УДК:336.648 DOI: 10.22394/2071-2367-2017-12-6-233-245

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ КАК ПЕРСПЕКТИВНЫЙ ИСТОЧНИК ФИНАНСИРОВАНИЯ ИННОВАЦИОННО-ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ В ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВЕ

Попова О.В., Леонова О.В., Иващенко Т.Н..[1]

Современный бизнес невозможно представить без заемных источников финансирования его деятельности. Уровень развития технологий, необходимость внедрения инновационных проектов, модернизации оборудования, расширения рынков сбыта обусловливают потребность в значительных средствах на средне- и долгосрочной основе. В этом контексте в статье проанализировано современное состояние рынка корпоративных облигаций России в разрезе ключевых элементов инвестиционного процесса: эмитентов, инвесторов, инфраструктуры. Выявлены проблемы, сдерживающие эмиссионную активность в предпринимательском сегменте реального сектора экономики страны, обоснованы причины слабого проникновения физических лиц на рынок облигаций, установлена адекватность развития инфраструктуры потребностям фондового рынка. Предложены рекомендации по повышению роли корпоративных облигаций в финансировании инновационно-инвестиционных проектов в предпринимательстве.

Ключевые слова: корпоративные облигации, инвестиции, эмиссия облигаций, фондовая биржа, инвестиционный банк.

CORPORATE BONDS AS A PERSPECTIVE SOURCE OF FINANCING OF INNOVATIVE AND INVESTMENT PROJECTS IN ENTREPRENEURSHIP

POPOVA O.V. – Doctor of Economic Sciences, Docent, Professor of the Department of Economics and Economic Security of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Russian Federation, Orel), e-mail: olga_v_popova@mail.ru.

LEONOVA O.V. – Candidate of Economic Sciences, Docent, Director of the Higher school of Public Administration and Professional Development of Personnel, Central Russian Institute of Management – branch of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Russian Federation, Orel), e-mail:oks980@rambler.ru

IVASHCHENKO T.N. – Candidate of Economic Sciences, Associate Professor at the Department of Economics and Economic Security, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Russian Federation, Orel), e-mail: ivachenkoTN@mail.ru

---

Попова Ольга Васильевна — доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры экономики и экономической безопасности, Среднерусский институт управления – филиал, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, адрес: 302001, Орел, ул. Панчука, д. 1, e-mail: olga_v_popova@mail.ru.

Леонова Оксана Вячеславовна – директор Высшей школы государственного управления и профессионального развития кадров, кандидат экономических наук, доцент, Среднерусский институт управления – филиал, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, адрес: 302028, Россия, г. Орёл, б. Победы, 5а, e-mail: oks980@rambler.ru

Иващенко Татьяна Николаевна — кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики и экономической безопасности, Среднерусский институт управления – филиал, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, адрес: 302028, Россия, г. Орел, б. Победы, 5а, e-mail: ivachenkoTN@mail.ru

Modern business can not be imagined without loan sources of financing its activities. The level of technology development, the need to introduce innovative projects, upgrade equipment, expand sales markets necessitate significant funds on a medium- and long-term basis. In this context, the article analyzes the current state of the Russian corporate bond market in terms of key elements of the investment process: issuers, investors, infrastructure. The problems that deter issuer activity in the entrepreneurial segment of the real sector of the country's economy are identified, the reasons for weak penetration of individuals into the bond market are substantiated,The problems that deter issuing activity in the entrepreneurial segment of the real sector of the country's economy are identified, the reasons for weak penetration of individuals into the bond market are substantiated, and the adequacy of the development of infrastructure to the needs of the stock market is established. Recommendations are offered on increasing the role of corporate bonds in financing innovation-investment projects in entrepreneurship.

Keywords: corporate bonds, investments, bond issue, stock exchange, investment bank.

Современное состояние и темпы развития реального сектора экономики России не отвечают потребностям государства и общества. Разрыв между технологичностью и инновационностью большинства отраслей национальной промышленности и сельского хозяйства, с одной стороны, и ведущих зарубежных стран– с другой, продолжает расти, что ставит под сомнение вопрос сохранения за Россией статуса мировой державы. Такая ситуация обостряется в связи с агрессивным внешнеполитическим окружением и зависимостью от зарубежных техники и технологий, поставки которых могут быть сокращены или прекращены в попытках оказать давление на Российскую Федерацию при отстаивании своих национальных интересов, как это произошло в 2017г. в отношении отечественного нефтегазового комплекса. Поэтому повышение производственной и технологической независимости должно распространяться не только на сельское хозяйство, но и на иные сегменты реального сектора экономики страны.

