### Содержание

Содержание 1

Введение 2

Глава 1 Значение рынка корпоративных ценных бумаг для развития экономики. 4

1.1 Эмитенты 4

1.2 Инвесторы 6

Глава 2 Структура рынка корпоративных облигаций 12

2.1 Виды облигаций 12

2.2 Размещение и обращение 31

2.3 Регулирование рынка корпоративных ценных бумаг 41

Глава 3 Перспективы развития рынка корпоративных облигаций в России. 49

3.1 Основные направления повышения эффективности рынка корпоративных облигаций 49

3.2 Основные тенденции развития рынка корпоративных облигаций 55

Заключение 62

Список использованной литературы 64

Приложения 66

### Введение

Настоящая дипломная работа посвящена рынку корпоративных облигаций одному из наиболее молодых и быстро развивающемуся элементу в структуре рынка ценных бумаг. Еще три года назад рынок корпоративных облигаций в России практически отсутствовал. А уже сегодня это инструмент, с помощью которого российские предприятия привлекают миллиардные инвестиции.

Рынок корпоративных ценных бумаг как один из сегментов финансовой системы является неотъемлемым элементом жизнеспособной рыночной экономики. России, осуществляющая рыночные преобразования, переживает и период становления рынка корпоративных ценных бумаг. Особенностью развития российского рынка корпоративных облигаций являются стремительные темпы его развития по сравнению с другими странами. При этом для российских предприятий рынок корпоративных облигаций пока не стал значимым источником средств: большинство предприятий полагаются на собственные ресурсы или привлекает средства в виде банковских кредитов. Тому есть несколько причин. Условия макроэкономической нестабильности, периодических банковских кризисов и обвалов на рынке ценных бумаг привели к высокой степени долларизации внутренних сбережений. В России не произошло должного развития таких финансовых институтов, как пенсионные фонды, страховые компании, паевые фонды. При этом рынок корпоративных ценных бумаг потенциально уже в ближайшее время может стать важнейшем источником инвестиционных ресурсов для российских предприятий.

В течение последних десятилетий в мире наблюдается тенденция к росту значимости рынков корпоративных облигаций. Эта тенденция распространилась на Западную Европу, Японию, страны Юго-Восточной Азии. В условиях растущей глобальной значимости рынков корпоративных облигаций не исключено, что рынки корпоративных облигаций будут активнее формироваться и на так называемых формирующихся рынках, к которым относиться и Россия.

Процесс относительно быстрого формирования и развития рынка корпоративных облигаций в России в 1999-2001 гг. подтверждает этот факт. Однако, несмотря на значительный прогресс в развитии корпоративных облигаций, в настоящее время этот рынок еще находиться в стадии становления, и в его дальнейшем развитии предстоит пройти значительный путь.

Целью написания данной дипломной работы является рассмотрение структуры рынка корпоративных облигаций, основных направлений повышения его эффективности и тенденций развития данного рынка в РФ.

В первой главе данной дипломной работы мы рассмотрим основных участников рынка корпоративных облигаций: эмитентов и инвесторов.

Вторая глава данного проекта посвящена обзору видов облигаций. Рассмотрим процедуру размещения и обращения облигаций. Так же мы рассмотрим моменты связанные с государственным регулированием рынка корпоративных облигаций.

В третьей главе мы рассмотрим основные направления повышения эффективности рынка корпоративных облигаций и основные тенденции в развитии рынка в последнее время.

### Глава 1 Значение рынка корпоративных ценных бумаг для развития экономики.

### Эмитенты

Облигации являются способом привлечения крупных объемов долго­срочного заемного финансирования. Поэтому закономерно, что эмитента­ми корпоративных облигаций являются как раз те, кто в таком финансиро­вании нуждается - крупные предприятия, имеющие стабильный бизнес. Это, прежде всего крупные предприятия добывающей и обрабатывающей промышленности, компании по оказанию коммунальных услуг, а также финансовые институты — в первую очередь банки. Облигации редко при­меняются предприятиями из быстрорастущих, высокотехнологичных отрас­лей, поскольку, эти предприятия обыч­но не имеют высокой кредитной репутации, а вероятность их банкротства существенно выше.

Облигации никогда не служат инструментом финансирования малого бизнеса. Это финансовый инструмент для крупных и, возможно, средних предприятий. В каждой стране есть некая минимальная величина, делаю­щая выпуск облигаций рентабельным. Для американского рынка эта вели­чина составляет порядка 50 млн. долл., во Франции - порядка 10 млн., в Бразилии и Перу она составляет порядка $5 млн.[[1]](#footnote-1).

При этом в большинстве других стран доля облигаций, выпущенных финансовыми институтами, в общем объеме облигаций частного сектора существенно выше. В частности, в таких странах, как Германия и Япония, на облигации банков приходится подавляющее большинство облигацион­ных займов частного сектора. По состоянию на июнь 1993 года облигации банков составляли 23% внутреннего облигационного рынка Германии, в то время как на облигации предприятий приходилось всего 0,1%[[2]](#footnote-2). Среди выпусков международных облигаций по состоянию на конец 1997 года из общей задолженности в 3,54 трлн. долл. на долю финансовых институтов приходилось 1,6 трлн. (45%), а на долю корпоративного сектора - 0,87 трлн. (24,5%).

Традиционно облигации в США выступали в роли исключительно высоконадежного финансового инструмента, большинство облигаций имели высокий рейтинг. Конечно, в результате неблагоприятных измене­ний рейтинг облигации мог снизиться, однако первичного размещения низконадежных облигаций не проводилось. Ситуация резко изменилась в 80-х гг., когда появились так называемые бросовые облигации junk bonds). Бросовые облигации стали одним из основных инструментов финансирова­ния быстрорастущих компаний. Данный вид облигаций часто выпускался в целях осуществления поглощения других компаний или выкупа компанией собственных акций с целью перераспределения структуры акционерной собственности. В любом случае за счет выпуска таких облигаций коэффи­циент задолженности (отношение заемных средств к собственным) резко возрастал, соответственно снижалась и надежность облигаций компании. Именно за счет выпуска бросовых облигаций было осуществлено большин­ство крупнейших поглощений 80-х в гг. в США.

### 1.2 Инвесторы

Для того чтобы облигации применялись как финансовый инструмент, на них должен быть спрос. Спрос на облигации предъявляют инвесторы — то есть субъекты экономики, имеющие временно свободные денежные сред­ства. При этом в большинстве случаев у инвесторов существует достаточно большой выбор альтернатив вложений своих средств — банковские депози­ты, покупка акций, покупка иностранной валюты и золота, недвижимости и т. д. Ниже мы рассмотрим факторы, определяющие покупку инвестором именно облигаций, а не других инструментов.

Можно выделить следующие основные группы инвесторов, приобретаю­щих корпоративные облигации:

* Банки
* Небанковские финансовые институты (страховые компании, пенсионные фонды, паевые инвестиционные фонды)
* Частные инвесторы
* Корпоративные инвесторы

По сравнению с инвестициями в акции инвестиции в облигации ориен­тированы на более консервативный круг, соответственно и структура дер­жателей облигаций несколько иная, нежели держателей акций. Облигации в долгосрочном периоде времени являются далеко не самым доходным инструментом. За период 1970— 1990 годов (20 лет) средняя доходность облигаций в США составила 9,53% годовых, что заметно ниже доходности вложений в акции (12,32%), золото и антиквариат за аналогичный период[[3]](#footnote-3). Почему же тем не менее облигации пользуются спросом у инвесторов? Тому есть ряд причин:

1. Низкий риск. Держатели надежных облигаций могут с большой долей  
вероятности быть уверенными в получении определенных сумм в будущем.  
Чего не скажешь о владельцах акций. Хотя падение курсов акций в 10—20  
раз (как в России в период октября 1997 — сентября 1998) не является типичным, периоды падения курсов акций, иногда достаточно затяжные, бывают  
и в других странах (например, в Японии).

2. Удобство вложений. Золото и антиквариат также представляют собой  
низкорисковую форму вложений, но работа с ними сопряжена с гораздо  
большими проблемами - его необходимо хранить, оберегать от кражи, кро­ме того, реализация золота и антиквариата может потребовать длительного  
времени и высоких затрат.

Поскольку облигации сопряжены с меньшим риском, они активно приобретаются теми, кто имеет высокий уровень риска по своим обяза­тельствам, страховыми компаниями, пенсионными фондами, банками (в большинстве стран существуют законодательные ограничения по работе этих организаций с акциями, а вложения в облигации подвержены гораздо меньшим ограничениям). С другой стороны, физические лица зачастую го­товы принять более высокий уровень риска для получения большего дохода — поэтому доля частных инвесторов среди держателей облигаций меньше, чем среди держателей более доходных инструментов (например, акций). США в настоящее время структура держателей облигаций вы

глядит следую­щим образом:

Диаграмма 1: Структура держателей облигаций в США



При этом структура держателей корпоративных облигаций несколько отли­чается от обшей структуры держателей облигаций и имеет следующий вид:



Диаграмма 2: Структура держателей корпоративных облигаций в США

Похожей является и структура держателей облигаций в Японии, где ча­стным лицам принадлежит около 22% облигаций, а остальное приходится на долю финансовых институтов. На Тайване доля частных инвесторов составляет 11%, а доля финансового сектора — 85%; в Корее на долю финан­сового сектора также приходится порядка 80% всех инвестиций в корпора­тивные облигации. Естественно, значимость той или иной группы инве­сторов среди держателей облигаций различна в разных странах, хотя имеет место общая тенденция, состоящая в доминирующей роли финансового сектора, на долю которого приходится 70-80% всего объема инвестиций в корпоративные облигации.

При этом среди инвесторов из финансового сектора значительную роль играют небанковские финансовые институты (инвестиционные фонды, стра­ховые компании, пенсионные фонды). В странах, где эта группа финансовых институтов достаточно развита, они обычно опережают банки. Такая ситуация объясняется тем, что банковская деятельность со­стоит прежде всего в привлечении депозитов и выдаче кредитов и вложения в ценные бумаги в большинстве стран не являются существенной сферой банковской деятельности. Покупка корпоративной облигации во многом эк­вивалентна выдаче кредита. При этом, однако, выдача кредита обычно пред­почтительна для банков, поскольку кредит в большинстве случаев выдается банками своим клиентам, с которыми у банков имеются длительные связи, и имеется возможность осуществлять мониторинг их деятельности. В отличие от банков другие группы финансовых институтов, такие как страховые компа­нии и инвестиционные фонды, не имеют возможности заниматься прямым кредитованием. Более того, они не осуществляют расчетно-кассового обслу­живания заемщиков и не имеют возможности осуществлять таким образом мониторинг их деятельности. Поэтому эти группы финансовых институтов в большей степени заинтересованы в приобретении облигаций, в том числе корпоративных, и именно страховые компании и инвестиционные фонды яв­ляются основными инвесторами на рынке облигаций.

Все большую значимость в США и ряде других стран приобретают так называемые инвестиционные фонды. Идея деятельности инвестиционного фонда состоит в том, что фонд аккумулирует сбережения за счет выпуска своих ценных бумаг и вкладывает их в ценные бумаги, существующие на фон­довом рынке. При этом инвестору, вложившему деньги в фонд, принадлежит как бы часть портфеля фонда. Инвестиционные фонды могут вкладывать средства или в конкретные виды ценных бумаг (например, только акции или только облигации), или в различные виды ценных бумаг. Наиболее активны на рынке облигаций специализированные фонды облигаций и сбалансирован­ные фонды, инвестирующие часть активов в акции и часть — в облигации. На денежном рынке роль паевых фондов (так называемых взаимных фондов денежного рынка) в структуре держателей корпоративных долговых бумаг (коммерческих бумаг) еще выше.

Частные инвесторы обычно менее активны на рынке облигаций, нежели на рынке акций. Сравнительно низкую значимость облигаций у частных инвесторов можно проиллюстрировать структурой вложений частных ин­весторов в различные финансовые инструменты. В США облигации (го­сударственные, муниципальные и корпоративные) занимали в 1998 году всего 11.1%, в Германии — 13%[[4]](#footnote-4). Этому можно дать достаточно логичное объяснение, поскольку вложения в облигации и банковские депозиты являются близкими заменителями друг друга, а возможная разница в про­центных ставках может быть нивелирована комиссией брокера, особенно при небольших суммах вложений. С другой стороны, у рынка акций такого заменителя нет, хотя в последнее время основной объем вложений в акций во многих странах (прежде всего США) опосредуется инвестиционными фондами. В ряде стран существует практика выпуска специализированных сберегательных облигаций для населения, однако применяется это в основ­ном при выпуске государственных или муниципальных облигаций (в этом случае государство не только хочет привлечь заемные средства, но и дать населению надежный инструмент сбережений). Из стран, где частные инве­сторы занимают существенное место на рынке облигаций, можно отметить Китай. Из европейских стран частные инвесторы занимают значительное место в Португалии, что, впрочем, связано с тем, что уровень жизни населе­ния и объем сбережений растет быстрее, чем происходит развитие финансо­вых институтов.

