В 2014 году их доля в источниках финансирования составляла 26,8%, а в 2015 г. она снизилась до 5,7%. Уменьшение суммы по этой статье говорит о возврате кредита (или займа).

В первую очередь для оценки финансового состояния предприятия проведем анализ ликвидности его баланса. Оценку проведем путем:

- анализа ликвидности баланса;
- расчеты коэффициентов ликвидности.

Задача оценки ликвидности определить величину покрытия обязательств предприятия его активами. (табл.3.4.)

Таблица 3.4.

Группировка активов и обязательств по ликвидности

	Условные обозначения	2014 года	2015 года
Активы			
Наиболее ликвидные	A1	3 687 875	6 786 551
Быстрореализуемые активы	A2	10 957 363	9 001 934
Медленно реализуемые активы	A3	4 875 570	9 509 101
Груднореализуемые активы	A4	63 441	63 204
Пассивы			
Срочные обязательства т.ч.: кредиторская з-ть.	П1	2 438 664	4 034 774
Краткосрочные обязательства	П2	132 940	234 888
Долгосрочные обязательства	П3	35 477 027	75 884 694
Постоянные пассивы	П4	21 918 274	30 653 651

Составлено автором на основе [58]

Согласно теоретическим данным при условии $A1 > П1$, $A2 > П2$, $A3 > П3$, $A4 < П4$, баланс считается абсолютно ликвидным. В данном случае это условие не выполняется, так как показатель П3 значительно превышает показатель А3.

Кроме ликвидности одним из важных показателей характеризующих финансовое состояние является показатель платежеспособности предприятия. Данные показатели очень близки, однако ликвидность более широкое понятие и от него зависит его платежеспособность. Самым универсальным является показатель общей ликвидности - это отношение суммы всех ликвидных средств предприятия к сумме всех платежных обязательств, причет различные группы ликвидных средств и платежных обязательств входят в указанные суммы с разными весовыми коэффициентами, учитывающими их значимость с точки зрения сроков поступления средств и погашения обязательств. Рассчитаем данный показатель:

$$L1 = (A1 + 0,5A2 + 0,3A3)/(П1 + 0,5П2 + 0,3П3) \quad (3.1.)$$

$$L1 = \frac{6\,786\,551 + 0,5 * 9\,001\,934 + 0,3 * 9\,509\,101}{4\,034\,774 + 0,5 * 234\,888 + 0,3 * 75\,884\,694} = \frac{14143248}{26917626} = 0,55$$

Нормальное значение данного коэффициента должно составлять 1 либо больше 1, таким образом с точки зрения общей ликвидности состояние предприятия является неблагоприятным.

Так же необходимо рассчитать коэффициент текущей ликвидности.

$$L1 = (A1 + A2 + A3)/(П1 + П2) \quad (3.2.)$$

$$L1 = \frac{6\,786\,551 + 9\,001\,934 + 9\,509\,101}{4\,034\,774 + 234\,888} = \frac{14143248}{4269662} = 3,3$$

Оптимальное значение данного показателя варьируется от 1,5 - 2,5, таким образом мы видим что текущие показатели ликвидности довольно высоки, что говорит о высокой платежеспособности предприятия и его возможности погашать краткосрочные обязательства. Кроме этого такой высокий показатель так же говорит о том, что оборотные активы используются недостаточно эффективно.

Далее рассмотрим финансовую устойчивость предприятия. Для этого рассчитаем коэффициент автономии предприятия, который показывает долю собственных средств в общей стоимости всех средств и соответственно его независимость от заемных средств.

$$Ka = \text{Собственный капитал/Активы)} \quad (3.3.)$$

$$Ka = 30\,653\,651/148\,227\,509$$

$$Ka = 0,21$$

Нормальным значением считается показатель свыше 0,5 и не превышающий 0,7. Коэффициент автономии 0,2 говорит о том что

предприятие достаточно сильно зависит от заемных источников. Далее рассмотрим коэффициент заемных и собственных средств.

$$K_{зс} = (\text{Заемный капитал} / \text{Собственный капитал}) \quad (3.4.)$$

$$K_{зс} = (117\,573\,858 / 30\,653\,651)$$

$$K_{зс} = 3,84$$

Данный показатель отображает сколько заемных средств приходится на единицу собственных. Нормальное значение соответствует 0,7, таким образом показатели предприятия сигнализируют о том что предприятие недостаточно устойчиво. [22]

Далее рассмотрим подробно структуру и динамику заемных средств, для того что бы оценить эффект финансового рычага. Данный показатель отражает изменение рентабельности собственных средств, полученных благодаря использованию заемных средств. Динамика кредитов и займов компании по видам представлена в табл. 3.5.

Таблица 3.5.

Динамика кредитов и займов ПАО «Акрон»

Виды кредитов и займов	Сумма, млн. руб.			Изменение			
				в млн. руб.		в %	
	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2014 г.	2015 г.	2014 г.	2015 г.
Выпущенные облигации	8113	8764	13752	651	4988	8,0%	56,9%
Кредитные линии	8510	14814	6500	6304	-8314	74,1%	-56,1%
Кредиты с определенным сроком	33564	56983	61354	23419	4371	69,8%	7,7%
Всего кредитов и займов:	50187	80561	81606	30374	1045	60,5%	1,3%

Из таблицы видно, что величина заемных средств в 2014 году резко возросла (на 30374 млн. руб. или 60,5%). Увеличение произошло за счет роста объемов банковских кредитов (на 69,8%) и кредитных линий (74,1%).

В 2015 году отмечено резкое увеличение объема облигационных займов (на 4988 млн. руб. или 56,9%). Это свидетельствует о выпуске нового облигационного займа в течение 2015 года.

Структура кредитов и займов предприятия в разрезе их видов приведена в табл. 3.6.

Таблица 3.6.

Структура кредитов и займов ПАО «Акрон»

Виды кредитов и займов	Удельный вес, %			Изменение, +/-	
	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2014 г.	2015 г.
Выпущенные облигации	16,2%	10,9%	16,9%	-5,3%	6,0%
Кредитные линии	17,0%	18,4%	8,0%	1,4%	-10,4%
Кредиты с определенным сроком	66,9%	70,7%	75,2%	3,9%	4,5%
Всего кредитов и займов:	100,0%	100,0%	100,0%	-	-

Из рассчитанных показателей видно, что наибольший удельный вес в структуре заемных средств занимают банковские кредиты с определенным сроком. За анализируемый период их доля в заемных средствах возросла с 66,9% в 2013 г. до 75,2% в 2015 г.

Доля кредитных линий в общей величине заемных средств, напротив, значительно снизилась за исследуемый период. Возможно, это объясняется более высокими процентными ставками по кредитным линиям, чем по кредитам на определенный срок.

Структура кредитов и займов предприятия представлена на рис. 3.1.