В этой связи неизбежно встает вопрос ограниченности доступных финансовых ресурсов на масштабную модернизацию экономики: бюджетных средств на эти цели у государства нет, антироссийские санкции отсекли зарубежный рынок относительно дешевых средне- и долгосрочных кредитов, национальная банковская система не имеет достаточных объемов «длинных» денег ввиду непопулярности долгосрочных депозитов. Поэтому актуализируется проблема развития фондового рынка и формирования его устойчивых связей с финансовым и реальным секторами экономики.

Характеризуя рынок инвестиций в 2014–2016гг. (табл. 1), следует отметить, что с докризисного 2013г. стоимость основных фондов, как основного объекта капитальных вложений, увеличивалась в среднем на 8,85% в год, что выше среднегодового показателя темпа роста ВВП (6,6%). В результате валовое накопление основного капитала несколько возросло по сравнению с 2013г. и колеблется на уровне 21%. Однако прирост инвестиций в основной капитал ниже уровня инфляции, что крайне негативно характеризует инвестиционную активность государства и бизнеса.

Финансовые вложения организаций за период выросли на 87,6%. Причем максимальный рост наблюдается в сегменте краткосрочных портфельных инвестиций (81,04% против 64,26% долгосрочных вложений). Структурно, 87 – 89% приходится на краткосрочные финансовые инвестиции и 11–13% –на долгосрочные[1].

[1] Россия в цифрах. 2017. Краткий статистический сборник [Электронный ресурс] – URL: http://www.gks.ru/free_doc/doc_2017/rusfig/rus17.pdf

Таблица 1 – Показатели инвестиционной деятельности в России[1]
Table 1 – Indicators of investment activity in Russia

Показатели	Годы				Среднегодовой темп роста, %
	2013	2014	2015	2016	
Валовой внутренний продукт, млрд руб.	71017	79200	83233	86044	106,6
Основные фонды в экономике по полной учетной стоимости на конец года, млрд. руб.	133522	147430	160725	171764	108,8
Инвестиции в основной капитал, млрд. руб.	13450	13903	13897	14640	102,9
Валовое накопление основного капитала в % от ВВП	20,2	21,3	20,7	21,6	X

Отдельного внимания заслуживает ситуация с прямыми иностранными инвестициями в экономику России. В 2015г. по сравнению с 2013 г. сальдо внешнеэкономических операций платежного баланса сократилось на 90,6%, а в следующем году наблюдался 62-процентный рост иностранных инвестиций (до 19 млрд. долларов США), обусловленный главным образом продажей государством 19,5% акций нефтяной компании «Роснефть»[2].

Учитывая потребность экономики в дополнительных финансовых вливаниях, на государственном уровне были предприняты важные шаги по повышению роли финансового рынка (особенно его небанковского сегмента) в привлечении временно свободных капиталов на нужды расширенного воспроизводства и модернизации отечественного бизнеса. В частности, Правительством Российской Федерации утверждены Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года[3], Стратегия развития страховой деятельности в Российской Федерации до 2020 года[4], Стратегия долгосрочного развития пенсионной системы Российской Федерации[5], Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года[6]. В перечисленных актах облигации называются альтернативой банковских кредитов для субъектов финансового и реального секторов экономики,

[1] Составлено по данным Россия в цифрах. 2017. Краткий статистический сборник [Электронный ресурс] – URL: http://www.gks.ru/free_doc/doc_2017/rusfig/rus17.pdf

[2] Прибытков К. Прямые иностранные инвестиции в России в 2016 году выросли более чем на 60% [Электронный ресурс]. – URL: http://tass.ru/ekonomika/3990042

[3] Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года (утв. распоряжением Правительства РФ от 29 декабря 2008 г. № 2043-р) [Электронный ресурс]. – URL: http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/archive_ffms/ru/press/russia2020/strategy2020/index.html

[4] Стратегия развития страховой деятельности в Российской Федерации до 2020 года (утв. распоряжением Правительства РФ от 22 июля 2013 г. N 1293-р) [Электронный ресурс]. – URL: https://rg.ru/2013/08/05/straxovschiki-site-dok.html

[5] Стратегия долгосрочного развития пенсионной системы Российской Федерации (утв. распоряжением Правительства РФ от 25.12.2012 N 2524-р (ред. от 06.12.2017)) [Электронный ресурс]. – URL: http://www.consultant.ru/ document/cons_doc_LAW_139981/

[6] Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года(утв. распоряжением Правительства РФот 17 ноября 2008 г. N 1662-р (ред. от 10.02 2017г.)) [Электронный ресурс]. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_ 82134/ 28c7f9e359e8af09d7244 d8033c 66928f a27e527/

органов государственной власти всех уровней. Хотя имеются существенные различия между этими источниками привлечения заемного капитала (табл. 2).

