

КЛЮЧЕВЫЕ ОСОБЕННОСТИ СОВРЕМЕННЫХ ТЕНДЕНЦИЙ НА РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ

© 2020 Н.А. Петров*

В статье исследуются причины изменения объема рынка корпоративных облигаций в отечественной экономике и динамики дефолтов по данным инструментам финансового рынка. Для реализации данной цели проанализирована структура рынка корпоративных облигаций и объем их размещения, рассмотрены основные участники рынка и представлен прогноз развития рынка корпоративных облигаций в краткосрочном периоде. Выдвигается предположение о повышении значимости отдельных категорий корпоративных облигаций, секьюритизирующих ряд финансовых активов, например, таких, как ипотечные займы или лизинговые активы. При решении задачи по исследованию конъюнктуры отечественного рынка корпоративных облигаций рассмотрена отраслевая структура данного рынка, определены положительные и отрицательные тенденции. В результате, с использованием статистических и аналитических методов, указаны ключевые проблемы развития рынка корпоративных облигаций в России, обозначены основные тенденции, сложившиеся в данном финансовом сегменте, и обозначены основные пути его расширения.

Ключевые слова: андеррайтер, диверсификация, дефолт, дюрация, облигация, рефинансирование, риск, секьюритизация.

Основные положения:

- ♦ выделены новшества на рынке корпоративных облигаций в виде облигаций, секьюритизирующих определенные активы; облигаций, выпущенных на основе технологии блокчейн, а также краткосрочных облигаций для управления ликвидностью;
- ♦ определена структура рынка корпоративных облигаций в отечественной экономике и выявлены ключевые тренды развития данного сегмента финансового рынка;
- ♦ проанализированы основные проблемы развития рынка корпоративных облигаций.

Введение

В настоящее время размер рынка корпоративных облигаций в Российской Федерации составляет порядка 21% ВВП. Основным источником фондирования для российских предприятий на сегодняшний день по-прежнему остается банковский кредит. Большинство обращающихся облигаций номинированы в рублях и обладают сроками погашения 4-6 лет, однако существуют и ценные бумаги с более длительным сроком погашения - свыше 10 лет. Это облигации, выпущенные компаниями, связанными с инфраструктурой. Расширение в стоимостном выражении российского рынка облигаций обусловлено увеличенной потребностью в заемных средствах у существующих заемщиков, а также снижением доступных зарубежных источников фондирования. В России работают две основные биржевые площадки: Биржа "Санкт-Петербург" и ПАО Мос-

ковская биржа. Целью данного исследования является определение основных тенденций, происходящих в данном сегменте финансового рынка, а также наиболее существенных проблем, тормозящих его развитие.

Методы

В данном исследовании нами применен системный метод изучения рынка корпоративных облигаций, основных тенденций, протекающих на нем. Диалектическое сочетание аналитического и синтетического методов способствовало изучению структуры финансового сектора корпоративных облигаций, выявлению ключевых проблем и способов их нивелирования.

Результаты

Российский рынок корпоративных облигаций следует отнести к категории развива-

* Петров Никита Анатольевич, кандидат экономических наук, доцент кафедры экономической теории Самарского государственного экономического университета. E-mail: petrovnkt@gmail.com.

ющихся рынков ценных бумаг. Отнести его к развитым рынкам облигаций невозможно, так как:

1) суверенный рейтинг Российской Федерации, выступающей в роли эмитента, значительно ниже уровня, характеризующего достаточный уровень инвестиционного качества, сопряженного с приемлемым для инвестора уровнем риска;

2) ранее имели место случаи реструктуризации государственных внутренних и внешних обязательств.

Среди положительных тенденций, сложившихся на рынке корпоративных облигаций, можно назвать рост доли облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (ценных бумаг с высоким рейтингом и кредитным качеством), которую оценивают по состоянию конец 2018 г. на уровне 61,3% от суммарного стоимостного объема рынка. Доли долговых ценных бумаг второго и третьего эшелонов занимают, соответственно, порядка 20% и 18,7%.

Согласно данным информационного портала рынка облигаций в РФ Financial CI¹, по итогам 2017 г. объем первичных размещений корпоративных облигаций превысил 2800 млрд руб. (не учитывая краткосрочные биржевые облигации банка ВТБ), что оказалось выше аналогичного показателя за 2016 г. на 31,7%.

На рис. 1 представлена динамика размещения корпоративных облигаций в 2017 г.