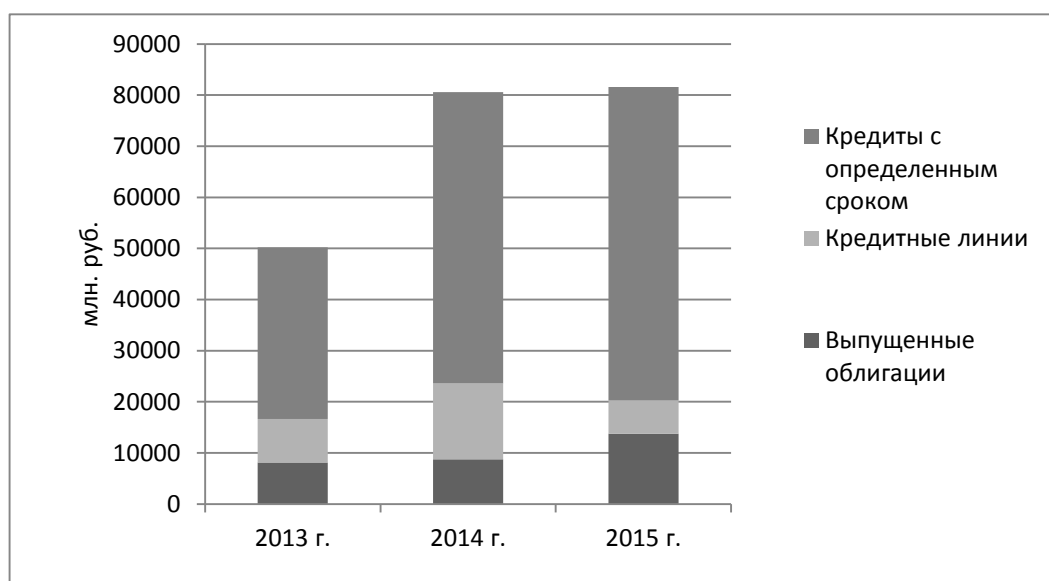


Рис. 3.1. Структура кредитов и займов ПАО «Акрон»

Составлено автором на основе [58]

Состав кредитов и займов компании в разрезе сроков погашения приведен в табл. 3.7.

Таблица 3.7.

Кредиты и займы ПАО «Акрон» в разрезе сроков погашения

Срок погашения	Сумма, млн. руб.			Удельный вес, %			Темп роста, %
	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	
в течение года	27467	52559	12995	54,7	65,2	15,9	47,3
от 1 до 5 лет	22294	27442	67989	44,4	34,1	83,3	305,0
свыше 5 лет	426	560	622	0,8	0,7	0,8	146,0
Всего кредитов и займов:	50187	80561	81606	100,0	100,0	100,0	162,6

Составлено автором на основе [58]

Из таблицы видно, что компания наиболее часто прибегает к среднесрочным кредитам (от года до 5 лет). На конец 2015 года они составляли 83,3% от общей суммы заемных средств (рис. 3.2). На начало исследуемого периода компания имела значительную сумму краткосрочных заемных средств (сроком до года), однако за период 2013-2015 гг. она уменьшилась. Возможно, это означает, что для финансирования текущих потребностей стала больше задействовать собственные финансовые ресурсы.

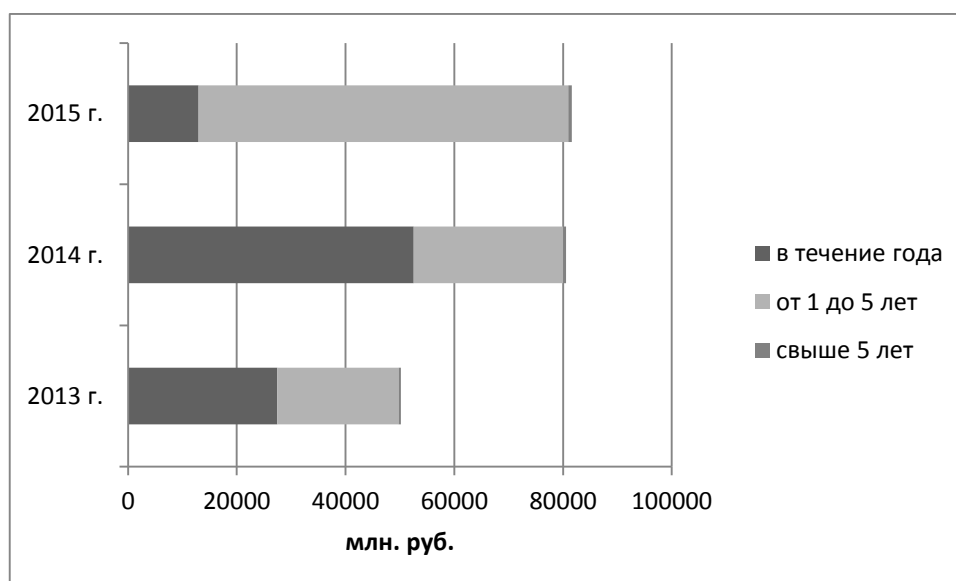


Рис. 3.2. Кредиты и займы ПАО «Акрон» в разрезе сроков погашения

Составлено автором на основе [58]

Сумма долгосрочных кредитов и займов (сроком более 5 лет) за период выросла на 62,6%. Это говорит о наличии инвестиционных проектов, реализующихся в течение длительного времени и требующих долгосрочного финансирования.

Например, план капитальных вложений на 2016 год предусматривает инвестиции по следующим направлениям:

1. Развитие производства: увеличение объемов и расширение ассортимента производимой продукции, выпуск новых видов продукции.

Данное направление предусматривает реализацию следующих крупных инвестиционных проектов:

○ «Аммиак-4»: Строительство аммиака 4-й очереди мощностью 2060 тн/сутки, что позволит:

- обеспечить сырьевой базой последующее увеличение выпуска минеральных удобрений;
- получить дополнительную прибыль от реализации высокорентабельного продукта;
- снизить общие риски на предприятии на случай длительной неплановой остановки одного из производств.

○ «Нефелин-10»: Переработка нефелинового концентрата.

○ «Мероприятия по увеличению мощности агр. №1 и №2 НРК до 2000 т/сут». Цель – увеличение прибыли за счет увеличения выпуска нитроаммофоски на агрегатах №1 и 2 до 2000 тонн в сутки.

2. Поддержание технического уровня производства: устойчивая эксплуатация производственных объектов на уровне достигнутых мощностей, поддержание заданного качества продукции, обеспечение необходимого уровня промышленной, пожарной и экологической безопасности. Создание и развитие объектов инфраструктуры.

3. Создание и развитие объектов инфраструктуры.

4. Развитие объектов социального обеспечения.

Состав кредитов и займов предприятия в разрезе валют приведен в табл. 3.8.

Таблица 3.8.

Состав кредитов и займов ПАО «Акрон» в разрезе валют

Валюта кредитов (займов)	Сумма, млн. руб.			Удельный вес, %			Т емп роста, %
	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	
Заемные средства, выраженные в:							
рублях	8175	11810	21852	16,3	14,7	26,8	267,3
евро	3147	4707	5261	6,3	5,8	6,4	167,2
долларах США	36683	59604	49849	73,1	74,0	61,1	135,9
китайских юанях	2182	4440	4644	4,3	5,5	5,7	212,8
Всего:	50187	80561	81606	100,0	100,0	100,0	162,6

Составлено автором на основе [58]

Из таблицы видно, что основная доля кредитов и займов компании выражается в долларах США. Однако за исследуемый период эта доля несколько снизилась (с 73,1% на начало периода до 61,1% на конец периода). Вместе с тем, значительно увеличилась доля рублевых кредитов и займов. Такое изменение структуры, возможно, связано с падением курса рубля – брать кредиты в валюте стало более рискованно из-за возможного изменения курса.

