

ФИНАНСЫ

УДК 336.763.3

DOI: 10.17223/19988648/44/10

Н.И. Берзон, Т.М. Ерофеева

РОССИЙСКИЙ РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ: ИСТОРИЯ РАЗВИТИЯ, ТЕКУЩИЕ ТЕНДЕНЦИИ, ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ

В настоящее время экономика страны остро нуждается в стимулировании инвестиционного спроса для обеспечения экономического роста. Одним из драйверов роста является российский фондовый рынок в целом и корпоративных облигаций в частности. В статье рассматриваются основные этапы развития российского долгового рынка, представлен анализ основных характеристик текущего состояния рынка корпоративных облигаций, обозначены основные тренды и проблемы. По результатам анализа выявлен ряд негативных факторов, оказывающих сдерживающее влияние на развитие рынка, и определены важнейшие предпосылки, способствующие дальнейшему его развитию.

Ключевые слова: российский долговой рынок, корпоративные облигации, доходность корпоративных облигаций, объем эмиссии.

Российская экономика за последние 20 лет перенесла воздействия трех кризисов. Истоки причин и последствия были различны. Но так или иначе фондовому рынку России также пришлось столкнуться с определенными вызовами, поскольку состояние экономики напрямую оказывает воздействие на финансовые рынки. В то же время финансовые рынки в целом и фондовый рынок в частности могут влиять на темпы экономического роста страны.

Основная роль современного фондового рынка, как механизма, позволяющего привлекать, перераспределять свободные финансовые ресурсы, способствуя не только росту экономической эффективности, но и оказывая существенное влияние на макроэкономические процессы в целом, обеспечивать рост экономики.

Корпоративные облигации являются одним из инструментов, с помощью которого функционирует данный рынок. С одной стороны, корпорации решают задачи по обеспечению деятельности компании финансовыми ресурсами (как в инвестиционных целях, так и для обеспечения операционной деятельности), с другой – инвесторы решают свои задачи по сохранению и преумножению своего капитала. Текущие тенденции в мировой и отечественной экономике, нестабильность на финансовых рынках, связанная как с экономическими, так и с политическими факторами, все усложняющиеся условия и конъюнктура инструментов финансового рынка обу-

словливают дальнейший интерес к изучению данной темы. Несмотря на достаточно большое внимание исследователей к этой теме как в России, так и за рубежом, она остается актуальной для изучения.

История развития

Если обратиться к истории развития российского рынка корпоративных облигаций, который насчитывает немногим более 15 лет, мы можем отметить несколько этапов развития.

Первый этап. Возникновение облигационного рынка в России берет свое начало в 1993 г., когда выходит Постановление Правительства РФ № 107 «О выпуске государственных краткосрочных бескупонных облигаций (ГКО)». Период с 1992 по 1993 г. можно отметить как период зарождения и становление рынка корпоративных облигаций, характеризующийся еще незначительными объемами выпуска и доли корпоративных облигаций в общем объеме бумаг, обращающихся на рынке ценных бумаг. За этот период осуществлено 260 выпусков корпоративных облигаций номинальной стоимостью порядка 6 трлн неденоминированных рублей, а в 1998 г. было зарегистрировано 93 выпуска на сумму 7,9 млрд деноминированных рублей [1]. Последовавший вскоре мировой финансовый кризис прервал наметившееся развитие фондового рынка и негативно отразился в целом на экономике страны, что еще раз подтвердило факт тесной взаимосвязи рынков капитала в процессе глобализации мировой экономики.

Второй этап. Дальнейшее развитие российского рынка корпоративных облигаций продолжилось в начале 2000-х, когда уже полностью были преодолены последствия кризиса 1998 г. Объемы выпуска корпоративных облигаций прирастали из года в год: 2001 г. – 28 млрд руб., 2002 г. – 56 млрд руб., 2003 г. – 83 млрд руб., 2004 г. – 142 млрд руб., 2005 г. – 270 млрд руб., 2006 г. – 481 млрд руб., 2007 г. – 486 млрд руб. [1]. Данный этап развития рынка корпоративных облигаций характеризуется значительным увеличением объема эмиссии в целом, увеличением размера эмиссии на одного эмитента, расширением списка отраслевой принадлежности эмитентов. В этот период наметилась тенденция к росту доли финансирования предприятий за счет облигационных займов в общей структуре долгового финансирования. Последующее развитие российского фондового рынка вновь было прервано очередным мировым финансовым кризисом 2008 г. Истоки его возникновения берут свое начало в США и связаны с ипотечным кризисом в стране и падением цен на недвижимость. Он сопровождался рядом негативных тенденций, обусловленных в первую очередь с кризисными явлениями в мировой экономике, падением цен на нефть, выводом капитала иностранных инвесторов из России и последующим снижением котировок акций, падением индекса РТС, который колебался в начале 2008 г. в диапазоне 2000–2100 пунктов. В результате мирового финансового кризис привнес негативные тенденции и на долговой рынок России: объемы эмиссии всех видов облигаций резко сократились, произошел

спад и на рынке корпоративных облигаций. Многим корпоративным заемщикам пришлось не только отказаться от ряда инвестиционных программ для своего бизнеса, но и от уже запланированных ранее выпусков облигаций. Также последовал в 2008–2009 гг. шквал дефолтов, когда эмитенты по облигационным займам не способны были произвести купонные выплаты и платежи по основному долгу. Внутренний рынок корпоративных облигаций испытал первый шок.