Таблица 2 – Сравнительная характеристика банковского кредита и облигационного займа как источника финансирования инвестиций[1]

Table 2 – Comparative characteristics of a bank loan and a bond loan as a source of investment financing

Критерий	Облигации	Кредиты
Кредитор	Широкий круг, состав меняется	Определен, состав не меняется
Изменение условий	По договоренности с держателями облигаций	По договоренности с банком
Раскрытие информации	Публичное (при открытой подписке)	Нет публичного раскрытия информации
Залоговое обеспечение	Как правило, отсутствует	Как правило, имеется
Срок	Более длительный	Более короткий
Заемщик	Крупные и средние компании	Все, в том числе небольшие непубличные компании
База инвесторов	Банки, инвестиционные фонды, страховые компании, пенсионные фонды, физические лица	Банки

В развитие этих нормативных документов Центральный банк России разработал Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов[2], Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов[3], в которых особый акцент делается на стимулирование эмиссионной активности бизнеса, государственных и муниципальных органов власти.

С этой целью Центральный банк реализует несколько проектов (в частности, «Оптимизация механизма эмиссии по программе облигаций (КА+. Эмитент)», «Привлечение инвестиций частных и институционных инвесторов на российский рынок облигаций (КА+. Инвесторы) и др.), проводит семинары в федеральных округах России для повышения финансовой грамотности и популяризации облигационных заимствований.

В настоящее время рынок корпоративных облигаций динамично развивается, но его потенциал не использован и наполовину (табл. 3). Так, за январь – сентябрь 2017г. субъекты реального сектора увеличили объем обязательств по облигациям на 711 млрд. руб., что почти в 2 раза больше прироста объемов привлеченных ими банковских кредитов.

[1]Чайковская Е.В. Облигации как способ привлечения финансирования [Электронный ресурс]. – URL:http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/27534/11.pdf

[2] Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов (Одобрено Советом директоров Банка России 26.05.2016) [Электронный ресурс]. – URL: http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/11106/onrfr_2016-18.pdf

[3]Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов (Одобрено Советом директоров Банка России 10.11.2017) [Электронный ресурс]. – URL: http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2018%282019-2020%29.pdf

В результате удельный вес облигаций в общем объеме привлеченных средств в сентябре 2017 г. вплотную приблизился к 20%, а эмиссионная активность организаций реального сектора экономики оказалась выше, чем организаций финансовой сферы[1]. Однако размер кредитного портфеля нефинансовых организаций на начало 2017 г. в пять раз превышал рыночную стоимость облигационных заимствований[2].

Проблемы недостаточного развития рынка инвестиций как источника финансирования предпринимательской деятельности целесообразно рассматривать в трех плоскостях, определяемых элементами инвестиционного процесса:

- активность эмитента,
- поведение инвестора,
- состояние инфраструктуры фондового рынка, соединяющая эмитентов, как потребителя капитала, и инвесторов, как его поставщика.

Безусловно, ключевыми фигурами рынка корпоративных облигаций выступают эмитенты и инвесторы. Их обоюдная заинтересованность в развитии этого сегмента фондового рынка определяется тем, что традиционно доходность облигаций выше, чем ставки по депозитам коммерческих банков, что выгодно инвесторам, но плата за облигационный капитал для эмитентов ниже, чем ставки по кредитам.

Таблица 3 – Структура обязательств российского корпоративного сектора, трлн руб.[3]
Table 3 – Structure of liabilities of the Russian corporate sector, trillion rubles.

Показатель	1.01.2014	1.01.2015	1.01.2016	1.01.2017
Рыночная стоимость облигаций финансовых организаций	3	3	4	4
Рыночная стоимость облигаций нефинансовых организаций	2	3	4	5
Прочие заимствования в рублях	20	25	28	27
Прочие заимствования в валюте	9	13	15	12
Итого объем заимствований	34	44	51	48
Доля корпоративных облигаций в общем объеме заимствования, %	14,7	13,6	15,7	18,8

Преимущества и недостатки облигаций для них можно сформулировать следующим образом (табл. 4).

Интересы эмитентов при выпуске облигационных заимствований заключаются в возможности привлечения средств для финансирования эффективных крупномасштабных инновационнно-инвестиционных проектов и повышении доступности этого источника. Кроме того, выпуск облигаций не требует залоговой базы, формирует широкую сеть инвесторов,

[1] Чайковская Е.В. Облигации как способ привлечения финансирования [Электронный ресурс]. – URL:http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/27534/11.pdf
[2]Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов– URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_282452/
[3] «Бондизация» – развитие облигационного рынка. Аналитическая записка Департамента развития финансовых рынков Банка России [Электронный ресурс]. – URL: http://www.cbr.ru/Content/Document/File/16751/07.pdf

включая мелких и средних, а также создание кредитной истории для относительно новых предприятий или субъектов бизнеса, до этого не использовавших крупных банковских заимствований.

