

РАЗВИТИЕ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ В РОССИИ:
ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ

© 2018

Корень Андрей Владимирович, кандидат экономических наук,
доцент кафедры экономики**Пустоваров Артем Андреевич**, студент*Владивостокский государственный университет экономики и сервиса
(690014, Россия, Владивосток, ул. Гоголя, 41, e-mail: artem.pustovarov@vvsu.ru)*

Аннотация. В работе рассматриваются особенности развития современного рынка облигаций в Российской Федерации. Исследуются структура долгового рынка, интересы инвесторов и эмитентов, а также задачи, решаемые участниками рынка облигаций в текущей макроэкономической конъюнктуре. Подробно изучаются причины, препятствующие росту долгового рынка РФ. В процессе изучения особенностей национального долгового рынка рассматриваются факторы, повышающие привлекательность рынка для разных категорий участников рынка. Подробно рассматриваются налоговые льготы, позволяющие физическим лицам использовать облигации в качестве выгодного инструмента личных сбережений. Рассмотрены преимущества привлечения капитала путём использования биржевых и коммерческих облигаций, приводится их сравнительная характеристика и область применения. Дается характеристика инвестиционных рисков и способов защиты интересов инвесторов в зависимости от вида облигаций. На основе сравнительного анализа источников финансирования деятельности российских компаний получены выводы о том, что привлечение капитала на рынке облигаций существенно дешевле и проще использования банковских кредитов. Получены выводы о том, что рынок облигаций является важнейшей частью современного рынка ценных бумаг, его развитие в условиях снижения ключевой ставки Центрального Банка РФ будет оказывать всё большее влияние на структуру инвестиционных портфелей банков и физических лиц. При этом значительный потенциал роста рынка облигаций может быть реализован уже в среднесрочной перспективе.

Ключевые слова: облигации, рынок облигаций, коммерческие облигации, биржевые облигации, биржевые торги, корпоративные облигации, государственные облигации, ценные бумаги, эмитент, эмиссия, брокер, инвестиции, долговой рынок, привлечение капитала, корпоративный долг.

THE EVOLUTION OF THE RUSSIAN BOND MARKET.
PROBLEMS AND PROSPECTS

© 2018

Koren Andrey Vladimirovich, candidate of economical science,
associate professor of the chair of economics**Pustovarov Artem Andreevich**, student*Vladivostok State University of Economics and Service
(690014, Russia, Vladivostok, street Gogolya, 41, e-mail: artem.pustovarov@vvsu.ru)*

Abstract. The article reviews the features of the modern Russian bond market development. The structure of the debt market, the interests of investors and issuers, as well as the tasks to be solved by bond market participants in the current macroeconomic environment are explored. The reasons preventing the Russian debt market growth are studied in detail. In exploring the features of the national debt market, factors increasing the attractiveness of the market for different categories of market participants are reviewed. Tax incentives that allow individuals to use bonds as a cost-effective tool for personal savings are discussed in detail. The advantages of attracting capital through the use of exchange-traded bonds and commercial papers are considered, their comparative characteristics and scope are given. The risks characteristics and the ways for investors' interests' protection depending on types of bonds are given. Basing on Russian companies financing sources comparative analysis, it was concluded that attracting capital is significantly cheaper and easier than using bank loans. It is concluded that the bond market is an important part of the modern securities market, and its development in the context of lowering the key rate of the Central Bank of Russia will have a greater impact on the banks and individuals investment portfolios structure. At the same time, a significant bond market growth potential can be implemented already in the medium term.

Keywords: bonds, bond market, commercial papers, exchange-traded bonds, exchange tenders, corporate bonds, government bonds, securities, issuer, emission, broker, investment, debt market, capital raising, corporate debt.

Постановка проблемы в общем виде и ее связь с важными научными и практическими задачами.

Роль облигаций как инструмента, позволяющего финансировать деятельность компаний без права на управление ими, на финансовом рынке России постоянно растет. Рынок облигаций динамичен и котировки достаточно быстро реагируют под влиянием трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и текущей динамики процентных ставок. Облигации как выгодный способ привлечения капитала являются альтернативой банковскому кредитованию, а проблема необходимости диверсификации источников финансирования деятельности компаний с помощью долговых ценных бумаг в настоящее время является особенно актуальной.

Анализ последних исследований и публикаций, в которых рассматривались аспекты этой проблемы и на которых обосновывается автор; выделение неразрешенных ранее частей общей проблемы.

