

ФОРМИРОВАНИЕ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКЕ

А.И. Бельзецкий,
ОАО «БелМежКомИнвест», г. Минск, Беларусь
belzetsky@mail.ru

Рынок корпоративных облигаций – инструмент финансирования реального сектора экономики. В настоящее время нет единых рецептов, которые вели бы к скорейшему формированию эффективного рынка корпоративных облигаций в переходной экономике. Однако накопилось уже достаточное число эмпирических фактов, связанных с формированием и развитием национальных рынков корпоративных облигаций в странах Европы, Азии и Латинской Америки. Безусловно, Декрет Президента Республики Беларусь № 5 от 20.03.2008 г., освобождающий с 01.04.2008 г. от налогообложения доходы по облигациям юридических лиц, а также разрешающий включать расходы юридических лиц по выпуску и обслуживанию облигаций в себестоимость продукции (работ, услуг), даст импульс к развитию рынка корпоративных облигаций в Беларуси. В данной работе на основе теоретического обобщения эмпирических фактов, а также с позиций соблюдения экономических интересов основных участников рынка сформулирован закон сохранения экономической выгоды на первичном рынке корпоративных облигаций, разработана модель функционирования рынка корпоративных облигаций и проанализированы основные сценарии развития рынка корпоративных облигаций в Беларуси.

Структура процентных ставок

Многолетний анализ процентных ставок на развитых и развивающихся рынках долговых обязательств показал, что корпоративные облигации на этих рынках занимают свою нишу, а их доходность находится в пределах, ограниченных доходностями альтернативных инструментов (рис. 1)

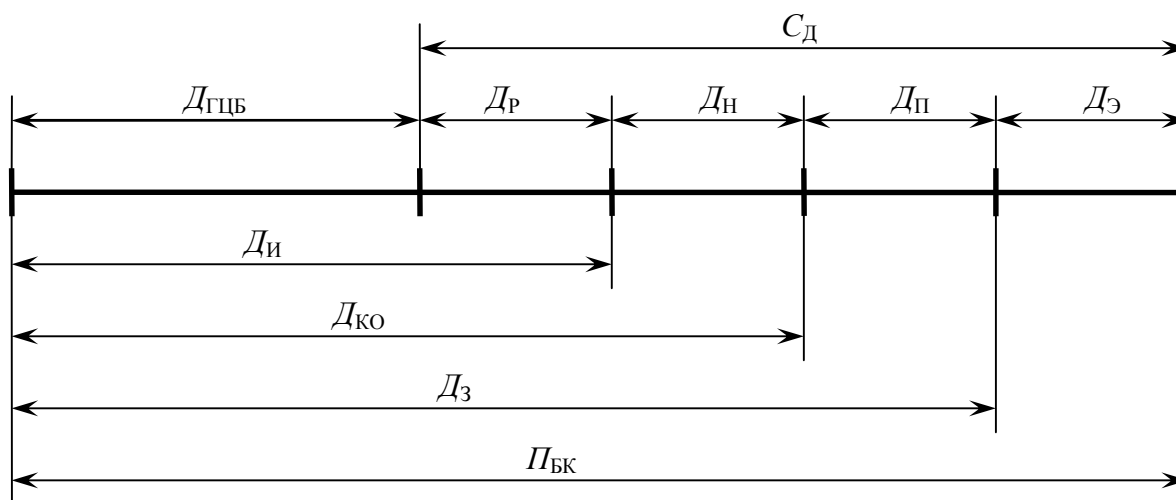


Рис. 1. Структура процентных ставок на первичном рынке корпоративных облигаций:

C_D – спред доходности; $D_{ГЦБ}$ – доходность государственных ценных бумаг; D_P – премия за риск; D_H – доходность, соответствующая налогу на доход; $D_П$ – доходность посредников; $D_Э$ – доходность эмитента; $D_И$ – доходность инвестора (держателя облигации); $D_З$ – стоимость облигационного займа, приведенная к доходности облигации; $П_{БК}$ – процентная ставка по банковскому кредиту.

Нижняя граница доходности корпоративных облигаций ограничивается доходностью государственных ценных бумаг $D_{ГЦБ}$, которые по своей временной структуре (срокам выплаты процентов и сроку обращения) наиболее близки к временной структуре выплат облигационного займа. Для инвестора доходность корпоративных облигаций должна быть выше доходности государственных ценных бумаг на величину премии за риск D_P , чтобы ему было выгодно покупать корпоративные, а не государственные облигации.

Верхняя граница доходности корпоративных облигаций определяется процентной ставкой по банковским кредитам $П_{БК}$. При размещении облигаций эмитент берет на себя риск неразмещения облигаций на предложенных им условиях, измеряемый доходностью $D_Э$. Для эмитента стоимость облигационного займа $D_З$ должна быть более привлекательной по сравнению с процентной ставкой по банковским кредитам, чтобы ему было выгодно размещать облигационный заем, а не брать банковские кредиты.