Таблица 4 – Преимущества и недостатки привлечения средств за счет эмиссии облигаций[1]
Table 4 – Advantages and disadvantages of raising funds by issuing bonds

Для эмитентов	Для инвесторов
Преимущества	
Привлечение временно свободных денежных средств инвесторов без угрозы вмешательства в управление компанией	Гарантированный возврат средств, вложенных в покупку облигации, и заранее известного дохода по ней
Плата за заемный капитал, привлеченный путем выпуска облигаций, обычно ниже, чем по банковскому кредиту	Доходы по облигации традиционно выше, чем по депозиту
Возможность выбора способа погашения тела облигаций	Облигация может быть перепродана на вторичном рынке
Необязательность залога	Слабая зависимость от ценовых колебаний
Возможность привлечения крупного капитала на относительно длительный срок	Минимальные налоги на доходы (с 1.01.2018г. отмена НДФЛ на доходы по облигациям)
Широкий круг потенциальных инвесторов	Возможность диверсификации сбережений
Формирование кредитной и биржевой истории	
Недостатки	
Сложности в размещении (привлечении инвесторов)	Риск выше, чем по банковским депозитам
Относительно длительный срок на привлечение средств	Сложность в приобретении (доступе к торгам)
Неэффективность при объеме эмиссии менее 500 млн. руб.	Невысокий доход
	Повышенный срок инвестирования

В настоящее время с целью облегчения доступа к эмиссии облигаций законодательство предусматривает выпуск классических, биржевых и казначейских облигаций (табл. 5).

Наиболее проблемными с точки зрения конструирования выпуска, эмиссии и размещения являются классические облигации, однако для облегчения процедуры внесены новации, связанные с упрощением контроля со стороны Центрального банка за финансовым состоянием потенциального эмитента и внедрением так называемой программы эмиссии. Программа предусматривает разовое разрешение Центрального банка на выпуск нескольких траншей облигаций, растянутых по времени[2].

Замена налога на операции с ценными бумагами пошлиной облегчила финансовый доступ субъектов предпринимательства к эмиссии, однако дополнительные расходы на эмиссию делают эту процедуру весьма дорогостоящей:

- формирование отчетности по требованиям МСФО;
- оплата услуг рейтингового агентства, входящего в перечень Центрального банка;
- затраты на подготовку эмиссионной документации;

[1] Составлено авторами.
[2] Чайковская Е.В. Облигации как способ привлечения финансирования [Электронный ресурс]. – URL:http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/27534/11.pdf

- комиссия организатору / андеррайтеру за содействие в конструировании выпуска, эмиссию и размещение облигаций;
- оплата процедуры листинга на ММВБ и непосредственно размещение через биржу;
- затраты на депозитарное обслуживание и др.

Таблица 5 – Особенности выпуска, обращения и погашения корпоративных облигаций[1]
Table 5 – Features of the issue, circulation and redemption of corporate bonds

Критерий	Классические облигации	Биржевые облигации	Коммерческие облигации
Решение о выпуске – решение об утверждении программы облигаций	Государственная регистрация	Присвоение программе номера биржей	Присвоение программе номера централизованным депозитарием
Условия выпуска (Проспект эмиссии)	Государственная регистрация выпуска / в рамках программы	Присвоение программе номера биржей	Присвоение программе номера централизованным депозитарием
Наличие обеспечения	Могут быть с залоговым обеспечением и без него	Не могут выпускаться с залоговым обеспечением	Не могут выпускаться с залоговым обеспечением
Форма выпуска	Документарная или бездокументарная, предъявительская или именная	Документарная на предъявителя с обязательным централизованным хранением	Документарная на предъявителя с обязательным централизованным хранением
Условия размещения	Определяется эмитентом	Открытая подписка	Закрытая подписка
Отчет об итогах выпуска	Государственная регистрация	Раскрытие информации и предоставление уведомления об итогах размещения биржевых облигаций в ЦБ РФ	Предоставление уведомления об итогах размещения коммерческих облигаций в Центральный банк

Однако упрощение процедуры и снижение расходов на эмиссию и размещение облигаций не снимает ряд существенных ограничений для потенциальных эмитентов. Так, Центральный банк требует, чтобы предприятия соответствовали следующим критериям:
- объем эмиссии: 0,5–1 млрд. руб.;
- срок обращения облигаций: от 3 до 5 лет;
- доходность: 8–14%;
- участие организатора при эмиссии и размещении классических корпоративных облигаций.

Требования Московской биржи к биржевым облигациям более суровые по объему эмиссии:
- объем эмиссии: более 5 млрд. руб.;
- срок обращения: от 5 до 10 лет;

[1] Составлено авторами

- доходность: 8–10%;
- участие организатора при эмиссии и размещении биржевых облигаций.