Третий этап. Началом следующего этапа и восстановления долгового рынка России можно считать 2009 г. Последствия мирового кризиса 2008–2009 гг. имели некоторое влияние на экономику России, в том числе в части снижения темпов роста ВВП, реальных доходов населения, но данные показатели относительно быстро в последующем восстановились. Во многом этому способствовали и государственные меры: на поддержку российских компаний и рефинансирования их внешних долгов в тот год было выделено \$50 млрд, на поддержку российских банков – 1,3 трлн руб. Далее последовал этап активного развития облигационного рынка России. Во многом этому способствовали и законодательные инициативы (ФЗ № 138 от 27.07.2006 г. «О рынке ценных бумаг» с послед. изменениями), приведшие к упрощению процедуры выпуска облигаций и допуска на биржу эмитентов. Биржевые облигации можно было выпускать любому хозяйствующему субъекту, чьи акции или облигации были включены в котировальный список фондовой биржи. При этом срок увеличился с одного года до трех лет. Было положено начало формированию рынка биржевых облигаций. В этот период идет бурный рост и развитие облигационного рынка России (рис. 1). Наиболее интенсивно развивается рынок корпоративных облигаций, как рублевых, так и еврооблигаций. Последние востребованы эмитентами в первую очередь по причине увеличения сроков привлечения финансирования корпорациями, также немаловажно снижение цены заемного капитала из внешних источников (в среднем ниже на 2 процентных пункта). Активный рост и развитие рынка корпоративных облигаций продолжается вплоть до середины 2014 г., когда очередные кризисные явления стали оказывать давление на долговой рынок России.

Этот период характеризуется целым рядом негативных факторов: падением цен на нефть на мировых рынках, девальвацией национальной валюты, обострением геополитических отношений России со странами Европы и США, приведшим к ограничению внешнего заимствования и бегству инвестиционного капитала из страны, а также структурными проблемами в экономике страны и дефицитом государственного бюджета. Вслед за вынужденным увеличением Центральным банком России в декабре 2014 г. ключевой ставки до 17% взметнулась вверх и доходность по инструментам на долговом рынке России. Так, доходность рублевых корпоративных облигаций в составе индекса MICEX CBI TR достигла в октябре 2014 г. 11%, а в декабре 2014 г. увеличилась до 16% [2]. Такая ситуация в экономике и на долговом рынке России несколько прервала поступательное развитие рынка корпоративных облигаций. Российский рынок корпоративных облигаций испытал второй шок.

Четвертый – современный этап. Происходит восстановление после кризисных явлений 2014–2016 гг. С закрытием внешнего рынка финансирования для корпоративных эмитентов активно начал развиваться внутренний облигационный рынок. На протяжении периода 2015–2017 гг. вслед за постепенным снижением ключевой ставки Центральным банком РФ стали снижаться ставки доходности по корпоративным облигациям. Российский рынок корпоративных облигаций продолжил свой стремительный рост в абсолютном выражении, увеличивая также свою долю в ВВП, достигнув в 2017 г. 11,5 трлн руб., что составляет 12,5% от ВВП, в противовес аналогичным показателям 2014 г.: 6,6 трлн руб., 8,3% от ВВП.

Далее мы более подробно рассмотрим данные по динамике и текущему состоянию российского рынка корпоративных облигаций в различных аналитических срезах, сделав определенную оценку и аналитические выводы.

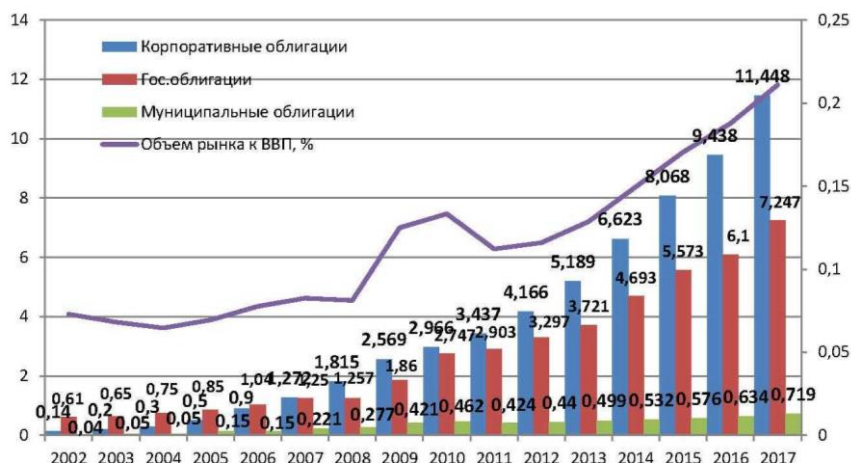


Рис. 1. Динамика, объем и структура внутреннего долгового рынка России, трлн руб.

Источники: информационные сайты cbonds.ru, naufor.ru,
информационный ресурс гос.статистики gks.ru

Из приведенных выше данных видно, что на протяжении обозначенного периода объем всего внутреннего облигационного рынка растет непрерывными темпами, увеличивая свой вес в ВВП с 7,3% в 2002 г. до 21,1% в 2017 г. Объем рынка корпоративных облигаций на конец 2017 г. достиг отметки в 11,5 трлн руб., что составило 12,5% от ВВП. Отличительной особенностью национального облигационного рынка является опережающий рост корпоративных облигаций: ежегодный рост на протяжении периода составил порядка 20%, доля в общем объеме облигаций увеличивается и в течение последних десяти лет составляет от 48 до 59%. На развитых рынках капитала преобладают государственные облигации, их доля составляет более 60% всего облигационного рынка. Доля российского рынка облигаций в соотношении с ВВП остается еще довольно скромной в сравнении с развитыми рынками, но уже

приближается к значениям доли из числа развивающихся стран: Бразилия, Индия, Китай.