Стоимость краткосрочных заемных средств предприятия приведена в табл. 3.9. Из таблицы видно, что ставки по рублевым кредитам гораздо выше, чем по кредитам в иностранной валюте (так как они учитывают риск изменения валютного курса).

Ключевая ставка Центрального банка РФ в 2015 году изменялась от 17% (февраль 2015 года) до 11% (декабрь 2015 г.) Таким образом, плавающая процентная ставка по кредиту составляла от 13,75% до 19,75% годовых.

Ставка 6M EURIBOR в 2014 году составляла 0,387%, т.е. ставка по кредиту в евро находится в пределах от 1,14% до 3,24% годовых, а в 2015 году – от 0,92% до 3,02% годовых (ставка EURIBOR равна 0,169%).

Таблица 3.9.

Стоимость краткосрочных кредитов и займов ПАО «Акрон»

Виды кредитов	2014 г.	2015 г.
В российских рублях:		
Кредиты с фиксированной процентной ставкой от 12,65% до 13,5%	46	2000
Кредиты с плавающей ключевой процентной ставкой ЦБ РФ+2,75%	-	1600
Облигационный заем с фиксированной процентной ставкой 9,75% годовых	5000	-
Облигационный заем с фиксированной процентной ставкой 13,6% годовых (2014 г. - 10,25%)	3764	3752
В евро:		
Кредиты с плавающей ключевой процентной ставкой от 6М EURIBOR+0,75% до 6М EURIBOR+2,85%	353	582
Кредиты с фиксированной процентной ставкой 5,27% годовых	215	250
В долларах США:		
Кредиты с фиксированной процентной ставкой от 3,95% до 5,15% годовых	1271	189
Кредиты с плавающей ключевой процентной ставкой LIBOR+2%	37580	-
В китайских юанях:		
Кредиты с фиксированной процентной ставкой от 5,22% до 7,5% годовых	4330	4622
Итого краткосрочные обязательства:	52559	12995

Составлено автором на основе [58]

Среднее значение ставки LIBOR за 2014 год составило 0,595%, т.е. ставка по кредиту в долларах равна 2,595% годовых, в 2015 году среднее значение ставки LIBOR – 0,899%, т.е. средняя ставка по кредиту – 2,899%.

Таким образом, самыми дорогими являются ставки по рублевым кредитам (но в них риск падения национальной валюты), второе место занимают кредиты в китайских юанях. Наиболее дешевыми являются кредиты в евро и долларах, привлекаемые в европейских банках.

Стоимость долгосрочных кредитов и займов приведена в табл. 3.10.

Из таблицы видно, что стоимость долгосрочных кредитов в рублях несколько дешевле, чем краткосрочных кредитов.

Стоимость долгосрочных кредитов и займов ПАО «Акрон»

Виды кредитов	2014 г.	2015 г.
В российских рублях:		
Облигационный заем с фиксированной ставкой 11,6% годовых	-	10000
Кредиты с фиксированной процентной ставкой от 12,65% до 14% годовых	3000	4000
Кредиты с плавающей процентной ставкой ЦБ РФ+1,5%	-	500
В евро:		
Кредиты с плавающей ключевой процентной ставкой от 6М EURIBOR+0,75% до 6М EURIBOR+2,85%	3387	3802
Кредиты с фиксированной процентной ставкой 5,27%	752	627
В долларах США:		
Кредиты с фиксированной процентной ставкой от 4,28% до 5,15% годовых	504	464
Кредиты с плавающей ключевой процентной ставкой LIBOR+3,7% до LIBOR+4,85%	20249	49196
В китайских юанях:		
Кредиты с фиксированной процентной ставкой 7,21% годовых	110	22
Итого долгосрочные обязательства:	28002	68611

Составлено автором на основе [58]

Стоимость долгосрочных кредитов в евро такая же, как и краткосрочных кредитов и займов, т.е. у банков, выдававших эти кредиты нет различий по ставкам кредита в зависимости от сроков.

Долгосрочные кредиты в долларах США, напротив, несколько дороже, чем краткосрочные кредиты в той же валюте. Цена долгосрочных кредитов в китайских юанях такая же, как и стоимость краткосрочных кредитов.

Таким образом, наблюдается разная политика банков по поводу установления ставки процента на кредит в зависимости от срока погашения.

Далее для расчета средневзвешенной стоимости капитала найдем стоимость собственного капитала, заемного (кредита, облигационного займа)

Для начала определим стоимость собственного капитала, для этого используем формулу:

$$СК_{\text{ф}} = \frac{ДВ}{СК} * 100 \quad (3.5.)$$

где, $СК_{\text{ф}}$ – стоимость функционирующего собственного капитала, %;

ДВ – дивидендные выплаты (из чистой прибыли) собственникам общества за отчетный период;

СК – средняя сумма собственного капитала в отчетном периоде.

Уставный капитал предприятия равен 202 670 руб. за период с 2013 по 2015 годы, размер дивидендов в 2015 году составил 5 634 226, в 2014 году 6 161 168 , в 2013 году 2 594 176 [13], тогда стоимость собственного капитала равна

$$СК_{ф2013} = 12,8\%$$

$$СК_{ф2014} = 30,4\%$$

$$СК_{ф2015} = 27,8\%$$

Далее рассчитаем стоимость облигационных займов привлеченных в период с 2013 по 2015. Так как в 2013 и 2014 году привлечений не было, рассчитаем стоимость займов в 2015 году, сумма привлечения составила 10 млрд. руб. Для расчета воспользуемся формулой:

$$COZ_{60-02} = N * q + \frac{N-P*(1-l)}{n} : N + 2 * P * \frac{(1-l)}{3} \quad (3.6.)$$

где N — номинал облигации;

q — купонный доход;

P — цена размещения облигации;

l — ставка дополнительного расхода (в процентах от P);

n — срок облигации.

$$COZ_{60-02} = 12,58$$

С учетом финансового рычага стоимость облигационного займа составит

$$12,58 * (1 - 0,2) = 10,06$$

С учетом того что условия выпуска обоих займов одинаковые, следовательно стоимость обоих займов будет составлять 10,06 %.