Таким образом, эмиссия облигаций имеет смысл только при реализации крупных инвестиционных проектов с длительным сроком окупаемости затрат. Поэтому от эмиссии автоматически отсекаются относительно небольшие предприятия.

В частности, по мнению Центрального банка, портрет потенциального эмитента должен соответствовать следующим характеристикам:

- объем выручки для региональных предприятий должен быть не менее 1 млрд. руб. (для Московского региона не менее 2 млрд. руб.);
- размер располагаемых активов: не менее 1 млрд. руб.;
- устойчивые рыночные позиции на протяжении 3 лет и хорошие перспективы развития;
- умеренный уровень задолженности

Кроме того, потенциальный эмитент должен являться градообразующим или системно-значимым предприятием или входить в рейтинг 300 крупнейших частных компаний России[1].

В перечень рекомендаций входят наличие кредитного рейтинга или готовность процедуру получения рейтинга от одного из аккредитованных Центробанком РФ рейтинговых агентств; положительное аудиторское заключение от надежной аудиторской компании, согласно которому финансовое состояние предприятия устойчиво, оно платежеспособно, рентабельно и имеет достаточно денежных средств для погашения долговых обязательств; готовность собственника компании внедрять стандарты корпоративного управления и раскрывать юридическую, финансовую и иную информацию о бизнесе неограниченному кругу лиц и др.

При анализе финансового состояния потенциального эмитента ключевыми показателями, на которые обращает внимание Центральный банк, являются:

1. Коэффициент текущей ликвидности, характеризующий степень обеспеченности текущих обязательств оборотными активами или степень возможного погашения текущих обязательств за счет средств, которые теоретически могли бы быть получены в объеме балансовой стоимости в результате реализации оборотных активов. Коэффициент рассчитывается как отношение величины оборотных активов (за вычетом величин просроченной дебиторской задолженности, задолженности участников по взносам в уставный капитал и собственных акций, выкупленные у акционеров) к величине краткосрочных обязательств (за вычетом величины государственной помощи и безвозмездно полученного имущества).

Допустимое коэффициента текущей ликвидности потенциального эмитента: более 1,2.

2. Доля собственного капитала в активах организации (коэффициент автономии / финансовой независимости), характеризующая зависимость компании от внешних источников финансирования своей производственно-хозяйственной деятельности.Показатель рассчитывается как отношение «Капитала и резервов» к валюте баланса.

Допустимое значение данного показателя не менее 0,2 (20%).

3. Рентабельность продаж, отражающая эффективность основной уставной деятельности потенциального эмитента. Показатель рассчитывается как отношение прибыли от продаж к выручке.

Допустимое значение данного показателя не менее 5%.

4. Чистый долг / EBIT, который характеризует срок возврата заемных средств за счет генерируемого денежного потока от операционной деятельности. Показатель рассчитывается как отношение краткосрочных и долгосрочных заимствований (с учетом причитающихся

[1] Бондарева Ю.Э. Обзор рынка облигаций в Центральном федеральном округе [Электронный ресурс]. – URL: http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/27742/12.pdf

процентов) за вычетом денежных средств и их эквивалентов к прибыли до уплаты процентов и налогов. Значение показателя определяется спецификой деятельности предприятия и отрасли.

Резюмируя, подчеркнем, что к эмиссии облигаций могут прибегать только крупные и крупнейшие устойчивые предприятия, нуждающиеся в финансировании крупномасштабных инновационно-инвестиционных проектов.

Так, в 2016г. крупнейшими эмитентами корпоративных облигаций стали:

- Роснефть, выпустившая 3 транша рублевых облигаций на сумму 650 млрд. руб. и занимающая 27,57% первичного рынка облигаций по итогам года;
- Транснефть, которая провела 6 выпусков облигаций в рамках программы на общую сумму 94 млрд. руб. (3,99% суммарной эмиссии корпоративных облигаций);
- Внешэкономбанк с объемом эмиссии в рамках 4 выпусков программы 92626 млн. руб. (3,93%);
- РЖД, выпустившие рублевых облигаций на 90,2 млрд. руб. (3,82%);
- Открытие Холдинга с объемом эмиссии 70 млрд. руб. (2,97%).

Последнее место в рейтинге эмитентов корпоративных облигаций ММВБ занимает компания «Ломбард Мастер», которая провела эмиссию на 30 млн. руб. [1].

В целом отраслевая структура эмитентов облигаций сложилась следующим образом: строительство – 12,3%, металлургия – 9,4%, машиностроение – 9,1%, нефтегазовый комплекс – 9,1%, телекоммуникация – 9,0%, транспортные услуги – 8,7%, прочие отрасли – 9,6%[2]

Гораздо сложнее ситуация складывается в вопросе поведения потенциальных инвесторов на национальном рынке облигаций.