### Глава 2 Структура рынка корпоративных облигаций

### 2.1 Виды облигаций

Облигации характеризуются следующими основными показателями:

* Обеспечение (наличие/отсутствие, вид).
* Срок до погашения.

Срок до погашения показывает, какой период времени остался до пога­шения, т. е. до выплаты владельцу облигации номинальной стоимости.

* Номинал облигации (валюта номинала, сумма номинала)

Номинал — эта та сумма денег, которая будет возвращена владельцу в момент погашения облигации. Обычно это фиксированная в денежном выражении сумма, например, $1 000 или 100 руб., хотя иногда применяет­ся измерение номинальной стоимости в товарном эквиваленте (например цена 1 кг золота) или привязка номинальной стоимости к твердым ценам. В США стандартным номиналом облигаций является $1 000, облигации с меньшей номинальной стоимостью называются детскими облигациями (baby bonds).

* Купон (размер, периодичность выплаты)

Купонная ставка показывает, какой процент будет получать держатель облигации. Купонная ставка указывается в процентах годовых от номиналь­ной стоимости облигации. Например, если купонная ставка составляет 10% годовых, а купонный период — 6 месяцев, то раз в 6 месяцев владелец обли­гации будет получать 5% от номинальной стоимости облигации. Облигации могут и не предусматривать никаких купонных выплат (так называемые дис­контные облигации).

* Дополнительные условия (конвертируемость, наличие пут или колл оп­циона, наличие гарантий со стороны третьих лиц и т. д.).

В большинстве стран при выпуске облигаций приняты так называемые соглашения об облигациях. В соответствии с таким соглашением эмитент назначает попечителя - официальное лицо, которое гарантирует, что ин­тересы держателей облигаций защищаются и условия соглашения выпол­няются (обычно в роли попечителя выступает банк). Между попечителем и эмитентом и заключается соглашение, которое и описывает параметры облигаций, и, кроме того, содержит в себе так называемые ограничивающие договоренности, ограничивающие некоторые аспекты деятельности эмитен­та (например, может оговариваться невозможность выпуска эмитентом долговых обязательств, имеющих более высокий приоритет, чем данный выпуск облигаций).

Поскольку облигации характеризуются достаточно большим набором па­раметров, неудивительно, что существует большое количество различных видов облигаций, применяемых в мировой практике. При этом трудно дать некоторую исчерпывающую и вместе с тем логичную классификацию всех возможных видов.

В соответствии с выделенными выше основными характеристиками облигаций мы классифицируем их по следующим признакам: степени обес­печенности, размеру купона, сроку обращения. Кроме того, есть ряд видов облигаций, не попадающих в данную схему. Отдельно можно выделить кон­вертируемые облигации.

Классификация видов облигаций:

**Виды облигаций по степени обеспеченности:**

* Обеспеченные облигации:

- Облигации, обеспеченные залогом недвижимости

- Облигации, обеспеченные оборудованием

- Облигации, обеспеченные залогом ценных бумаг

- Облигации, обеспеченные пулом ипотечных кредитов

- Облигации, обеспеченные другими активами.

* Необеспеченные облигации

- Субординированные необеспеченные облигации.

* Гарантированные облигации.

**Виды облигаций по размеру купона:**

* Дисконтные облигации (облигации с нулевым купоном)
* Облигации с глубоким дисконтом
* Купонные облигации:

- Облигации с постоянным купоном

- Облигации с переменным купоном

- Облигации с отсроченными купонными платежами

- Облигации с увеличивающимися купонными платежами

- Облигации с плавающей процентной ставкой

- Облигации с пересматриваемой процентной ставкой

- Индексируемые облигации

- Инфляционно- индексируемые облигации

- Валютно-индексируемые облигации

- Структурированные облигации

- Облигации с участием

- Доходные облигации.

**Виды облигаций по сроку обращения:**

* Коммерческие бумаги
* Краткосрочные
* Среднесрочные
* Долгосрочные
* Отзывные облигации (облигации с call-опционом)
* Облигации, предусматривающие создание фонда погашения
* Облигации с правом досрочного погашения (облигации с put-опцио­ном)
* Пролонгируемые облигации
* Облигации с двумя датами погашения
* Бессрочные облигации

**Специальные виды облигаций:**

* Голосующие облигации
* Двухвалютные облигации
* Серийные облигации
* Облигации с варрантом
* Капитальные ценные бумаги с фиксированным доходом
* Товарные облигации
* Структурированные облигации.

##### Конвертируемые облигации

**Виды облигаций по степени обеспеченности:**

**Обеспеченные облигации** — обеспечены залогом какого-либо движимого или недвижимого имущества предприятия. При этом применяются различ­ные виды обеспечения, а именно:

*Облигации, обеспеченные закладными под недвижимость*. Финансирова­ние с использованием облигаций, обеспеченных закладными под недви­жимость, было широко распространено в начале XX века. Тому было свое объяснение — в тот период происходило интенсивное наращивание основных производственных фондов, и компании использовали имею­щиеся фонды в качестве обеспечения. Это было особенно характерно для железных дорог (в том числе и в России) и металлургической про­мышленности. Однако в дальнейшем выяснилось, что заклад недвижимости вовсе не страхует инвесторов от потери существенной части своих средств в случае банкротства, поскольку реализация заложенной недви­жимости была достаточно сложным процессом. В результате большин­ство корпораций в дальнейшем отказалось от выпуска облигаций под обеспечение недвижимостью в пользу необеспеченной задолженности. В настоящее время облигации, обеспеченные недвижимостью, в США применяются в основном в газовой промышленности и электроснабже­нии.

*Облигации, обеспеченные оборудованием*. Данные облигации выпускаются с целью покупки оборудования, в основном применяются транс­портными компаниями (авиационными и железнодорожными). При этом титул собственности по приобретаемому имуществу возлагается на доверенное лицо, эмитент не становится собственником до момента по­гашения облигаций. Если эмитент прекращает платежи по облигациям, то доверенное лицо продает обеспечение и ликвидирует задолженность, не прибегая к процедуре банкротства в отношении эмитента. Данный тип облигаций обычно предусматривает серийное погашение, т. е. Часть эмиссии погашается каждый год после выпуска. При этом размер по­гашаемого займа превышает величину амортизации по обеспечению таким образом, чем дольше обращаются облигации, тем надежнее они становятся.

*Облигации, обеспеченные ценными бумагами*. В данном случае обеспечением служат ценные бумаги, имеющиеся у эмитента облигаций. При этом стоимость ценных бумаг должна превышать объем задолженности примерно на 30%. Данные облигации выпускаются достаточно редко, объектом залога обычно выступают ценные бумаги дочерних компа­ний.

*Облигации, обеспеченные пулом ипотечных кредитов.* Данный вид облигаций выпускается под обеспечение уже выданных ипотечных кредитов. Происходит это следующим образом: финансовая организация выдает кредиты под недвижимость, а затем выпускает облигации, обеспечени­ем которых служат платежи по этим кредитам. Фактически это вариант секьюритизации задолженности.

*Облигации, обеспеченные другими активами.* Данный тип облигаций яв­ляется примером секьюритизации задолженности. Обеспечением по таким облигациям служат ожидаемые потоки денежных платежей, чаще всего платежей по выданным кредитам.

**Необеспеченные облигации** представляют собой общее право требования и не имеют специального обеспечения. При отказе производить выплаты по облигациям никакое конкретное имущество не может быть арестовано, т. е. Кредиторы не имеют какой-либо дополнительной защиты. Выпуск не­обеспеченных облигаций могут позволить себе крупнейшие корпорации (в США — IBM, AT&T, General Motors), платежеспособность которых не вызывает сомнений. Кроме того, в ряде отраслей (например банковском бизнесе) практически не существует активов, которые могли бы обеспечи­вать погашение облигаций, соответственно предприятия данных отраслей также практикуют выпуск необеспеченных облигаций.

Среди необеспеченных облигаций отдельно следует выделить такой тип облигаций, как субординированные необеспеченные облигации.

*Субординированные необеспеченные облигации.* Данный вид облигации предусматривает, что в случае банкротства эмитента держатели субор­динированных облигаций получат право требования только после того, как удовлетворены претензии держателей основной задолженности. Таким образом, держатели субординированных облигаций еще меньше защищены от неблагоприятных последствий в случае банкротства пред­приятия, чем держатели основных необеспеченных облигаций.

**Гарантированные облигации.** Выполнение обязательств по таким облига­циям помимо эмитента гарантируется одним или несколькими лицами, ко­торые берут на себя обязательство отвечать по требованиям к эмитенту при невозможности выполнения этих требований самим эмитентом, наличие гарантий, естественно, повышает надежность облигаций. Данный вариант выпуска облигаций часто применяется при выпуске облигаций дочерними компаниями, гарантом по которым выступает материнская компания. Кро­ме того, в качестве гаранта могут выступать банки, государство, местные органы власти. В отдельных случаях выпуск облигаций может быть гаран­тирован несколькими гарантами. Вариантом гарантированных облигаций можно считать так называемые застрахованные облигации, выполнение обя­зательств по которым гарантируется страховой компанией. Встречаются также и так называемые совместные облигации, выполнение обязательств по которым обеспечивается сразу несколькими эмитентами.

**Виды облигаций по размеру купона:**

**Дисконтные облигации (облигации с нулевым купоном).** Данный вид об­лигаций не предусматривает каких-либо промежуточных выплат, и един­ственный платеж, который получит инвестор, — это выплата номинальной стоимости облигации в момент погашения. Доход владельца дисконтной облигации состоит в том, что он приобретает облигацию по цене ниже но­минала, а в момент погашения получает номинальную стоимость. В беску­понной форме выпускаются обычно кратко- и среднесрочные облигации, однако в начале 80-х годов в США появились и долгосрочные облигации, не предусматривающие купонных выплат.

**Облигации с глубоким дисконтом.** Это как бы промежуточная форма ме­жду дисконтными и купонными облигациями. Данный вид облигаций пре­дусматривает купонные выплаты, однако ставка купона устанавливается значительно ниже рыночных процентных ставок. Поэтому эти облигации также продаются по цене значительно ниже номинала.

**Купонные облигации.** В отличие от дисконтной облигации держателю облигации выплачивается не только номинальная стоимость в момент по­гашения, но и периодический купонный процент. Купонные облигации яв­ляются наиболее распространенным видом облигаций, при этом наиболее часто применяемый срок купонного периода составляет 6 месяцев.

В свою очередь купонные облигации можно классифицировать на сле­дующие виды:

*Облигации с постоянным купоном*. Размер купона фиксируется на весь срок обращения облигации. Это наиболее часто применяющийся тип обли­гаций, купонные облигации с постоянным купоном можно считать класси­ческим видом облигаций.

*Облигации с переменным купоном.* Размер купона по таким облигациям не известен заранее. При этом эмитент облигации объявляет ставку купо­на на следующий купонный период. Облигации с переменным купоном не имели большого распространения до начала 80-х годов, однако по причи­не резких колебаний процентных ставок в этот период времени получили большое распространение. Облигации с переменным купоном широко при­меняются при осуществлении выпуска еврооблигаций. Среди облигаций с переменным купоном можно выделить ряд видов.

*Облигации с отсроченными купонными платежами.* По данным облига­циям выплата купонных платежей начинается не сразу после выпуска облигации, а спустя несколько лет. Это дает эмитенту определенную пе­редышку с обслуживанием выпускаемых облигаций. Данный тип облига­ций применяется, например, при осуществлении поглощения компании за счет выпуска облигаций.

*Облигации с увеличивающимися купонными платежами.* Данные облигации похожи на облигации с отсроченными купонными платежа­ми с той разницей, что купон по ним платится и в первые годы, однако величина купона устанавливается на достаточно низком уровне, а в даль­нейшем повышается.

*Облигации с плавающей процентной ставкой*. Ставка купона по таким об­лигациям привязывается к некоторым макроэкономическим показате­лям, в качестве которых обычно выступает доходность государственных ценных бумаг или ставка межбанковских кредитов (LIBOR). При этом размер купона устанавливается обычно как доходность базового инстру­мента плюс определенная надбавка — спрэд. Одной из разно­видностей облигаций с переменным купоном являются облигации, став­ка купона по которым может колебаться в определенных границах, т. е. известна минимальная и максимальная возможная граница колебании процентной ставки. Сравнительно экзотическим вариантом облигации с переменным купоном являются облигации с «перевернутой» плаваю­щей ставкой, т. е. чем больше процентная ставка по базовому инструмен­ту, тем меньше купон по облигации, и наоборот.

