

УДК 336.648

Шпилева Марина Валерьевна

преподаватель,
Шадринский финансово-экономический
колледж – филиал ФГОБУВО «Финансовый
университет при Правительстве Российской
Федерации»
Россия, Шадринск
smv_03@mail.ru

Marina V. Shpileva

lecturer, Shadrinsk financial economic
college – branch of Financial university at
Government of Russian Federation
Russia, Shadrinsk
smv_03@mail.ru

ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РОССИИ

PROBLEMS OF DEVELOPMENT OF CORPORATE BOND MARKET IN RUSSIA

Аннотация

Статья посвящена проблемам выпуска и обращения корпоративных облигаций в России. Цель статьи – выявить преимущества корпоративных облигаций как инструмента финансирования и инвестирования, проанализировать динамику количественных показателей рынка облигаций в России, а также выделить существующие недостатки инвестирования средств в корпоративные облигации. В исследовании применялись как общенаучные методы исследования (наблюдение, логический и структурно-функциональный анализ, экономический анализ, аналогия), так и методы эмпирического исследования (сравнение и обобщение, эконометрические методы). На основе анализа норм налогового законодательства выделены недостатки нормативно-правовой базы, а также предложена комплексная модель реформирования норм налогообложения операций с ценными бумагами, повышающая уровень привлекательности корпоративных облигаций, как со стороны инвесторов, так и со стороны эмитентов. Проведена оценка данных динамики облигационных займов за 2012-2014 годы по данным статистики Центрального банка РФ и Национальной ассоциации фондовых рынков. На основе предложенных направлений совершенствования налогообложения операций с облигациями могут быть устранены проблемы низкой эффективности рынка корпоративных облигаций в России.

Ключевые слова:

облигации, корпоративные облигации, фондовый рынок, долговые обязательства, налогообложение облигаций

Abstract

The article is devoted to problems of issue and circulation of corporate bonds in Russia.

The purpose of this article is to identify the benefits of corporate bonds as a financing instrument and investment, to analyze the dynamics of quantitative indicators of bond market in Russia, as well as to highlight the existing disadvantages of investing in corporate bonds.

The study used General scientific methods (observation, logical and structural-functional analysis, economic analysis, analogy) and methods of empirical research (comparison and synthesis, econometric methods).

Based on the analysis of tax legislation highlights the shortcomings of the regulatory framework, as well as the proposed comprehensive model of reform of the rules of taxation of transactions with securities, which increases the attractiveness of corporate bonds as from investors and the issuers. The evaluation data of the dynamics of bonds for 2012-2014 according to statistics of the Central Bank of the Russian Federation and the National Association of stock markets.

Based on the proposed ways of improving the taxation of transactions with bonds can be eliminated the problem of low efficiency of the corporate bond market in Russia.

Keywords:

bonds, corporate bonds, stock market, debt, taxation of bonds

Актуальность исследования выбранной темы заключается в том, что корпоративные облигации являются наиболее современным и эффективным способом привлечения финансовых инвестиций в развитие бизнеса.

Развитие рынка корпоративных облигационных займов имеет ряд преимуществ в сравнении с банковским кредитованием, а именно: активизирует инвестиционную активность субъектов экономики, предоставляет широкую свободу рыночного выбора и дополнительные источники доходов, оперативно реагирует на изменение потребительского спроса.

В качестве элемента научной новизны в работе автором представлена комплексная модель реформирования налогообложения доходов держателей корпоративных облигаций. Практическая ценность применения данной модели состоит в возможности её использования для повышения привлекательности инвестиций в облигационные займы.

В соответствии со ст. 816 ГК РФ 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. ФЗ «О рынке ценных бумаг» №39-ФЗ определяет облигацию как эмиссионную ценную бумагу, закрепляющую 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. То есть нормативно-правовая база устанавливает в целом единый подход к определению облигации.

Е.В. Семенкова определяет облигацию как долговое денежное обязательство, по которому кредитор предоставляет эмитенту заем. Эмитент, выпустивший эту ценную бумагу, обязуется уплатить владельцу облигации в оговоренный срок номинальную стоимость бумаги и ежегодно (до погашения) фиксированный или плавающий процент. Значит облигацией признается ценная бумага, закрепляющая право держателя на получение от эмитента в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от стоимости облигации или иного имущественного эквивалента.