На инвестиционную привлекательность облигаций оказывает влияние широкий круг факторов, среди которых в качестве основных можно выделить:

- уровень инфляции;
- доходность альтернативных источников (прежде всего банковских депозитов),
- уровень дохода населения и бизнеса как потенциальных инвесторов;
- уровень и ассортимент рисков;
- степень доверия потенциальных инвесторов к эмитентам и их поручителям (гарантов);
- уровень развития инфраструктуры рынка ценных бумаг в регионах России.

Гипотетически мощнейшей категорией поставщиков капитала выступает индивидуальный сектор. Об этом свидетельствует зарубежный опыт. Однако, адаптируя всемирно известную пирамиду А. Маслоу к условиям современного фондового рынка России, можно предложить следующие объяснения низкой привлекательности корпоративных облигаций для физических лиц:

1) 10% доходов населению рекомендуется вкладывать в безрисковые активы. В настоящее время такими вложениями можно считать только застрахованные депозиты коммерческих банков;

2) около 70% остальных инвестиционных вложений можно размещать между активами среднего уровня рисков: паями ПИФов, облигациями, акциями стабильных предприятий и т.д.

3) оставшиеся средства могут быть использованы для игры на фондовом рынке или рисковых спекулятивных операций;

Все эти операции возможны только после того, как потенциальные инвесторы удовлетворили потребности низшего уровня: физиологические, обеспечения безопасности и защиты, получения других финансовых благ первоочередной надобности. Однако расслоение общества по уровню

[1] Рэнкинги эмитентов облигаций России, 2016 [Электронный ресурс]. – URL: http://cbonds.ru/rankings/item/405
[2] Бондарева Ю.Э. Обзор рынка облигаций в Центральном федеральном округе [Электронный ресурс]. – URL: http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/27742/12.pdf

доходов в современной России и низкая финансовая состоятельность большинства домохозяйств отсекают население от инвестиционных операций на фондовом рынке.Именно поэтому, по мнению Уильяма Ф. Шарп, Гордона Дж. Александер, Джеффри В. Бэйли, «В примитивных экономиках основная часть инвестиций относится к реальным, в то время как в современной экономике большая часть инвестиций представлена финансовыми инвестициями»[1]. По этому критерию экономику России, к сожалению, нельзя отнести к современной.

Кроме того, облегчение процедуры эмиссии и размещения для предпринимательских структур повышает уровень рисков для инвесторов, поскольку произошло снижение требований к финансовому состоянию эмитентов и продолжительности ретроспективного анализа его деятельности.

Тем не менее государство предпринимает шаги по повышению активности физических лиц на рынке облигаций. Помимо отмены НДФЛ на доходы по облигациям с 1.01.2018 г., с 1 января 2015 г. появился специфический институт инвестирования физических лиц – Индивидуальные инвестиционные счета (ИИС). Он предусматривает обособленный учет денежных средств и ценных бумаг граждан на основе договора на брокерское обслуживание или договора доверительного управления.

ИИС позволяет получать не только финансовый результат от проводимых сделок с ценными бумагами, но и налоговый вычет в размере 13% в год.

Однако существуют определенные ограничения по размещению средств, подпадающих под налоговый вычет, одного гражданина на индивидуальном инвестиционном счете. В частности,

- максимально возможная сумма не более 400 тыс. руб. в год;
- срок размещения с правом сохранения возможности получить налоговый вычет – 3 года;
- индивидуальный инвестиционный счет может быть только один.

Проблема заключается в том, что открывать ИИС имеет смысл только при активном инвестировании средств, что затруднительно при нынешних уровнях доходов значительной доли россиян.

Другим способом повышения привлекательности ценных бумаг вообще и облигаций в частности является паевое инвестирование. Для обеспечения доступа физических лиц к паям ПИФ коммерческие банки стали активно скупать паевые инвестиционные фонды (ПИФ) и торговать паями через свои филиалы и офисы. Преимуществом паев для физических лиц является снижение рисков за счет диверсификации портфеля ПИФ и повышение ликвидности вложений за счет возможности оперативной продажи пая управляющей компании.

Развитию рынка корпоративных облигаций в немалой степени способствует его инфраструктура. В целом уровень ее развития отвечает современному состоянию рынка ценных бумаг России, но в этом направлении был предпринят ряд важных действий.

В частности, продолжается процесс активного формирования специальных институтов инфраструктуры фондового рынка – инвестиционных банков. В этой роли могут выступать универсальный коммерческий банк или полносервисная брокерско-дилерская компания, предоставляющие услуги на фондовом рынке в области организации и гарантированного размещения ценных бумаг, брокерских операций, инвестиционного консультирования, доверительного управления, корпоративного финансирования, сделок по реорганизации бизнеса. В основе операций инвестиционного банка лежат ценные бумаги.