Из графика также видно, что не происходило существенных падений в динамике роста корпоративных облигаций даже в период кризисных явлений. Драйверы роста на различных этапах развития рынка корпоративных облигаций были различны, но присутствовали также и негативные факторы, оказывающие сдерживающее влияние на рост.

Рост в посткризисный период 2015 г. отчасти объясняется структурой состава эмитентов российских облигаций, где преобладают представители финансовой сферы: банки и финансовые институты. То же самое можно сказать и о держателях корпоративных облигаций на российском рынке: по большей части это финансовые институты, значительно меньшая доля других инвесторов и ничтожно малое число (в пределах 5%) – доля частных инвесторов. В начале 2015 г. в период резкого повышения процентных ставок на долговом рынке именно банки обеспечили высокий спрос на бумаги корпоративных эмитентов, что для них являлось некой альтернативой вложения средств в кредитный портфель. Кризисные явления 2014–2015 гг. выявили, что лишь немногие из корпоративных заемщиков способны обеспечить в своем бизнесе рентабельность, покрывающую возросшие процентные ставки в банковском секторе, и сохранить должную финансовую устойчивость. На фоне все повышающихся требований регулятора к оценке финансовых рисков и достаточности капитала кредитных организаций (введение Базеля 3), активных процессов по очистке российского банковского сектора от недобросовестных и «нежизнеспособных» игроков тема перетока финансовых ресурсов кредитных организаций на рынок капитала стала актуальной. В последующем такая ситуация «закольцованности» [2] в банковском секторе эмитентов и держателей облигаций закончилась плачевно: в конце 2017 г. один за другим три из числа крупных системообразующих банков (ФК «Открытие», Бинбанк, Промсвязьбанк), несущих этот риск, были объявлены несостоятельными, начался процесс санации с участием регулятора и с привлечением средств государственного бюджета.



Рис. 2. Отраслевая структура эмитентов на долговом рынке России, %.

Источник: информационный сайт nauforg.ru

Традиционно на протяжении периода последних лет отмечается преобладание доли банковского сектора в отраслевой структуре долгового рынка. С 2013 г. наблюдается тенденция снижения доли эмитентов банковского сектора и одновременное увеличение доли нефтегазового сектора. Впервые в 2017 г. произошел перелом, когда объем выпуска эмитентов нефтегазового сектора, составивший долю в 28%, превысил долю банковского сектора с удельным весом в общем объеме 22%.



Рис. 3. Динамика дефолтов по корпоративным облигациям за период 2008–2017 гг.

Источник: информационный сайт nauforg.ru

Ярким показателем, характеризующим шоки на финансовых рынках, является количество и объем дефолтов. Из графика видно, как волнообразно изменялись показатели по дефолтам в период кризисных явлений в экономике. Так, в 2009 г. было зарегистрировано максимальное за период количество нарушений – 322 в объеме неисполненных обязательств заемщиков 124,2 млрд руб. Также отмечается текущая тенденция к возрастанию уровня дефолтов в последние три года, максимальное количество из которых достигнуто в 2017 г. 41 эмитент допустил 133 нарушения в объеме 36 млрд руб., что в 4,5 раза превосходит объем неисполненных обязательств эмитентов предкризисного 2013 г.

Как видно из графика, максимальные ставки доходности по индексу IFX-Cbonds¹ за представленный период на внутреннем облигационном рынке были достигнуты в момент пика кризисной волны 2014–2015 гг., после установления ЦБ в декабре 2014 г. значения ключевой ставки 17%.

¹ Индекс IFX-Cbonds – взвешенный по эффективной рыночной капитализации индекс рынка наиболее ликвидных рублевых облигаций российских эмитентов, допущенных к обращению на фондовой бирже. Он рассчитывается на основе цен сделок, совершенных на бирже, включает 30 бумаг, рыночная капитализация которых составляет не менее 5% общей рыночной стоимости облигаций, числящихся в котировальных листах.

Максимальное значение показатель IFX-Cbonds YTM eff в феврале 2015 г. достигает 16,63, далее идет плавное снижение в течение двух последующих лет по мере нормализации ситуации на рынке и последовательного снижения ключевой ставки. Минимальное значение показателя за период – в апреле 2018 г. – 7,23, далее снова идет повышательный тренд, вызванный в большей степени беспокойством на финансовых рынках и обострений геополитической обстановки с обсуждением летом 2018 г. перспектив ввода новых санкции США в отношении России.

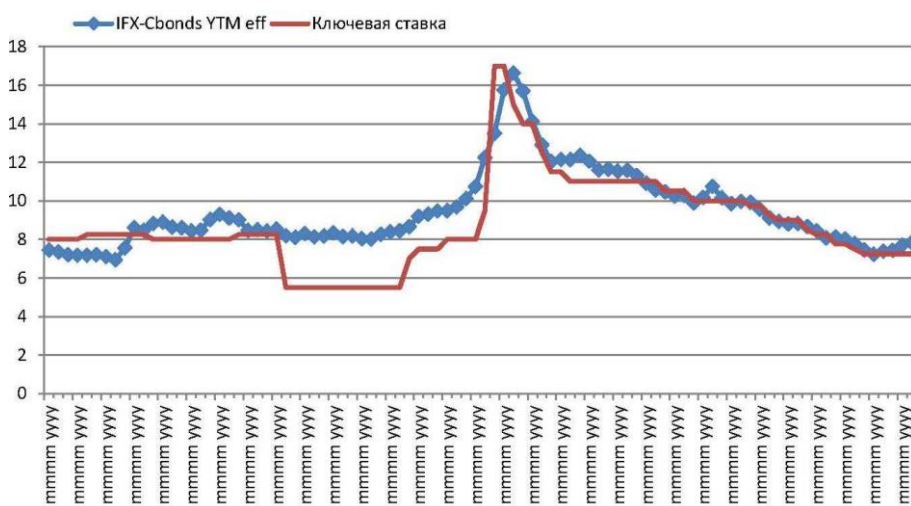


Рис. 4. Средняя доходность к погашению рублевых корпоративных облигаций по портфелю IFX-Cbonds за период 2011–2018 гг.