По мнению О.А. Гришиной облигация – ценная бумага, удостоверяющая отношения займа между ее владельцем (кредитором) и лицом, выпустившим ее (заемщиком).

Таким образом, существуют вполне определенные различия между нормативно-правовой и литературной трактовкой понятия облигации, которые заключаются в конкретизации сущности облигации как ценной бумаги.

Существуют нормативные ограничения на осуществление облигационных займов юридическими лицами, установленные Федеральными законами «Об акционерных обществах» и «Об обществах с ограниченной ответственностью»:

- организация не имеет права выпускать облигации до полной оплаты уставного капитала;

- организация прекращает выпуск облигаций если номинальная стоимость всех выпущенных (не погашенных) облигаций превысит размер уставного капитала либо величину обеспечения;

- акционерное общество, кроме того, не должно выпускать облигации до государственной регистрации в уставе положений об акциях, конвертируемых в облигации;

В современных условиях облигационные займы могут считаться одним из важнейших способов привлечения дополнительных финансовых ресурсов предприятий реального сектора экономики. При этом в развитых странах на их долю приходится до 60 % всех долговых обязательств юридических лиц.

К преимуществам корпоративных облигаций как механизма обеспечения финансовых потребностей предприятий относятся более выгодные условия привлечения средств по сравнению с другими инструментами, в частности банковским кредитованием (табл. 1).

Облигации, эмитируемые промышленными предприятиями, могут стать хорошим способом устранения недостатков использования экономических ресурсов:

- ускорение процесса перераспределения финансовых ресурсов;
- привлечение на рыночной основе долгосрочных и краткосрочных заемных ресурсов;
- трансформации сбережений организаций и граждан в инвестиции;
- развития и повышения конкурентоспособности внутреннего финансового рынка.

Таблица 1 – Сравнительная характеристика инструментов привлечения заемных средств коммерческой организации

Свойство	Облигационный заем	Банковский кредит
Цена привлекаемых ресурсов (%)	Низкий уровень процентных ставок	Высокий уровень процентных ставок
Стоимость привлечения	Высокие расходы на регистрацию выпуска и оплату услуг посредников	Отсутствие существенных расходов на получение кредита
Сложность процедуры привлечения средств	Основной объем процедур лежит на эмитенте (заемщике)	Основной объем процедур лежит на кредиторе
Условия привлечения	Определяются самим заёмщиком	Навязываются кредитором
Влияние инвесторов на заемщика	Широкий круг инвесторов, зачастую мелких, в целом оказывающих слабое влияние на управление предприятием	Один крупный инвестор, зачастую оказывающий существенное влияние на деятельность организации

Источник: Составлено автором по [5, 6]

Корпоративные облигации имеют существенные преимущества и как объекты инвестиций, поскольку они обычно гарантируют более высокий доход, чем банковские депозиты и государственные ценные бумаги. При этом они обладают и серьезными недостатками для инвесторов (табл. 2).

Таблица 2 – Сравнительная характеристика инструментов инвестирования

Свойство	Облигационный займ	Банковский депозит
Ликвидность	Имеется необходимость реализации облигации другому инвестору для получения средств	Имеется возможность в любой момент снять средства со счета на условиях до востребования
Риск	Исполнение обязательств гарантируется ГК РФ в порядке очередности (4-5 очередь)	Исполнение обязательств гарантируется ГК РФ и системой страхования вкладов
Доходность	Самая высокая доходность на финансовом рынке	Самая низкая доходность на финансовом рынке

Источник: Составлено автором по [5, 6]

Процедура эмиссии корпоративных облигаций в соответствии с ФЗ №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» включает в себя следующие этапы:

- 1) принятие решения о размещении облигаций;
- 2) утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) облигаций;
- 3) государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) или присвоение выпуску (дополнительному выпуску) идентификационного номера;

4) размещение облигаций;

5) государственная регистрация отчета об итогах выпуска.

Таким образом, корпоративные облигации являются мощным инструментом привлечения средств в организацию, обладая при этом, как преимуществами, так и недостатками для эмитентов и инвесторов.

Российский рынок корпоративных облигаций в последнее время характеризуется ростом объемов привлекаемых средств и одновременным снижением количества предприятий, привлекающих такие средства.