Приемлемым для участников рынка является уровень доходности корпоративной облигации, когда эмитент, чтобы заинтересовать инвесторов, предлагает премию D_P к доходности государственных ценных бумаг, но при этом занимает по ставкам ниже, чем у имеющихся источников банковского кредитования на величину $D_Э$. Поэтому на функционирующем рынке доходность корпоративных облигаций должна находиться внутри этих границ, что можно выразить следующим неравенством:

$$D_{ГЦБ} \leq D_И \leq D_{КО} < D_З \leq П_{БК}. \quad (1)$$

Неравенство (1) говорит, что для соблюдения экономических интересов всех участников рынка доходность корпоративных облигаций $D_{КО}$ не может быть ниже доходности государственных ценных бумаг $D_{ГЦБ}$, а стоимость облигационного займа $D_З$ не может быть выше процентной ставки по банковскому кредиту $П_{БК}$. Кроме того, стоимость облигационного займа $D_З$ будет всегда выше доходности корпоративной облигации $D_{КО}$, поскольку облигационный заем связан с дополнительными расходами на выпуск, размещение, обращение и погашение корпоративных облигаций. Наконец, доходность инвестора $D_И$ будет ниже доходности корпоративной облигации на величину, связанную с налоговыми выплатами. Если же налог на доход по корпоративным облигациям государством не удерживается, то $D_И = D_{КО}$.

В неравенстве (1) учтены экономические интересы всех основных участников рынка облигаций: инвестора ($D_{ГЦБ} \leq D_{и}$), посредников ($D_{ко} < D_{з}$), эмитента ($D_{з} \leq P_{БК}$) и государства ($D_{и} \leq D_{ко}$). Если доходность корпоративных облигаций будет находиться вне обозначенных границ, то рынок функционировать не будет. При нарушении нижней границы неравенства (1), то есть когда $D_{ГЦБ} > D_{и}$, инвесторам будет выгоднее покупать более доходные, надежные и ликвидные государственные ценные бумаги, а при нарушении верхней границы неравенства (1), то есть когда $D_{з} > P_{БК}$, уже эмитенту будет выгоднее брать банковский кредит вместо размещения облигационного займа.

Таким образом, для нормального с экономической точки зрения функционирования рынка корпоративных облигаций необходимо, чтобы доходность корпоративных облигаций была больше доходности государственных ценных бумаг с соответствующими параметрами и сроками обращения на величину, соответствующую премии за риск по корпоративным облигациям, а стоимость облигационного займа была меньше процентной ставки по банковскому кредиту.

Закон сохранения экономической выгоды

Из структуры процентных ставок на первичном рынке корпоративных облигаций следует, что максимальная возможная доходность облигаций равна ставке процента по банковскому кредиту, а минимальная – доходности государственных ценных бумаг. Разность между этими доходностями назовем *спредом доходности корпоративных облигаций* S_d

$$S_d = P_{БК} - D_{ГЦБ}. \quad (2)$$

Спред доходности корпоративных облигаций является мерой общей экономической выгоды от выпуска корпоративных облигаций, которую должны разделить между собой основные участники рынка: эмитент – в виде скидки доходности $D_{э}$ размещаемых облигаций по отношению к процентной ставке по банковскому кредиту; инвестор – в виде премии за риск $D_{р}$ по отношению к доходности государственных ценных бумаг; государство – в виде налоговых изъятий $D_{н}$; посредники – в виде комиссионного вознаграждения $D_{п}$. Поэтому, для спреда доходности корпоративных облигаций справедливо уравнение (см. рис. 1):

$$P_{БК} - D_{ГЦБ} = D_{р} + D_{н} + D_{п} + D_{э}. \quad (3)$$

Уравнение (3) показывает, что на функционирующем рынке корпоративных облигаций должен соблюдаться баланс экономических интересов, когда суммарная экономическая выгода основных участников рынка равна его общей экономической выгоде. Такой баланс экономических интересов может быть назван законом сохранения экономической выгоды, поскольку представляет собой устойчивую, закономерно повторяющуюся взаимосвязь.

В общем виде **закон сохранения экономической выгоды** формулируется следующим образом: **на функционирующем первичном рынке корпоративных облигаций общая экономическая выгода определяется альтернативными инструментами, ограничивающими рыночную нишу первичного рынка корпоративных облигаций, и всегда распределяется между основными участниками рынка (эмитентами, инвесторами, посредниками и государством).**

Из закона сохранения экономической выгоды следует, что никто из участников рынка корпоративных облигаций, в том числе и государство, в самом благоприятном для него случае не сможет получить экономическую выгоду, большую, чем спред доходности корпоративных облигаций. Увеличение экономической выгоды одного из участников рынка может произойти только за счет уменьшения экономической выгоды других участников рынка. Кроме того, на функционирующем рынке корпоративных облигаций экономическая выгода не может исчезнуть в никуда, то есть если кто-то из участников рынка по тем или иным причинам недополучает экономическую выгоду, то эта часть недополученной выгоды переходит к другим участникам рынка.