Активный рост первичных размещений облигаций начался с мая 2017 г. Этому способствовали такие факторы, как укрепление цен на биржевые товары, восстановление платежеспособности на международных рынках национальной валюты рубля, сокращение темпов инфляции, вход на рынок негосударственных пенсионных фондов (средств НПФ в размере 234 млрд руб.). В сентябре эмитенты сократили объем размещений в связи с заседанием ЦБ РФ по вопросу ключевой ставки. В результате ее снижения под конец года наблюдается существенный рост размещений облигаций.

В 2016-2017 гг. в сегменте корпоративных облигаций появились новые финансовые активы, среди которых можно выделить облигации, эмиссированные с помощью блокчейн-технологии, краткосрочные долговые финансовые инструменты ВТБ и Внешэкономбанка, бессрочные субординированные облигации Россельхозбанка.

Осуществление размещений облигаций на более короткие сроки расширило перечень доступных для организаций возможностей размещения временно свободных ликвидных средств. Для однодневных облигаций ВТБ средний объем размещения составляет порядка 30-75 млрд руб., а для Внешэкономбанка - порядка 10 млрд руб. на срок до 20 дней. При данном способе размещения у инвесторов появляется возможность реинвестировать высвобожденные средства

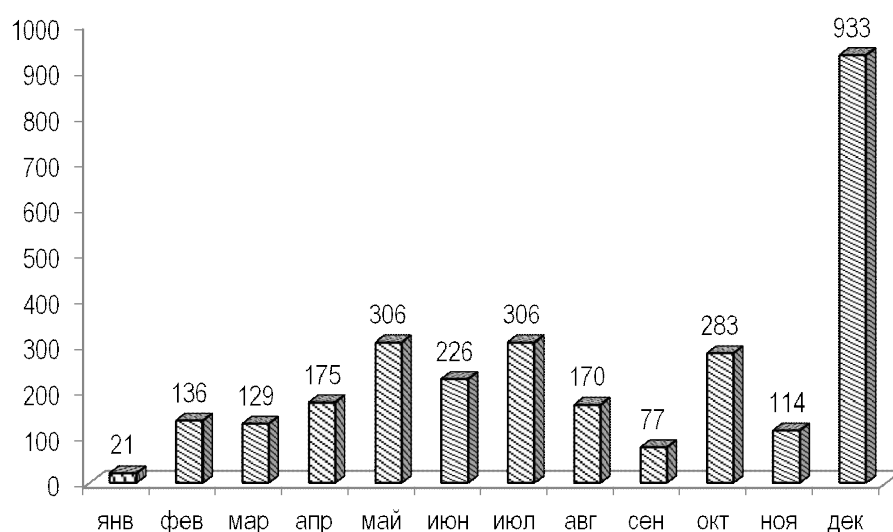


Рис. 1. Объем размещения корпоративных облигаций в РФ за 2017 г., млрд руб.*

* Составлено автором на основе данных www.cbonds.ru, www.region.ru.

в следующий облигационный выпуск. Заемщик имеет возможность сохранить низкую ставку купона, благодаря постоянному обороту активов, а инвестор не теряет ликвидных ресурсов.

Доходность для подобного рода инструментов ниже, что объясняется короткими сроками заимствования. Значительное распространение получают облигации, секьюритизирующие (страхующие) определенные активы, например, такие, как ипотечные займы, инструменты автомобильных кредитов, лизинговых и страховых активов. При этом необходимо понимать, что эти инструменты, выпускаемые как облигации, несут риски, свойственные для высокорисковых производных финансовых инструментов (деривативов). Раскрытие информации и своевременное уведомление инвесторов о рисках в российской практике затруднено в связи с институциональными особенностями отечественной экономики, в частности, представлением законодательством финансового инструмента либо в роли ценной бумаги, либо в роли производного финансового инструмента. Ситуация осложняется еще и тем, что ЦБ РФ проводит жесткую политику против нетривиальных инструментов.