Далее рассчитаем стоимость привлеченных кредитов. За среднюю ставку возьмем процент по кредиту в размере 14% в 2015 году, 13,7 % в 2014

году, 11% в 2013 году. Важно учитывать что существует погрешность, так как ставки по валютным кредитам отличаются.

$$\text{СБК} = r(1 - t) \quad (3.7.)$$

СБК – стоимость заемного капитала, привлекаемого в форме банковского кредита, %;

где, r – ставка процента за банковский кредит, %;

t – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью.

$$\text{СБК}_{2013} = 8,8\%$$

$$\text{СБК}_{2014} = 10,96$$

$$\text{СБК}_{2015} = 11,2$$

Далее имея стоимость заемного финансирования в 2015 году и его рыночную стоимость рассчитаем WACC

Собственный капитал составляет 30653651 млн. руб доля 0,3, облигационный займ 11731621млн. руб. его доля 0,12, кредиты 57686255 млн. руб. с долей 0,57.

$$\text{WACC}_{2013} = 12,8 * 0,57 + 8,8 * 0,43 = 11,07$$

$$\text{WACC}_{2014} = 30,4 * 0,54 + 10,96 * 0,46 = 21,46$$

$$\text{WACC}_{2015} = 27,8 * 0,3 + 10,06 * 0,13 + 11,2 * 0,57 = 16,03$$

(3.8.)

Теперь зная стоимость средневзвешенной ставки капитала можем рассчитать эффект финансового рычага.

$$\text{DFL} = (1 - t) * (\text{ROA} - r) * \left(\frac{D}{E}\right) \quad (3.9.)$$

где, DFL - эффект финансового рычага, в процентах;

t - ставка налога на прибыль, в относительной величине;

ROA - рентабельность активов (экономическая рентабельность по EBIT)

r - ставка процента по заемному капиталу, в %;

D - заемный капитал;

E - собственный капитал.

Таким образом эффект финансового рычага равен по годам

$$DFL_{2013} = 0,16$$

$$DFL_{2014} = 0,21$$

$$DFL_{2015} = 0,74$$

Использование кредитного плеча увеличивает не только возможность получить прибыль, но и повышает степени риска такой операции. Таким образом видно что все за весь анализируемый период предприятие эффективно использует заемные средства, так как ЭФР больше нуля. Это говорит что предприятие получает большую выгоду на заемные средства чем платит за их использование.

3.1. Сравнительный анализ заемных источников финансирования ПАО "Акрон"

Происходящие качественные и количественные изменения на рынке заимствований для реального сектора – это мощная альтернатива банковскому кредитованию. С его развитием конкуренция на долговом рынке повысилась и способствует уменьшению стоимости заимствования для компаний, традиционно высокой на отечественном рынке.

Причина этого заключается в том, что привлечение финансовых ресурсов через эмиссию облигаций для компании в ряде случаев выгоднее заимствования денежных средств у коммерческих банков. Основные конкурентные преимущества облигаций по сравнению с банковскими кредитами рассмотрим далее.

В процессе кредитования банк выступает посредником между инвесторами и предприятием-заемщиком и за свои услуги берет определенную плату.

Движение ресурсов идет через финансового посредника (банк), который привлекает средства инвесторов, выплачивая определенный процент. Аккумулированные средства банк размещает в виде кредитов, за что берет более высокий процент, чем процент по депозитам. Разница между кредитной и депозитной ставкой составляет вознаграждение банка.

Учитывая высокую стоимость кредитных ресурсов, предприятия стремятся к более дешевым источникам финансирования. Одним из вариантов удешевления стоимости привлечения финансовых ресурсов является эмиссия облигаций.

Осуществляя эмиссию облигаций, компании обращаются к инвесторам с помощью андеррайтеров и продают им облигации. Безусловно, при выпуске облигаций компании прибегают к услугам андеррайтеров и других специализированных организаций, которые обеспечивают размещение облигационных займов.

За эти услуги компаниям приходится платить, но стоимость этих услуг значительно ниже, чем спрэд между кредитными и депозитными ставками банков.

На сегодняшний день совокупная стоимость услуг организатора выпуска облигаций, андеррайтеров, затрат на проведение road show, комиссионных биржи и депозитария составляет порядка 2,0%, что с учетом купонной ставки делает облигационные займы значительно дешевле банковских кредитов.

Перечень выпущенных компанией облигаций приведен в табл. 3.11.

Облигационные выпуски ПАО «Акрон»

Выпуск	Дата размещения	Дата погашения	Состояние	Объем эмиссии, млн. руб.	Купон	Периодичность выплат
Акрон-1 об	04.11.2003	01.11.2005	погашен	600	Переменный	4 раза в год
Акрон-2 об	24.09.2009	19.09.2013	погашен	3500	Переменный	2 раза в год
Акрон-3 об	25.11.2009	20.11.2013	погашен	3500	Переменный	2 раза в год
Акрон-4 об	31.05.2011	18.05.2021	в обращении	2370	10,2%	2 раза в год
Акрон-5 об	31.05.2011	21.05.2020	в обращении	1752,8	10,2%	2 раза в год
Акрон-1 боб	16.10.2012	13.10.2015	погашен	5000	Постоянный	2 раза в год
Акрон-2 боб	24.11.2015	22.11.2016	в обращении	5000	11,6%	2 раза в год
Акрон-3 боб	24.11.2015	20.11.2018	в обращении	5000	11,6%	2 раза в год
Акрон-001P-01-боб	06.10.2016	24.09.2026	в обращении	5000	Переменный	3 раза в год

Составлено автором на основе [58]

Из таблицы видно, что последние 4 выпуска компании представляют собой биржевые облигации. Как уже было отмечено ранее размещение БО происходит через открытую подписку на бирже, там же они и обращаются. Проспект эмиссии биржевых облигаций включает меньше информации, чем проспект эмиссии обычных облигаций. Кроме того, биржевые торги данными бумагами могут начаться уже на следующий день после размещения, в то время как для традиционных облигаций этот срок может превышать один месяц.

Компания, выпускающая такие бумаги, может получать оплату за них и возвращать инвесторам долг и проценты только деньгами. Никаких других прав у покупателя биржевых облигаций, помимо получения дохода, нет.

Таким образом, выпуская биржевые облигации, компания экономит средства на государственной регистрации выпуска, а также на упрощении

процедуры выпуска. Такие ценные бумаги еще более выгодны для привлечения заемных средств, чем обычные облигации.

Следует отметить, что, кроме указанной экономии, на спреде компании получают дополнительный выигрыш и за счет других факторов:

1. Выплат процентных платежей, учитывающих, что деньги имеют временную стоимость (более ранние платежи повышают стоимость обслуживания заемных средств для компаний).

Для определения реальной стоимости привлеченных средств необходимо рассчитывать эффективную процентную ставку, которая учитывает частоту процентных выплат. Эффективная процентная ставка будет равна номинальной, когда проценты выплачиваются один раз в год. Ежемесячные купонные платежи по облигациям никогда не устанавливаются. Купоны обычно выплачиваются ежеквартально, по полугодиям или раз в год.

Из табл. 3.9 видно, что купоны по всем выпущенным ими облигациям (кроме первого выпуска) выплачиваются два раза в год, в то время, как проценты по большинству взятых компанией банковским кредитам – 12 раз в год (за исключением кредитных линий, где они выплачиваются еще чаще). Таким образом, происходит экономия за счет более редкой выплаты процентов.

2. Условий ликвидности финансовых инструментов в отличие от банковского депозита (долговые ценные бумаги обладают этим свойством, что создает более комфортные условия для инвесторов).