Источники: информационный сайт cbonds.ru, cbr.ru

Внешний и внутренний рынок корпоративных облигаций

Особенностью российского облигационного рынка является значительное преобладание внешних заимствований (еврооблигаций) над внутренними рублевыми корпоративными облигациями. Привлекательность таких облигаций для заемщика в первую очередь объясняется возможностью привлечения большего объема ресурсов и на более длительный срок, а также более низкими ставками привлечения средств из внешних источников. Однако, как показала история, в период политической и экономической нестабильности и волатильности курса национальной валюты неоспоримые плюсы могут превратиться в минусы. В 2014 г. в период обострения геополитической ситуации и значительного снижения курса национальной валюты возникли проблемы с финансированием российских корпораций, имеющих большой объем внешних заимствований. В таких условиях внушительный внешний долг сложно обслуживать или рефинансировать. Так, на конец 2014 г. внешний долг российских компаний соста-

вил порядка \$168 млрд, из них \$50 млрд – еврооблигации; внешний долг государственных банков составил \$138 млрд, из них \$35 млрд – еврооблигации [3]. Принятые на правительственном уровне меры по выделению части средств на рефинансирование данных долгов отчасти решили на тот момент проблему. С этого периода начинается перелом ситуации по превалированию внешних заимствований по корпоративным облигациям. И уже к 2016 г. мы видим превышение объема внутренних корпоративных облигаций над внешними, хотя те еще сохраняют свой значительный удельный вес в общем объеме. В 2017 г. тренд по увеличению доли рублевых корпоративных облигаций над еврооблигациями в общем объеме усилился: на конец года внутренний рынок составлял 196,4 млрд руб., внешний – 132,4 млрд руб., что фактически привело к отношению 60% / 40% (рис. 5).

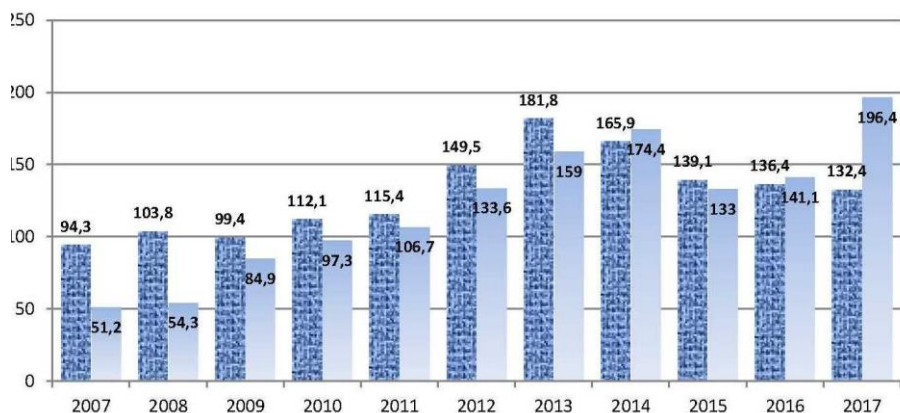


Рис. 5. Динамика, объем внешнего и внутреннего рынков российских корпоративных облигаций, млрд руб.

Источники: информационные сайты cbonds.ru, naufor.ru

Биржевой характер сделок на российском рынке корпоративных облигаций

Еще одной особенностью российского рынка корпоративных облигаций является его преимущественно биржевой характер как на первичном рынке, так и на вторичном. Суть преимущества биржевых облигаций в том, что средства можно привлечь быстро, дешево, но на короткий срок. Выпускаются они по упрощенной схеме, регистрируются самой биржей, не имеют залогового обеспечения. Их аналогом являются коммерческие облигации, выпускаются с закрытой подпиской и регистрируются Центральным депозитарием. В настоящий момент на рынке облигаций складывается тенденция к увеличению доли внебиржевых сделок.

Таблица 1. Динамика объема рынка корпоративных облигаций российских эмитентов за период 2007–2017 гг.

Организованный рынок корпоративных облигаций Российских эмитентов						
период	Количество эмитентов	в т.ч. эмитентов котировальных списках I и II уровня и их доля		количество выпусков облигаций	в т.ч. выпуски в котировальных списках I и II уровня и их доля	
2007	524	149	28,4%	697	207	29,7%
2008	529	200	37,8%	730	282	38,6%
2009	475	170	35,8%	780	320	41,0%
2010	400	168	42,0%	700	332	47,4%
2011	309	177	57,3%	673	410	60,9%
2012	308	185	60,1%	793	495	62,4%
2013	328	187	57,0%	937	548	58,5%
2014	323	194	60,1%	950	536	56,4%
2015	349	160	45,8%	1042	467	44,8%
2016	337	132	39,2%	1100	460	41,8%
2017	335	142	42,4%	1175	536	45,6%

Источники: информационные сайты cbonds.ru, naufor.ru

Анализ данных показал, что в период с 2015 по 2017 г. происходит снижение доли биржевых сделок в общем объеме до уровня 40–45% в сопоставлении с максимально достигнутым уровнем 2012–2014 гг. (57–60%). Причины могут быть связаны как с увеличением стоимости заимствования на биржевом рынке, так и с ужесточением требований к эмитентам по допуску на биржевой рынок.