Существенной трудностью, которую испытывают эмитенты при выходе на рынок корпоративных облигаций, трудностью, связанной с финансовыми затратами, является высокая стоимость данного вида заимствования. Стоимость процедуры включения в Реестр бумаг, допущенных к торгам на Московской бирже, достигает 200 тыс. руб., поддержание листинга - порядка 100 тыс. руб.²

В целях поиска источников фондирования и привлечения конечных инвесторов компании, решившей выйти на рынок долгового финансирования, необходимо осуществить поиск риск-координаторов (андеррайтеров - инвестиционных банков, в том числе способных произвести организацию будущего размещения ценных бумаг), а также получить рейтинг у кредитно-рейтинговых агентств, что связано со значительными финансовыми и временными издержками. Поэтому, исходя из того, что ставки по банковским кредитам для корпоративного сектора экономики больше, чем средние купонные ставки по облигациям, предприятиям сегмента микро- и малого бизнеса, не рассматривающим в будущем об-

лигационный займ в качестве регулярного источника фондирования хозяйственной деятельности, разумнее получить банковский кредит. Инвесторам важно понимать, что доходность "дебютных" облигационных выпусков ниже, чем ставки будущих размещений, если организация планирует таковые.

Еще одной важной проблемой рынка корпоративных облигаций является весьма скромный спектр финансовых долговых инструментов. Один из наиболее распространенных инструментов долгового рынка - облигация с купонным доходом, включающая фиксированную процентную ставку, которая указывается эмитентом либо в проспекте эмиссии при размещении, либо в каждом последующем отчете. Следует отметить то обстоятельство, что на рынке корпоративных облигаций происходит сокращение доли финансовых инструментов с плавающей процентной ставкой. В то же время данный факт должен служить фактором привлечения инвесторов. Так, доля займов с плавающей ставкой на 2006 г. составляла 7,1% от размещений на российском рынке корпоративных облигаций, в 2016 г. эта доля сократилась до 4%³. Как правило, эмитенты используют в качестве базовой ставки ставку ЦБ России и изредка - такие показатели, как, например, уровень инфляции.

Обсуждение

По данным Аналитического кредитного рейтингового агентства⁴, по состоянию на 31.12.2018 г. объем российского рынка облигаций оценивался в размере 300 млрд долл. с количеством заемщиков от 350 до 450. Доля российского рынка корпоративных облигаций составляет 0,5% от размера международного облигационного рынка. Это обстоятельство обусловлено двумя существенными факторами:

1) молодостью российского рынка облигаций (первые корпоративные облигации были выпущены в конце 1990-х гг.);

2) подрывом доверия инвесторов к данному виду заимствований на фоне кризисов 1998, 2008, 2014 гг.

В то же время рост выпущенных облигаций продолжает увеличиваться, несмотря на нестабильность в национальной экономике (рис. 2).

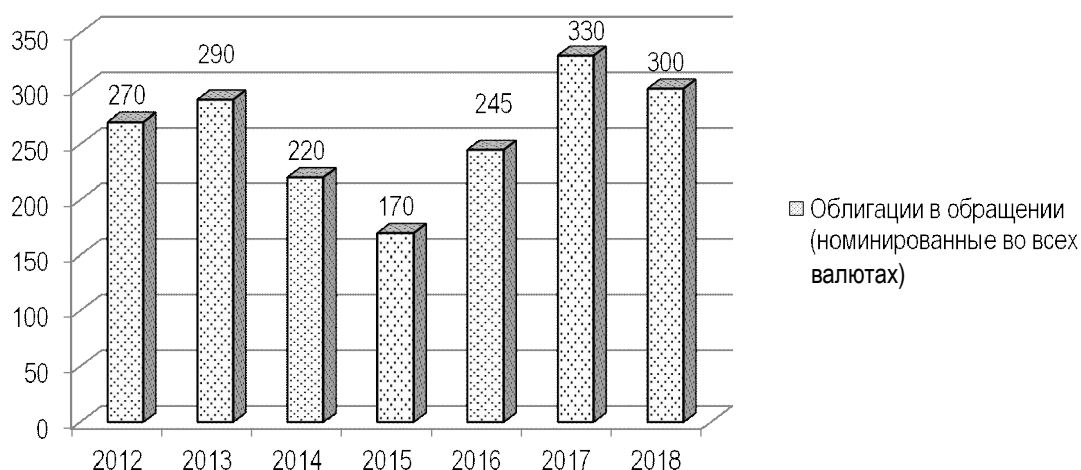


Рис. 2. Динамика рынка облигаций в РФ (по состоянию на конец года), млрд руб.*

* Составлено автором на основе данных www.cbonds.ru.

В России рынок корпоративных облигаций не является диверсифицированным (рис. 3). Самым крупным эмитентом выступает Роснефть, объем облигаций в стоимостном выражении составляет порядка 44,5 млрд руб.