Ценные бумаги, в отличие от традиционных банковских вкладов, обладают свойством ликвидности: их можно продать и получить наличные деньги без существенных финансовых потерь. Инвесторы ценят свойство ликвидности, присущее рыночным облигационным займам. Поскольку ПАО «Акрон» – публичная компания, чьи акции обращаются на бирже, и выпустила уже 9 выпусков облигаций, она приобрела репутацию надежного эмитента и легко привлечет инвесторов и для новых выпусков облигаций.

3. Сроков привлечения финансовых ресурсов в российской банковской системе (в настоящее время это в основном краткосрочные потребности предприятий в денежных ресурсах для пополнения оборотных средств).

Банки весьма редко выдают кредиты компаниям на инвестиционные цели, которые в российской практике называют долгосрочными. Опыт показывает, что инвесторы внимательно оценивают финансовое состояние эмитента, перспективы его развития и способность обслуживать облигационный заем. Если инвесторы оценивают эмитента как надежного заемщика, то они готовы покупать долгосрочные облигации.

Из табл. 3.9 видно, что компания использует облигационные займы для привлечения долгосрочных заемных средств. Из 9 выпусков 2 облигационных займа имеют срок обращения 10 лет, а еще один – 9 лет.

4. Объемов привлекаемых облигациями финансовых ресурсов дает компаниям возможность обратиться к широкому кругу инвесторов, что позволяет эмитенту привлечь значительный объем средств. В коммерческих банках существуют ограничения (лимиты) объемов кредитования на одного заемщика. Этот норматив нацеливает банк на диверсификацию своего кредитного портфеля и снижает риск банкротства банка в случае невыполнения каким-либо заемщиком обязательств перед кредитором.

Следует учитывать также, что облигационный заем, размещаемый среди большого числа инвесторов, обеспечивает эмитенту независимость от отдельного кредитора. Выпуск облигаций избавляет компанию от навязывания каких-либо условий со стороны кредиторов, кроме тех, которые эмитент прописал в проспекте эмиссии.

Таблица 3.9. показывает, что с увеличением числа выпусков постепенно возрастает и объем эмиссии облигаций. Поскольку компания становится все более известным заемщиком, имеющим публичный кредитный рейтинг, она может привлекать все большие объемы заемных ресурсов.

5. Выпуска облигаций, в большей степени соответствует стратегическим целям компаний, которые стремятся выйти на рынок капиталов путем публичной эмиссии ценных бумаг. Выпуск облигаций способствует созданию публичной кредитной истории. Выполняя все обязательства по облигационному займу, эмитент зарабатывает не только репутацию надежного заемщика, но и репутацию финансово устойчивой компании. Это позволит в дальнейшем выпускать новые облигационные займы на более длительные сроки и под более низкие проценты, готовить финансовый рынок к тому, что компания выйдет на рынок с другими видами ценных бумаг, создавать условия для выхода на западные рынки капитала через эмиссию еврооблигаций и выпуск депозитарных расписок.

6. Управления компанией своим долгом при выпуске облигаций. Если облигационный заем является рыночным и ценные бумаги обращаются на вторичном рынке, то эмитент может на рынке покупать собственные облигации. В случае роста процентных ставок по сравнению с купонной ценой, облигаций снижаются ниже номинала и эмитенту выгоднее скупить их по этой цене, чем впоследствии погашать по номиналу.

Компания «Акрон» заложила в последние 6 выпусков облигаций возможность досрочного погашения, хотя пока ни разу не воспользовалась ею.

В целом, анализ показал, что привлечение заемных средств с помощью выпуска облигаций имеет множество преимуществ перед банковским кредитованием, по крайней мере, в сфере долгосрочного инвестирования. Финансирование текущих потребностей компании удобнее осуществлять с помощью кредитных линий.

Однако компания уже имеет достаточно прочную репутацию, по этому в дальнейшем возможно привлечение краткосрочных займов будет осуществляться путем выпуска коммерческих облигаций.

3.3. Проблемы привлечения облигационного займа хозяйствующим субъектом.

Говоря о проблемах привлечения облигационного финансирования важно в первую очередь сказать о рисках с которыми сталкиваются хозяйствующие субъекты в современных условиях российского рынка.

При облигационном финансировании в основном риски распределяются между эмитентами и инвесторами, в свою очередь профессиональные посредники принимают на себя низкие риски. Это подтверждается тем, что при несоблюдении своих обязательств эмитент рискует привлечением к ответственности со стороны суда и может быть признан банкротом. Инвестор рискует потерять вложенный капитал. Так же инвестор и эмитент подвержены риску в течении всего периода заимствования, в отличии от посредника, которые несет риски в момент непосредственно размещения. Посредник получает вознаграждение за исполнение размещения, тогда как инвестор и эмитент могут не получить вознаграждения.

Риски характерные для эмитента в процессе облигационного финансирования можно разделить на две группы:

- риски, связанные с размещением облигаций;
- риски, связанные с обращением облигаций.

Типы рисков относящиеся к этим группам представлены в таблице.

Таблица 3.12

Риски облигационного финансирования для эмитента

Группы рисков	Типы рисков
Риски связанные с размещением облигаций	Риски несбалансированности спроса и предложения
	Риск несоответствия ожидаемой и фактической доходности

Риски связанные с обращением облигаций	Риск связанный с процентными ставками
	Связанный с реинвестированием
	Кредитный риск
	Риск инфляции
	Риск ликвидности
	Риск волатильности
	Риск недооценки возможных потерь

Источник [27, с.72]

Первая группа рисков характеризуется высоким уровнем концентрации во времени и небольшим количеством рисков, а вторая группа будет отличаться распределением во времени и достаточно большим количеством рисков.

Помимо существующих рисков при размещении облигаций эмитент сталкивается с проблемами связанными с макроэкономической, политической ситуацией, так и обусловленными законодательной особенностями в России.

Острая проблема на современном этапе связана в первую очередь с нестабильной политической ситуацией.

Основной тенденцией российского рынка облигаций было увеличение заимствований до 2015 года. Кредитные организации при инвестировании в облигации анализировали 4 ключевых момента: доходность облигаций, надежность эмитента, ликвидность займа и макроэкономические риски. В условиях современной политической системы особое внимание стало уделяться последнему условию. Так перед эмитентами стоит проблема снижения инвестиционной активности.

До 2013 года в структуре вложений доминировали инвестиции в облигации резидентов, на сегодняшний день отдают предпочтения иностранным эмитентам. Фонды облигаций развивающихся рынков в 2015 году продали все принадлежащие корпоративные и государственные облигации в рублях. А министерство финансов США потребовало чтобы

активы корпораций, в которых 50% и более принадлежало резидентам России были заморожены.

Наряду со снижением инвестиционной активности в России Очень низкая доля операций физических лиц. По оценкам зарубежных экспертов для нормального функционирования фондового рынка (обеспечения его устойчивости и ликвидности) доля операций физических лиц должна составлять как минимум 30-35% от объема всего рынка.