Низкий уровень конкуренции среди андеррайтеров по размещению облигаций

На рынке андеррайтеров и услуг по размещению корпоративных облигаций отмечается слабый уровень конкуренции, о чем свидетельствует значение индекса Херфиндаля–Хиршмана ННН¹, составивший в 2017 г. 1009, что в соответствии с диапазоном шкалы соответствует умеренной концентрации [4].

Из данных видно, как складывался рынок андеррайтеров на протяжении периода с 2001 по 2017 г. (аналитические срезы на 3 года), с течением периода уровень концентрации усиливается. Если в 2001 г. десять крупнейших андеррайтеров разместили порядка 65% от всего объема эмиссии по корпоративным облигациям, то в 2010 г. эта доля составила почти 77%, а в 2017 г. – 83%.

¹ Индекс концентрации рынка Херфиндаля–Хиршмана ННН рассчитывается путем возведения в квадрат процентной доли в объемах биржевых торгов каждого участника и суммирования полученных результатов: $ННН = (D1)^2 + (D2)^2 + \dots + (Di)^2$, где Di – доля на рынке i -го участника, выраженная в процентах, $i = 1, 2, \dots, m$. Диапазон шкалы: $ННН < 800$ – низкая концентрация; $800 < ННН < 1800$ – умеренная концентрация; $ННН > 1800$ – высокая концентрация.

**Таблица 2. Рэнкинг организаторов и андеррайтеров
корпоративных облигаций России, 2001, 2010, 2017 гг.**

2001				2010				2017			
Компания	Количество эмитентов	Объем размещенных выпусков (млн.руб)	Доля размещений в общем объеме	Компания	Количество эмитентов	Объем размещенных выпусков (млн.руб)	Доля размещений в общем объеме	Компания	Количество эмитентов	Объем размещенных выпусков (млн.руб)	Доля размещений в общем объеме
1 Банк "Кредит Свисс Ферст Бостон"	2	3,35	9,63%	1 ВТБ Капитал/ВТБ	21	172,42	20,16%	1 Газпромбанк	38	338 996,60	19,15%
2 Альфа-Банк	5	3,05	8,76%	2 ИК Тройка Диалог	20	125,58	14,69%	2 ВТБ Капитал	32	271 626,62	15,34%
3 ИГ Русские Фонды	5	2,99	8,60%	3 Газпромбанк	13	86,38	10,10%	3 Sberbank CIB	30	233 613,33	13,20%
4 Инвестиционный Банк	6	2,58	7,40%	4 Райффайзенбанк	14	75,15	8,79%	4 Банк «ФК Открытие»	11	145 350,14	8,21%
5 Внешторгбанк	2	2,35	6,76%	5 ТранскредитБанк	18	50,40	5,89%	5 Совкомбанк	34	141 424,38	7,99%
6 МДМ-Банк	7	2,00	5,75%	6 Ренессанс Капитал	7	34,26	4,01%	6 Россельхозбанк	17	85 944,67	4,85%
7 Банк Зенит	7	1,80	5,18%	7 Сбербанк России ОАО	13	32,93	3,85%	7 АТОН	4	84 789,73	4,79%
8 ИК Тройка Диалог	4	1,80	5,18%	8 ФК УРАЛСИБ	8	29,90	3,50%	8 БК Регион	15	65 666,67	3,71%
9 ИНГ БАНК ЕВРАЗИЯ	1	1,35	3,88%	9 КБ Ситибанк	5	28,55	3,34%	9 РОСБАНК	16	60 666,67	3,43%
10 Австрия	3	1,30	3,74%	10 Банк Зенит	5	22,25	2,60%	10 Райффайзенбанк	19	45 141,67	2,55%
Прочие эмитенты	55	12,22	35,12%	Прочие эмитенты	97	197,21	23,07%	Прочие эмитенты	105	297 208,68	16,79%
ВСЕГО	97	34,78	100,00%	ВСЕГО	221	855,03	100,00%	ВСЕГО	321	1 770 429,16	100,00%

Источники: информационные сайты cbonds.ru, расчеты авторов.

Среди участников за последнее десятилетие лидируют Газпромбанк с долей 10–13%, «ВТБ Капитал» с долей 20–15%, Сбербанк и вошедшая в его состав ИК «Тройка Диалог» с долей 19–13%. Слабый уровень конкуренции, как известно, оказывает негативное влияние на процесс ценообразования на рынке долгового капитала и на возможный спектр, качество услуг.

Особенности текущего состояния российского рынка корпоративных облигаций

На текущий момент на российском рынке корпоративных облигаций сложилась ситуация, имеющая как ряд позитивных предпосылок, способствующих дальнейшему росту и развитию рынка, так и ряд негативных факторов, оказывающих сдерживающее влияние на развитие рынка.

К позитивным, с точки зрения интересов эмитентов, можно отнести существенное снижение уровня процентных ставок: средняя доходность к погашению рублевых корпоративных облигаций по портфелю IFX-Cbonds в августе 2018 г. достигла 7,84%, что оказалось ниже последнего предкризисного периода 2013 г. (до момента ввода секторальных санкций 2014 г.), и этот показатель в августе 2013 г. составлял 8,15%. Тому способствовали как внешние факторы: восстановление цен на нефть на мировых рынках, возобновление интереса западных инвесторов к развивающемуся рынку России, так и внутренние: умеренно жесткая политика, проводимая регулятором, снижение ключевой ставки до 7,25%, снижение уровня инфляции

до исторического минимума 2,5% (на конец 2017 г.), относительная стабилизация курса национальной валюты, некоторые регуляторные меры последних двух лет, проводимые с целью развития инфраструктуры отечественного финансового рынка.