Значительная часть облигаций в России выпущены и имеют обращение на организованном биржевом рынке, однако эмиссия и обращение корпоративных облигаций возможны без осуществления листинга.

Начиная с 2014 г. биржевые облигации практически полностью заменяют обращение классических корпоративных облигаций. Это связано с их более быстрой и удобной регистрацией. Появляются так называемые коммерческие облигации, призванные заменить

собой векселя, но они особой популярности не приобрели.

С 2015 г. в России наблюдается снижение диверсификации корпоративного сегмента рынка облигаций, что объясняется прошедшей рецессией и ростом реальной процентной ставки.

Значительное количество дефолтов по российским корпоративным облигациям произошло во время международного кризиса 2008-2009 гг. (рис. 4). В 2018 г. по облигациям 31 компании, включая специально созданные компании (так называемые организации проектного профиля), был зафиксирован реализованный риск неплатежа. Их рост в период с 2013 г. обусловлен усилен-

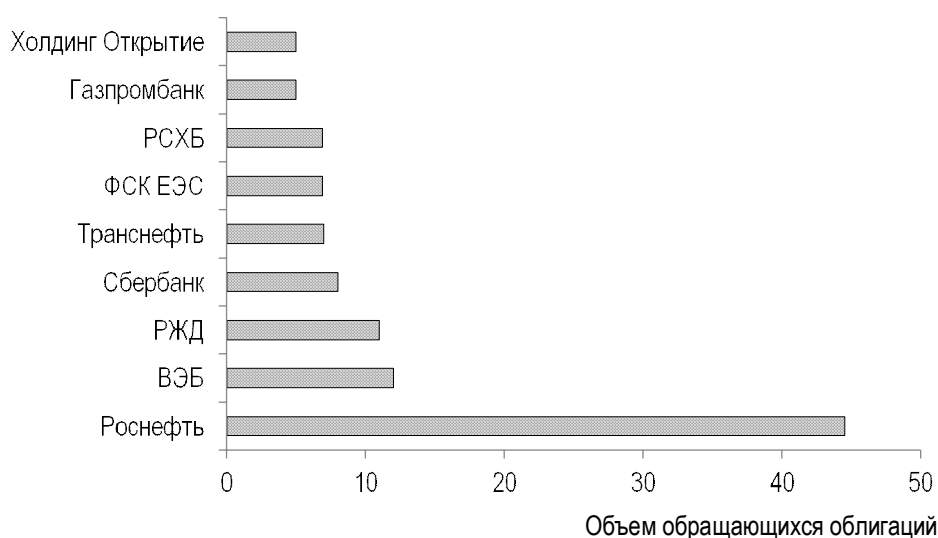


Рис. 3. Список крупнейших эмитентов корпоративных облигаций в РФ (по состоянию на март 2019 г.), млрд руб.*

* Составлено автором на основе данных www.cbonds.ru.

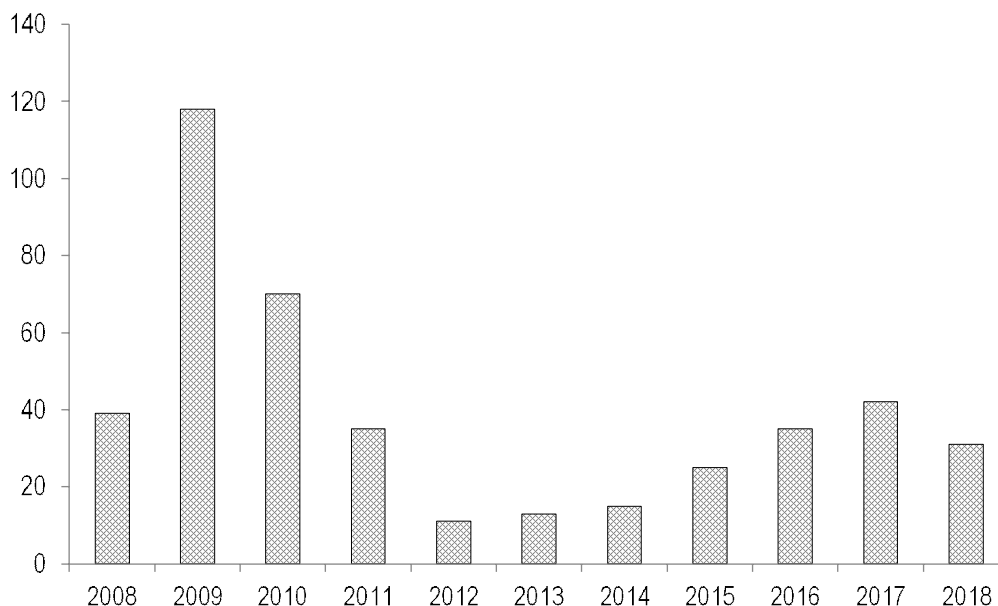


Рис. 4. Динамика численности компаний, по облигациям которых произошел дефолт*

* Составлено автором на основе данных www.cbonds.ru.