Проблемы развития рынка облигаций подробно рассматривались в работах Е.И. Воробьевой, К.Р. Ким, Ю.Н. Воробьева и Т.В. Тепловой и др. [1, с. 95; 2, с. 37; 3, с. 120; 4-9]. В работах учёных дается позитивная

оценка перспектив долгового рынка России, основанная на подробном исследовании макроэкономических параметров.

Вопросы эффективности использования индивидуальных инвестиционных счетов для покупки облигаций подробно рассмотрены в исследованиях В.Н. Пахмутова, А.Ю. Глущенко и А.Н. Голояда [10, с. 16; 11; 12, с. 1697]. Сравнительный анализ облигаций, депозитов и банковских кредитов проводился в работах К.В. Галенской, Т.В. Тепловой и И.Е. Шакер [13; 14].

Тем не менее, в условиях постоянного изменения ключевой ставки ЦБ РФ, а также ужесточения денежно-кредитной политики в США, вопросы развития рынка облигаций в России продолжают оставаться открытыми. Ряд учёных считает, что главным параметром развития рынка облигаций будут показатели инфляции, предсказание которых в долгосрочной перспективе весьма затруднительно [15; 16]. Таким образом, вопрос справедливой и всесторонней оценки перспектив развития рынка облигаций остаётся открытым.

Формирование целей статьи (постановка задания).

Цель данной работы состоит в последовательном из-

учении проблем и перспектив развития рынка облигаций в Российской Федерации. Подробное изучение проблем развития национального рынка долговых финансовых инструментов в настоящее время является сложной и многоступенчатой задачей. Кроме того, необходимо сформулировать основные макроэкономические факторы, оказывающие как негативное, так и позитивное влияние на объёмы эмиссии долговых ценных бумаг. Оценка положительной динамики привлечения капитала на долговом рынке в привязке к различным видам облигаций может решить эту задачу.

Одной из важных задач настоящего исследования также является исследование спроса на облигации, определение причин его роста как через анализ новых налоговых льгот, так посредством изучения причин роста интереса инвесторов к данному классу финансовых активов.

Изложение основного материала исследования с полным обоснованием полученных научных результатов.

Одним из главных направлений развития финансовой системы государства на 2016–2018 гг. является стимулирование перехода экономических субъектов от дорогих банковских кредитов к заимствованиям на рынке публичного долга. В свою очередь, решения данной приоритетной задачи является частью стратегии развития финансового рынка страны [17]. Необходимо отметить, что увеличение выхода частных инвесторов и компаний на рынок публичного долга позволит более сбалансировано перераспределить ресурсы в экономике. Конечно, фондовый рынок России значительно уступает многим развитым и развивающимся странам, что даёт повод говорить о необходимости опережающего развития инфраструктуры долговых ценных бумаг.

В условиях современных реалий для компаний с хорошей кредитной историей облигации являются максимально выгодным инструментом финансирования, поскольку обладают дополнительной возможностью для расширения круга инвесторов как за счет средств институциональных инвесторов, так и накоплений физических лиц.

На данное время основу рынка публичного долга составляют размещаемые на бирже корпоративные облигации крупных компаний. В динамике просматривается рост объема рынка публичного долга и доли в нем корпоративных облигаций.

Выход с займом на рынок облигаций могут позволить себе только крупные компании, размещаемый долг которых будет исчисляться сотнями миллионов рублей. Переход крупных заёмщиков на рынок публичного долга приводит к уменьшению крупных должников для банков, способствуя интенсивному и гибкому развитию кредитов для малого и среднего бизнеса [18].

Этой тенденции способствует увеличение устойчивости банковского сектора за счет докапитализации ряда кредитных организаций, отзыва лицензий и перераспределения клиентов рынка банковских услуг к его финансово устойчивым участникам. В условиях притока дополнительной ликвидности за счет этих факторов и оттока крупных заёмщиков банки вынуждены будут идти на увеличение разделения рисков, связанных с особенностями бизнеса их клиентов, и снижение ставки кредитования не только для юридических, но и физических лиц.

Сейчас процедура выпуска корпоративных облигаций становится более удобной [19]. При одновременной регистрации от двух выпусков облигаций компании для них может быть сделан один проспект ценных бумаг, что позволяет занимать необходимую сумму постепенно (в разные сроки во время периода размещения, но не более года со дня регистрации проспекта эмиссии). Невелика продолжительность рассмотрения инициативы: в течение 30 дней с момента получения документов Центробанк обязан зарегистрировать выпуск и проспект ценных бумаг или отказать. Если в случае отказа компа-

ния за 3 месяца с момента подачи документов на предварительное рассмотрение успевают устранить все недочёты и повторно подать документы, то в течение 10 рабочих дней с момента их получения Банк России проведет регистрацию выпуска. Подача документов на регистрацию осуществляется на бумажном носителе или в форме электронных документов согласно требованиям Банка России [20].