Интерес к российскому облигационному рынку иностранных инвесторов на фоне низких ставок на европейских рынках продиктован приемлемостью соотношения риска – доходности по облигационным инструментам, а также имеющимся потенциалом для роста российского рынка. Обострение геополитических отношений между Россией и странами Европы и США, введение пакета санкций – контрсанкций вызывают значительную волатильность на рынках капитала и оттоки средств инвесторов. Поэтому основным источником фондирования и потенциалом для роста облигационного рынка в большей степени рассматриваются внутренние ресурсы страны.

Проведенный анализ текущего состояния российского облигационного рынка показал следующее. Структура инвесторов облигационного рынка России последних лет отражает высокую долю банковского сектора – порядка 40–45%, доля нерезидентов – порядка 10–15%, средства в доверительном управлении – 14–17%, юридических лиц – 17–25%, на долю частных инвесторов приходится не более 5%, что ничтожно мало в сравнении с долей домохозяйств на развитых рынках и в сопоставлении с имеющимися в распоряжении у населения накопленными ресурсами [3. С. 56] По данным сайта Федеральной службы государственной статистики, по состоянию на июль 2018 г. сумма накопленных средств населения составляет 32,3 трлн руб., что в 1,7 раза превышает текущий объем внутреннего облигационного рынка. При этом, несмотря на определенные усилия со стороны регулятора и властей по созданию благоприятных условия для инвестирования частных лиц, розничных инвесторов не удалось в достаточной мере привлечь к инвестированию ни на бирже, ни через ПИФы (паевые инвестиционные фонды). Для российского фондового рынка остается характерной проблема неразвитости структуры внутренних инвесторов (как институциональных, так и розничных), что является сдерживающим развитие отечественного рынка фактором [5].

Одной из главных проблем на российском фондовом рынке в целом и на облигационном в частности является низкий уровень ликвидности ценных бумаг, по сути – отсутствие рыночных цен. По оценке Национального расчетного депозитария, более 60% выпусков облигаций являются неликвидными [6]. Низкая ликвидность характерна для большинства рынков развивающихся стран. Отличие биржевого рынка России в том, что спад ликвидности является более значительным, объем биржевых торгов на Московской бирже составил в 2017 г. 26% от уровня 2007 г. [4]. Обострение проблем с ликвидностью на российском и мировом фондовых рынках во многом было вызвано геополитическими рисками, а в России еще и девальвацией рубля и недостатками в сфере регулирования, тормозящими развитие системы внутренних институциональных инвесторов.

Не менее важной проблемой является отсутствие долгосрочных ресурсов на рынке капитала, которые необходимы реальному сектору экономики для реализации инвестиционных программ, что, собственно, и должно обеспечить экономический рост экономики. Сейчас в большей степени ресурсы привлекаются для пополнения оборотного капитала и рефинансирования уже имеющихся займов. В период усиления геополитических рисков отечественный рынок оказался отрезан от длинных и дешевых денег Запада. Однако есть возможность мобилизовать внутренние долгосрочные ресурсы при условии улучшения инвестиционного климата, принятия ряда регуляторных мер, способствующих становлению среды институциональных финансовых инвесторов (ПИФов, пенсионных фондов, страховых компаний).

Отмечается высокая доля концентрации среди эмитентов. Как было показано выше, преобладают крупные эмитенты финансового, нефтегазового и топливно-энергетического отраслевого секторов, в том числе компании с государственным участием. Вымывание с рынка частного сектора влечет за собой снижение конкуренции и нарушение рыночных условий деятельности, что не может не сказаться на эффективности экономических процессов. Высокая доля банковского сектора, когда эмитентами и держателями облигаций выступают те же банки, рождает риски системного характера как в банковском секторе, так и в финансовой системе страны.

В последние годы – 2016–2017 – сокращается количество эмитентов при одновременном росте объемов заимствования на рынке долгового капитала (см. рис. 1, табл. 1), при этом на долю 10 крупнейших эмитентов приходится свыше 63% объема выпущенных облигаций, еще год назад их доля составляла 42,6% [4]. Это свидетельствует о повышении риска концентрации, что также рассматривается в качестве негативного фактора. Отмечается и негативный тренд по снижению числа новых эмитентов.

Вторичный биржевой оборот снижается второй год подряд, на 4,7% в 2017 г. и на 6,5% в 2016 г., составив в 2017 г. 4,4 трлн руб. При этом возрастает концентрация биржевого оборота: на долю первых десяти ликвидных эмитентов корпоративных облигаций в общем объеме биржевых сделок в 2017 г. приходится 61% оборота против 56% годом ранее, что также является негативным фактором на рынке [7].

Помимо вышеперечисленных негативных факторов и диспропорций, на облигационном рынке отмечены новые тренды. С 2016 г. на первичном рынке корпоративных облигаций наблюдается процесс в сфере инноваций с выпуском новых финансовых инструментов, среди которых можно выделить размещение бессрочных субординированных облигаций Россельхозбанка, выпуск однодневных облигаций ВТБ. С 2017 г. крупнейшие банки – Сбербанк, ВТБ, Россельхозбанк – начали активную продажу своих облигаций населению. В 2018 г. «Альфа-Банк» разместил вечные облигации, ориентированные на физических лиц [4].

Кроме того, на облигационном рынке все больше стали появляться новые инструменты с плавающими ставками или индексируемым номиналом

(флоатеры), цель которых привлечь средства инвесторов с максимальным учетом всех предпочтений эмитентов и инвесторов по конкретным условиям сделки. При этом сегмент флоатеров отличается крайним разнообразием базовых ставок и способов привязки к ним. Но пока такие инструменты имеют крайне низкую ликвидность [8].