*Облигации с пересматриваемой процентной ставкой.* Данный тип облига­ций предполагает, что процентная ставка по облигациям периодически пересматривается таким образом, чтобы цена облигаций была равна определенной величине, обычно близкой к номиналу (в американской практике — обычно 101% номинала). Отличие таких облигаций от об­лигаций с плавающей процентной ставкой состоит в том, что если по первым купон отражает спрэд, фиксированный на момент выпуска об­лигации, то во втором случае купон будет пересматриваться каждый раз и таким образом будет отражать изменение текущих рыночных условий Облигации с пересматриваемой процентной ставкой обычно применя­ются при выпуске сравнительно низко надежных, спекулятивных опера­ций с целью компенсировать инвестору возможное снижение кредитно­го рейтинга компании.

*Индексируемые облигации.* Вариантом облигаций с переменным доходом являются индексируемые облигации. В этом случае номинал облигации постоянно пересчитывается с учетом роста какого-либо индекса, и доход начисляется с учетом изменения номинала. Чаще в качестве индекса используется индекс инфляции (индекс потребительских цен), и такие облигации позволяют инвестору чувствовать себя защищенным от изме­нения цен. Однако возможно и использование других индексов. В России и ряде других стран осуществлялся выпуск так называемых золотых сертифика­тов, номинал которых был поставлен в соответствие со стоимостью опре­деленного количества золота. Выпуск облигаций, платежи по которым были увязаны с золотым эквивалентом, широко применялись в США перед Великой депрессией. В дальнейшем выпуск таких облигаций был запрещен.

*Инфляционно- индексируемые облигации.* Наибольшее распространение облигации, имеющие привязку к темпам инфляции (инфляционно- ин­дексируемые облигации), имеют в Великобритании и Канаде, где в такой форме частично выпускаются государственные ценные бумаги, а также в странах с высокой и нестабильной инфляцией (Израиль, Мек­сика, Бразилия). В январе 1997 года был осуществлен первый выпуск инфляционно- индексируемых облигаций в США. Инфляционно- индек­сируемые облигации выпускаются также в Швеции, Австралии, Новой Зеландии.

Если в развитых странах с развитыми финансовыми рынками (США, Великобритания, Канада) к выпуску инфляционно- индексируемых облигаций прибегает только государство (нам неизвестны примеры выпуска корпоративных инфляционно- индексируемых облигаций в этих странах), то в странах с развивающимися рынками данный вид облигаций активно применяется и корпорациями. В Бразилии практически все корпоратив­ные облигации являются инфляционно- индексируемыми. При этом при выпуске облигаций в Бразилии тщательно регламентируется, какой индекс инфляции используется, какой индекс будет использован, если основной индекс перестанет рассчитываться или будет неадекватно отражать динами­ку цен и т. д.

*Валютно-индексируемые облигации.* Валютно-индексируемые облигации практически аналогичны облигациям, выпускаемым с номиналом в ино­странной валюте. При этом в некоторых случаях государственное регу­лирование запрещает или затрудняет выпуск облигаций с номиналом в иностранной валюте, и эмитенты облигаций выпускают облигации с но­миналом в национальной валюте и переменным купоном, рассчитываю­щимся таким образом, чтобы обеспечить инвестору постоянный доход в валюте Валютно-индексируемые облигации широко применяются в странах, характеризующихся существенной макроэкономической неста­бильностью — Латинской Америке, Израиле, Турции.

*Структурированные облигации.* Структурированными называются все об­лигации, имеющие платежи, поставленные в зависимость от каких-либо других финансовых показателей, таким образом, к структурированным облигациям относятся и облигации с переменным купоном, и инфляци­онно- индексируемые облигации, и конвертируемые облигации. Однако термин структурированные облигации обычно применяется несколько уже к разнообразным видам гибридного финансирования, появившимся в конце 80—90-х годов. Структурированность состоит в том, что такую об­лигацию можно считать как бы состоящей из обыкновенной облигации и производной ценной бумаги — опциона или фьючерса, за счет этого опциона (фьючерса) платежи по облигации ставятся в зависимость от це­ны акции, портфеля акций, фондового индекса, цены товара или индекса цен товарной группы. Среди экзотических примеров структурированных облигаций можно отметить облигации, доходность которых привязана к природным явлениям, например, в США выпускаются так называемые облигации катастроф, доходность по которым поставлена в зависимость от наступления природных катаклизмов (ураганов и др.)

*Облигации с участием*. По данным облигациям купонный процент так или иначе привязан к прибыли предприятия. Обычно купонный про­цент по таким облигациям состоит из фиксированной составляющей и надбавки, поставленной в зависимость от прибыли предприятия или дивиденда по акциям (например, 6% плюс '/4 от дивиденда по обыкновен­ным акциям). Облигации с участием применяются крайне редко. Одним из примеров применения таких облигаций служит привлечение средств инвесторов кооперативами.

*Доходные облигации*. По данным облигациям проценты выплачивают­ся только в том случае, если в течение соответствующего купонного периода предприятие заработало прибыль. При этом, как и по приви­легированным акциям, процент может быть кумулятивным или некуму­лятивным. Данные облигации выпускались в США при реорганизации обанкротившихся железнодорожных компаний (поэтому их называют еще облигациями урегулирования) Позднее стали выпускаться и дру­гими предприятиями, в основном при изменении структуры капитала, выкупа контрольного пакета за счет кредита и т.д.

**Виды облигаций по сроку обращения:**

В мировой практике слово облигация обычно используется для обозна­чения долгосрочного финансового инструмента, имеющего срок погаше­ния более одного года. В России, однако, термин облигация применяется практически для любой долговой ценной бумаги. Например, ГКО — госу­дарственные краткосрочные облигации выпускались обычно на срок 3, 6, 12 месяцев. В мировой практике для финансовых инструментов сроком обра­щения менее 1 года используется термин вексель или коммерческая бумага. В принципе классификация облигаций по сроку до погашения не может быть универсальной, поскольку в каждой стране понятия долгосрочной и краткосрочной могут существенно различаться.

*Коммерческие бумаги.* Коммерческие бумаги можно считать сверхкратко­срочными облигациями, имеющими срок обращения до 1 года, в США — не более 9 месяцев. Коммерческие бумаги почти всегда выпускаются в дис­контной форме, обычно без специального обеспечения. Применяются и ку­понные коммерческие бумаги, однако в США на их долю приходится всего порядка 2% рынка. Отличие коммерческих бумаг от обычных облигаций состоит в том, что их регистрация и выпуск осуществляется гораздо проще, чем выпуск обыкновенных облигаций, обычно выпуск коммерческих бумаг не подлежит государственной регистрации. Это дает эмитентам таких обли­гаций возможность гибко использовать возможности финансового рынка, выходя на него в благоприятные моменты. Наиболее сильно развит рынок коммерческих бумаг в США. При этом, хотя законодательно коммерческие бумаги могут выпускаться на срок до 270 дней, подавляющее большинство их выпускается на срок не более 90 дней, и большая часть выпусков имеет срок погашения не более 30 дней. Применяются даже однодневные бумаги Коммерческие бумаги обычно выпускаются в форме на предъявителя.

Особенностью рынка коммерческих бумаг является то, что на нем до­минирует относительно небольшое число заемщиков, имеющих высокий кредитный рейтинг. Например, в США при общем числе эмитентов ком­мерческих бумаг более 2 000, на долю 5% заемщиков приходится свыше половины объема рынка, а на долю крупнейшего эмитента коммерческих бумаг — General Motors Acceptance Corporation приходится порядка 10% рынка. При этом практически все эмитенты имеют кредитный рейтинг на уровне первой или второй ступени в классификации рейтинговых агентств, причем наибольшую долю (80—90%) имеют эмитенты с наивыс­шим рейтингом. Это имеет свое объяснение, поскольку инвесторы, вкла­дывающие средства в коммерческие бумаги, обычно не заинтересованы в принятии кредитного риска. Эмитентами коммерческих бумаг являются в основном крупные, хорошо известные финансовые учреждения, выпуски коммерческих бумаг промышленными предприятиями значительно более редки и практикуются в основном только в США (например, крупнейшие эмитенты коммерческих бумаг в США среди промышленных предприятии — General Motors и Ford).

Коммерческие бумаги обычно не имеют развитого вторичного рынка, но многие эмитенты принимают на себя неформальное обязательство вы­купить свои коммерческие бумаги до срока их погашения. Таким образом, такие бумаги имеют как бы неформальный опцион пут.

Рынок коммерческих бумаг может рассматриваться как своего рода от­правная точка для развития рынка долгосрочных облигационных займов.До середины 80-х годов рынок коммерческих бумаг существовал практиче­ски только в США. Когда другие страны также стали развивать внутренние облигационные рынки, там были приняты меры по развитию рынка ком­мерческих бумаг.

*Краткосрочные облигации*. В США краткосрочными считаются облига­ции со сроком обращения от 1 до 5 лет. Предприятия достаточно редко прибегают к выпуску таких облигаций, используя в основном банковские кредиты или частные займы у институциональных инвесторов для привле­чения заемных средств на такой срок.

*Среднесрочные облигации*. Эти облигации имеют сроки погашения от 5 до 10 лет. Являются значительно более распространенным типом корпора­тивных облигаций.

*Долгосрочные облигации*. Выпускаются обычно на срок от 10 до 30 лет, наиболее распространенный диапазон — от 15 до 20 лет. Корпоративные облигации сроком более 30 лет распространены довольно мало, отчасти это связано с тем, что в большинстве стран и государственные облигации выпус­каются на срок не более 30 лет (исключение составляет Швейцария, в которой существуют облигации сроком погашения до 50 лет, впрочем, особым спросом они не пользуются), а госбумаги обычно являются ориентиром по доходности при ценообразовании на рынке корпоративных облигаций. В последнее время в США появился интерес со стороны эмитентов к выпус­ку сверхдолгосрочных облигаций сроком обращения до 100 лет. Это свя­зано с тем, что сверхдолгосрочные облигации крайне мало отличаются по своей сути от привилегированных акций, с другой стороны, если дивиден­ды по привилегированным акциям не уменьшают налогооблагаемую при­быль, то выплата процентов по облигациям уменьшает ее. Начиная с 1993 года в США 100-летние облигации были выпущены 58 корпорациями на общую сумму более $ 12 млрд. Если порядок налогообложения не изменит­ся, то можно ожидать увеличения выпуска сверхдолгосрочных облигаций в ближайшее время. При этом, однако, существенной разницы между ценой 100-летней и 30-летней облигациями не существует. Если процентная став­ка составляет 10%, то текущая стоимость $1 000, выплачиваемых через 100 лет, составляет всего 7,25 цента!

Говоря о сроке обращения корпоративных облигаций, надо учесть, что в настоящее время многие выпуски облигаций имеют дополнительные особенности, за счет которых реальный срок обращения облигаций может отклоняться от заданного.

*Отзывные облигации (облигации с call-опционом).* Эти облигации называ­ются также retractable, т. е. с возможностью сокращения срока обращения. Эмитент имеет право по истечении определенного срока выкупить облига­цию у инвестора, при этом цена выкупа равна номиналу или некоторой, оговоренной в проспекте эмиссии, цене (цена отзыва). Обычно право отзы­ва наступает через определенный срок после выпуска облигаций. Разница между ценой отзыва и номиналом называется премией за отзыв. Обычно эта премия за отзыв убывает с течением времени, прошедшего с момента выпуска облигации. Например, премия за отзыв может быть установлена в размере годового купона (I) при отзыве в первый год и дальше ежегодно уменьшаться каждый год на величину 1/n, где n — срок обращения облига­ций. Отзывные облигации в некоторой степени ограничивают права инве­стора в сторону эмитента. Очевидно, что при падении процентных ставок на рынке ниже купонного процента, эмитенту будет выгодно выкупить облигации и разместить новые с меньшим купоном, инвестору, разумеется, это не выгодно. Отзывные облигации являются основным видом корпора­тивных облигаций, применяющихся в настоящий момент в США. На долю отзывных облигаций приходится 83% всех выпусков корпоративных облигаций, осуществленных в США в период с 1977-го по 1986-й, а среди некон­вертируемых облигаций эта доля составляет 88%.

*Облигации, предусматривающие создание фонда погашения*. При выпус­ке данного типа облигаций эмитент обязан создавать специальный фонд, средства которого должны идти на ежегодное погашение части выпуска облигаций. Это погашение может производиться двумя путями. Если це­ны облигаций на вторичном рынке ниже номинала, то эмитент выкупает на рынке часть облигаций. Если цены на рынке выше номинала, эмитент имеет право погасить часть облигаций по номиналу, при этом то, какие кон­кретно облигации подлежат погашению, определяется обычно в результате проведения специальной лотереи.

