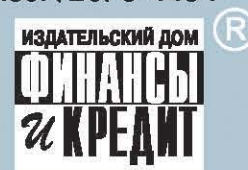


НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И
ИНФОРМАЦИОННО-
АНАЛИТИЧЕСКИЙ СБОРНИК

ISSN 2073-4484



ФИНАНСОВАЯ[®] АНАЛИТИКА

ПРОБЛЕМЫ И РЕШЕНИЯ

- Комплексный подход к прогнозированию сроков и способов обновления основного капитала предприятия
- Направления развития рынка корпоративных облигаций в России
- Функции золота: альтернативная валюта, спекулятивный, защитный и безрисковый активы
- Минимизация рисков доначисления налоговых платежей и штрафных санкций
- Финансирование образования: проблемы, тенденции, опыт

4

(142) январь 2013

<http://www.fin-izdat.ru> e-mail: post@fin-izdat.ru

ФИНАНСОВАЯ[®] АНАЛИТИКА

ПРОБЛЕМЫ И РЕШЕНИЯ

Научно-практический
и информационно-аналитический сборник
Периодичность – 4 раза в месяц

4 (142) – 2013 январь

Подписка во всех отделениях связи:

- индекс 80628 – каталог агентства «Роспечать»
- индекс 44368 – каталог УФС РФ «Пресса России»
- индекс 34158 – каталог российской прессы «Почта России»

Доступ и подписка на электронную версию журнала
www.elibrary.ru, www.dilib.ru

Журнал зарегистрирован в Министерстве Российской
Федерации по делам печати, телерадиовещания
и средств массовых коммуникаций.

Свидетельство о регистрации ПИ № ФС 77-29584.

Учредитель:

ООО «Информационный центр «Финансы и Кредит»

Издатель:

ООО «Финанспресс»

Главный редактор:

В.А. Горохова

Зам. главного редактора:

С.Н. Голда, В.И. Попов

Редакционный совет:

А.В. Гукова, доктор экономических наук, профессор
Д.А. Ендовицкий, доктор экономических наук, профессор
Л.С. Кабир, доктор экономических наук, профессор
Ю.И. Коробов, доктор экономических наук, профессор
М.А. Котляров, доктор экономических наук, профессор
А.С. Макаров, кандидат экономических наук, доцент
Т.Ю. Морозова, кандидат экономических наук, доцент
А.Г. Перевозчиков, доктор физико-математических наук, профессор
В.А. Цветков, член-корреспондент РАН, доктор экономических наук,
профессор

Верстка: М.С. Гранильщикова

Корректор: А.М. Лейбович

Редакция журнала:

111401, Москва, а/я 10

Телефон/факс: (495) 721-85-75

Адрес в Internet: <http://www.fin-izdat.ru>

E-mail: post@fin-izdat.ru

© ООО «Информационный центр «ФИНАНСЫ И КРЕДИТ»

© ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ И КРЕДИТ»

Подписано в печать 14.01.2013. Формат 60х90 1/8.

Цена договорная. Объем 8,0 п.л. Тираж 2 280 экз.

Отпечатано в ООО «КТК», г. Красноармейск Московской обл.

Тел.: (495) 993-16-23

Журнал рекомендован ВАК Минобрнауки России для публикации работ,
отражающих основное научное содержание кандидатских и докторских
диссертаций

Сборник реферируется в ВИНТИ РАН.

**Сборник включен в Российский индекс научного цитирования
(РИНЦ).**

Статьи рецензируются.

Перепечатка материалов и использование их в любой форме, в том
числе и в электронных СМИ, возможны только с письменного раз-
решения редакции.

СОДЕРЖАНИЕ

ФОНДОВЫЙ РЫНОК

Якунина А. В., Семернина Ю. В. Основные направления
регулирования российского рынка корпоративных
облигаций..... 2

ВОПРОСЫ ЭКОНОМИКИ

Стародубцева Е. Б. Современные проблемы Евросоюза ... 12
Андрюхин А. В. Установление сроков и способов
обновления средств труда на основе построения
прогнозно-диагностической системы управления
основным капиталом предприятия..... 16

ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК

Ахмедов Ф. Н., Юзифович С. О. Сравнительный
корреляционный анализ золота и некоторых других
активов как альтернативных объектов инвестирования
в условиях кризиса..... 25

НАЛОГИ И НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ

Бочкарева Т. Н. Управление налоговой нагрузкой
по налогу на прибыль организаций..... 36

РЫНОК ОБРАЗОВАТЕЛЬНЫХ УСЛУГ

Коокуева В. В. Финансирование образования в Российской
Федерации и в зарубежных странах..... 46

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Ситуация на финансовых рынках и состояние
банковского сектора в январе — октябре 2012 г. 56
Исполнение федерального бюджета. Государственный
долг 62

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения
авторов публикуемых статей.