Выводы

Российский рынок корпоративных облигаций представляет собой активно развивающийся, имеющий потенциал для дальнейшего роста и перспективный сектор отечественного фондового рынка. Основные перспективы видятся прежде всего в возможности включения механизма трансформации финансовых ресурсов для запуска модели экономического роста. Наряду с другими секторами отечественного облигационного рынка, муниципальными и государственными облигациями, корпоративные облигации рассматриваются как инструмент привлечения внутренних свободных финансовых ресурсов с целью перенаправления их в реальный сектор экономики и более эффективного их использования для инвестиционного роста. В этой связи в ходе выработки мер с целью активизации экономического роста в стране важно учесть ряд факторов и особенностей, характерных для текущего состояния российского облигационного рынка.

Дисбалансы и негативные факторы, сдерживающие развитие рынка:

- Геополитические риски, влекущие обострение проблем с ликвидностью, как на российском рынке, так и на мировых рынках. В большей степени дефицит долгосрочных ресурсов.

- Недостатки в сфере регулирования, тормозящие развитие системы внутренних институциональных инвесторов (заморозка пенсионных накоплений, недостаточная защищенность инвесторов аналогично вкладчикам в банковской системе).

- Нестабильность инвестиционного климата.

- Низкая доля частных инвесторов как на первичном, так и на вторичном рынке.

- Доминирование доли эмитентов финансового и нефтегазового секторов, в том числе компаний с гос. участием, что снижает конкуренцию, приводит к ухудшению конкурентной среды.

- Высокая доля банковского сектора, когда эмитентами и держателями облигаций выступают те же банки, что влечет риски системного характера.

- Низкий уровень ликвидности ценных бумаг.

- Увеличение риска концентрации среди эмитентов, когда количество эмитентов снижается, а суммарные объемы размещений растут. Возросшие риски концентрации биржевого оборота.

- Низкий уровень конкуренции на рынке андеррайтинговых услуг.

- Снижение на рынке доли новых эмитентов с новыми выпусками.

Предпосылки и факторы, способствующие развитию рынка:

– Значительное снижение процентных ставок на долговом рынке и улучшение макроэкономических показателей, что должно послужить драйвером для развития долгового рынка.

– Значительный потенциал для роста рынка облигаций российских эмитентов (необходимо учесть возможности вхождения на рынок капитала не только крупных корпораций, но и предприятий среднего и малого бизнеса).

– Наличие внутренних ресурсов в виде денежных сбережений населения и институциональных инвесторов, мобилизация средств которых может обеспечить потребности эмитентов, способствуя росту рынка.

– Дальнейшее улучшение регуляторной среды, оптимизирующее инвестиционный климат, финансовую грамотность частных инвесторов.

– Активное развитие внебиржевого рынка, способствующее расширению круга потенциальных эмитентов при сохранении приемлемого уровня риска – доходности для инвесторов.

В заключение стоит отметить, что для успешной реализации поставленной задачи необходим комплекс совместных организационных мер с участием регулятора и всего профессионального сообщества на отечественном финансовом рынке, чтобы облигационный и фондовый рынки России в целом, действительно стали тем эффективным механизмом, который позволяет привлекать и направлять свободные финансовые ресурсы в реальный сектор экономики, на инвестиции в основные средства, в развитие инфраструктурных проектов, способствуя росту экономики.

Литература

1. Лялин В.А. Становление и развитие российского рынка облигаций // Проблемы современной экономики. 2014. № 1.
2. Берзон Н.И., Столяров А.И., Теплова Т.В. Российский фондовый рынок: вызовы, проблемы и перспективы // Доклад на XVII Международной научной конференции по проблемам развития экономики и общества М. : НИУ ВШЭ, 2016. 32 с.
3. Облигационный рынок: анализ тенденций и перспектив / под ред. Т.В. Тепловой. М. : Инфра-М, 2016.
4. Российская экономика в 2017 году. Тенденции и перспективы / под ред. С.Г. Синельникова-Мурылева, А.Д. Радыгина. М. : Изд-во Института Гайдара, 2018. 572 с.
5. Теплова Т.В., Столяров А.И. Российский небанковский финансовый рынок: тормоз или импульс для экономического роста // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2017. № 1.
6. Теплова Т.В., Столяров А.И. Особенности развития основных сегментов фондового рынка РФ (облигации и акции) на современном этапе // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2017. № 6.
7. Российский фондовый рынок: 2017 год. События и факты. Аналитический обзор Национальной Ассоциации участников фондового рынка. М., 2018.
8. Тербков Ф.А. Закон эволюции. Базовые ставки в российских облигациях с плавающим купоном или индексируемым номиналом // Cbonds review. 2017. № 3.
9. Алексеева И.А., Макарова Е.В. Российский рынок корпоративных облигаций: тенденции и перспективы развития // Известия Байкальского государственного университета. 2017. № 3.

10. Бернштам Б.Е. Особенности «бегства капитала» из России // Вестник Томского государственного университета. Экономика. 2013. № 3.

11. Данилов Ю.А., Абрамов А.Е., Буклемишев О.Е. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. М., 2017. URL: <http://csr.ru/wp-content/uploads/2017/07/Report-Financial-markets-v2-web.pdf>

12. Сайт Информационного агентства Cbonds. URL: <http://cbonds.ru>

13. Сайт Банка России. URL: <http://cbr.ru>

14. Сайт Федеральной службы государственной статистики. URL: <http://gks.ru>

15. Сайт Московской Биржи. URL: <http://moex.ru>

16. Сайт Национальной Ассоциации участников фондового рынка. URL: <http://naufor.ru>

Berzon N.I., National Research University Higher School of Economics (Moscow, Russian Federation). E-mail: NBerzon@hse.ru

Erofeeva T.M., National Research University Higher School of Economics (Moscow, Russian Federation). E-mail: TErofeeva@hse.ru

THE RUSSIAN CORPORATE BOND MARKET: THE HISTORY OF DEVELOPMENT, CURRENT TRENDS, PROBLEMS AND PROSPECTS

Keywords: Russian debt market, corporate bonds, yield of corporate bonds, volume of emissions.