По данным рисунка 1 за период 2010-2014 годов количество корпоративных эмитентов, представленных на организованном рынке облигационных займов, уменьшилось в целом на 77 компаний или на 19 %. Количество выпусков облигаций имеет долгосрочную тенденцию к росту, так, с 2010 по 2014 г. число выпусков облигаций возросло на 35 % и составило 950 выпусков.

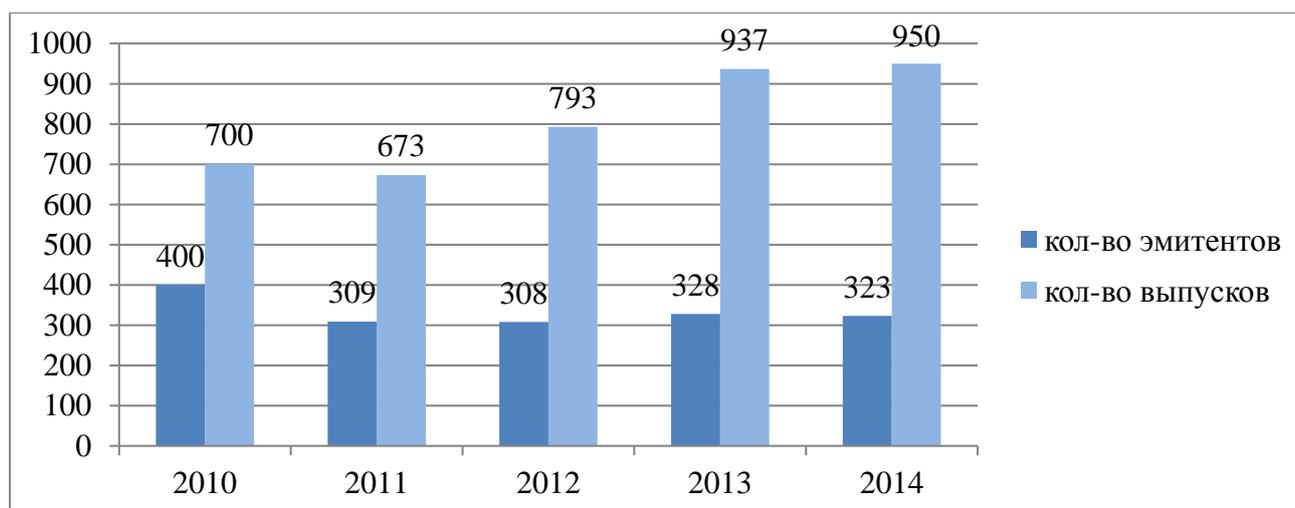


Рисунок 1 – Динамика количественных показателей рынка корпоративных облигаций в Российской Федерации

В анализируемом периоде продолжает увеличиваться объем эмиссии корпоративных облигаций на отечественном фондовом рынке. В 2014 году по сравнению с 2010 годом ежегодный объем выпуска вырос на 3657 млрд руб. или на 123,3 % в относительном выражении. Тем не менее, в сравнении с ВВП внутренний рынок корпоративных облигаций остается небольшим: по итогам 2014 г. отношение объема рынка к ВВП составило 9,3 %, увеличившись за год на 1,5 %.

С точки зрения размещений новых выпусков корпоративных облигаций 2014 год значительно отличается от предыдущего года. Количество эмитентов, разместивших новые выпуски корпоративных облигаций, снизилось на 28 %, до 180 компаний. При этом доля эмитентов нерыночных размещений составила 42,8 % – это максимальное значение с 2005 г. Объем новых выпусков суммарно вырос до 1805 млрд руб. (рост 6,6% относительно предыдущего года). Доля нерыночных размещений оказалась рекордной – 67,9 %. Это произошло из-за нерыночного размещения выпусков облигаций ОАО «НК «Роснефть» на сумму 625 млрд руб., проведенного в декабре 2014 года.