*Облигации с правом досрочного погашения (облигации с put-опционом).* Симметричны отзывным облигациям только в данном случае не эмитент, а инвестор имеет право в определенные моменты времени досрочно предъя­вить облигации к погашению. Очевидно, что в этом случае больше прав име­ет инвестор, поскольку при увеличении процентных ставок выше величины купонного процента он может продать данную облигацию и купить другую, с большим купоном. В развитых странах облигации с пут-опционом встреча­ются сравнительно редко, а вот в странах с высоким инвестиционным рис­ком такие облигации, дающие инвестору дополнительную степень защиты, встречаются гораздо чаще. В качестве примера можно привести Бразилию, где почти все корпоративные облигации имеют пут-опцион.

*Пролонгируемые облигации.* Данные облигации предполагают возмож­ность продления своего срока действия. При этом право такого продления в некоторых случаях может принадлежать инвестору, а в некоторых случаях — эмитенту. Если право продления срока действия облигации принадлежит инвестору, то данный тип облигаций очень похож на облигации с опционом пут, только в данном случае инвестор имеет право не досрочно погасить об­лигацию с большим сроком до погашения, а продлить срок действия обли­гации с небольшим сроком до погашения. Такой тип облигаций применя­ется, например, в той же Бразилии, где большинство облигаций предусмат­ривают периодический пересмотр условий займа, и инвестор может либо пролонгировать срок действия облигации, либо реализовать пут опцион и продать облигацию эмитенту. Встречаются облигации, у которых, наобо­рот, эмитент имеет право продлить срок действия облигации. Такие обли­гации похожи на отзывные облигации, поскольку эмитент может принять решение погасить выпуск или продлить его действие. В качестве примера облигаций, срок погашения которых может быть продлен эмитентом, мож­но привести капитальные ценные бумаги с фиксированным доходом (FRCS), появившиеся в США в 90-х годах (о них будет подробнее рассказано ниже) Срок погашения этих облигаций обычно составляет 30 лет, и эмитент имеет право продлить его еще на 19 лет.

Облигации с двумя датами погашения. По таким облигациям устанавли­ваются две даты, в период между которыми должно быть осуществлено по­гашение. Фактически представляют собой разновидность отзывных облигаций. Данные облигации применяются, в частности, в Великобритании при выпуске государственных облигаций.

*Бессрочные облигации*. Данные облигации не предполагают погашения номинальной стоимости, а только дают право на купонный доход. Облига­ции с фиксированным купоном, выпускающиеся в бессрочной форме, при­меняются крайне редко. Данный вид облигаций существует в Великобрита­нии, где несколько выпусков государственных ценных бумаг было выпу­щено в бессрочной форме (2,5% консоли 1888 г., 3,5% военные облигации и др.). При этом по данным облигациям указывается дата, после которой эмитент может их погасить по номинальной стоимости. Однако, посколь­ку большинство таких облигаций имеет низкую процентную ставку, выкуп их нецелесообразен, поэтому они продолжают обращаться. В бессрочной форме иногда выпускаются облигации с плавающим купоном. При этом, однако, большинство таких облигаций имеют пут-опцион, в результате чего инвестор может быть уверен в возможности погасить облигацию в опреде­ленные моменты. Бессрочные облигации с плавающим купоном применя­ются на рынке еврооблигаций, а также, например, в Бразилии.

### 2.2 Размещение и обращение

Особенности облигаций как финансового инструмента и структуры держателей облигаций определяют и особенности их размещения и обраще­ния. Отметим две основные особенности, присущие облигациям:

1. Облигации не столь подвержены колебаниям котировок, как, к приме­ру, акции. Это гораздо менее спекулятивный инструмент.

2. Среди держателей облигаций доминируют крупные институциональ­ные инвесторы.

В результате функционирование рынка облигаций существенно отлича­ется от функционирования рынка акций. Большая часть сделок с облига­циями, как на первичном, так и на вторичном рынке, осуществляется вне биржи, причем обычно сделки проходят крупными лотами. В США при пер­вичном размещении объемы сделок составляют обычно порядка $1 млн., стандартный объем на вторичном рынке - $100 тыс.

Процедура размещения облигаций впринципе не отличается от проце­дуры размещения акций. Существует несколько вариантов размещения цен­ных бумаг, основные способы представлены на схеме:



**Прямое размещение.** В этом случае размещение ценных бумаг осуще­ствляется непосредственно эмитентом, без посредничества финансовых институтов (инвестиционных банков). При этом такое размещение обыч­но происходит среди достаточно небольшого числа владельцев — инсти­туциональных инвесторов, хотя иногда крупные эмитенты прибегают и к размещению среди широкого круга инвесторов. Существует несколько вариантов прямого размещения:

*Прямое частное размещение*. В этом случае корпорация реализует весь выпуск ценных бумаг среди ограниченного числа крупных институциональ­ных инвесторов. Компания напрямую предлагает инвесторам подписаться  
на новый выпуск ценных бумаг.

*Размещение на аукционе.* Таким образом обычно проводится размещение государственных облигаций. Корпорации также могут проводить размещение в форме аукциона, однако реально это могут позволить себе только крупней­шие корпорации, ценные бумаги которых обычно уже хорошо известны на рынке. Часто таким образом происходит размещение коммерческих бумаг.

*Прямое публичное размещение.* Данный тип размещения достаточно редко применяется, поскольку в этом случае эмитент фактически самостоятельно про­водит работу, которую традиционно осуществляют инвестиционные банки.

Прямое размещение сравнительно редко применяется при выпуске обли­гаций, хотя в некоторых случаях этот способ предпочтителен. Таким способом размещаются, в частности, коммерческие бумаги крупных компаний. В некоторых случаях крупные корпорации имеют в своей структуре специа­лизированное финансовое подразделение, которое и осуществляет работу с ценными бумагами корпорации.

**Размещение через посредничество инвестиционных банков.** Большинство крупных выпусков ценных бумаг, в том числе облигаций, обычно осуществ­ляется с помощью инвестиционных банков, о которых уже шла речь выше. При этом роль инвестиционных банков в процессе размещения может быть различной, существуют две «крайние» формы размещения ценных бумаг — гарантированное размещение и размещение «на лучших условиях».

*Гарантированное размещение.* В этом случае инвестиционные банки гарантируют размещение ценных бумаг по оговоренной цене. При этом ин­вестиционные банки могут либо полностью выкупить выпуск «на себя» и в дальнейшем проводить его продажу от своего имени, либо принять обяза­тельство выкупить часть выпуска, которая не была размещена среди конеч­ных инвесторов к заданному сроку. Обычно применяется именно первый вариант, т. е. выкуп ценных бумаг инвестиционными банками. Достоинство такой схемы для эмитента состоит в том, что он сразу же получает деньги и его уже не волнует то, что инвестиционные банки не смогут распродать вы­пуск. А вот для инвестиционных банков такой вариант размещения может быть сопряжен с существенным риском. Классическим примером такого риска служит размещение эмиссии облигаций IBM в октябре 1979 года на сумму 1 млрд. долл. За счет резкого роста процентных ставок на следующий день после подписания договора между IBM и синдикатом инвестицион­ных банков цена, по которой удалось разместить облигации, оказалась зна­чительно ниже гарантированной цены, и инвестиционные банки понесли убытки порядка 20 млн. долл..

*Размещение «на лучших условиях».* В данном случае инвестиционные банки осуществляют содействие эмитенту в продвижении его ценных бу­маг, но не гарантируют размещения выпуска. При этом инвестиционный банк действует фактически в качестве брокера. Размещение «на лучших условиях» применяется в мировой практике гораздо реже, чем гарантиро­ванное размещение, и обычно применяется при размещении ценных бумаг молодых компаний, мало известных на рынке. При этом размещением «на лучших условиях» могут заниматься небольшие инвестиционные банки, не имеющие возможности осуществлять гарантированные размещения.

На практике могут существовать и промежуточные формы взаимодейст­вия эмитента и инвестиционных банков. Например, может быть выдана га­рантия на размещение части выпуска, а оставшаяся часть будет размещать­ся «на лучших условиях».

Предприятие обычно взаимодействует с одним инвестиционным бан­ком, который является ***генеральным менеджером эмиссии***. Именно в про­цессе переговоров эмитента с генеральным менеджером обычно определя­ются параметры предстоящих эмиссий ценных бумаг - срок обращения, процентная ставка и т. д. Однако одному инвестиционному банку обычно не под силу или очень сложно самому разместить весь объем эмиссии. По­этому генеральный менеджер создает эмиссионный синдикат, консорциум. При этом число членов консорциума может достигать нескольких сотен участников (в настоящее время, правда, число участников консорциумов обычно не превышает 60). Понятно, что создание такого консорциума тре­бует определенной иерархии и распределения ролей.

Консорциум состоит из нескольких групп участников. ***Ко-менеджеры*** явля­ются следующим уровнем после генерального менеджера. Они организуют по­строение следующих уровней консорциума. ***Андеррайтеры*** берут на себя гаран­тии по размещению выпуска ценных бумаг, рейтинг Российских андеррайтеров приведен в приложении №1. ***Группа продаж*** может привлекаться менеджерами и андеррайтерами для непосредственного размещения ценных бумаг среди конечных инвесторов. Группа продаж может и не формироваться, если менеджеры и андеррайтеры сами находят достаточное количество конеч­ных инвесторов. Участники группы сбыта не несут никаких обязательств по размещению ценных бумаг, фактически они действуют как торговые агенты. Размещение облигаций с участием инвестиционных банков сопряжено с уплатой комиссионного вознаграждения.

Предприятия тщательно выбирают инвестиционный банк, который будет выполнять функции ведущего менеджера. При этом существуют два основных метода выбора инвестиционного банка:

* Проведение формального тендера, в ходе которого инвестиционные банки конкурируют между собой, предлагая наиболее выгодные условия размещения облигаций.
* Переговоры с несколькими инвестиционными банками без формаль­ного объявления тендера.

Обычно предприятия используют именно второй вариант, т. е. проведе­ние формального тендера среди возможных андеррайтеров практикуется довольно редко.

**Общая процедура эмиссии облигаций.** В различных странах процесс эмис­сии облигаций может иметь существенные особенности. Тем не менее есть ряд этапов, типичных при размещении облигаций во всех странах

Процесс эмиссии облигаций обычно выглядит следующим образом:

1. Принятие уполномоченным органом эмитента (обычно советом ди­ректоров или собранием акционеров) решения о выпуске облигаций.

2. Подготовка документов (прежде всего проспекта эмиссии) для госу­дарственной регистрации. Государственная регистрация выпуска облига­ций требуется практически во всех странах.

3. Государственная регистрация выпуска ценных бумаг.

4. Раскрытие информации о размещаемых ценных бумагах. Этот этап обыч­но начинается параллельно процессу государственной регистрации. Обычным этапом раскрытия информации является проведение так называемого роад-шоу  
(презентации, при которой представители эмитента и генерального менеджера проводят представление выпуска в офисе потенциального инвестора).

5. Размещение облигаций. Это наиболее важная часть процесса эмиссии облигаций. Основную работу на этом этапе выполняет инвестиционный синдикат, члены которого осуществляют поиск инвесторов.

6. Поддержка вторичного рынка.

Облигации являются активным инструментом оборота на вторичном рынке. В 1994 году общемировой оборот рынка акций составил $9,8 трлн., а оборот рынка облигаций - $13,7 трлн[[5]](#footnote-5). В некоторых странах оборот рынка облигаций еще значительнее превышает оборот рынка акций. Например, в Скандинавии в 1998 году оборот рынка облигаций составил за 2 первых квар­тала 493,7 млн. ECU, в то время как оборот рынка акций за тот же период со­ставил всего 87,97 млн. ECU. При этом большая часть оборота приходилась на государственные облигации (238 млн. ECU, или около 50%).

Как уже указывалось, рынок ценных бумаг, в том числе облигаций, может быть биржевым и внебиржевым. В разных странах рынок облигаций имеет раз­личный характер, хотя в большинстве развитие получили именно внебиржевые рынки. В США облигации не являются объектом столь активной торговли на вторичном рынке, как акции. Рынок облигаций является внебиржевым. При этом большинство выпусков облигаций допущены к обращению на биржах, однако не являются там объектом активной торговли. В листинге на фондовой бирже эмитенты облигаций заинтересованы потому, что ряд финансовых ин­ститутов имеет ограничения по покупке ценных бумаг, не котирующихся на бирже. Поэтому, например, на Нью-Йоркской Фондовой Бирже (NYSE) допу­щены к торгам облигации 1858[[6]](#footnote-6) выпусков с капитализацией $2,5 трлн., хотя львиная доля торгового оборота приходится на акции (оборот по облигациям в 1998 году составил всего $4 млрд.). Внебиржевой рынок является рынком дилеров, исполняющих роль маркет-мейкеров. Обычно в роли крупнейших дилеров выступают те же крупные инвестиционные банки, которые организу­ют размещение облигаций, рейтинг крупнейших организаторов размещения корпоративных облигаций см. приложение №2. Дилеры выставляют двусторонние котировки по покупке и продаже облигаций, получая доход за счет разницы этих цен.