Функциями инвестиционного банкакак финансового посредника в процессе выпуска и размещения ценных бумаг являются:

- организация первичного рынка для облигации клиента и установление справедливой цены на нее,

[1] Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. Пер. с англ. – М.: ИНФРА – М, 2001. – XII, 1028 с.

- прямое перераспределение денежных ресурсов от первичных инвесторов к эмитентам,
- обеспечение ликвидности первичного рынка, послерыночная поддержка ценных бумаг эмитента,
- перераспределение финансовых рисков от эмитента к инвесторам,
- перераспределение информации (оценка эмитента и рисков, связанных с его ценными бумагами, и предоставление этой информации широкому кругу потенциальных инвесторов.

В настоящее время в качестве инвестиционного банка обычно выступают коммерческие банки, выполняющие функции как организаторов выпусков облигаций, так и андеррайтеров. По результатам 2016 г. именно они возглавляют рейтинги организаторов и андеррайтеров (табл. 6).

Таблица 6 – Рэнкинг организаторов и андеррайтеров выпуска по итогам 2016 г.[1]
Table 6 – Ranking of organizers and underwriters of the issue according to the results of 2016

№	Инвестиционный банк	Объем, млн. руб.	Доля рынка, %	Кол-во эмитентов	Кол-во эмиссий
Рейтинг– 10 организаторов					
1	Газпромбанк	382759	20,97	38	64
2	ВТБ Капитал	329092	18,03	65	92
3	Сбербанк CIB	248776	13.63	36	53
4	Банк «ФК Открытие»	200919	11,01	13	30
5	Совкомбанк	125949	6,90	42	45
6	РОСБАНК	95417	5,23	16	24
7	БК Регион	73114	4,01	23	31
8	Промсвязьбанк	51241	2,81	11	13
9	Райффазенбанк	47074	2,54	21	28
10	Альфа-Банк	42420	2,32	10	13
Рейтинг– 10 андеррайтеров					
1	ВТБ Капитал	313300	21,48	65	92
2	Сбербанк CIB	253676	17,39	36	53
3	Банк «ФК Открытие»	198169	13,59	13	30
4	Совкомбанк	120387	8,25	42	45
5	РОСБАНК	95417	6,54	16	24
6	БК Регион	74753	5,13	24	32
7	Промсвязьбанк	50991	3,50	12	14
8	Райффазенбанк	48448	3,18	21	28
9	Альфа-банк	41526	2,85	11	14
10	Банк РОССИЯ	38757	2,05	16	22

Анализируя уровень развития инфраструктуры рынка облигаций, нельзя не отметить, что в России успешно используются общемировые технологии размещения бондов: открытая подписка среди неограниченного круга потенциальных инвесторов в рамках биржевого и внебиржевого размещения, а также внебиржевая закрытая подписка,

[1] Составлено по данным Рэнкинги организаторов и андеррайтеров облигаций России, 2016 [Электронный ресурс] – URL:http://cbonds.ru/rankings/item/393

применяемая, как правило, для коммерческих облигаций через Центральный депозитарий.

Способы размещения облигаций можно представить следующим образом (рис. 1).

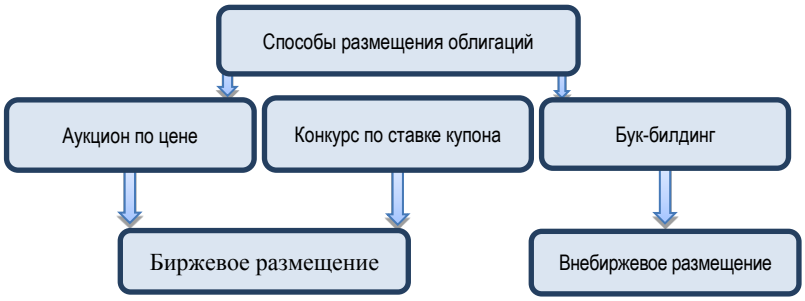


Рисунок 1 – Способыразмещенияоблигаций[1]
Figure 1 – Methods of placement of bonds

Под бук-билдингом понимают формирование книги заявок инвесторов в ходе роуд-шоу для эффективного определения цены. Этот механизм набирает все большую популярность по целому ряду причин:

- эмитент получает контроль аллокации бумаги,
- контролируется доходность размещения,
- отсутствие риска концентрации бумаги в одних руках, балансируются интересы инвесторов,
- присутствует гибкость по срокам открытия и закрытия книги,
- не требуется преддепонирование, поэтому средства используются эффективно.

Таким образом, анализ рынка облигаций в разрезе ключевых элементов инвестиционного процесса показал, что его слабым звеном выступает инвестор. Повышение финансовой грамотности юридических и особенно физических лиц, уровня жизни населения и доходности бизнеса являются необходимыми условиями активизации эмиссионной деятельности предпринимательских структур для финансирования крупных инновационно-инвестиционных проектов.