Развитие фондового рынка во многом связано со спросом на его продукты, поэтому важно учитывать и активность частных инвесторов. Объем вложений в корпоративные облигации в настоящее время не очень большой и оставляет надежды на значительный рост в будущем. Причиной этому является невысокий уровень финансовой грамотности потенциальных инвесторов. Исходя из этого, можно охарактеризовать долю ценных бумаг в денежных накоплениях населения как стабильную. Объем и состав денежных накоплений населения на начало 2017 и 2018 годов представлены на рисунке 1.

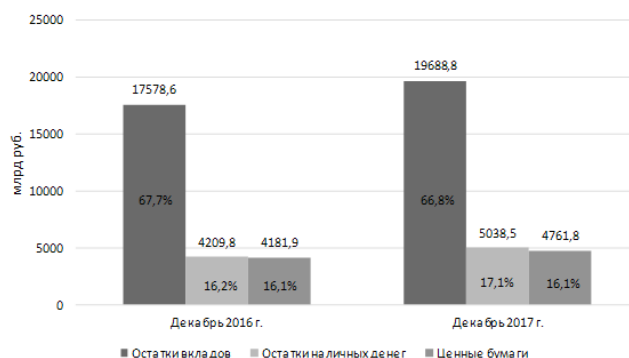


Рисунок 1 - Объем и состав денежных накоплений населения на начало 2017 и 2018 годов

Учитывая столь низкий уровень инвестиций физических лиц в инструменты корпоративного долга, целесообразно вести работу по упрощению выхода населения на фондовый рынок, а также увеличению доступности финансовых инструментов для людей среднего и низкого уровня достатка [21]. С этих позиций разумно рассмотреть развитие рынка брокерских услуг. Например, проект группы Freedom Finance «Freedom24.ru», представляющий собой интернет-магазин, позволяет в упрощенном виде приобрести ценные бумаги практически любого эмитента. Полное информационное сопровождение и доступность предоставляемой аналитики позволяет даже низкоквалифицированным инвесторам открыть брокерский счет и совершать операции. Подобного рода услуги оказывает и Сбербанк в приложении «Сбербанк Инвестор» для физических лиц.

Интерес населения к подобным проектам связан со снижающимися ставками по вкладам, а также освобождением от уплаты НДФЛ по купонному доходу с облигаций отечественных эмитентов, которые выпущены в течение трех лет с января 2017 года. Но на рынке облигаций для населения существенно больше рисков, поскольку эти вложения государством не застрахованы. Перед человеком будет стоять необходимость узнать рейтинг кредитоспособности эмитента, а также выяснить степень устойчивости финансового посредника (брокера или банка) и размер его комиссий, что является достаточно сложной задачей [22].

Сейчас на рынке все больше и больше новых долговых инструментов. В частности, с 2014 года в российском законодательстве появился термин «коммерческие облигации», а уже летом 2016 года появились первые выпуски этих ценных бумаг. Этот инструмент представляет собой прототип еврокоммерческих бумаг. Коммерческие облигации – ценные бумаги, размещаемые в документарной форме на предъявителя в рамках эмиссии без проспекта облигаций и залогового обеспе-

чения [23].

По своей сущности их эмиссия удобна для сделок по внутригрупповому кредитованию, поскольку упрощается процедура переуступки прав требований и объем заимствований достаточен для привлечения нескольких институциональных инвесторов. Для крупных компаний применение этого инструмента выгодно экономией времени и снижением затрат на эмиссию по сравнению с размещением бумаг на бирже. Несомненно, использование коммерческих облигаций применимо и в малом, в и среднем бизнесе, поскольку последние могут быть не готовы к эмиссии бумаг на публичный рынок из-за своей организационной структуры и малого объема выпуска [24]. Сравнительная характеристика биржевых облигаций и коммерческих приведена в таблице 1.

Таблица 1 - Основные характеристики биржевых и коммерческих облигаций

Критерии сравнения:	Биржевые облигации	Коммерческие облигации
Регистрация выпуска, присвоение идентификационного номера	Биржа	Национальный расчетный депозитарий
Листинг, обслуживание	Биржа, Национальный расчетный депозитарий, одновременно с регистрацией выпуска	Национальный расчетный депозитарий
Регистрация проспекта ценных бумаг	Требуется	Отсутствует
Обращение бумаг	Биржевое	Внебиржевое
Размер заимствований	Установлен биржей	Не ограничен
Валюта выпуска	В любой валюте с расчетами в рублях	
Срок обращения	Без ограничений	
Аудиторская отчетность	Требуется	Необязательна
Раскрытие информации	Требуется (отчетность по стандартам МФСО, утвержденная аудитором)	Требуется (упрощенное раскрытие информации)
Кредитный рейтинг	Требуется для котировального списка 1 уровня	Не требуется
Способ размещения	По открытой подписке	По закрытой подписке, но до 500 инвесторов
Залоговое обеспечение	Не требуется	
Государственная регистрация отчета	Отсутствует	