Пример, подтверждающий закон сохранения экономической выгоды можно видеть на развивающихся рынках Бразилии, Чили и Мексики (табл. 1). В Бразилии и Мексике налогообложение доходов по корпоративным облигациям отсутствует, тогда, как в Чили такие налоги есть. Сопоставление структуры расходов облигационных займов в этих странах показывает, что при отсутствии налогообложения доходов облигаций, в соответствии с законом сохранения экономической выгоды возрастают другие статьи расходов, в первую очередь, организационные выплаты.

Таблица 1. Структура стоимости корпоративных облигационных займов [1], % общей стоимости

Статья расходов	Объем выпуска, млн. дол. США					
	Бразилия		Чили		Мексика	
	17	100	15	100	18	91
Организационные выплаты	65,0	86,6	45,6	36,6	50,3	67,7
Плата за регистрацию	8,8	3,9	10,8	2,7	33,2	23,6
Плата за присвоение кредитного рейтинга	14,3	5,8	4,3	1,3	12,7	7,4
Рыночные затраты	11,8	3,7	2,6	0,6	3,8	1,3
Налоги	-	-	36,7	58,5	-	-
Общая стоимость, % от номинальной цены	4,6	2,4	4,6	2,7	2,0	1,2

Сценарии функционирования рынка

В основу построения сценариев функционирования рынка корпоративных облигаций был положен закон сохранения экономической выгоды для уровня процентных ставок сложившихся в Беларуси на начало 2008 г. ($D_{ГЦБ} = 10$; $P_{БК} = 13-17$ % годовых). Сценарии функционирования рынка формировались на основе возможных целочисленных значений спреда доходности корпоративных облигаций (табл. 2). При этом для каждого сценария заданное значение спреда доходности распределялось между основными участниками рынка в зависимости от положения, которое они занимают на рынке, и степени их влияния на его функционирование. В первую очередь (при $S_d = 3$ % годовых) спред доходности распределялся между инвесторами и посредниками, во вторую (при $S_d = 4$ % годовых) – между инвесторами, посредниками и эмитентами, в третью (при $S_d > 4$ % годовых) – между всеми основными участниками рынка. Таблица 2. Основные характеристики рынка корпоративных облигаций для разных сценариев функционирования, % годовых

Спред доходности	Показатели экономической выгоды						Показатели доходности		
	$D_{р}$	$D_{п}$	$D_{э}$	$D_{н}$	%	H	$D_{и}$	$D_{ко}$	$D_{з}$
3	2,0	1,0	0,0	0,0	0	0	12,0	12,0	13,0
4	2,0	1,0	1,0	0,0	0	0	12,0	12,0	13,0
5	2,0	1,0	1,0	1,0	7,7	7,7	12,0	13,0	14,0
6	2,0	1,3	1,3	1,4	10,4	10,4	12,0	13,4	14,7
7	2,0	1,7	1,7	1,6	11,8	11,8	12,0	13,6	15,3

Для всех сценариев премия за риск D_p устанавливалась в размере 2 % годовых. Такая премия обеспечивает экономическую выгоду инвесторам при покупке облигаций, которые могут иметь любой рейтинг инвестиционного уровня (BBB и выше). Оставшаяся часть спреда доходности ($S_d - D_p$) распределялась равномерно между остальными участниками рынка, но на уровне, не меньшем их приемлемой экономической выгоды, которая составляла 1 % годовых.

Следует подчеркнуть, что принятое распределение спреда доходности между участниками рынка является не совсем точным. Такое распределение не учитывает рыночных механизмов распределения экономической выгоды между основными участниками рынка и использовалось для упрощения анализа сценариев. При этом абсолютные значения показателей экономической выгоды (D_p , D_n , D_3 , D_n) принимались не меньшими их предельно допустимых значений, которые соответствуют экономическим интересам основных участников рынка и обеспечивают его нормальное функционирование.