Ответственность за достоверность информации в рекламных
объявлениях несут рекламодатели.

УДК 339.7

ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

А. В. ЯКУНИНА,

доктор экономических наук,
профессор кафедры финансов
E-mail: alla.yackunina@yandex.ru

Ю. В. СЕМЕРНИНА,

кандидат экономических наук,
профессор кафедры финансов
E-mail: ysemernina@yandex.ru
Саратовский государственный
социально-экономический университет

В статье исследуются вопросы регулирования российского рынка корпоративных облигаций для разработки ряда теоретических и практических рекомендаций: в области законодательства, инфраструктурные рекомендации, рекомендации, касающиеся процедуры размещения облигаций, и рекомендации, затрагивающие торговлю облигациями. Сделан вывод о том, что реализация рассмотренных рекомендаций будет способствовать дальнейшему развитию рынка корпоративных облигаций в России.

Ключевые слова: корпоративная облигация, рынок, законодательство, размещение, обращение, эмитент, инвестор, центральный депозитарий.

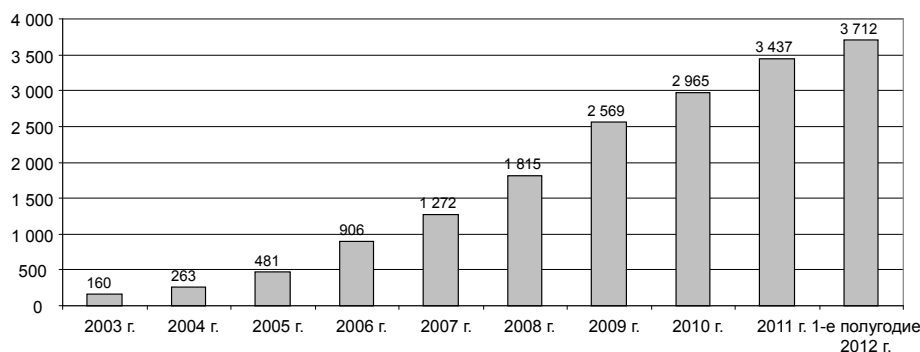
Ситуация на российском рынке корпоративных облигаций за последние десять лет характеризовалась динамичным ростом этого сегмента финансового рынка. Современный этап развития также характеризуется продолжающимся ростом внутреннего рынка корпоративных облигаций (см. рисунок).

Несмотря на то, что объем внутреннего рынка корпоративных облигаций растет, достигнув в июне 2012 г. 3,7 трлн руб. по номинальной стоимости, сле-

дует отметить наметившуюся тенденцию сокращения количества эмитентов «рыночных» облигаций (т.е. корпоративных облигаций, находящихся во вторичном обороте). Так, по данным Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР), в июне 2012 г. количество корпоративных эмитентов «рыночных» облигаций составляло 288, уменьшившись на 14% по сравнению с аналогичным периодом 2011 г. [6].

Корпоративный сегмент является наиболее крупным в структуре всего российского облигационного рынка и существенно выделяется на фоне сегментов государственных, субфедеральных и муниципальных облигаций. Тем не менее показатели эмиссионной активности и ликвидности российского рынка корпоративных облигаций имеют очень скромные значения по сравнению с рынками корпоративного долга в развитых и некоторых развивающихся странах.

В свою очередь динамичное развитие рынка корпоративных облигаций, способного удовлетворять запросы не только инвесторов, но и эмитентов, является неотъемлемым условием построения не



Динамика стоимостного объема корпоративных облигаций, обращающихся на внутреннем рынке, в 2003—2012 гг., на конец года, млрд руб. [16]

только развитого национального фондового рынка, но и отечественной экономики в целом. В этой связи обеспечение долгосрочной конкурентоспособности российского фондового рынка является одним из экономических приоритетов России на современном этапе, о чем свидетельствует утвержденная распоряжением Правительства РФ от 29.12.2008 № 2043-р «Стратегия развития финансового рынка РФ на период до 2020 года», одним из запланированных показателей которой является увеличение стоимости корпоративных облигаций в обращении до 19 трлн руб. к 2020 г.