ем норм регулирования, условиями низкой инфляции и снижения прибыли компаний-эмитентов.

Финансовый рынок России отличается свободным движением капитала в силу отсутствия внутренних норм, сдерживающих нерезидентов от покупки российских ценных бумаг, включая инструменты с фиксированной доходностью. По сравнению с облигациями, эмитируемыми европейскими или американскими компаниями, облигации российских компаний имеют более высокие риски и более высокие доходности. Поэтому многие международные инвесторы, не имеющие повышенных требований к уровню риска, покупают ценные бумаги в целях диверсифика-

ции портфелей. Структура российского рынка корпоративных облигаций в разрезе по отраслям представлена на рис. 5.

Можно выделить основные тенденции, сложившиеся в 2017-2019 гг. на рынке корпоративных облигаций:

- ◆ увеличение сроков заимствования. Средняя дюрация, представляющая собой средневзвешенный срок потока платежей, составила 3,2 года;
- ◆ отсутствие спроса на сложные структурированные облигации;
- ◆ стабильный спрос на облигации, номинированные в валюте;
- ◆ расширившийся рост размещения облигаций компаний строительного сектора;

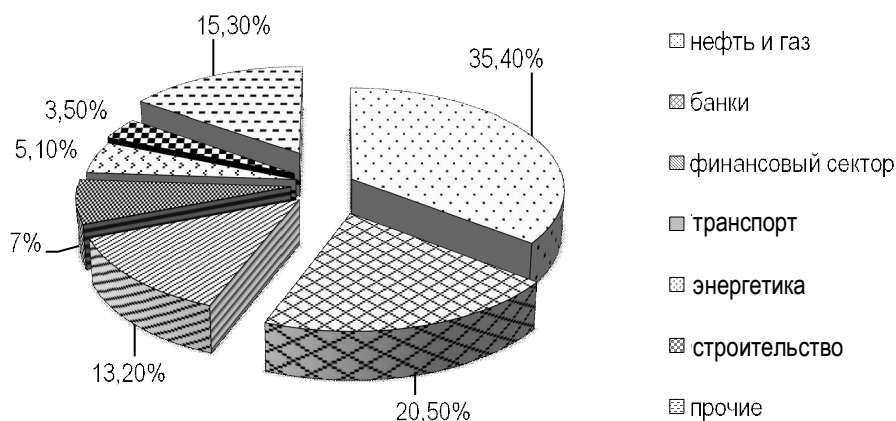


Рис. 5. Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций*

* Составлено автором на основе данных www.region.ru.

♦ отсутствие в 2017 г. на рублевом рынке облигаций компаний металлургического сектора;

♦ практически полное отсутствие “новичков” на рынке облигационных заимствований (кроме, например, “Детский мир”, “Сибур” и др.).

Нужно также сказать о появлении нового инструмента для заимствования - краткосрочных ценных бумаг для управления ликвидностью, выпущенных впервые ПАО ВТБ⁵ (в этих целях ранее заемщики выходили на рынок межбанковского кредитования).

В качестве прогноза развития рынка корпоративных облигаций отметим, что окончательное завершение рейтинговой реформы позволит национальным рейтинговым агентствам повысить объем деятельности и увеличить перечень потенциальных эмитентов на рынке корпоративных облигаций. Главными покупателями на рынке корпоративных облигаций станут банки, в отношении которых предполагается увеличение профицита ликвидности. Можно сказать, что средства, полученные инвесторами в результате проводимых эмитентами купонных выплат по обращающимся на рынке корпоративным облигациям, а также в результате их погашения, будут использованы инвесторами в качестве источников для реинвестирования в сегмент корпоративных облигаций.