Существуют проблемы в части налогообложения. По существующему в стране законодательству, облигация является эмиссионной бумагой, в соответствии с этим при выпуске облигационных займов предприятие обязано регистрировать проспект эмиссии и уплачивать налог. Данный налог взимается в размере 0,2% номинальной суммы выпуска и подлежит уплате одновременно с представлением документов на регистрацию эмиссии. Исходя из этого, предприятие обязано заплатить сумму налога еще до получения привлекаемых средств, не будучи уверенным в том, что выпуск разместится полностью, а также в том, что она пройдет регистрацию в ФКЦБ. Данный налог особенно увеличивает затраты на эмиссию краткосрочных облигаций.

Также перед эмитентами стоит проблема досрочного выкупа облигаций. Заключается в следующем: в случае подписания владельцем облигаций оферты эмитента и соответственно их выкупе данные бумаги считаются погашенными и не могут быть повторно проданы инвесторам.

Действующие нормативно - правовые акты не позволяют начинать вторичное обращение облигаций ранее регистрации отчета о выпуске ценных бумаг. Это в свою очередь не дает российским эмитентам возможности оперативно управлять 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.

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 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.

Следующей проблемой является ликвидность. Сегодня рынок российских корпоративных облигаций - прежде всего рынок первичного размещения. Объемы операций по первичному размещению значительно превосходят объемы вторичных торгов. Это приближает владельца облигации по уровню ликвидности активов к рядовому кредитору.

Несмотря на постепенное движение в сторону развития вторичного рынка, ликвидность облигаций остается достаточно низкой. Это делает облигации непривлекательным объектом инвестирования для целого ряда институциональных инвесторов.

Для того чтобы сформировался ликвидный рынок, в свободном обращении должен находиться значительный объем единиц однородных финансовых инструментов.

Сами эмитенты, безусловно, заинтересованы в развитии ликвидного вторичного рынка выпускаемых бумаг, но при этом они хотят быть уверены и в их первичном размещении. Поэтому для предприятий, представляется важным при выборе конкретного андеррайтера, оговаривать дополнительные условия сделки и поддерживать ликвидность собственных ценных бумаг.

По существующему в стране законодательству компания имеет право осуществлять эмиссию если оплачена стоимость ее уставного капитала. Номинальная стоимость всех выпущенных обществом облигаций не должна превышать размер УК. Выпуск облигаций без обеспечения допускается не

ранее третьего года существования организации при условии надлежащего утверждения к этому времени двух балансов.

Длительность подготовки и осуществления эмиссии - это два месяца, а в среднем от четырех месяцев до полугода. Это делает нецелесообразным выпуск краткосрочных бумаг.

Подводя итог, можно сказать, что в настоящий момент существует не малое количество проблем стоящих перед эмитентами при необходимости облигационного финансирования. Это связано как с геополитической ситуацией в мире, западными санкциями существующей системой налогообложения, так и внутренними проблемами российского долгового рынка.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Подводя итог исследования сформируем следующие выводы.

Облигация это долговая ценная бумага обладающая такими характерными чертами как: срочность, возвратность, обеспечивает получения дохода, обеспечивает право на часть имущества в случае дефолта. У облигаций существует достаточно обширная классификация. Выделяют облигации по способу получения дохода, по виду купона, по способу размещения, по видам эмитентов, по сроку размещения, по валюте и т.д. Однако не все существующие виды облигаций вращаются на российском рынке.

С точки зрения эмитента облигации это отличный инструмент финансирования. Как было выявлено, в системе источников финансирования хозяйствующих субъектов облигационное финансирование относится к привлеченным источникам финансирования, привлекаемых на рыночных условиях путем размещения долговых финансовых инструментов.

Облигационное финансирование требует достаточно развитой инфраструктуры. Основной площадкой, которая обеспечивает выпуск и размещение облигаций является московская биржа - по состоянию на ноябрь 2016 года объем торгов составляет 73,7 трлн. руб., из них 2398,6 млрд. руб. приходится на облигации. В состав ММВБ так же входит национальный расчетный депозитарий - являющийся самым крупным депозитарием в России по стоимости принятых на обслуживание ценных бумаг. Кроме этого для осуществления облигационного займа необходимо наличие андеррайтеров, которые являются профессиональными участниками рынка ценных бумаг и обеспечивают всю процедуру размещения.

Процедура эмиссии корпоративных облигаций трудозатрата и длительна. В классическом варианте размещения облигаций может проходить до полугода с момента о принятии решения о выпуске до публикации отчета об итогах размещения.

Для упрощения процедуры заимствования в 2006 году в России появились биржевые облигации. Такие облигации не требуют государственной регистрации, могут торговаться на вторичном рынке еще до полного выкупа, размещаются путем открытой подписки и регистрируются самой биржей. Данный тип облигаций быстро завоевал популярность среди эмитентов, по данным на конец 2015 года их доля составляет 62% в общем объеме корпоративных облигаций.

Кроме этого с 2016 года были осуществлены первые выпуски коммерческих облигаций. Данный тип имеет ряд отличительных характеристик: размещаются путем закрытой подписки, срок подготовки на размещение около 1 месяца, не требуют обеспечения, регистрируются депозитарием, более дорогостоящие.

По итогам анализа рынка корпоративных облигаций можно сделать следующие выводы.

Во-первых, на рынке корпоративных облигаций существует рост объемов, при этом количество эмитентов увеличилось незначительно. Это говорит что приток новых эмитентов на рынок не велик, а уже существующие эмитенты наращивают долг.

Во- вторых, долгосрочные облигации занимают не больше 12%, когда 50 % занимают среднесрочные облигации со сроком от 1 до 5 лет. Это свидетельствует об отсутствии длинных денег на российском рынке.

В-пятых, отличительной чертой российского рынка является преобладание эмитентов финансового и нефтегазового секторов, на их совокупную долю приходится порядка 55%.

Как уже было отмечено за анализируемый период существует рост рынка корпоративного долга, это связано с существенными преимуществами облигационного займа перед кредитом:

- Более низкий процент по обслуживанию, эмитент сам определяет размер купона;
- Отсутствие обеспечения;

- Возможность привлечения больших объемов;
- Более длительный срок заимствования;
- Невысокая стоимость;
- Широкий выбор способов займа;
- Повышение статуса компании;
- Диверсификация заемщиков;
- Возможность самостоятельно управлять своим долгом.

Анализ стоимости заемных источников показал, что стоимость облигационного займа ниже банковского кредита.

В целом, анализ показал, что привлечение заемных средств с помощью выпуска облигаций имеет множество преимуществ перед банковским кредитованием, по крайней мере, в сфере долгосрочного инвестирования. А финансирование текущих потребностей компании удобнее осуществлять с помощью кредитных линий. Но в будущем коммерческие облигации могут вытеснить этот способ покрытия текущих затрат.

Среди проблем можно выделить следующие. Во первых, при привлечении иностранного капитала, очень важный фактор это кредитный рейтинг, на сегодняшний день рейтинг страны не инвестиционный, что мешает привлечению иностранных инвестиций.