Также внебиржевым является и рынок облигаций в Японии. В других странах, таких как Германия, Франция, Италия, Великобритания и другие европейские страны, роль бирж в обороте облигаций значительно выше. В частности, в 1997 году оборот рынка облигаций на Парижской Фондовой Бирже составил 13,6 трлн. долл., Миланской — 3,8 трлн., Стокгольмской — 1,6 трлн., Немецкой (Франкфуртской) — 1,5 трлн[[7]](#footnote-7).

В определенных случаях эмитент может быть заинтересован досрочно погасить выпущенные им облигации или заменить один выпуск облигаций другим. Обычно такая ситуация складывается при изменениях процентных ставок или изменении кредитного рейтинга предприятия. Для осуществле­ния этой операции у эмитента может существовать две возможности:

1. Если при выпуске облигаций эмитент предусмотрел право досрочного погашения (то есть облигации являются отзывными), он может реализовать это право. Достаточно очевидно, в каких случаях эмитенту будет выгодно этим правом воспользоваться, - когда процентные ставки на рынке облигаций падают ниже, чем купонная ставка по данному выпуску облигаций.

Например, предприятие имеет выпуск облигаций, выпущенных несколь­ко лет назад с купонной ставкой 15% годовых и оставшимся сроком обраще­ния 20 лет. В настоящее время предприятие может выпустить 20-летние об­лигации под 12% годовых. Тогда есть смысл рассмотреть вопрос об отзыве существующего выпуска облигаций с одновременным размещением нового выпуска под 12%. Однако целесообразность такого решения будет зависеть от ряда факторов, а именно: цены отзыва (по какой цене будут отозваны об­лигации) и издержек дополнительной эмиссии.

2. Эмитент может выкупить облигации на вторичном рынке. При этом применяется два основных метода выкупа — выкуп на открытом рынке и тендерное предложение. В первом случае эмитент просто выходит на биржу или внебиржевой рынок и начинает проводить операции по покупке обли­гаций. Во втором случае (тендерное предложение) размещается публичное объявление (в деловой прессе) о том, что производится покупка облигаций по определенной цене, при этом данная цена обычно назначается несколь­ко выше цены вторичного рынка, чтобы повысить интерес держателей обли­гации к данному предложению.

В отличие от операций по отзыву облигаций операции по выкупу обли­гаций по рыночным ценам проводятся в случае роста процентных ставок и соответственно падения цен на облигации. Например, предприятие выпус­тило дисконтные облигации сроком на 20 лет под доходность 10% годовых, т. е. облигации размещались по цене 14,86% номинала. Допустим, через 5 лет требуемая доходность по данным облигациям составляет 15%, соответст­венно цена облигации должна составлять 12,29% номинала. Таким образом, предприятие имеет возможность дешево скупить свою собственную задол­женность, если у него имеются свободные денежные ресурсы.

### 2.3 Регулирование рынка корпоративных ценных бумаг

Согласно действующему законодательству, российские предприятия имеют юридическую возможность осуществлять выпуск своих облигаций. При этом выпуск облигаций регламентирован рядом законов и других нор­мативных актов.

Будучи ценной бумагой, облигация попадает в сферу действия Граждан­ского кодекса РФ (ГК). Непосредственное отношение к облигациям имеют следующие главы ГК: глава 7 «Ценные бумаги», подраздел 1 раздела III «Об­щие положения об обязательствах», глава 42 «Заем и кредит». В соответст­вии со статьей 816 ГК «Облигации», «в случаях, предусмотренных законом или иными правовыми актами, договор займа может быть заключен путем выпуска и продажи облигаций. Облигацией признается ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облига­ции или иного имущественного эквивалента. Облигация предоставляет ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права».

Общее определение понятию облигации дается в Законе «О рынке цен­ных бумаг» от 22 апреля 1996 года. Согласно данному закону, «облигация — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на по­лучение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок ее номиналь­ной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может предусматривать иные имущественные права ее держателя, если это не противоречит зако­нодательству Российской Федерации». Определение достаточно широкое, поскольку предусматривает, в частности, возможность выпуска облигаций с погашением в товарной форме, постоянным и переменным купоном, не лимитирует срок обращения облигации.

Выпуск облигаций акционерными обществами (корпорациями) регу­лируется Законом «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 года. Данный закон устанавливает определенные требования к выпуску облига­ций. Облигации могут выпускаться в размере, не превышающем уставный капитал АО или сумму обеспечения третьих лиц. Облигации могут быть обеспечены конкретным имуществом или представлять собой общее пра­во требования (необеспеченные облигации). При этом необеспеченные облигации могут быть выпущены не ранее третьего года существования АО. Аналогично акционерным обществам выпуск облигаций обществами с ог­раниченной ответственностью регулируется Законом «Об обществах с огра­ниченной ответственностью» от 8 февраля 1998 года. Требования к выпуску практически аналогичны соответствующим требованиям к АО. Облигации могут выпускаться в размере, не превышающем уставный капитал ООО или сумму обеспечения третьих лиц. Размещение облигаций, не обеспеченных гарантиями третьих лиц, допускается не ранее третьего года существования ООО. Российское законодательство разрешает выпуск облигаций именных и на предъявителя, в документарной и бездокументарной форме. Послед­ним (по времени принятия) законом, имеющим отношение к облигациям, является Закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 5 марта 1999 года. Данный закон, в частности, запрещает совершение сделок с ценными бумагами до регистрации отчета об их разме­щении. Как будет показано ниже, эта норма способна существенно услож­нить процедуру размещения, поскольку не дает возможности поддерживать ликвидность облигаций в ходе их размещения. Кроме того, в законе ужесто­чены требования по предоставлению информации инвесторам.

Помимо законов выпуск облигаций регулируется рядом подзаконных актов. Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России осу­ществляется Федеральной Комиссией по Ценным Бумагам (ФКЦБ), кото­рая осуществляет регистрацию выпусков ценных бумаг (за исключением ценных бумаг банков и страховых компаний). Процедура эмиссии обли­гаций, наряду с процедурой эмиссии акций, до конца 2001 года регламен­тировалась Постановлением ФКЦБ №47 от 11 ноября 1998 г. «О внесении изменений и дополнений в Стандарты эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспек­тов эмиссии». Начиная с 2002 года процедура эмиссии облигаций регла­ментируется отдельным документом — «Стандартами эмиссии облигаций и их проспектов эмиссии». Данное постановление достаточно детально описывает процедуру эмиссии облигаций, требования по предоставляе­мым в ФКЦБ документам для регистрации, раскрытию информации и ряд других требований.

Есть смысл выделить основные, моменты, связанные с российским законодательством по выпуску облигаций, и прокомментиро­вать их с точки зрения соответствия законодательному регулированию в других странах.

Облигации могут выпускать предприятия следующих форм собствен­ности: Открытые акционерные общества, Закрытые акционерные общест­ва, Общества с ограниченной ответственностью. Государственные Унитар­ные Предприятия (ГУП), согласно имеющейся позиции ФКЦБ, размещать свои облигации не могут. Это связано с тем, что в соответствии со статьей 816 Гражданского кодекса Российской Федерации договор займа может быть заключен путем выпуска и продажи облигаций только в случаях, пре­дусмотренных законом или иными правовыми актами, а для ГУПов таких правовых актов нет.

Все выпуски эмиссионных ценных бумаг, в том числе и облигаций, подлежат государственной регистрации. Размещение, проведение вторич­ных сделок, реклама ценных бумаг, не прошедших государственную регист­рацию, не допускаются. Выпуски ценных бумаг предприятий регистрирует ФКЦБ, выпуски ценных бумаг банков — Центральный Банк, выпуски цен­ных бумаг страховых компаний — Министерство финансов. Сам по себе пункт о государственной регистрации соответствует практике регулирова­ния рынков ценных бумаг в большинстве стран.

Российское законодательство вводит определенные ограничения на круг возможных эмитентов облигаций, хотя данные ограничения нельзя считать чрезмерно жесткими (например, предприятие не имеет возмож­ности выпуска облигаций в объеме свыше уставного капитала без гарантий третьих лиц). Большинство предприятий, для которых выпуск облигаций может иметь экономический смысл, имеют право их выпускать.

Российское законодательство не накладывает существенных ограни­чений на параметры облигаций (сроки, размер купона и купонный период, обеспечение, индексация номинала).

Российское законодательство не накладывает никаких ограничений на круг инвесторов, приобретающих корпоративные облигации.

Срок государственной регистрации выпуска облигаций с момента подачи документов на регистрацию составляет не более 30 дней, при этом по обычным (неконвертируемым) облигациям этот срок составляет 15 дней (Постановление №47). Однако на практике регистрация выпусков корпора­тивных облигаций в ФКЦБ, с учетом исправлений, вносимых по требова­нию комиссии в представленные документы, занимает значительно более длительный срок, который может достигать нескольких месяцев.

В законодательстве предусмотрен достаточно большой объем инфор­мации, который предприятие должно раскрыть при регистрации эмиссии, однако фактически не производится какой-либо проверки достоверности данной информации. В значительной степени раскрытие информации носит формальный характер и не содержит требуемой для инвесторов ин­формации о кредитоспособности эмитента. Некоторые изменения в луч­шую сторону в плане информационного наполнения проспекта эмиссии стали возможны с 2002 года, когда вступили в силу новые «Стандарты эмиссии облигаций и их проспектов эмиссии», вносящие определенные изменения по сравнению с предыдущими требованиями. В частности, в соответствии с новыми стандартами в проспекте эмиссии должна приводиться расшифров­ка дебиторской и кредиторской задолженности, кредитная история, основ­ные финансовые коэффициенты.

В российском законодательстве проводится разграничение между раз­мещением ценных бумаг по открытой подписке и по закрытой подписке.  
Однако само по себе это разграничение практически ничего не означает в плане раскрытия информации и процедуры регистрации. Существенная разница возникает лишь в частном случае закрытой подписки, а именно ко­гда число приобретателей не превышает 500 и номинальная стоимость эмис­сии не превышает 50 тыс. МРОТ. В этом случае не требуется оформления и регистрации проспекта эмиссии, что существенно упрощает процедуру регистрации. Однако на практике выпуск облигаций такого объема вряд ли может быть экономически целесообразным, поэтому фактически регистра­ция проспекта эмиссии будет обязательной во всех случаях. Таким образом, в России нет аналога частному размещению в США, которое не сопровож­дается регистрацией проспекта эмиссии.

Существенным минусом российского законодательства надо признать налог на операции с ценными бумагами в размере 0,8%, уплачиваемый эми­тентом при регистрации ценных бумаг независимо от срока их погашения (Закон РФ от 12.12.91 № 2023-1). Этот налог препятствует развитию рынка  
корпоративных облигаций, особенно краткосрочного сегмента, и противо­речит мировой практике.

В соответствии с принятым в марте 1999 года Законом «О защите прав инвесторов» размещение облигаций среди всех инвесторов должно проводиться по единой цене, независимо от даты продажи. Данный пункт противоречит международной практике и может в определенной степени оказаться препятствием к развитию рынка корпоративных облигаций, так как при изменении конъюнктуры требуемая доходность по облигациям мо­жет измениться, а эмитент не сможет изменить цену размещения, посколь­ку ограничен законодательством.

В России отсутствует понятие «коммерческих бумаг» — краткосроч­ных облигаций (сроком обращения до одного года, в США — до 270 дней), выпуск которых не требует регистрации проспекта эмиссии. Это существен­но затрудняет процедуру эмиссии краткосрочных облигаций, а в сочетании с налогом на эмиссию в 0,8% делает выпуск краткосрочных облигаций мало привлекательным для эмитентов. Возможно, в будущем такие бумаги в Рос­сии появятся.