Справедливости ради следует отметить, что первоначальным риском при приобретении коммерческих облигаций является оценка кредитоспособности компании. Этот риск обусловлен отсутствием залога и ограниченностью раскрываемой информации. В основном раскрытию подлежат расчеты чистых активов компании и информация о выпуске, даты размещения и погашения и размере купона. Распространение по закрытой подписке делает этот инструмент схожим с необеспеченными кредитами и бланковыми векселями, поэтому рост рынка этих облигаций повысит гибкость фондирования для заемщиков путем организации конкуренции как на рынке банковского кредитования, так вексельного, который практически не регулируется. Приобрести коммерческие облигации – значит дать займы, исходя из доверия, выраженного уровнем процентной ставки. Что касается защиты интересов инвесторов, то к таким долговым инструментам распространяются те же требования, что и к обычным облигациям. Национальный расчетный

депозитарий выступает надежным гарантом, поскольку ведется контроль за раскрытием информации и учет перепродаж [25].

Степень выгодности размещения для эмитента во многом зависит от стоимости и особенностей размещения. Наглядно затраты для эмитента с большим по объему размещением с учетом НДС в 2017 году представлены на рисунке 2.

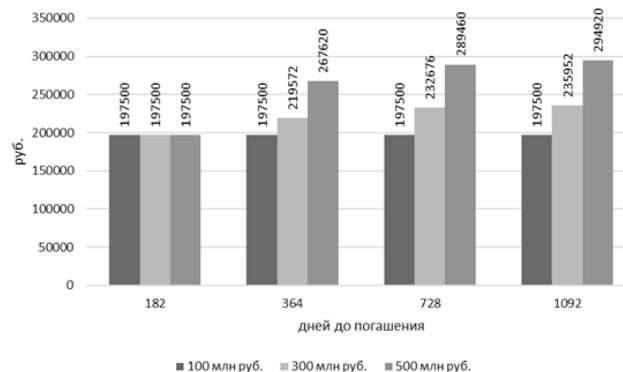


Рисунок 2 - Затраты эмитента на размещение облигаций в рублях с учетом НДС

На рисунке отражена сумма стоимости регистрации выпуска корпоративных облигаций, стоимости хранения сертификата и обслуживания выпуска в Национальном расчетном депозитарии в зависимости от объема выпуска и количества дней до погашения. Стоит отметить, что в рамках тарифов регистрация выпуска в 2017 году составляла 147 500 рублей, регистрация программы 94 400 рублей, регистрация второго и последующего выпуска (при одновременной подаче комплекта документов по нескольким выпускам) 47 200 рублей [26; 27].

Выводы исследования и перспективы дальнейших исследований данного направления. Несмотря на множество существующих для инвесторов рисков, рынок корпоративных облигаций успешно развивается, что свидетельствует о выгоде соотношения риска и доходности долговых инструментов как для инвесторов, так и для эмитентов. Рынок облигаций является важной частью рынка ценных бумаг, его развитие в текущей экономической конъюнктуре будет оказывать всё большее влияние на структуру инвестиционных портфелей банков и физических лиц. Значительный потенциал роста рынка облигаций будет реализован уже в среднесрочной перспективе, поскольку его развитие стимулируется на государственном уровне, а проблема низкого уровня финансовой грамотности будет компенсироваться увеличением доступности брокерских услуг. Кроме того, интерес со стороны корпоративного сектора в эмиссии облигаций становится всё большим, поскольку в условиях постоянного снижения ключевой ставки ЦБ РФ, становится возможным рефинансировать старые кредиты с более высокими ставками.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ:

1. Воробьева Е.И. Российский рынок облигаций: состояние и перспективы // Научный вестник: финансы, банки, инвестиции. 2017. № 2 (39). С. 90–101.
2. Ким К.Р. Российский рынок корпоративных облигаций: ключевые показатели и тенденции развития // Журнал научных и прикладных исследований. 2016. № 6. С. 36–38.
3. Воробьев Ю.Н. Фондовый рынок российской федерации: состояние и перспективы // Научный вестник: финансы, банки, инвестиции. 2017. № 1 (38). С. 111–126.
4. Теплова Т.В. Долговая нагрузка: реалии и тенденции на рынке публичного долга США, Европы, развивающихся стран и России // Управление корпоративными финансами. 2015. № 2. С. 74–93.
5. Полтева Т.В. Конвертируемые облигации: анализ

преимуществ и рисков // Карельский научный журнал. 2013. № 3. С. 26-27.