Например, для $S_d = 5$ % годовых принимались следующие значения показателей экономической выгоды: $D_p = 2,0$; $D_n = 1,0$; $D_3 = 1,0$; $D_n = 1,0$ % годовых (табл. 2). На основе этих показателей определялись показатели доходности $D_{и}$, $D_{ко}$ и D_3 , значения которых приведены в последних трех столбцах табл. 2. В шестой колонке представлена ставка налога, которая рассчитывалась через доходность налогообложения

$$H = \frac{D_n}{D_{ГЦБ} + D_p + D_n} \cdot 100\%. \quad (4)$$

Для сценариев функционирования рынка с узкими спредами доходности налогообложение процентного дохода по корпоративным облигациям отсутствует (табл. 2). Это объясняется тем, что весь спред доходности корпоративных облигаций распределяется между основными участниками рынка, обеспечивающих его функционирование. Для тех случаев, когда спред доходности равен пяти и более процентам годовых, возникает возможность изымать часть спреда доходности в виде налогообложения доходов по корпоративным облигациям, не нарушая при этом нормального функционирования рынка. И, соответственно, чем больше спред доходности, тем выше может быть ставка налога. При этом ставка налога находится на уровне 10 %.

Таким образом, проблема формирования и развития рынка корпоративных облигаций в условиях переходной экономики является весьма многогранной и затрагивает экономические интересы всех основных участников рынка. Для того чтобы рынок корпоративных облигаций оправдал возлагаемые на него надежды, необходимо на основе закона сохранения экономической выгоды реализовать комплексные меры по совершенствованию действующего законодательства, формированию механизма организованного рынка корпоративных облигаций, организации работы с эмитентами и другими участниками рынка корпоративных облигаций.

Литература

1. Zervos S. The Transactions Costs of Primary Market Issuance: the Case of Brazil, Chile, and Mexico. Washington: World Bank, Working Paper No. 3424. 2004. P. 19.

ХУДОЖЕСТВЕННО-ТРУДОВАЯ ПОДГОТОВКА УЧИТЕЛЕЙ В СФЕРЕ ЭТНОДИЗАЙНА

Л.В. Оршанский, Ю.Ю. Скварок

Дрогобычский государственный педагогический университет имени Ивана Франко

г. Дрогобыч, Львовская обл., Украина

ipf@drohobych.net

Известно, что будущее нации зависит от содержания ценностей, которыми овладевают молодые люди, и от того, в какой мере духовность становится основой их жизни. Поэтому большое значение имеет процесс формирования личности гражданина, который осуществляется в высших педагогических учебных заведениях Украины, призванных не только обеспечить высокий уровень профессионального образования, вооружить будущих учителей специальными знаниями и навыками, но и способствовать воспитанию гармонично развитого, высокообразованного, социально активного и национально сознательного человека. С другой стороны, национальная система образования становится гарантом приобщения молодежи к общечеловеческим духовно-материальным ценностям благодаря познанию культуры, истории, традиций своего народа. Культурные ценности должны стать для молодежи не догмами, а элементами национальной культуры, истории народа. В этой связи огромного значения приобретает тот воспитательный потенциал, который содержится в концепции «диалога культур», широко внедренного в учебно-воспитательный процесс Дрогобычского государственного педагогического университета имени Ивана Франко.

В настоящее время особенно актуальной является проблема изучения духовно-материальной культуры народа, в частности декоративно-прикладного искусства, и его развитие в современных условиях в виде этнодизайна. Именно благодаря этнодизайну, современная студенческая молодежь не только познает окружающий урбанизированный мир, но и вырабатывает целостное и адекватное к нему отношение. В процессе творческой художественно-трудовой деятельности наиболее выразительно раскрываются способности, развиваются культура чувств, творческое воображение, ассоциативное, образное, визуальное восприятие, которые реализуются во всех сферах жизнедеятельности молодежи.

Побуждать студентов к творческой художественно-трудовой деятельности на национальных основах – дело, которое обусловило создание в 1991 году первого среди факультетов по подготовке учителей трудового обучения кафедры декоративно-прикладного искусства и основ дизайна. Создание в тот период новой кафедры – не дань моде, а требование времени. Еще в 1990 году на Учредительном съезде Союза мастеров народного искусства Украины отмечалось, что с целью коренных изменений в национальном воспитании молодежи, возрождении духовно-культурного наследия украинского народа необходимо создать при педагогических институтах Киева, Ивано-Франковска, Полтавы, Дрогобыча отделения подготовки учителей художественных ремесел и этнодизайна. В концепцию создания новой кафедры было положено требование подготовки педагогических кадров, которые смогли бы на профессиональном уровне заниматься возрождением народного декоративно-прикладного искусства, развивать этнодизайн в заведениях образования. Основание кафедры декоративно-прикладного искусства и основ дизайна – это результат многолетнего творческого труда отделения народной вышивки факультета общественных профессий, основанного в 1982 году заслуженным мастером народного творчества М.Кот и членом Союза мастеров народного искусства Украины О.Луцишин. За годы работы отделения свыше 500 дрогобычских студенток научились умело соединять разные вышивальные техники в высокохудожественные произведения. Будущие педагоги изучали художест-