Одним из ключевых моментов для развития рынка корпоративных обли­гаций является порядок налогообложения операций с облигациями. Вплоть до лета 1999 года облигации были поставлены в сравнительно невыгодное положение по сравнению с банковскими кредитами. Предприятия имели возможность относить проценты по банковским кредитам на себестои­мость, в то время как проценты по облигациям уплачивались из чистой при­были. Только летом 1999 года было принято Постановление Правительства Российской Федерации от 26 июня 1999 г. № 696 *«О* внесении дополнения в положение о составе затрат по производству и реализации продукции (работ, услуг), включаемых в себестоимость продукции (работ, услуг), и о порядке формирования финансовых результатов, учитываемых при налого­обложении прибыли», которое уравняло облигации с банковскими кредита­ми. Согласно этому постановлению в состав затрат включаются «проценты, уплачиваемые эмитентом по облигациям, обращение которых осуществля­ется через организаторов торговли на рынке ценных бумаг, имеющих лицензию Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. Для целей налогооб­ложения затраты по уплате указанных процентов принимаются в пределах действующей ставки рефинансирования Центрального банка Российской Федерации, увеличенной на три пункта. По облигациям, условиями выпус­ка которых не предусмотрена выплата процентов, к проценту приравнива­ется разница между номинальной стоимостью и ценой первичного разме­щения облигаций (дисконт)». Отметим некоторые существенные аспекты налогообложения выпуска корпоративных облигаций для эмитентов:

Проценты по облигациям включаются в состав затрат только в преде­лах ставки рефинансирования Центрального Банка плюс три процента;

Проценты по облигациям включаются в состав затрат только по обли­гациям, которые обращаются на организованном рынке ценных бумаг;

Дисконт (разница между номинальной ценой и ценой первичного раз­мещения) включается в состав затрат только в том случае, если по условиям выпуска облигаций не предусмотрена выплата процентов. Соответственно, если выплата процентов предусмотрена, для эмитента с точки зрения на­логообложения невыгодно выпускать облигации по цене ниже номинала. Следовательно, эмитент заинтересован в том, чтобы купонные облигации выпускать со ставкой купона, соответствующей рыночным ставкам, и раз­мещать их по номиналу.

### Глава 3 Перспективы развития рынка корпоративных облигаций в России.

### 3.1 Основные направления повышения эффективности рынка корпоративных облигаций

На мой взгляд, существуют все основания предполагать, что в перспекти­ве ближайших 2—3 лет рынок корпоративных облигаций будет развиваться достаточно быстрыми темпами. Среди предпосылок для такого развития выделим следующие. В ближайшие годы российской промышленности по­требуются значительные средства для модернизации Собственных средств предприятий будет недостаточно для подобных инвестиций. Банковская система также не будет иметь возможность полностью закрыть потребно­сти реального сектора в инвестициях, прежде всего потому, что банки не располагают долгосрочными ресурсами. Соответственно со стороны пред­приятий сохранится интерес к размещению облигаций. Законодательная среда будет эволюционировать скорее в сторону благоприятную эмитентам облигаций. Благоприятными будут и остальные факторы: идет развитие небанковских финансовых институтов, повышается уровень корпоратив­ного менеджмента и т. д. При этом маловероятно, что произойдут резкие изменения, которые могли бы негативно повлиять на развитие рынка кор­поративных облигаций: уровень процентных ставок останется достаточно стабильным и невысоким. Доступ на внешние рынки еще какое-то время будет для подавляющего большинства российских эмитентов закрыт, в силу чего основные облигационные займы будут осуществлять на внутреннем рынке.

Для того чтобы способствовать развитию рынка корпоративных облига­ций, со стороны регулирующих органов и других заинтересо­ванных сторон должны быть предприняты следующие шаги:

1. Внесение изменений в налоговое законодательство в плане налога на операции с ценными бумагами. Величина налога в 0,8% от номинальной стои­мости займа ставит облигации в неблагоприятные условия по сравнению с банковскими кредитами и делает экономически неоправданным выпуск краткосрочных облигаций. Представляется целесообразным внести сле­дующие изменения в законодательство: снизить общую величину налога и, возможно, перейти к взиманию фиксированной по размеру пошлины; перейти к расчету налога в зависимости от срока обращения облигаций; взи­мать налог не в авансовом порядке, а по результатам проведенной эмиссии в зависимости от количества реально размещенных ценных бумаг.
2. Упрощение процедуры регистрации выпуска облигаций. В настоящее время регистрация выпуска облигаций является достаточно сложной, трудоемкой и длительной по времени (до 2—4 мес.) процедурой. В силу длительности организационной подготовки к выпуску облигаций для мно­гих эмитентов привлекательность использования данного финансового инструмента снижается, поскольку за время регистрации конъюнктура рынка может измениться. Соответственно представляется целесообразным упростить процедуру регистрации эмиссии и сократить сроки фактической регистрации. В частности, имеет смысл заимствовать опыт регистрации суб­федеральных и муниципальных облигаций, когда эмитент в Министерстве финансов регистрирует общие условия эмиссии, а параметры конкретного выпуска определяются эмитентом самостоятельно на основе условии эмис­сии и дополнительной регистрации не подлежат, т. е. фактически регистри­руется не отдельный выпуск, а программа облигационных займов.
3. Введение особой упрощенной процедуры регистрации для краткосроч­ных облигаций со сроком до 1 года. В настоящее время в России наибольшей популярностью могут пользоваться краткосрочные облигации, со сроком обращения менее 1 года, которые затем станут базой для развития рынка более долгосрочных заимствований. При этом, однако, российское законо­дательство не предусматривает (в отличие, например, от законодательства США) упрощенного порядка выпуска краткосрочных облигаций (коммер­ческих бумаг) В результате при привлечении краткосрочных ресурсов пред­приятия в большой степени прибегают к рынку векселей, которые являют­ся гораздо менее информационно-прозрачной бумагой.
4. Создание условий, благоприятствующих инвестициям в корпоративные облигации со стороны институциональных инвесторов, прежде всего небанков­ских финансовых институтов. Как мы уже отмечали, именно институцио­нальные инвесторы являются одной из наиболее значительных групп инве­сторов на рынке корпоративных облигаций. Роль государства может состо­ять в создании условий, делающих инвестиции в корпоративные облигации привлекательными для этих групп инвесторов. Как одна из этих мер может быть рассмотрено создание национального рейтингового агентства, оценки ко­торого признавались бы как российскими, так и зарубежными инвесторами. В случае создания признанного рейтингового агентства облигации с высоким рейтингом могут быть признаны высококачественным инструментом, и это может быть отражено в требованиях по вложению резервов для страховых компаний и пенсионных фондов.
5. Развитие накопительной пенсионной системы, в результате чего появят­ся долгосрочные инвестиционные ресурсы, которые смогут быть использованы для инвестирования в корпоративные облигации.
6. Более активное использование рынка корпоративных облигаций предпри­ятиями со значительной долей госсобственности. Пока что предприятия со значительной долей госсобственности практически не используют рынок корпоративных облигаций, между тем их выход на этот рынок мог бы стать стимулом для использования облигаций и другими предприятиями.

На мой взгляд, есть несколько возможных сценариев развития рынка корпоративных облигаций в среднесрочной перспективе.

**Наиболее вероятный сценарий.** Предполагая, что будут продолжать раз­виваться тенденции, начавшиеся в 1999—2001 гг., и при отсутствии резких изменений в регулировании рынка, можно ожидать следующего темпа раз­вития. К концу 2003 года количество эмитентов может достигнуть 200 с объемом рынка до 150 млрд. Будет происходить удлинение сроков заимствований, и в 2003 г. реальным видится появление обли­гаций сроком до 2—3 лет. Расширится круг отраслей, предприятия которых будут прибегать к выпуску облигаций, кроме нефтегазовых компаний хоро­шие перспективы есть у металлургии, энергетики, телекоммуникационного сектора, пищевой промышленности, ряда предприятий машиностроения. После появления облигаций крупнейших, наиболее кредитоспособных эми­тентов, задающих ориентиры рынка по уровню доходности и другим показа­телям, будут созданы условия для выпуска облигаций другими эмитентами. Это могут быть крупные региональные эмитенты, имеющие хорошую репу­тацию у инвесторов. В 2003 г. произойдет формирование ликвидного вторичного рынка, ориентиров по уровням доходности. Фактически этот про­цесс уже начался. Однако пока еще рынок недостаточно ликвидный, зна­чительное количество сделок носит искусственный характер и проводится между маркет-мейкерами с целью создания ликвидности. Поэтому пока что процентные ставки по корпоративным облигациям не являются ориентира­ми по уровням доходности. Большая часть облигаций, на наш взгляд, будет выпускаться по уже сформировавшейся схеме: с переменным купоном и офертой по досрочному выкупу, при этом срок оферты по большинству вы­пусков удлинится до 6—12 мес. Отдельные предприятия могут выпускать облигации с привязкой к валютному курсу, не исключено и появление кор­поративных инфляционно-индексируемых облигаций.

На рынке могут появиться новые виды облигаций, в том числе, воз­можно, есть определенные перспективы развития рынка конвертируемых облигаций. В настоящее время большинство российских предприятий не заинтересованы в осуществлении публичных эмиссий своих акций, по­скольку котировки акций очень низки и не отражают реальную стоимость предприятий. Причина столь низких котировок — низкая защищенность акционеров, многочисленные примеры нарушения их прав. Тем не менее долгосрочные прогнозы по российскому фондовому рынку предсказывают рост котировок акций. В этих условиях выпуск конвертируемых облигаций может стать выгодной альтернативой как для эмитентов, так и для инве­сторов. Возможность развития рынка конвертируемых облигаций отчасти объясняется практическим отсутствием рынка производных ценных бумаг. При этом низкий уровень развития рынка производных ценных бумаг обу­славливается не только объективными факторами, но и существующим порядком налогообложения и регулирования. В этих условиях выпуск конвертируемых облигаций даст инвесторам инструмент, позволяющий рассчитывать на большой рост в случае роста цен акций, с другой стороны, ограничивающий уровень возможных потерь. На начальном этапе на такие инструменты со стороны определенных групп инвесторов может быть повы­шенный спрос, что создает предпосылки для более активного применения конвертируемых облигаций предприятиями.

**Оптимистичный сценарий развития.** При определенных условиях, к ко­торым, на мой взгляд, можно отнести отмену (или очень существенное снижение) налога на операции с ценными бумагами, упрощение регистра­ции, форсированное создание накопительной пенсионной системы, и при благоприятной макроэкономической ситуации развитие рынка корпоратив­ных облигаций может пойти значительно более быстрыми темпами. В этом случае к концу 2003 года объем рынка корпоративных облигаций может достигнуть 250—300 млрд. руб. Произойдут значительное расширение кру­га эмитентов и существенная активизация оборотов вторичного рынка.

Пессимистичный сценарий развития. Нельзя исключать, что при опреде­ленных условиях развитие российского рынка корпоративных облигации может пойти достаточно медленным темпом, хотя в любом случае оно будет продолжаться. Возможные неблагоприятные факторы следующие: неблаго­приятная макроэкономическая ситуация, связанная прежде всего с сущест­венным ростом процентных ставок (например, в результате резкого роста заимствований на рынке ГКО-ОФЗ), нестабильность на валютном рынке и увеличение степени долларизации сбережений; неблагоприятные измене­ния законодательной среды, очередной кризис банковской системы и др. В этом случае развитие рынка корпоративных облигаций может идти край­не медленно, и использовать его будут только крупнейшие корпорации В этом случае к концу 2003 года объем рынка корпоративных облигаций не превысит 100 млрд. руб.

### 3.2 Основные тенденции развития рынка корпоративных облигаций

Объем рынка корпоративных облигаций в России неуклонно растет. По состоянию на конец февраля 2003 года, объем рынка корпоративных облигаций в России достиг 112.6 млрд. руб. Из этой величины 78.2 млрд. приходится на т.н. «рыночные выпуски». Из рыночных выпусков 62.5 приходится на нефинансовые корпорации, оставшиеся 15.6 – на банки и финансовые компании.

Динамика роста рынка корпоративных облигаций отражена на диаграмме3:

Диаграмма 3. Динамика объемов рынка корпоративных облигаций.



Рост рынка будет продолжаться, так как и в масштабах экономики, и в сравнении с рынками других стран, рынок корпоративных облигаций в России остается недостаточно развитым.

Сравнивая объем рынка корпоративных облигаций с ВВП, имеем, что объем рынка корпоративных облигаций составляет порядка 1.03% ВВП. Величина достаточно низкая, свидетельствующая о большом потенциале для роста. В большинстве стран с развитыми финансовыми рынками объем рынка корпоративных облигаций составляет не менее 10% ВВП, и может достигать 70-80% ВВП (Дания, США, Исландия). Эти сравнения однозначно свидетельствуют о значительной неразвитости рынка корпоративных облигаций в России. Даже по сравнению со многими другими странами т.н. «переходной экономики» рынок корпоративных облигаций в России остается недостаточно развитым. Данные о размерах данных рынков в ряде стран Восточной Европы приведены в Таблице.

Таблица 1: Объемы рынков корпоративных облигаций в ряде стран Восточной Европы (в % от ВВП)



Величину рынка облигаций нефинансовых корпораций можно сопоставить и с объемом банковских кредитов предприятиям. Объем рыночных займов нефинансовых корпораций составляет порядка 4% от общего объема банковских кредитов предприятиям, что также представляет из себя довольно малую величину, и свидетельствует о значительном потенциале для роста рынка.

Вторичный рынок облигаций также переживает быстрый рост, что отражено на диаграмме 4:

Диаграмма 4: Динамика роста на вторичном рынке корпоративных облигаций.