6. Баранова А.Ю. Курортная облигация как источник инвестирования индустрии гостеприимства // Актуальные проблемы экономики и права. 2016. № 1. С. 71-78.

7. Курилова А.А., Полтева Т.В. Сравнительная характеристика моделей оценки рыночной стоимости ценных бумаг // Вестник НГИЭИ. 2016. № 5 (60). С. 34-40.

8. Ващенко И.Ю. Определение точки экономического краха при наблюдении за макроэкономическими показателями во взаимосвязи с финансовыми рынками // Балтийский гуманитарный журнал. 2014. № 2. С. 53-56.

9. Павлова Е.В., Золотарева Е.Н. Модель разграничения рынков ценных бумаг и финансовых инструментов по критериям срочности и производности // Вестник НГИЭИ. 2016. № 5 (60). С. 59-66.

10. Пахмутов В.Н. Индивидуальный инвестиционный счет как инструмент привлечения физических лиц на рынок государственных облигаций // Высшая школа. 2016. № 13. С. 15-17.

11. Глущенко А.Ю. Инвестиционная привлекательность облигаций для физических лиц после введения льготного налогообложения на рынке корпоративных облигаций // Экономика и предпринимательство. 2017. № 9-3 (86-3). С. 1037-1039.

12. Корень А.В., Голояд А.Н., Ивашинникова Е.А. Анализ новых возможностей эффективных инвестиций на основе использования индивидуального инвестиционного счета // Международный журнал прикладных и фундаментальных исследований. - 2016. - № 12-9. - С. 1696-1699.

13. Галенская К.В., Теплова Т.В. Облигации или банковские кредиты: выбор компаний и реакция инвесторов на российском фондовом рынке // Управленческий учет и финансы. 2016. № 3. С. 172-197.

14. Шакер И.Е. Финансовые инструменты как альтернатива банковским депозитам // Финансы, деньги, инвестиции. 2017. № 3 (63). С. 24-29.

15. Шамкина Е.В., Козыренко А.О. Формирование и развитие рынка корпоративных облигаций // Фундаментальные и прикладные исследования в современном мире. 2016. № 14-2. С. 113-116.

16. Теплова Т.В., Соколова Т.В., Теплов А.С. Качество институтов и импортозамещение капитала: межстрановое исследование рынка корпоративных облигаций // Journal of Institutional Studies. 2017. Т. 9. № 2. С. 97-118.

17. Соколова Т.В. Анализ факторов, влияющих на развитие рынка корпоративных и государственных рублевых облигаций // Управление корпоративными финансами. 2015. № 5. С. 294-307.

18. Горбатилов Е., Худько Е. Финансовые рынки // Экономическое развитие России. 2015. Т. 22. № 7. С. 62-67.

19. Задорожная А.Н. Влияние ковенантов на доходность корпоративных облигаций // Финансы и кредит. 2015. № 7 (631). С. 34-44.

20. Михайлов А.Ю. Прогнозирование доходности российских государственных облигаций // Банковское дело. 2015. № 9. С. 62-65.

21. Ермолаева О.В. Эмиссия облигаций как источник финансирования деятельности организаций // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2017. Т. 10. № 3 (333). С. 299-310.

22. Мякишев М.П., Сафронов А.А., Стерхов А.В. Дефолты по корпоративным облигациям // Научная перспектива. 2016. № 5. С. 24-27.

23. Гуров И.Н. Финансовые инструменты с защитой доходности от инфляции на российском рынке капитала: первый опыт и перспективы // Финансы: теория и практика. 2017. Т. 21. № 5. С. 140-149.

24. Мелых А.Я. Корпоративные облигации как источник финансирования компании // Вестник ИЭАУ.

2016. № 13. С. 16.

25. Карауш Д.М. Использование долговых инструментов в финансовом инжиниринге // Финансовые исследования. 2015. № 2 (47). С. 36-44.

26. Ивлев С.С. Развитие инвестиционных фондов ETF в России как способ привлечения инвестиций // Экономика и предпринимательство. 2017. № 8-3 (85-3). С. 1158-1161.

27. Гончаренко Т.В. Современная практика операций коммерческих банков с ценными бумагами // Экономика и предпринимательство. 2015. № 2 (55). С. 998-1002.

Статья поступила в редакцию 04.04.2018

Статья принята к публикации 25.06.2018