At present time, the economics of country is badly in need investment demand stimulation to ensure economic growth. The main role of the modern stock market as a mechanism that allows to attract, redistribute and effectively use free financial resources is to promote investment growth. The Russian corporate bond market is one of the segments of the domestic debt market, which is actively developing and has the potential for further growth. In this regard, the topic of studying the main trends and problems in financial markets is relevant. In the article the main stages of development of the Russian corporate bond market from the moment of origin till today are considered. The main characteristics and determinants that contribute to its development are identified. Macroeconomic factors, which caused shock situations on the Russian corporate bonds market twice: in early 2009, and December 2014, when the rates of return on the debt market reached historic highs, are considered. Further, an analysis of the main characteristics of the current state of the corporate bond market was made and the main problems are indicated.

The analysis revealed the following negative factors that have a deterrent effect on market development: geopolitical risks and instability of the investment environment, which lead to aggravation of problems with liquidity; inaccessibility of long-term resources; extremely low liquidity of securities; shortcomings in the regulation of the domestic stock market, inhibitory the development of the system of internal institutional investors. The following disproportions were also revealed: a low share of private investors in the market; dominance of the share of issuers of the financial and oil and gas sectors, including companies with state participation, which reduces competition and leads to a deterioration of the competitive environment; a large share of the banking sector, while the issuers and bondholders are the also banks, is entails systemic risks; increasing the risk of concentration among issuers, when the number of issuers is decreasing, and the total volume of placements is growing; increased risk of concentration of the exchange's turnover; low level of competition in the market of underwriting services. The main prerequisites for further development are indicated: a significant reduction in interest rates on the debt market and improvement of macroeconomic indicators, which should serve as a driver for the development of the debt market; availability of internal resources in the form of money savings of the population and institutional investors, whose mobilization can meet the needs of emitters, ensuring market growth; active development of the off-the-bord market and further improvement of the regulatory environment. In order to

successfully solve the set problem of activation economic growth during the development of measures of impact, made the analysis and conclusions drawn can be useful.

References

1. Lyalin V.A. Stanovlenie i razvitie rossijskogo rynka obligacij // Problemy sovremennoj ehkonomiki. 2014. № 1.
2. Berzon N.I., Stolyarov A.I., Teplova T.V. Rossijskij fondovyj rynek: vyzovy, problemy i perspektivy // Doklad na HVII Mezhdunarodnoj nauchnoj konferencii po problemam razvitiya ehkonomiki i obshchestva M. NIU VSHEH. 2016. 32 s.
3. Obligacionnyj rynek: analiz tendencij i perspektiv, pod red. Teplovoj T.V. M.: Infra-M, 2016.
4. Rossijskaya ehkonomika v 2017 godu. Tendencii i perspektivy. Pod red. S.G. Sinel'nikova-Muryleva, A.D. Radygina. M.: Izdatel'stvo instituta Gajdara, 2018. 572 s.
5. Teplova T.V., Stolyarov A.I. Rossijskij nebankovskij finansovyj rynek: tormoz ili impul's dlya ehkonomicheskogo rosta// Vestnik Instituta ehkonomiki Rossijskoj akademii nauk. 2017. № 1.
6. Teplova T.V., Stolyarov A.I. Osobennosti razvitiya osnovnyh segmentov fondovogo rynka RF (obligacii i akcii) na sovremennom ehtape// Vestnik Instituta ehkonomiki Rossijskoj akademii nauk. 2017. № 6.
7. Rossijskij fondovyj rynek: 2017 god. Sobytiya i fakty. Analiticheskij obzor Nacional'noj Associacii uchastnikov fondovogo rynka, M., 2018
8. Terebkov F.A. Zakon ehvolucii. Bazovye stavki v rossijskih obligacijah s plavayushchim kuponom ili indeksiruемым nominalom// Ezhemesyachnyj analiticheskij zhurnal Cbonds review. 2017. № 3.
9. Alekseeva I.A., Makarova E.V. Rossijskij rynek korporativnyh obligacij: tendencii i perspektivy razvitiya// Izvestiya Bajkal'skogo Gosudarstvennogo Universiteta. 2017 №3.
10. Bernshtam B.E. Osobennosti «begstva kapitala» iz Rossii // Vestnik Tomskogo Gosudarstvennogo Universiteta. EHkonomika, 2013 №3
11. Danilov YU.A., Abramov A.E., Buklemishev O.E. Reforma finansovyh rynkov i nebankovskogo finansovogo sektora. Moskva. CSR, iyul' 2017g. Opublikovano: URL: <http://csr.ru/wp-content/uploads/2017/07/Report-Financial-markets-v2-web.pdf>
12. Sajt Informacionnogo agentstva Cbonds: <http://cbonds.ru>
13. Sajt Banka Rossii: <http://cbr.ru>
14. Sajt Federal'noj sluzhby gosudarstvennoj statistiki: <http://gks.ru>
15. Sajt Moskovskoj Birzhi: <http://moex.ru>.
16. Sajt Nacional'noj Associacii uchastnikov fondovogo rynka: <http://naufor.ru>

For referencing:

Berzon N.I., Erofeeva T.M. Rossijskij rynek korporativnyh obligacij: istoriya razvitiya, tekushchie tendencii, problemy i perspektivy [The Russian corporate bond market: the history of development, current trends, problems and prospects]. Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomika – Tomsk State University Journal of Economics, 2018, no 44, pp. 150–165.