Важно то, темп его роста превышает темп роста первичного рынка, т.е. ликвидность бумаг на вторичном рынке возрастает. Это можно измерить т.н. показателем оборачиваемости, т.е. отношением оборотов на вторичном рынке за некоторый период (напр., месяц) к общему объему рынка. Данные по оборачиваемости показаны на диаграмме 5:

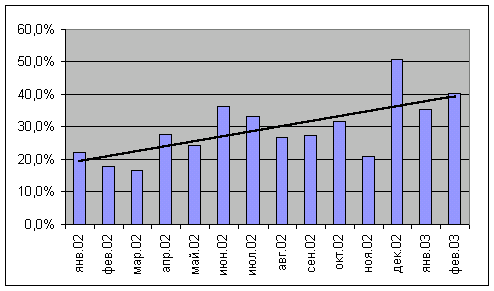


Диаграмма 5: Оборачиваемость корпоративных облигаций на вторичном рынке.

За период с начала 2002 года доходности корпоративных облигаций наиболее кредитоспособных эмитентов снизились с 18-20% до 12-14%. Доходности облигаций «второго эшелона» - с 20-23% до 14-16%. В 2001 и значительной степени 2002 году спрэд между доходностями большинства эмитентов был минимальным. В основном он составлял не более 3-4 процентных пунктов.

В настоящее время спрэд заметно вырос, и составляет до 8-10 пп. В соответствии с этим, появилась возможность дифференцировать эмитентов по их уровню кредитного риска.

Снижение ставок открыло путь на рынок более широкому кругу эмитентов, для которых ранее заимствования на рынке корпоративных облигаций были неприемлемо дорогими.

В 2001 году в основном размещались облигации, предусматривающие возможность инвестора реализовать бумаги по оферте через 3-6 месяцев.

В 2002 году срок до оферты вырос в среднем до 1 года, однако более длинных бумаг не размещалось.

В 2003 году начались размещения более длинных бумаг:

* МГТС – срок обращения 2 года
* Внешторгбанк – срок обращения 3 года
* ОМЗ – 1.5 года

Связано это со следующими факторами:

* снижение процентных ставок
* расширение инвестиционного горизонта инвесторов
* рост ликвидности на вторичном рынке.

Это дает инвестором возможность продать большой объем облигаций, не дожидаясь срока оферты.

Судя по объявляемым планам эмитентов, уже в ближайшее время от механизма оферт будут отказываться, и срок обращения облигаций вырастет до 2-5 лет.

Проявляется тенденция к тому, что займы в среднем становятся крупнее. Растет доля займов с объемами от 500 млн. руб. до 1 млрд. рублей, и свыше 1 млрд. рублей. Снижается доля займов с объемами до 100 млн. рублей.

В таблицы показаны данные по эмиссиям, обращающимся на биржах:

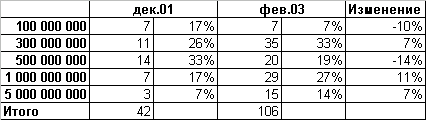


Таблица 2: Объемы эмиссий обращающиеся на биржах.

Рост объема рынка корпоративных облигаций связан, прежде всего, с тем, что на рынок постоянно выходят новые эмитенты. По состоянию на конец февраля «рыночные» облигации выпустили 82 эмитента, из них 60 – нефинансовые, 22 – банки и финансовые компании.



Диаграмма 6: Количество «рыночных» эмитентов.

Если рассмотреть только корпоративных эмитентов, облигации которых торгуются на организованном рынке (исключая банки и финансовые компании), то количество эмитентов, осуществивших "рыночные" выпуски, выросло с 26 на конец 2001 года до 60 на февраль 2003 года.

Все большее количество крупнейших российских предприятий выходит на рынок облигаций (РАО ЕЭС, Русский Алюминий, Салаватнефтеоргсинтез, Северсталь).

Но параллельно с этим проявляется и другая тенденция - на рынок быстрыми темпами выходят и предприятия т.н. "второго эшелона". Причем, как можно показать, в числе эмитентов падает доля крупнейших корпораций и растет доля т.н. "второго эшелона". Для, того чтобы это проиллюстрировать, разделим предприятия на две группы - те, которые входят в 200 крупнейших предприятий России (в соответствии с рейтингом "Эксперт-200"), и те, которые в это число не входят. Результат описывается следующими цифрами:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | дек.01 | фев.03 |
| Количество крупнейших эмитентов | 17 | 32 |
| Количество эмитентов "второго эшелона" | 9 | 28 |
| **Итого** | **26** | **60** |

Таблица 3: Соотношение количества эмитентов.

Как видно из таблицы, если по состоянию на конец 2001 года предприятия "второго эшелона" составляли около 1/3 всех эмитентов, то к февралю 2003 года их доля приблизилась к 1/2. Наблюдается тенденция увеличения количества эмитентов, не относящихся к числу крупнейших корпораций. Это не означает напрямую, что падает и надежность эмитентов. Тем не менее, определенная корелляция есть – у крупнейших корпораций ниже репутационные риски, да и характер их деятельности обычно подразумевает более высокую рентабельность и финансовую устойчивость.

Вполне возможно, что эта тенденция роста доли предприятий «второго эшелона». В пользу этого свидетельствует ряд факторов.

* Снижение процентных ставок по облигациям, делающих даже для низконадежных эмитентов эти ставки приемлемыми.
* "Технология размещения", поставленная на поток, снижающая стоимость услуг посредников.

### Заключение

Современную финансовую систему государства невозможно представить без развитого рынка ценных бумаг, а в частности без рынка корпоративных облигаций, которому посвящена данная дипломная работа.

Рынок корпоративных облигаций в РФ сравнительно молодой. Фактически толчком к развитию данного рынка послужил «августовский» кризис 1998 года, когда в результате кризиса банковской системы предприятия лишились возможности для получения кредитов.

Во всех развитых странах, с цивилизованным рынком корпоративных облигаций основное количество заемных средств для финансирования инвестиций, предприятия получают путем выпуска и размещения корпоративных облигаций. Это обусловлено тем, что банковская система не в состоянии предоставить значительные объемы денежных средств на длительный срок, а так же величиной процентных ставок. В Российской Федерации заимствования на рынке корпоративных облигаций пока не получило широкого распространения по ряду причин, в частности из-за несовершенства законодательства.

На мой взгляд существует ряд мер для повышения эффективности рынка корпоративных облигаций, и активизации на нем деятельности эмитентов и инвесторов:

1. Значительное снижение либо отказ от налога на эмиссию ценных бумаг;
2. Приведение налогообложения по корпоративным облигациям в соответствие с налогообложением государственных ценных бумаг;
3. Упрощение процедуры выпуска корпоративных облигаций;
4. Отнесение на себестоимость затрат эмитента, связанных с подготовкой, эмиссией, размещением и обслуживанием ценных бумаг;
5. Внедрение национальной системы рейтингов, включая работу с ведущими рейтинговыми агентствами, формирующими приоритеты инвесторов;
6. Информационное освещение выпуска ценных бумаг новыми предприятиями, в первую очередь из научно-технической и информационной сфер.

В заключении хочу добавить, что нельзя недооценивать значение рынка корпоративных облигаций для государства в целом, т.к. средства привлекаемые предприятиями направляются на модернизацию производства, а отлично функционирующие предприятие это огромные финансовые потоки в виде налоговых платежей в бюджет государства.

### Список использованной литературы

1. Гражданский кодекс РФ.
2. Закон РФ «О рынке ценных бумаг» №39-ФЗ от 22.04
3. Закон РФ "Об акционерных обществах" N 208-ФЗ от 26.12.1995 г.
4. Закон РФ "Об обществах с ограниченной ответственностью" N 14-ФЗ от 8.02.1998 г.
5. Закон РФ "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг" N 46-ФЗ от 5.03.1999 г.
6. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг "О внесении изменений и дополнений в Стандарты эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии, утвержденные постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 17 сентября 1996 года N 19" N 47 от 11.11.1998 г.
7. Алехин Б.И. «Ценные бумаги». Учебное пособие для студентов. Часть I.- М.: изд. Академия бюджета и казначейства, 1999 г.
8. Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / Учеб. пособие /  
   Серия "Высшее образование" ИНФРА-М 2000г.
9. Колтынюк Б. А. Рынок ценных бумаг / Учеб. для студентов вузов / Михайлов Владимир Анатольевич 2001г.
10. Лялин С.В. «Корпоративные облигации: мировой опыт и российские перспективы». – М.:ООО «ДЭКС-ПРЕСС», 2002 г.
11. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки, Москва, ИНФРА-М, 1995.
12. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития, Москва, 2000.
13. Рынок ценных бумаг / Учебник / Финансы и статистика 2001г.
14. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / Учебник для студентов вузов / "ЮНИТИ-ДАНА" 2002г.
15. Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2002 г.
16. Журнал «Вестник банка России»
17. Журнал «Индикатор» №4 за 2002 г.
18. Журнал «Рынок ценных бумаг»
19. Материалы сайта http://www.cbonds.ru/
20. Материалы сайта банка «Зенит» http://www.zenit.ru/