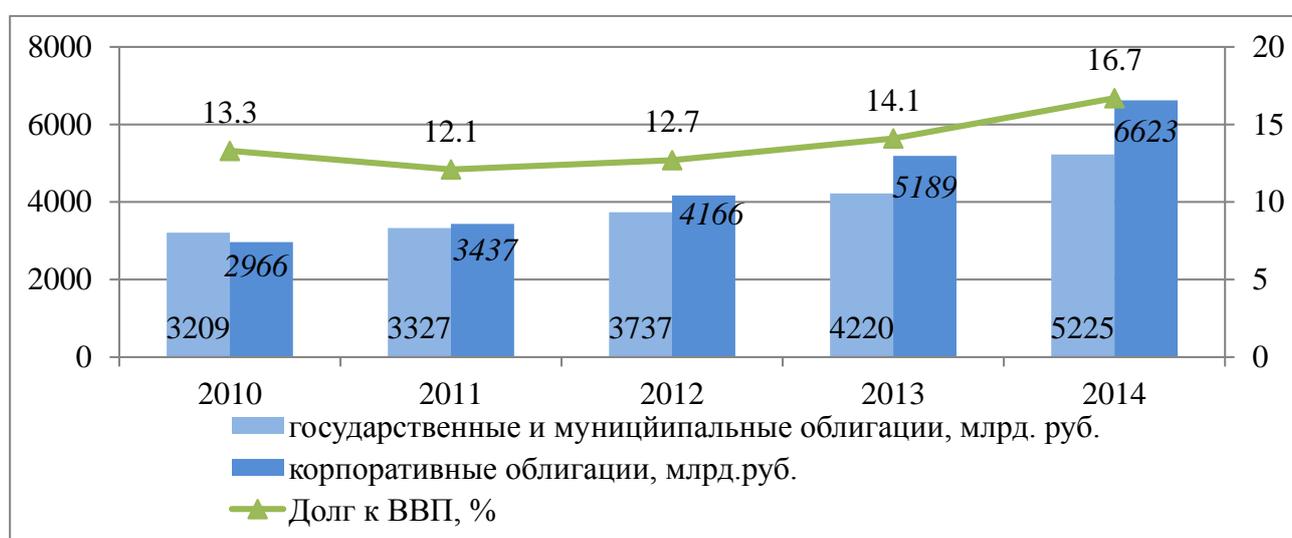


Рисунок 2 – Динамика объемов эмиссии рынка корпоративных облигаций в РФ

Наибольший удельный вес среди эмитентов корпоративных облигаций занимают крупнейшие организации, в частности АО «НК «Роснефть». На долю первых десяти корпоративных эмитентов приходится 83% суммарного объема новых выпусков. При этом лидером по выпуску новых облигационных займов считается группа «ВТБ», имеющая 30 % эмиссии.

На рисунке 3 приведены данные по вторичному биржевому обороту корпоративных облигаций (по фактической стоимости, без учета сделок РЕПО и размещений новых выпусков). За год объем биржевых сделок с корпоративными облигациями снизился сразу на 30% – до 4293 млрд руб. Это самое крупное падение оборотов с 2005 г., даже в кризисных 2008–2009 гг. спад был на уровне 4–5 %. Столь серьезный спад вторичных оборотов на фоне значительного увеличения объема рынка может быть, в том числе, объясним непропорционально большими нерыночными размещениями.

Резкое падение объемов торгов не могло не сказаться на показателе ликвидности вторичного облигационного рынка – коэффициенте оборачиваемости. По итогам 2014 г. он составил 76 %, снизившись за год на 46,6 %. В целом коэффициент оборачиваемости корпоративных облигаций имеет долгосрочный тренд к сокращению и с 2006 г. снизился в 4,7 раза. В 2009–2011 гг. мы отмечаем взрывной рост оборотов биржевых облигаций, в 2012–2014 гг. доля биржевых облигаций в общем объеме сделок с корпоративными облигациями во всех режимах стабилизировалась на уровне 30 %.