Усиление интереса эмитентов к облигациям может быть простимулировано снижением затрат на выпуск и размещение ценных бумаг за счет субсидирования процентной ставки и части затрат на эмиссию, предоставление государственных гарантий по облигационным займам, оказание информационной поддержки.

Развитие инфраструктуры должно быть направлено на ее проникновение в регионы России, поскольку в настоящее время она на 80–90% сконцентрирована в Москве и Санкт-Петербурге.

Реализация указанных рекомендаций позволит активизировать рынок корпоративных облигаций в России, обеспечить бизнес необходимыми финансовыми ресурсами на модернизацию экономики страны, повышение ее технологичности, инновационности и эффективности.

Библиография/References:

1. Бондарева Ю.Э. Обзор рынка облигаций в Центральном федеральном округе. – URL: http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/27742/12.pdf

[1] Составлено авторами.

2. «Бондизация» – развитие облигационного рынка. Аналитическая записка Департамента развития финансовых рынков Банка России. – URL:http://www.cbr.ru/Content/Document/File/16751/07.pdf

3. Вавулин Д.А. Облигационные займы как альтернативный источник финансирования дефицитом региональных бюджетов // Финансы и кредит. – 2013. – № 4 (570). – С. 31–42.

4. Кузнецова А. Российский рынок облигаций – итоги 2016 года и перспективы развития. – URL: http://www.moex.com/.cbonds-2016-v-kuznecova.pdf

5. Прибытков К. Прямые иностранные инвестиции в России в 2016 году выросли более чем на 60%. – URL: http://tass.ru/ekonomika/3990042

6. Рэнкинги организаторов и андеррайтеров облигаций России, 2016. – URL: http://cbonds.ru/rankings/item/393

7. Рэнкинги эмитентов облигаций России, 2016. – URL: http://cbonds.ru/rankings/item/405.

8. Чайковская Е.В. Облигации как способ привлечения финансирования. – URL: http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/27534/11.pdf

9. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. Пер. с англ. – М.: ИНФРА – М, 2001. – 1028 с.

10. Lambert, S. Investing in corporate bonds: how income-hungry investors can tap firms direct or invest through funds. – URL: http://www.thisismoney.co.uk/money/guides/article-1714423/Corporate-bonds-A-guide-investing.html

11. Whitecombe L/Best buy savings deals revealed: Challenger banks dominate list of top rates for those who can lock away cash. – URL: http://www.dailymail.co.uk/money/saving/article-5166967/Challenger-banks-dominate-savings-deals.html

1. Bondareva, Iu.E. Obzor rynka obligatsii v Tsentral'nom federal'nom okruge [Review of the bond market in the Central Federal District]. – URL: http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/27742/12.pdf (In Russ.)

2. «Bondizatsiia» – razvitie obligatsionnogo rynka. Analiticheskaia zapiska Departamenta razvitiia finansovykh rynkov Banka Rossii ["Bondization" - development of the bond market. Analytical note of the Department for the Development of Financial Markets of the Bank of Russia] – URL: http://www.cbr.ru/Content/Document/File/16751/07.pdf (In Russ.)

3. Vavulin, D.A. (2013) Obligatsionnye zaimy kak al'ternativnyi istochnik finansirovaniia defitsitom regional'nykh biudzhetov [Bond loans as an alternative source of financing deficit regional budgets] // Finansy i kredit [Finance and credit]. – № 4 (570). – P. 31–42. (In Russ.)

4. Kuznetsova, A. Rossiiskii rynok obligatsii – itogi 2016 goda i perspektivy razvitiia [The Russian bond market - the results of 2016 and prospects for development]. – URL: http://www.moex.com/.cbonds-2016-v-kuznecova.pdf (In Russ.)

5. Pribytkov, K. Priamye inostrannye investitsii v Rossii v 2016 godu vyrosli bolee chem na 60% [Foreign direct investment in Russia in 2016 increased by more than 60%]. – URL: http://tass.ru/ekonomika/3990042 (In Russ.)

6. Renkingi organizatorov i anderraiterov obligatsii Rossii, 2016 [Rankings of the organizers and underwriters of Russian bonds, 2016]. – URL: http://cbonds.ru/rankings/item/393 (In Russ.)

7. Renkingi emitentov obligatsii Rossii, 2016 [Rankings of Russian bond issuers, 2016]. – URL: http://cbonds.ru/rankings/item/405 (In Russ.)

8. Chaikovskaia, E.V. Obligatsii kak sposob privlecheniia finansirovaniia [Bonds as a way to attract financing]. – URL: http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/27534/11.pdf (In Russ.)

9. Sharp, U., Aleksander, G., Beili, Dzh. Investitsii [Investments]. Per. s angl. – M.: INFRA – M, 2001. – 1028 p. (In Russ.)