### Приложения

Приложение №1: Рейтинг андеррайтеров корпоративных облигаций

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| № | Компания | Объем размещенных выпусков | Количество эмитентов | Количество выпусков | Размещенные выпуски |
| 1 | Доверительный и Инвестиционный Банк | 7 100 000 000 | 9 | 10 | ОАО "Аэрофлот-РА", Северная Нефть, Русский Алюминий, Башкирэнерго, ТД Продимекс, ГТ ТЭЦ Энерго (Энергомашкорпорация), РАО ЕЭС, АЛРОСА(2), РТК-Лизинг |
| 2 | МДМ-Банк | 6 107 000 000 | 19 | 19 | Славнефть, Золото Северного Урала, Банк Авангард, Северо-Западный телеком, Волжский Трубный Завод, Невинномысский Азот, Нижнекамскнефтехим, Северский Трубный Завод, Центртелеком, Уралсвязьинформ, Башинформсвязь, Росуглесбыт, ИАПО, Газпром, СМАРТС, ЕвразХолдинг (НТМК), Новомосковский Азот, ИМПЭКСБАНК, Каустик |
| 3 | ИК Тройка Диалог | 4 082 000 000 | 9 | 9 | ОАО Концерн "Калина", Славнефть, Нижнекамскнефтехим, Северский Трубный Завод, Центртелеком, РАО ЕЭС, КБ "Московское Ипотечное Агентство", ЕвразХолдинг (НТМК), Амтел |
| 4 | Росбанк | 3 000 000 000 | 11 | 11 | Славнефть, Северная Нефть, ЛОМО, Нижнекамскнефтехим, Всероссийский Банк Развития Регионов, Выксунский металлургический завод, Русский Алюминий, ТД Продимекс, РТК-Лизинг, Газпром, ИМПЭКСБАНК |
| 5 | Райффайзенбанк | 2 490 000 000 | 9 | 9 | ОАО "Аэрофлот-РА", Моснарбанк, Нижнекамскнефтехим, РАБО-Инвест, Центртелеком, Выксунский металлургический завод, Русский Алюминий, КМБ-Банк, Система-Финанс |
| 6 | Банк "Кредит Свисс Ферст Бостон" | 2 450 000 000 | 3 | 3 | ООО "Кредит Свисс Ферст Бостон Капитал", Альфа-Финанс, Газпром |
| 7 | Альфа-Банк | 2 353 500 000 | 12 | 12 | АЛРОСА, ОАО "Московский комбинат хлебопродуктов", ОАО "Аэрофлот-РА", Золото Северного Урала, ИАПО, Северский Трубный Завод, Альфа-Финанс, АльфаЭкоМ, КМБ-Банк, Система-Финанс, Росинтер Ресторантс, Амтел |
| 8 | Вэб-инвест Банк | 2 268 000 000 | 5 | 5 | Альфа-Финанс, Банк "Северо-Восточный Альянс", Уралсвязьинформ, АЛРОСА, КБ "Московское Ипотечное Агентство" |
| 9 | Ренессанс Капитал | 2 150 000 000 | 3 | 3 | Русский Стандарт - Финанс, Уралсвязьинформ, Газпром |
| 10 | Промсвязьбанк | 1 869 900 000 | 8 | 9 | Волжский Трубный Завод, МБРР, Товарищество "Тверская Мануфактура", Промиф, Промсвязьбанк(2), СМАРТС, Ижмаш, Амтел |
| 11-12 | Промстройбанк СПб | 1 850 000 000 | 5 | 5 | ГТ ТЭЦ Энерго (Энергомашкорпорация), КМБ-Банк, Система-Финанс, Северный Город, Газпром |
| 11-12 | НОМОС-БАНК | 1 850 000 000 | 6 | 7 | НОМОС-Банк, Золото Северного Урала, Альфа-Финанс, Волжское Пароходство, ИАПО(2), СМАРТС |
| 13 | ИБГ НИКойл | 1 628 500 000 | 7 | 9 | АЛРОСА, Интерпромбанк, Башкирэнерго, ГТ ТЭЦ Энерго (Энергомашкорпорация), ОАО "Первая Ипотечная Компания"(3), Система-Финанс, Росинтер Ресторантс |
| 14 | Банк Москвы | 1 516 000 000 | 3 | 3 | ОАО "Московский комбинат хлебопродуктов", Славнефть, КБ "Московское Ипотечное Агентство" |
| 15 | Банк Зенит | 1 480 000 000 | 11 | 11 | Славнефть, Татнефть, Невинномысский Азот, Нижнекамскнефтехим, Парижская Коммуна, Альфа-Финанс, Выксунский металлургический завод, Волжское Пароходство, Система-Финанс, Металлургический Завод "Свободный Сокол", ИМПЭКСБАНК |
| 16 | Внешторгбанк | 1 300 000 000 | 3 | 3 | Русский Алюминий, "Седьмой континент", ИАПО |
| 17 | Гута-Банк | 1 200 000 000 | 7 | 7 | ОАО "Московский комбинат хлебопродуктов", Банк Авангард, Невинномысский Азот, Всероссийский Банк Развития Регионов, Выксунский металлургический завод, ЛОКО-Банк, Каустик |
| 18 | Международный Московский Банк | 1 100 000 000 | 6 | 6 | ОАО "Аэрофлот-РА", Славнефть, Нижнекамскнефтехим, Уралсвязьинформ, Башкирэнерго, Газпром |
| 19 | Русские Фонды | 1 000 000 000 | 3 | 3 | Вилюйская ГЭС, Банк "Северо-Восточный Альянс", РАБО-Инвест |
| 20 | Банк Ингосстрах-Союз | 930 000 000 | 6 | 6 | Уралсвязьинформ, Русский Алюминий, ТД Продимекс, Волжское Пароходство, КМБ-Банк, Система-Финанс |
| 21 | МЕНАТЕП СПБ | 750 000 000 | 5 | 5 | Северо-Западный телеком, ГТ ТЭЦ Энерго (Энергомашкорпорация), Газпром, Металлургический Завод "Свободный Сокол", Каустик |
| 22 | Всероссийский Банк Развития Регионов | 630 000 000 | 8 | 8 | Моснарбанк, Всероссийский Банк Развития Регионов, Русский Стандарт - Финанс, Стройметресурс, МБРР, КМБ-Банк, Система-Финанс, ИМПЭКСБАНК |
| 23 | АБН АМРО Банк | 600 000 000 | 2 | 2 | РАБО-Инвест, Газпром |
| 24 | Московский Банк Реконструкции и Развития | 550 000 000 | 5 | 5 | ОАО "Аэрофлот-РА", Нижнекамскнефтехим, Выксунский металлургический завод, МБРР, Система-Финанс |
| 25 | ИК Регион | 500 000 000 | 4 | 4 | ИАПО, ТД Продимекс, АльфаЭкоМ, Каустик |
| 26-27 | Банк Петрокоммерц | 350 000 000 | 2 | 2 | РАБО-Инвест, Всероссийский Банк Развития Регионов |
| 26-27 | ОПТ-Банк | 350 000 000 | 1 | 3 | ОАО "Первая Ипотечная Компания"(3) |
| 28-30 | Ситибанк | 333 333 333 | 1 | 1 | Внешторгбанк |
| 28-30 | ИНГ Банк | 333 333 333 | 1 | 1 | Внешторгбанк |
| 28-30 | Дж. П. Морган Банк Интернешнл | 333 333 333 | 1 | 1 | Внешторгбанк |
| 31-33 | Русские Инвесторы | 300 000 000 | 1 | 1 | ОАО "Русский продукт" |
| 31-33 | ИК Расчетно-Фондовый Центр | 300 000 000 | 1 | 1 | ММК |
| 31-33 | Межрегиональный Инвестиционный Банк | 300 000 000 | 1 | 1 | Межрегиональный Инвестиционный Банк |
| 34 | Ханты-Мансийский банк | 200 000 000 | 1 | 1 | Альфа-Финанс |
| 35 | Внешэкономбанк | 150 000 000 | 1 | 1 | ИАПО |
| 36 | Росс. Банк Развития | 140 000 000 | 2 | 2 | Моснарбанк, МБРР |
| 37 | Ланта-банк | 120 000 000 | 1 | 1 | Всероссийский Банк Развития Регионов |
| 38-46 | ИК "АВК" | 100 000 000 | 1 | 1 | Газпром |
| 38-46 | ИК Горизонт | 100 000 000 | 1 | 1 | Газпром |
| 38-46 | Русский Национальный Инвестиционный Банк | 100 000 000 | 1 | 1 | Стройметресурс |
| 38-46 | Металлинвестбанк | 100 000 000 | 1 | 1 | Выксунский металлургический завод |
| 38-46 | Банк Павелецкий | 100 000 000 | 1 | 1 | Парижская Коммуна |
| 38-46 | АКБ Гранит | 100 000 000 | 1 | 1 | Стройметресурс |
| 38-46 | ИФК Солид | 100 000 000 | 2 | 2 | Татнефть, Меллянефть |
| 38-46 | Гаранти Банк (Москва) | 100 000 000 | 1 | 1 | Система-Финанс |
| 38-46 | Банк Уралсиб | 100 000 000 | 1 | 1 | Металлургический Завод "Свободный Сокол" |
| 47 | ИМПЭКСБАНК | 75 000 000 | 1 | 1 | ИМПЭКСБАНК |
| 48-50 | Северо-Западный Телекомбанк | 50 000 000 | 1 | 1 | Северо-Западный телеком |
| 48-50 | Транскредитбанк | 50 000 000 | 1 | 1 | ТД Продимекс |
| 48-50 | БАЛТОНЭКСИМ Банк | 50 000 000 | 1 | 1 | Металлургический Завод "Свободный Сокол" |
| 51 | Моснарбанк | 40 000 000 | 1 | 1 | КМБ-Банк |
| 52-55 | Международный банк Санкт-Петербурга | 30 000 000 | 1 | 1 | КМБ-Банк |
| 52-55 | АКБ БИН | 30 000 000 | 1 | 1 | ИМПЭКСБАНК |
| 52-55 | Россельхозбанк | 30 000 000 | 1 | 1 | ИМПЭКСБАНК |
| 52-55 | Инбанкпродукт | 30 000 000 | 1 | 1 | Инбанкпродукт |
| 56 | ИК "Связь" | 5 000 000 | 1 | 1 | "Связь" Республики Коми |
| 57 | Восточно-Сибирская фондовая компания | 4 000 000 | 1 | 1 | Фармгарант |

Приложение №2: Рейтинг организаторов корпоративных облигаций

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| № | Компания | Объем выпусков | Количество эмитентов | Количество выпусков | Размещенные выпуски |
| 1 | Доверительный и Инвестиционный Банк | 8 600 000 000 | 8 | 8 | Северная Нефть, Русский Алюминий, Башкирэнерго, ТД Продимекс, ГТ ТЭЦ Энерго (Энергомашкорпорация), РАО ЕЭС, АЛРОСА, РТК-Лизинг |
| 2 | МДМ-Банк | 5 575 000 000 | 11 | 11 | Банк Авангард, Северо-Западный телеком, Волжский Трубный Завод, Невинномысский Азот, Северский Трубный Завод, Центртелеком, Башинформсвязь, Росуглесбыт, СМАРТС, ЕвразХолдинг (НТМК), Новомосковский Азот |
| 3 | ИК Тройка Диалог | 3 850 000 000 | 4 | 4 | ОАО Концерн "Калина", Славнефть, Центртелеком, КБ "Московское Ипотечное Агентство" |
| 4 | Райффайзенбанк | 3 680 000 000 | 5 | 5 | ОАО "Аэрофлот-РА", Центртелеком, Выксунский металлургический завод, КМБ-Банк, Система-Финанс |
| 5 | Ренессанс Капитал | 3 500 000 000 | 3 | 3 | Русский Стандарт - Финанс, Уралсвязьинформ, Газпром |
| 6 | Альфа-Банк | 3 200 000 000 | 5 | 5 | АЛРОСА, Альфа-Финанс, АльфаЭкоМ, Росинтер Ресторантс, Амтел |
| 7 | Промстройбанк СПб | 2 550 000 000 | 2 | 2 | Северный Город, Газпром |
| 8 | Росбанк | 2 450 000 000 | 3 | 3 | ЛОМО, Русский Алюминий, РТК-Лизинг |
| 9 | Русские Фонды | 2 100 000 000 | 3 | 3 | Вилюйская ГЭС, Банк "Северо-Восточный Альянс", РАБО-Инвест |
| 10-12 | Вэб-инвест Банк | 2 000 000 000 | 2 | 2 | Уралсвязьинформ, АЛРОСА |
| 10-12 | Банк "Кредит Свисс Ферст Бостон" | 2 000 000 000 | 1 | 1 | ООО "Кредит Свисс Ферст Бостон Капитал" |
| 10-12 | Банк Москвы | 2 000 000 000 | 2 | 2 | ОАО "Московский комбинат хлебопродуктов", КБ "Московское Ипотечное Агентство" |
| 13 | ИБГ НИКойл | 1 900 000 000 | 5 | 7 | АЛРОСА, Интерпромбанк, Башкирэнерго, ГТ ТЭЦ Энерго (Энергомашкорпорация), ОАО "Первая Ипотечная Компания"(3) |
| 14 | Банк Зенит | 1 650 000 000 | 3 | 3 | Татнефть, Нижнекамскнефтехим, Парижская Коммуна |
| 15 | НОМОС-БАНК | 1 450 000 000 | 3 | 3 | НОМОС-Банк, Золото Северного Урала, Волжское Пароходство |
| 16 | Промсвязьбанк | 1 419 900 000 | 4 | 5 | Товарищество "Тверская Мануфактура", Промиф, Промсвязьбанк(2), Ижмаш |
| 17 | Ситибанк | 1 000 000 000 | 1 | 1 | Внешторгбанк |
| 18 | ИК Регион | 900 000 000 | 2 | 2 | ИАПО, Каустик |
| 19 | Всероссийский Банк Развития Регионов | 575 000 000 | 1 | 1 | Всероссийский Банк Развития Регионов |
| 20 | МЕНАТЕП СПБ | 350 000 000 | 1 | 1 | Металлургический Завод "Свободный Сокол" |
| 21-26 | Московский Банк Реконструкции и Развития | 300 000 000 | 1 | 1 | МБРР |
| 21-26 | Внешторгбанк | 300 000 000 | 1 | 1 | "Седьмой континент" |
| 21-26 | Русские Инвесторы | 300 000 000 | 1 | 1 | ОАО "Русский продукт" |
| 21-26 | ИК Расчетно-Фондовый Центр | 300 000 000 | 1 | 1 | ММК |
| 21-26 | Межрегиональный Инвестиционный Банк | 300 000 000 | 1 | 1 | Межрегиональный Инвестиционный Банк |
| 21-26 | ИМПЭКСБАНК | 300 000 000 | 1 | 1 | ИМПЭКСБАНК |
| 27 | Моснарбанк | 270 000 000 | 1 | 1 | Моснарбанк |
| 28 | Гута-Банк | 250 000 000 | 1 | 1 | ЛОКО-Банк |
| 29 | Северо-Западный Телекомбанк | 150 000 000 | 1 | 1 | Северо-Западный телеком |
| 30-31 | Банк Павелецкий | 100 000 000 | 1 | 1 | Парижская Коммуна |
| 30-31 | ИФК Солид | 100 000 000 | 2 | 2 | Татнефть, Меллянефть |
| 32 | Инбанкпродукт | 30 000 000 | 1 | 1 | Инбанкпродукт |
| 33 | ИК "Связь" | 5 000 000 | 1 | 1 | "Связь" Республики Коми |
| 34 | Восточно-Сибирская фондовая компания | 4 000 000 | 1 | 1 | Фармгарант |

1. Коласс Б. Управление финансовой деятельностью предприятия, Москва, 1997. [↑](#footnote-ref-1)
2. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки, Москва, ИНФРА-М, 1995. [↑](#footnote-ref-2)
3. Шарп У., Александер Г., Бэйли Д. Инвестиции, Москва, 1997. [↑](#footnote-ref-3)
4. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития, Москва, 2000. [↑](#footnote-ref-4)
5. Журнал «Рынок ценных бумаг», №13, 1997. [↑](#footnote-ref-5)
6. Данные за 1998 год. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития, Москва, 2000. [↑](#footnote-ref-6)
7. Данные за 1998 год. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития, Москва, 2000. [↑](#footnote-ref-7)