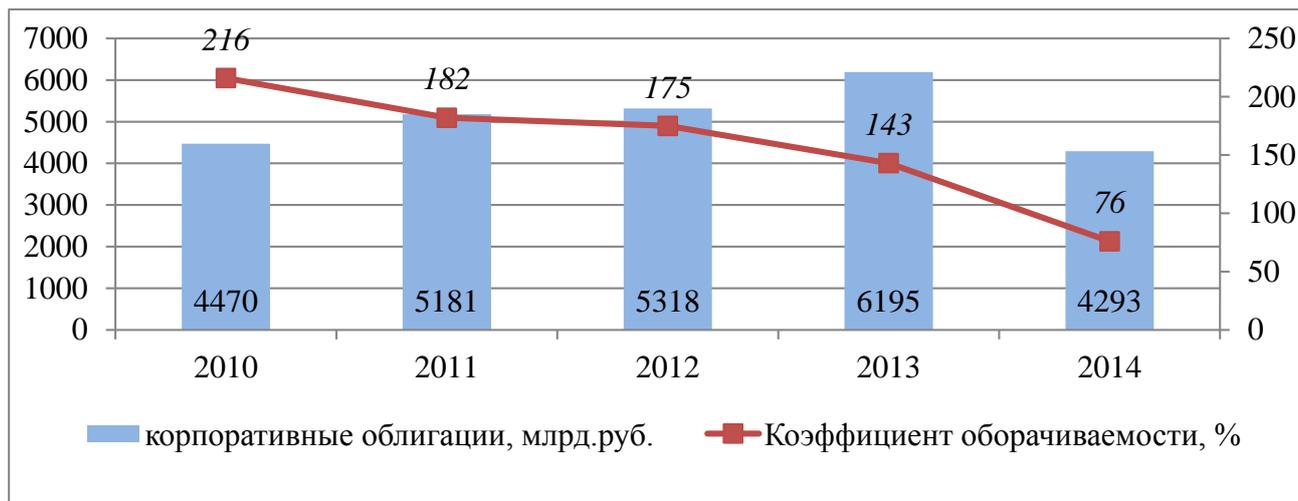


Рисунок 3 – Динамика объемов торгов на рынке корпоративных облигаций в РФ

В соответствии с данными рисунка 4 можно констатировать незначительное увеличение доли корпоративных облигаций в общей структуре ключевых долговых обязательств нефинансовых организаций в РФ с 14,2 % в 2010 году до 16,6 % в 2014 году. Однако по-прежнему доля облигационных займов недостаточной с точки зрения развитых финансовых рынков.

Таким образом, в целом рынок корпоративных облигаций постепенно развивается, но существенно тормозит по сравнению с банковским кредитованием.

Анализ действующей нормативно-правовой базы в сфере налогообложения инвестиционных доходов в России показал, что корпоративные облигации можно считать одним из самых необеспеченных льготными условиями и гарантиями инструментом инвестиций, что снижает их привлекательность как для юридических, так и для физических лиц.



Рисунок 4 – Динамика объемов привлеченных долговых обязательств в РФ

Низкая привлекательность инвестиций в корпоративные облигации, обусловленная действующей нормативно-правовой базой, состоит в следующем:

1. Стандартный уровень налогообложения доходов по корпоративным облигациям, не предусматривающий никаких льгот и мотивации к инвестированию именно в эти инструменты.

2. Явный законодательный приоритет остальных объектов инвестирования (корпоративных акций, государственных ценных бумаг и банковских вкладов), поскольку по ним предусмотрено льготное налогообложение или дополнительные гарантии. Например, по банковским вкладам при стандартных условиях обложения доходов имеется гарантия компенсации вкладов физическим лицам в размере 1400000 руб., что дополнительно мотивирует инвесторов к вложению средств в банк.

3. Высокие требования к регистрации эмиссии корпоративных облигаций, в том числе относительно самой процедуры выпуска и оплаты государственной пошлины.

В соответствии со статьей 224 НКРФ для физических лиц налоговая ставка по инвестиционным доходам в корпоративный сектор составляет 13 %, за исключением государственных и муниципальных ценных бумаг, а также банковских вкладов (табл. 3).

При этом в ноябре 2015 года в НКРФ были введены изменения в отношении доходов в виде процентов по рублевым вкладам в банках, находящихся на территории Российской Федерации, начисленных за период с 15 декабря 2014 года по 31 декабря 2015 года. По ним ставка 13 % по НДФЛ сейчас применяется, даже если доход по вкладу составил ставку рефинансирования, увеличенную на десять процентов, то есть 21%. Отсюда следует то, что инвестиции в корпоративные облигации на сегодняшний

день не могут конкурировать с банковскими вкладами, что приводит к нереальности развития рынка корпоративных облигаций.