Российский рынок характеризуется большим количеством дефолтов. Несмотря на то, что с количество дефолтов снизилось с 217 в 2010 году до 95 в 2016 году, это по прежнему является достаточно большим показателем. Это негативно сказывается на привлечении инвесторов на рынок.

В настоящий момент существует не малое количество проблем стоящих перед эмитентами при необходимости облигационного финансирования. Это связано как с геополитической ситуацией в мире, западными санкциями существующей системой налогообложения, так и внутренними проблемами российского долгового рынка.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Алехина О.Е., Репетун Т.В., Якунина А.В. Финансовый менеджмент: Учеб. пособие / Саратовский государственный социально-экономический университет. - Саратов, 2014.- с. 271;
2. Алиев, А.Р. Рынок ценных бумаг в России : учебное пособие / А.Р. Алиев. - М. : Юнити-Дана, 2015. - 199 с. - [Электронный ресурс]. - URL: [//biblioclub.ru/index.php?page=book&id=436686](http://biblioclub.ru/index.php?page=book&id=436686) (03.12.2016).
3. Абрамов Д.В., Цильх В.А. Современные тенденции и проблемы мирового рынка еврооблигаций.//Вестник Самарского государственного университета. – 2016, №7(141). – С. 29-32
4. Асаул, А.Н. Рынок ценных бумаг : учебник / А.Н. Асаул, В.К. Севек, Р.М. Севек ; Тывинский государственный университет. - Кызыл : ТывГУ, 2013. - 232 с.-[Электронный ресурс]. - [//biblioclub.ru/index.php?page=book&id=434767](http://biblioclub.ru/index.php?page=book&id=434767) (12.10.2015).
5. Аксенов Е.П. К вопросу о классификации финансового менеджмента / Е.П. Аксенов // Вестник Кузбасского государственного технического университета. - 2011 . - № 6. - с.4;
6. Батяева Т. А., Столяров И. И. Рынок ценных бумаг: Учебное пособие. - М.: ИНФРА-М, 2006. -с. 84;
7. Бессрочные облигации: словарь экономических терминов.- Banki.ru.- [Электронный ресурс].- Режим доступа: http://www.banki.ru/wikibank/bessrochnyie_obligatsii/
8. Вильяме Б. Новые измерения в биржевой торговле. - М.: ИК «Аналитика», 2011.- с. 198;
9. Виды облигаций по степени обеспеченности : SbondS.- Энциклопедия .- [Электронный ресурс].- Режим доступа : <http://ru.cbonds.info/encyclopedia/5>
10. Газалиев, М.М. Рынок ценных бумаг / М.М. Газалиев, В.А. Осипов. - М. : Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°», 2015. - 160 с. : табл.,

схемы - (Учебные издания для бакалавров). - [Электронный ресурс]. - URL: [//biblioclub.ru/index.php?page=book&id=385769](http://biblioclub.ru/index.php?page=book&id=385769) (13.09.2016).

11. Гукова, А.В. Управление предприятием. Финансовые и инвестиционные решения : учебное пособие / А.В. Гукова, И.Д. Аникина, Р.С. Беков. - М. : Финансы и статистика, 2014. - 185 с. - [Электронный ресурс]. - URL: [//biblioclub.ru/index.php?page=book&id=85076](http://biblioclub.ru/index.php?page=book&id=85076) (03.12.2016). (таблица преимущества, недост.)

12. Дворецкая А.Е. Рынок капитала в системе финансирования экономического развития. - М.: Анкил, 20012. - с.90;

13. Дивиденды- Акционерам ПАО "Акрон".- [Электронный ресурс].- Режим доступа: http://www.acron.ru/investors/acron_shareholders/acron_dividends/

14. Ивасенко А. Г. Инвестиции: источники и методы финансирования. - 3-е изд., перераб. и доп. - М.: Издательство «Омега-11», 2011.- с.341;

15. Инвестиции: учебник / коллектив авторов, под ред. Г.П. Подшиваленко. М.: КНОРУС, 2013.- с.289;

16. Итоги торгов: все корпоративные облигации.- [Электронный ресурс].- Режим доступа:

http://moex.com/ru/marketdata/#/group=3&collection=189&boardgroup=7&data_type=history&mode=groups&sort=VALUE&order=desc&date=2016-12-09

17.. Ионова, Ю.Г. Финансовый менеджмент : учебник / Ю.Г. Ионова, В.А. Леднев, М.Ю. Андреева ; под ред. Ю. Ионовой. - М. : Московский финансово-промышленный университет «Синергия», 2016. - 288 с. : ил. - (Легкий учебник). - Библиогр. в кн. - ISBN 978-5-4257-0231-9 ; То же [Электронный ресурс]. - URL: [//biblioclub.ru/index.php?page=book&id=429469](http://biblioclub.ru/index.php?page=book&id=429469) (03.12.2016).

18. Ковалев В.В. Курс финансового менеджмента: учеб. М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2008.- с.264;

19. Ковалев В.В. Проблемы предупреждения кризисов на финансовых рынках. М.: Финансы и статистика, 2008.- с.190;
20. Корпоративные облигации: дефолты.- Rusbonds.- [Электронный ресурс].- Режим доступа: <http://www.rusbonds.ru/def.asp> (дата обращения 15.06.2016);
21. Корпоративные облигации : анализ облигаций.- Rusbonds.- [Электронный ресурс].- Режим доступа: <http://www.rusbonds.ru/compare.asp> (дата обращения 20.06.2016);
22. Косаренко Н.Н., Маренков Н.Л. Рынок ценных бумаг в России. – М.: Флинта, 2011. – 238 с.
21. Кузнецов Б.Т. Рынок ценных бумаг: учеб. пособие. – М.: Юнити-Дана, 2012. – 288 с.
22. Кобцев, И.Е. Анализ финансового состояния организации : выпускная квалификационная работа / И.Е. Кобцев ; Российская академия предпринимательства, Кафедра «Экономическая теория, мировая экономика, менеджмент и предпринимательство». - М. : , 2016. - 72 с. : табл. ; То же [Электронный ресурс]. - URL: [//biblioclub.ru/index.php?page=book&id=444555](http://biblioclub.ru/index.php?page=book&id=444555) (03.12.2016).
23. Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент: учебник. - М.: ЭКСМО, 2011.- с. 218;
24. Листинг - Биржевые облигации- ММВБ.- [Электронный ресурс].- Режим доступа: <http://www.moex.com/s1877>
25. Лытнев, О.Н. Основы финансового менеджмента : учебное пособие / О.Н. Лытнев. - М. : Директ-Медиа, 2014. - 324 с. - ISBN 978-5-4458-5328-2 ; То же [Электронный ресурс]. - URL: [//biblioclub.ru/index.php?page=book&id=229239](http://biblioclub.ru/index.php?page=book&id=229239)(03.12.2016).
26. Мишарев А. А. Рынок ценных бумаг: Учебное пособие. - СПб.: Питер, 2013. -с.
27. Макарова, С.Н. Управление финансовыми рисками : монография / С.Н. Макарова, И.С. Ферова, И.А. Янкина ; Министерство образования и

науки Российской Федерации, Сибирский Федеральный университет. - Красноярск : Сибирский федеральный университет, 2014. - 230 с. : табл., схем., ил. - Библиогр. в кн. - ISBN 978-5-7638-3139-9 ; То же [Электронный ресурс]. - URL: //biblioclub.ru/index.php?page=book&id=435697 (03.12.2016).