Несмотря на наличие необходимого инструментария и имеющегося у ряда отечественных корпораций опыта в области привлечения финансовых ресурсов посредством выпуска облигаций, достижение поставленной цели невозможно без комплексного решения многочисленных проблем российского рынка корпоративных облигаций. Так, остается ограниченным количество видов облигаций, потенциально доступных к обращению на российском рынке. Неоправданно сложны и длительны процедуры подготовки документов к регистрации облигационного выпуска. Не решены проблемы налогообложения участников рынка облигаций. Российский рынок корпоративных облигаций крайне узок, и на нем доминируют эмитенты первого эшелона — крупные компании нефтегазового и финансового секторов. Также характерной особенностью отечественного облигационного рынка является «перекос» в структуре участников рынка облигаций в сторону иностранных краткосрочных инвесторов при практически полном отсутствии иностранных эмитентов. Имеет место явный дисбаланс в срочной структуре обращающихся на российском рынке облигаций, выражающийся в практически полном отсутствии сегмента долгосрочных выпусков.

Российский рынок облигаций, специфической чертой которого является биржевой характер, занимает далеко не передовые позиции в структуре мирового рынка облигаций в целом и биржевого рынка в частности [13—15].

Тенденции развития регулирования отечественного рынка ценных бумаг свидетельствуют о том, что

вопреки принимаемым мерам, направленным на защиту прав инвесторов и снижение рыночных рисков, процесс функционирования как первичного, так и вторичного рынков корпоративных облигаций продолжает отклоняться от оптимального состояния. Поэтому особую актуальность на современном этапе обретает разработка системы регулирования облигационного рынка, учитывающей мировые тенденции и специфику развития российского рынка облигаций.

Одной из тенденций последних лет является увеличение роли рынков облигаций в аккумуляции и перераспределении финансовых ресурсов во многих странах, в том числе и в России. Авторами неоднократно отмечалось, что на современном этапе существенно увеличился интерес российских хозяйствующих субъектов к эмиссии облигаций как к одному из источников финансирования своей деятельности [17, 18]. Корпоративные эмитенты объективно имеют потребность в привлечении финансирования путем размещения облигаций, однако регулирование облигационного рынка (прежде всего нормативно-правовое) должно быть усовершенствовано для обеспечения его поступательного развития по количественным и качественным параметрам.

В отечественной практике в силу относительной «молодости» фондового рынка (в современном виде облигационный рынок в России возник только во второй половине 1990-х гг.) преобладает законодательное (нормативно-правовое) регулирование облигационного рынка, а саморегулирование развито крайне слабо, несмотря на достаточно большое количество участников. Так, например, даже одна из самых авторитетных саморегулируемых организаций — «Национальная ассоциация участников фондового рынка» (НАУФОР), созданная в 1994 г. и

объединяющая компании, имеющие лицензии профессиональных участников рынка ценных бумаг, работает не на всей территории страны (основная деятельность НАУФОР сконцентрирована в Москве, а ее сеть включает в себя всего 12 филиалов и двух представителей для организации выездных квалификационных экзаменов и семинаров) [6].

Специализированных саморегулируемых организаций (или иных структур, выполняющих аналогичные или сходные функции), объединяющих исключительно участников облигационного рынка (эмитентов, инвесторов, профессиональных посредников) и в приоритетном порядке занимающихся проблемами его развития, в настоящее время в нашей стране нет. Взаимодействие участников облигационного рынка ограничивается совместным участием в специализированных мероприятиях (например одним из последних подобных мероприятий стала конференция «Облигационный рынок России 2012: шаг в будущее») [11].

Авторам представляется, что рассмотрение вопросов законодательного регулирования рынка корпоративных облигаций следует начать с анализа проблем регулирования облигационного рынка в целом, многие из которых обусловлены недостатками российского законодательства. Среди недостатков законодательной базы предлагаем выделить следующие:

- противоречивость;
- неточность формулировок;
- существование «белых пятен».

Противоречивость российского законодательства выражается в том, что различные нормативные акты нередко прямо или косвенно могут противоречить друг другу. К сожалению, на практике подобная ситуация возникает достаточно часто, при этом принципиально важное значение приобретают противоречащие друг другу нормативные документы в законодательной иерархии.

«Иерархическую лестницу» нормативных документов выстраивает Конституция Российской Федерации. В самом общем виде иерархия законодательных актов, существующая в настоящее время в России, может быть представлена в следующем виде (в порядке убывания юридической силы) [5]:

- основы законодательства;
- кодексы;
- законы;
- указы и распоряжения Президента Российской Федерации;

- постановления и распоряжения Правительства Российской Федерации;
- акты министерств и ведомств;
- акты субъектов Российской Федерации;
- акты органов местного самоуправления.