Таблица 3 – Отличия в налогообложении доходов по инструментам инвестирования в Российской Федерации

Признак	Корпоративные облигации	Корпоративные акции	Государственные ценные бумаги	Банковские вклады
Налоговая ставка по НДФЛ	13%	13%	0% (не облагаются)	0% (при доходах в пределах 16% ¹) 35% (при доходах сверх 16%)
Налоговая ставка по налогу на прибыль	20%	0% (при вкладе в капитал от 50%); 13% (при вкладе до 50%)	15%	20%

Существуют льготы по обложению доходов по облигаций с ипотечным покрытием. Они облагаются НДФЛ по ставке 9 % в случае их эмиссии до 1 января 2007 года. Аналогичная ставка предусмотрена и по налогу на прибыль для юридических лиц.

По оценкам аналитиков, доходность по российским облигациям надежных эмитентов составляет сейчас 17-18 % годовых, по гособлигациям – 14-15 %. Доходность по облигациям иностранных компаний существенно меньше и составляет в районе 5-7 %. Руководитель практики инвестиционного консультирования ФБК Роман Кенигсберг указывает на то, что в итоге россияне, вложившись в облигации, получают не весь доход с них, а за вычетом налога в 13 %, то есть доходность 18 % превращается в 15-16 %. В итоге по доходности эти ценные бумаги сейчас проигрывают вкладам.

К налоговой базе, определяемой по доходам от операций по реализации или иного выбытия (в том числе погашения) облигаций российских организаций, относящихся к высокотехнологичному (инновационному) сектору экономики, применяется налоговая ставка нуль процентов. Вместе с тем, эта норма касается всех ценных бумаг таких организаций, то есть вновь не является мотивацией к инвестициям в корпоративные облигации.

Существует еще одно ограничение на выпуск корпоративных облигаций со

¹ Ставка рефинансирования (11%), увеличенная на пять процентов.

стороны эмитентов, обусловленное требованиями признания расходов для обложения налогом на прибыль. Данные таблицы 4 позволяют утверждать, что при налогообложении предприятий налогом на прибыль имеются ограничения на признание расходами процентов, выплаченных ими по выпущенным ранее корпоративным облигациям. При среднерыночной ставке процентов 17-18 % в качестве расходов на данный момент можно признать только 13,75 %, то есть оставшаяся часть должна погашаться за счет чистой прибыли эмитента. Это делает невыгодным выпуск облигаций для предприятий, поскольку они должны либо снижать процентные ставки (что сократит спрос на облигации у инвесторов) либо растрачивать прибыль (что снижает рентабельность деятельности).

Таблица 4 – Предельные значения ставок по долговым обязательствам, признаваемых расходами в целях исчисления налога на прибыль организаций

Тип сделки	В 2015 году	С 1.01.2016 года
Контролируемая (от 60 -100 млн руб.)	до 180% ключевой ставки ЦБРФ	8,25% - 13,75% (от 75% до 125% ключевой ставки ЦБРФ)
Неконтролируемая	от 75% ставки рефинансирования до 180% ключевой ставки ЦБРФ	

Существенные расходы по сравнению с остальными инструментами привлечения заемных средств несет эмитент корпоративной облигации еще на стадии эмиссии. В соответствии со статьей 333.33 НК РФ устанавливаются следующие размеры государственной пошлины за государственную регистрацию выпусков облигаций:

- за государственную регистрацию выпуска эмиссионных ценных бумаг, размещаемых путем подписки, – 0,2 процента номинальной суммы выпуска (дополнительного выпуска), но не более 200 000 рублей;
- за государственную регистрацию выпуска эмиссионных ценных бумаг, размещаемых иными способами, за исключением подписки, – 35 000 рублей;
- за государственную регистрацию отчета об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг – 35 000 рублей;
- за регистрацию проспекта ценных бумаг – 35 000 рублей;
- за предварительное рассмотрение документов, необходимых для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг, – 160 000 рублей;

– за регистрацию основной части проспекта ценных бумаг – 325 000 рублей.

То есть процедура эмиссии корпоративных облигаций по самым скромным оценкам без учета комиссионного вознаграждения посредника за размещение ценных бумаг на рынке, составляет от 200000 руб. до 500000 руб. при среднем объеме эмиссии.