28. Николаева И.П. Рынок ценных бумаг: Учебник для бакалавров. – М.: Дашков и К, 2015. – 256 с.

29. Новоселова В.В. Проблемы стоящие перед российскими компаниями, выходящими на рынок ценных бумаг / Новоселова В.В. // Современная наука: актуальные проблемы и пути их решения. - 2014. - №13. -с.4;

30. Осипова Т.Ю. Финансовый менеджмент хозяйствующего субъекта (на примере организации) / Осипова Т.Ю. // Проблемы учета и финансов. - 2011. - № 1. - с.48;

31. Облигации в России [Электронный ресурс]. - 2015. - Режим доступа: <http://www.rusbonds.ru/>;

32. Обслуживание эмитентов ценных бумаг: ММВБ.-[Электронный ресурс]. - 2015. - Режим доступа: <https://www.nsd.ru/ru/services/issuer/>

33. Проданова Н.А., Пробин П.С. Финансовые рынки: учебное пособие. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2015. – 175 с.

34. Состояние внутреннего финансового рынка.- Публикации ЦБ РФ.- [Электронный ресурс].- Режим доступа:

https://www.cbr.ru/dkp/standart_system/cond_dfm/cdfm_1601.pdf

35. Проект основных направлений развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов // Центральный банк [Электронный ресурс]. - Режим доступа: http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/opr_1618.pdf (дата обращения 17.12.15)

36. Пробин, П.С. Финансовые рынки: учебное пособие для студентов вузов обучающихся по направлению подготовки «Экономика» (квалификация (степень) «бакалавр») / П.С. Пробин, Н.А. Проданова. - М. :

Юнити-Дана, 2015. - 175 с. [Электронный ресурс]. - URL: //biblioclub.ru/index.php?page=book&id=446429 (03.12.2016).

37. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2014. -с. 81;

38. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учебник для вузов. / Под ред. О. И. Дегтяревой, Н. М. Коршунова, Е. Ф. Жукова. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2014. -с 401;

39. Рейтинги облигаций и эмитентов.- Rusbonds.- [Электронный ресурс].- Режим доступа: <http://www.rusbonds.ru/ratings.asp> (дата обращения 24.06.2016)

40. Семерина Ю.В. Облигационное финансирование как механизм управления структурой капитала хозяйствующего субъекта / Семерина Ю.В. // Вестник Саратовского Государственного Социально-Экономического Университета.- 2012. - № 3 (42). - 2;

41. Суглобов А.Е., Владимирова О.Н. Операции с ценными бумагами: учебно-практическое пособие. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2013. – 191 с.

42. Сидорова И.Н. Анализ рынка корпоративных облигаций в России. // Академический вестник. – 2012, №4(22). – С. 233-236

43. Смагин С.В. Выпуск облигаций как способ восстановления платежеспособности несостоятельных предприятий/ Смагин С.В. // вестник Ориенбургского государственного университета. - 2010. - №10. - с.2;

44. Семерина Ю.В. Теория и методология облигационного финансирования хозяйствующих субъектов на российском рынке ценных бумаг: автореф. дис. д-р эк. наук: 08.00.10 / Ю.В. Семерина.- Саратов, 2012. - 410 с.

45.Московская биржа. Фондовый рынок: итоги торгов [Электронный ресурс].- 2015 .- Режим доступа:

http://www.moex.com/ru/marketdata/#/group=4&collection=3&boardgroup=57&data_type=history&mode=groups&sort=VALUE&order=desc&date=2016-12-09

46. Толкачева, Н.А. Финансовый менеджмент : курс лекций / Н.А. Толкачева. - М. : Директ-Медиа, 2014. - 144 с. - Библиогр. в кн. - ISBN 978-5-4458-8111-7 ; То же [Электронный ресурс]. - URL: //biblioclub.ru/index.php?page=book&id=235181 (03.12.2016).

47. Миркин Я.М., Руководство по организации эмиссии и размещения корпоративных облигаций / С.В. Лосев, Б.Б.Рубцов, И.В. Добашина, З.А.Воробьева // Альпина-Паблишер, 2004 .- [Электронный ресурс].- Режим доступа: http://www.mirkin.ru/_docs/corp_bonds.pdf

48. Список лиц, осуществляющих деятельность представителей владельцев облигаций: Центральный банк.- [Электронный ресурс].- Режим доступа:

http://cbr.ru/finmarkets/print.aspx?file=files/supervision/list_representatives.htm&pid=sv_secur&sid=ITM_15748

49. Тарифы московской биржи.- ММВБ.- [Электронный ресурс].- Режим доступа: <http://www.moex.com/s21>

http://www.micex.ru/marketdata/quotes?group=stock_shares&data_type=history

50. Некоммерческое партнерство развития финансового рынка РТС [Электронный ресурс].-2015. - Режим доступа:

http://nprts.ru/ru/otc_market/board/info/archive/stats-trades-volumeinfo.aspx?prm=3

51. Федеральный закон № 39 "О рынке ценных бумаг" гл. 6.1 - Консультант плюс.- [Электронный ресурс].- Режим доступа:

http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/c72cd51ee035bc216267f291ae974d563e73f81a/

52. Финансовая экономика [Электронный ресурс] .- 2015. - Режим доступа : <http://www.globfin.ru/articles/shares/rusbonds.htm>

53. Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 06.04.2015) "О рынке ценных бумаг"

54. Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 06.04.2015) "Об акционерных обществах"

55. Федеральный закон от 08.02.1998 N 14-ФЗ (ред. от 06.04.2015) "Об обществах с ограниченной ответственностью"

56. Федеральный закон от 07.12.2011 N 414-ФЗ (ред. от 23.07.2013) "О центральном депозитарии"

57. Федеральный закон от 21.11.2011 N 325-ФЗ (ред. от 21.12.2013) "Об организованных торгах"

58. Финансовая отчетность: годовые отчеты.- Акрон.- [Электронный ресурс].- Режим доступа:
http://www.acron.ru/upload/iblock/dab/acron_rus_web.pdf

58. Черутова М.И. Финансовый менеджмент: учебное пособие. - М.: Флинта, 2010. -с. 131;

59. Центр раскрытия корпоративной информации [Электронный ресурс].- 2015. -Режим доступа:

http://mosgorcredit.com/index/servis_raskrytija_informacii_poisk_oao_zao/0-24;

60. Экономико-правовой анализ рынка ценных бумаг в России: учебник для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям / В.И. Гришин, Н.И. Аристер, А.А. Говорин и др. - М. : Юнити-Дана, 2016. - 247 с. : табл. - Библиогр. в кн.. - ISBN 978-5-238-02820-0 ; То же [Электронный ресурс]. - URL: [//biblioclub.ru/index.php?page=book&id=446405](http://biblioclub.ru/index.php?page=book&id=446405) (03.12.2016).