По мнению авторов, можно рассматривать два основных случая противоречивости отечественного законодательства:

а) противоречия имеют место в нормативно-правовых документах, находящихся на разных уровнях законодательной иерархии;

б) противоречия имеют место в документах, находящихся на одном иерархическом уровне.

Важно заметить, что противоречия, возникающие в первом случае, достаточно легко устранимы, так как в России используется принцип иерархической соподчиненности (норма документа, обладающего более высоким статусом, отменяет норму документа, имеющего более низкий статус). Противоречия, возникающие на одном иерархическом уровне, являются серьезным недостатком российского законодательства: как правило, они устраняются путем внесения соответствующих поправок в законодательные документы, а также полной или частичной отмены одного (или нескольких) из них.

В отношении облигационного рынка одним из наиболее наглядных примеров противоречивости отечественного законодательства является то, что само определение «облигация» приводится в трех различных законодательных актах [3, 8, 10], причем в каждом из них определение данного термина несколько отличается [18].

Так, в ст. 816 Гражданского кодекса РФ отмечается, что 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 [3].

При этом согласно ст. 2 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», облигация — это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение

фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и/или дисконт [8].

В свою очередь под эмиссионной ценной бумагой подразумевается любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных Федеральным законом [8] формы и порядка;
- размещается выпусками;
- имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Наконец, в п. 3 ст. 33 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» подчеркивается, что облигация удостоверяет право ее владельца требовать погашения облигации (выплаты номинальной стоимости или номинальной стоимости и процентов) в установленные сроки. В решении о выпуске облигаций должны быть определены форма, сроки и иные условия погашения облигаций [10].

Таким образом, в рамках существующей в России нормативно-правовой базы используются три различных определения термина «облигация».

Второй существенный недостаток — это *неточность формулировок*, применяемых в законодательных актах. По мнению авторов, причина подобного положения заключается в том, что, с одной стороны, при подготовке нормативно-правовых актов преследуется цель использования обобщающих терминов и формулировок (существует объективная необходимость их универсализации при регулировании достаточно широких сфер человеческой деятельности), с другой стороны, развитие отдельных сфер деятельности происходит настолько быстро, что термины и определения, используемые в законодательстве, очень быстро устаревают. Например, многие нормы Гражданского кодекса РФ, применяемые в отношении фондового рынка (в том числе облигационного), не учитывают бурного развития сегмента бездокументарных ценных бумаг, спровоцированного интенсивным развитием биржевой торговли. В частности, в документе много внимания уделяется документарным эмиссионным ценным бумагам, хотя их эмиссия

на практике существенно ограничена (на рынке долговых инструментов в документарной форме выпуска облигаций не заинтересованы, прежде всего, эмитенты и инвесторы).

В России ведется активная работа, направленная на совершенствование законодательной базы фондового рынка, однако, по мнению авторов, ей не хватает последовательности и системности. Стремление к актуализации нормативных актов приводит к частому внесению в них различных изменений и дополнений. Так, в Федеральный закон [8], принятый в апреле 1996 г., три раза вносились изменения в 2008 г., шесть раз — в 2009 г., три раза — в 2010 г. и восемь раз — в 2011 г. Существенно затронули законодательные новации и Федеральный закон [10], принятый в декабре 1995 г. В 2008 г. он изменялся пять раз, в 2009 г. — пять раз, в 2010 г. — четыре раза и в 2011 г. — три раза).

Кроме того, весьма распространенной практикой в России является наличие в законодательных актах формулировок типа: «в иных случаях», «в иных нормативных документах», «иных прав» и т. п., которые не позволяют конкретизировать отдельные положения действующего законодательства. Например, возвращаясь к определению облигации, содержащемуся в Федеральном законе [8], можно отметить, что даже в основополагающем определении указывается, что облигация может предусматривать иные имущественные права.

Наконец, третий недостаток законодательной базы заключается в том, что многие важные моменты, связанные с функционированием облигационного рынка, в принципе не освещаются в отечественном законодательстве или освещаются непоследовательно и сегментарно.

Например, в Федеральном законе [8] указывается, что облигация может закреплять право владельца на получение иного имущественного эквивалента. Однако ни в данном законодательном акте, ни в других нормативных документах, регулирующих данную сферу деятельности, не рассматривается, что именно может рассматриваться в качестве такого эквивалента и каким образом владелец облигаций может получить данный эквивалент.