В итоге можно сделать вывод о несоответствии современного налогового законодательства потребностям рынка облигационных займов. Полноценное развитие рынка корпоративных облигаций на данный момент возможно только при условии уравнивания инвестиционных позиций различных инструментов. Облигационные займы, по словам многих аналитиков финансового рынка, во всем мире пользуются большим спросом у населения – основного инвестора средств в экономику. Именно корпоративные облигации сегодня могут стать прямым способом вложения денег в экономику, так как предполагают получение денег непосредственно самим предприятием без посредничества финансовых агентов. То есть налицо преимущество этих инструментов для российского бизнеса. Однако корпорации поставлены в неадекватные рыночные условия и вынуждены бороться только собственными силами. Поскольку инвестору не выгодно приобретение облигаций, то их размещение на рынке становится почти искусством, занимает колоссальный объем затрат и усилий в деятельности предприятия.

Часть экспертов рынка (А. Аксаков, Е. Лашкина) считают, что отмена налога по облигациям нужна, поскольку у граждан должен быть широкий выбор инструментов инвестирования, а в текущих условиях, при фактически равной доходности, налог по облигациям является однозначно сдерживающим фактором.

В качестве основных способов повышения эффективности размещения корпоративных облигаций можно предложить комплексное налоговое стимулирование развития рынка, в том числе:

1. Снижение налоговых ставок по инвестиционным доходам, связанным с владением корпоративными облигациями до уровня, предусмотренного по государственным и муниципальным ценным бумагам. То есть ставка НДФЛ должна быть 0% (как и по остальным объектам – государственным бумагам и вкладам). Ставку налога на прибыль по вложениям в корпоративные облигации для юридических лиц следует снизить до 15%. Это позволит выровнять позиции разных инвестиционных инструментов на финансовом рынке с точки зрения инвесторов.

2. Отменить ограничения на признания расходов на выплату процентов по

долговым обязательствам для облигационных займов в целях признания внереализационных расходов по налогу на прибыль. Это позволит сделать привлечение облигационных займов для эмитента более привлекательным, по сравнению с остальными инструментами кредитования.

3. Рационально также предусмотреть льготы через введение инвестиционных налоговых вычетов по НДФЛ для физических лиц, осуществляющих вложения средств в корпоративные облигации российских организаций, не имеющих иностранного участия в капитале в размере не более 100000 руб. в течение налогового периода, что будет мотивировать инвесторов к вложению в развитие именно отечественных предприятий.

4. Введение обязательной регистрации проспекта эмиссии ценных бумаг для кредитных организаций независимо от суммы выпуска. Это позволит сократить необоснованные льготы для выпуска банковских облигаций. В настоящий момент кредитные организации освобождены от регистрации проспекта, если сумма привлекаемых ими средств за счет размещения бумаг в течение одного года не превышает четыре миллиарда рублей. При этом статус кредитной организации и их возможности функционирования на финансовом рынке на наш взгляд не требуют каких-либо преференций относительно остальных участников рынка.

Список использованной литературы

1. Федеральный закон «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26.12.1995 года [Электронный ресурс] // Официальный сайт компании «Консультант Плюс». – Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

2. Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» №14-ФЗ от 08.02.1998 года [Электронный ресурс] // Официальный сайт компании «Консультант Плюс». – Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

3. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» №39-ФЗ от 22.04.1996 года // Официальный сайт компании «Консультант Плюс». – Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

4. Налоговый кодекс Российской Федерации. Часть вторая. [Электронный ресурс] // Официальный сайт компании «Консультант Плюс». – Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

5. Галанцева И. В. Роль развития рынка облигаций в обеспечении финансовых потребностей реального сектора экономики //

6. Исмаилов Э.Г. Современное состояние и развитие рынка ценных бумаг. «Вестник Казанского технологического университета», №7. 2011г., с.230 -235.

7. Икунин В. О скором восстановлении рынка можно не мечтать// РЦБ. - 2009. №5. - С.56-58.

8. Кинякин А., Солдатов А. Российский долговой рынок в 2009 году. Итоги и перспективы. //РЦБ. - 2010. №1. - С.76-80.

9. Объем выданных кредитов юридическим лицам // Официальный сайт Центрального банка РФ [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.cbr.ru>.

10. Российский фондовый рынок: 2010 – 2014. Обзор Национальной ассоциации фондовых рынков // <http://www.naufor.ru>.