Порядка 44% выпусков на рынке облигаций осуществляют финансовые институты. Учитывая, что структура российского рынка корпоративных ценных бумаг немного более подвержена диверсификации, чем структура ряда европейских рынков, капитализация фондового рынка в России обеспечена 6 крупнейшими организациями - их общая стоимость переваливает за 1 трлн руб., иные предприятия стоят намного дешевле. Самой “дорогой” организацией РФ является ПАО Сбербанк - капитализация 3,7 трлн руб., второе место у компании “Роснефть” - 3,3 трлн руб., третье место занимает ПАО “Газпром” - 2,8 трлн руб.

Важным трендом является повышение интереса инвесторов к долгосрочным облигациям. На текущий день, с точки зрения инвесторов, 5-летняя облигация менее привлекательна, чем 7-летняя облигация, что объясняется возможностью получения более высокой дюрации⁶.

Данный процесс производит двойной эффект: он приводит к уменьшению разницы в цене между 5- и 7-летней облигациями, и следовательно, становится выгодным для эмитентов.

Заключение

Исследуя рынок корпоративных облигаций в 2016-2019 гг., можно сделать следующий вывод⁷: наибольшую долю на данном рынке занимает нефтегазовый сектор (35,4%), за ним следует банковский сектор (20,5%). Из отраслей реального сектора экономики преобладают ценные бумаги эмитентов из сектора транспорта и энергетики с долями 7,6% и 5,1% соответственно, облигации строительных компаний занимают долю в 3,5%.

Таким образом, основными характеристиками, позволяющими судить о развитии рынка долгового корпоративного финансирования посредством облигационной эмиссии, служат углубление инструментариев рынка корпоративных облигаций, привлечение к торгам частных инвесторов, увеличение количества выпусков долгосрочных ценных бумаг и появление российских облигаций, номинированных в валюте, как альтернативе евробондам. Рынок корпоративных облигаций, при условии совершенствования институциональной среды финансового рынка, способен стать полноценной заменой кредитным источниками финансирования реальной хозяйственной деятельности.

¹ URL: www.cbonds.ru.

² Листинг Московской биржи: Информация о дефолтах и технических дефолтах. URL: <https://www.moex.com/ru/listing/emidocs.aspx?type=4>.

³ Динамика объемов рынка корпоративных облигаций ИА “Финмаркет”. URL: <http://www.rusbonds.ru/compare.asp>.

⁴ URL: <https://acra-ratings.ru>.

⁵ *Мамонов М.* Поиск оптимальной глубины и структуры финансового сектора с точки зрения экономического роста, макроэкономической и финансовой стабильности // Деньги и кредит. 2018. Т. 77, № 3. С. 89-123.

⁶ *Теплова Т.В., Соколова Т.В.* Посткризисные тенденции на облигационном рынке // Финансы и кредит. 2014. № 25 (601). С. 2-15.

⁷ *Ермак А.* Долговой рынок, специальный обзор, 2019 г. : отчет группы компаний “Регион”. URL: <https://www.region.ru/upload/iblock/4d7/4d718c0e02f2659903f90b48d53bcc5d.pdf>.

Поступила в редакцию 10.04.2020 г.

KEY FEATURES OF MODERN TRENDS IN THE CORPORATE BONDS MARKET IN THE RUSSIAN ECONOMY

© 2020 N.A. Petrov*

The study considers the causes of changes in the volume of the corporate bond market in the domestic economy and the dynamics of defaults using these financial market instruments. To achieve this goal, the structure of the corporate bonds market and the volume of their placement are analyzed, the main market participants are considered, and a forecast for the development of the corporate bonds market in the short-term period is presented. It is suggested that certain categories of corporate bonds that securitize some financial assets, for example, such as mortgage loans or leasing assets, become more important. When solving the problem of studying the domestic market for corporate bonds, the sectoral structure of this market is considered, positive and negative trends are identified. As a result, using statistical and analytical methods, the key problems of the development of the corporate bond market in Russia are identified, the main trends in this financial segment are identified, and the main ways to expand it are identified.

Keywords: underwriter, diversification, default, duration, bond, refinancing, risk, securitization.

Highlights:

- ◆ innovations in the corporate bond market in the form of bonds securitizing certain assets are highlighted; bonds issued based on blockchain technology, as well as short-term bonds for liquidity management are considered;
- ◆ the structure of the corporate bond market in the domestic economy is determined and the key development trends of this segment of the financial market are identified;
- ◆ the main problems of the development of the corporate bond market are analyzed.

Received for publication on 10.04.2020

* Nikita A. Petrov, Candidate of Economics, Associate Professor of the Department of Economic Theory of Samara State University of Economics. E-mail: petrovnkt@gmail.com.