Еще одним ярким примером наличия «белых пятен» в отечественном законодательстве может служить пример рынка РЕПО-сделок. Этот рынок практически никак не регулировался вплоть до начала 2010 г. [4], хотя его объем был весьма и весьма значительным, причем профессиональные

участники совершали РЕПО-сделки не только в своих интересах, но и в интересах своих клиентов, в том числе физических лиц.

Как представляется авторам, недостатки законодательного регулирования российского облигационного рынка в целом можно уверенно экстраполировать и на регулирование рынка корпоративных облигаций (сегмент корпоративных облигаций регулируется преимущественно на основании общей нормативной базы). Соответственно можно сделать вывод о необходимости совершенствования законодательного регулирования рынка корпоративных облигаций.

В связи с этим авторами сформулирован ряд теоретических и практических рекомендаций по следующим основным направлениям:

- 1) рекомендации в области законодательства, нацеленные на совершенствование действующей в России нормативно-правовой базы;
- 2) инфраструктурные рекомендации;
- 3) рекомендации, касающиеся процедуры размещения облигационных выпусков и призванные повысить прозрачность облигационного рынка;
- 4) рекомендации, затрагивающие торговлю облигациями и имеющие своей целью унификацию обращения облигационных выпусков.

Необходимо отметить, что все рекомендации разрабатывались не только с позиции внедрения законодательных новаций в нормативно-правовые акты, но и с позиции повышения экономической эффективности функционирования отечественного рынка корпоративных облигаций. В связи с этим одна часть предлагаемых рекомендаций непосредственно связана с внесением изменений в законодательную базу, а другая — в большей степени ориентирована на экономические интересы участников облигационного рынка.

Первая группа предлагаемых авторами рекомендаций — это *рекомендации в области законодательства*. В настоящее время чрезвычайно важным является стимулирование долгосрочных инвесторов, работающих на облигационном рынке. Дело в том, что одной из серьезных проблем национального облигационного рынка является отсутствие долгосрочных инвестиционных ресурсов (так называемых длинных денег). В настоящее время на российском облигационном рынке сложился достаточно устойчивый дисбаланс: эмитенты, в том числе высокого кредитного качества, заинтересованы в привлечении долгосрочных ресурсов и готовы

размещать облигации с длительным сроком до погашения (от 10 до 30 лет и более), а инвесторы, располагающие преимущественно краткосрочными и среднесрочными ресурсами, не способны в полной мере удовлетворить их потребностей в капитале. В связи с этим авторы предлагают предоставлять льготы долгосрочным институциональным инвесторам, приобретающим корпоративные облигации, вне зависимости от того, является ли инвестор резидентом или нерезидентом. Прежде всего, необходимо предоставлять налоговые льготы долгосрочным институциональным инвесторам, полностью освобождая их от уплаты налогов на полученный доход (налогов на прибыль) по облигациям при условии, что они владели облигациями в течение определенного срока (как представляется авторам, оптимальным сроком в данном случае является период, равный пяти годам). Практическое внедрение этой рекомендации должно привести к перераспределению предпочтений инвесторов и перетоку средств из сегмента краткосрочных и среднесрочных облигаций в сегмент долгосрочных облигаций.

Косвенным результатом реализации данной меры может стать снижение стоимости привлечения капитала посредством облигационного финансирования, так как снижение доходностей корпоративных облигаций на «дальнем конце» кривой процентных ставок неизбежно приведет к сокращению «временного спреда» между доходностями долгосрочных и краткосрочных бумаг. «Сжатие» временного спреда с очень большой вероятностью будет иметь непродолжительный характер. При наличии на рынке корпоративных облигаций, обладающих одинаковыми кредитными характеристиками, но с различным сроком до погашения и незначительно различающейся доходностью к погашению, как минимум, часть инвесторов отдаст предпочтение более «коротким» бумагам (в результате чего доходность краткосрочных и среднесрочных облигаций также снизится). Следовательно, данная мера будет способствовать смещению кривой процентных ставок вниз в сегменте корпоративных облигаций.

Еще одной эффективной налоговой льготой может стать налоговое стимулирование инвесторов, являющихся физическими лицами — резидентами Российской Федерации. В настоящее время облигационный рынок в силу своей относительно невысокой доходности не очень привлекателен для частных инвесторов. Например, доходность банковских депозитов, предусматривающих наличие госу-